

De wolf in schaapskleren

In *ESB* van 23 januari jl. geeft de heer P.F. Segaar, directeur Concern Planning van Aegon NV, op persoonlijke titel commentaar op de strategische analyse van prof. H. Schreuder over de voorgenomen fusie tussen Nationale Nederlanden en de NMB Postbank. In dit commentaar heeft mij met name de inhoud van het hoofdstukje kapitaalmarkten, waarin de schrijver ingaat op de ruilverhouding en andere financiële aspecten van de voorgenomen fusie, getroffen. Prof. Schreuder gaat in zijn naschrift *Zijn broeders hoeder* aan dit hoofdstuk voorbij omdat de financiële aspecten van de fusie buiten het kader van zijn beschouwing vielen. Vandaar mijn reactie.

De pijlen van het betoog van de heer Segaar worden op de daling van de koers/winstverhouding van de nieuwe onderneming gericht, omdat de kapitaalmarkt pure verzekeraars hoger waardeert dan een gemengd bank/verzekeringsconcern. Daardoor zou de financiering van de toekomstige expansie structureel duurder worden. Dat zou slecht zijn voor de internationale concurrentiepositie en eveneens nadelig voor de aandeelhouders. De lagere koers/winstverhouding speelt dus een centrale rol in de argumentatie van de heer Segaar en ook in die van Aegon. In de afgelopen maanden zijn deze argumenten veelvuldig voor het voetlicht gebracht. Dat wil nog niet zeggen dat ze juist zijn.

Inderdaad mag verwacht worden dat de koers/winstverhouding van de nieuwe, strategisch sterke, holding gebaseerd zal zijn op het gewogen gemiddelde van die van het verzekerings- en van het bankbedrijf. Althans op korte termijn. Het doel van het samentaan is dat de fusie zal leiden tot een groei van de nettowinst die hoger is dan ieder van de partners op eigen kracht zou kunnen bereiken. Die hogere groei zal tot een stijging van de genoemde gemiddelde koers/winstverhouding leiden. Gezamenlijk is er dus van multiple-verlies geen sprake. Integendeel, indien de fusie aan de verwachtingen voldoet is er sprake van multiple-winst.

De daling van de koers/winstverhouding, waar de heer Segaar het over

heeft, leidt inderdaad tot hogere financieringskosten voor het verzekeringsbedrijf, maar het bankbedrijf komt in een betere concurrentiepositie dan de andere banken te zitten omdat het lagere financieringskosten krijgt. Het door de heer Segaar genoemde concurrentieverlies treedt dus voor de combinatie, en daarin participeert de aandeelhouder, niet op.

De hogere koers/winstverhouding voor het verzekeringsbedrijf vindt haar oorzaak in de perceptie van de belegger dat een verzekeringsbedrijf een hogere groei in de winst per aandeel en een hogere mate van stabiliteit van de nettowinst dan de banken heeft. Bovendien weten de beleggers dat de resultaten bij de Nederlandse verzekeringsbedrijven op conservatieve wijze worden vastgesteld, waardoor zij aan de koers/winstverhouding een hogere waardering geven. Het is daarbij opvallend dat Aegon, die in de publiciteit zoveel aandacht besteedt aan het opschroeven van de koers/winstverhouding, zo krachtig pleit voor nieuwe waarderinggrondslagen. Zo'n aanpassing van de waarderinggrondslagen, die een minder conservatieve bepaling van de nettowinst betekent, zal wel leiden tot een structurele verhoging van het niveau van de nettowinst, maar ook tot een verlaging van de koers/winstverhouding. Het saldo van deze twee invloeden (hogere niveau van de nettowinst en lagere koers/winstverhouding) zal in principe niet leiden tot een hogere beurskoers. Dit laatste kan uiteindelijk alleen bereikt worden door een echt hogere winstgroei en dat is dan ook het doel van de nieuwe combinatie.

Dat Aegon zich tegen de samenwerking keert is wel duidelijk geworden. Het ziet een nog formidabeler concurrent aan de horizon verschijnen. Dat Aegon zich daartegen verweert is begrijpelijk, maar de argumentatie die wordt gebruikt is tot nu toe ondeugdelijk. Ook de koers/winstballon is nu doorgeprikt.

A.G. Jacobs

Lid van de Raad van Bestuur van Nationale Nederlanden.