



Compte-rendu de l'Assemblée Générale Mixte du 27 Avril 2011

Chiffres clés

- 948 actionnaires présents
- 6 137 actionnaires présents ou représentés
- 4 257 actionnaires ayant voté par correspondance
- Soit au total plus de 61 % des actions ayant le droit de participer au vote et plus de 66 % des droits de vote

Ouverture

M. Henri de Castries, Président-directeur général d'AXA a ouvert la séance avec la constitution du Bureau et présenté l'ordre du jour.

Bilan de l'année 2010 et perspectives (Henri de Castries)

L'assurance est un métier utile et pérenne. Présents dans 61 pays, les 214 000 collaborateurs d'AXA s'engagent aux cotés de 95 millions de clients pour les aider à vivre plus sereins. Les expertises d'AXA s'expriment au travers d'une offre de produits et services adaptés à chacun, dans trois grands domaines d'activité : l'assurance vie, l'assurance dommages et la gestion d'actifs.

Chez AXA nous sommes là pour aider nos clients à protéger leurs biens, se protéger contre les accidents de la vie, financer leurs projets, préparer leur futur et celui de leurs proches.

Ces métiers sont à la fois affectés et portés par la croissance mondiale. A titre d'exemple en trois ans, le parc automobile mondial est passé d'un peu moins de 900 millions de véhicules à un peu plus d'un milliard.

Notre métier est également affecté par l'évolution de l'environnement mondial. Le nombre de catastrophes naturelles dans le monde et l'augmentation de leurs impacts est considérable. La France est malheureusement familière des catastrophes climatiques dont la fréquence de répétition a tendance à s'accroître. Dans le monde, la fréquence de ces événements a progressé de pratiquement 50 % en moyenne annuelle entre la période 1980-2009 et l'année 2010, passant d'un peu plus de 600 à plus de 900.

Cela nous ouvre des perspectives de croissance, parce que le monde s'enrichit, parce que les vies et les biens à protéger sont de plus en plus nombreux, parce que les moyens de ceux qui souhaitent s'assurer sont croissants. Mais les risques et les menaces sont eux aussi croissants.

L'impact formidable du vieillissement et de la longévité est une autre grande source d'opportunité et de croissance pour le Groupe. L'espérance de vie dans les sociétés européennes est passée de 45 ans au début du 20^e siècle à 75 ans au début du 21^e siècle. La longévité est donc à la fois une formidable opportunité économique, car de plus en plus de gens vieilliront en bonne santé de plus en plus longtemps, et un formidable défi car il existe des besoins à couvrir.

2010 a été pour AXA une année de défis. Nous avons fait face à des difficultés de marché et à des éléments spécifiques comme la baisse des taux d'intérêts ou les incertitudes réglementaires, qui ont contribué à une performance boursière décevante.

2010 a aussi été une année solide : nous avons affiché des résultats et un bilan robustes. Elle a été aussi une année de transformation. L'organisation des activités a été adaptée et plusieurs initiatives stratégiques ont été mises en place pour optimiser l'allocation du capital : finalisation des opérations en Asie et en Australie, cession d'une partie des activités vie au Royaume-Uni, ou encore partenariat stratégique avec ICBC, la première banque chinoise...

Enfin 2010 a été une année responsable. Pour mieux comprendre les risques, le Fonds AXA pour la Recherche a financé 83 projets, AXA Prévention a mené des actions de prévention aux dangers de la route et nous avons organisé le premier Forum global pour la longévité.

Pour 2011 et les prochaines années, nous comptons sur de nombreux atouts : une marque forte, un bilan solide, une ligne stratégique claire, la valeur et l'engagement des collaborateurs.

Les piliers de notre stratégie sur le long terme sont :

- concentration sur notre cœur de métier : assurance et gestion d'actifs,
- diversification géographique et métiers,
- modèle de distribution multi-canal,
- gestion active de nos activités et de l'allocation du capital.

Les évolutions reflètent la réalité d'après crise :

- plus de sélectivité dans les marchés développés,
- plus d'agressivité dans les pays émergents et sur les nouvelles formes de distribution,
- plus d'efficacité à travers le Groupe.

Résultats financiers

M. Denis Duverne, Directeur général délégué, en charge des finances, de la stratégie et des opérations, a détaillé les résultats financiers 2010 du Groupe : bonne résistance de l'activité, résultats solides, structure financière renforcée et dividende en net redressement.

Gouvernance et politique de rémunération

M. Norbert Dentressangle, Vice-président du conseil d'administration et administrateur indépendant référent, a ensuite rendu compte à l'Assemblée du fonctionnement de la gouvernance d'AXA en 2010 ainsi que de la politique de rémunération de ses dirigeants.

Questions des actionnaires

Questions écrites posées préalablement à l'Assemblée Générale

Question sur la politique immobilière du Groupe, en France et à l'étranger, notamment en matière d'accessibilité des logements par les revenus les plus modeste.

Question sur le taux moyen d'occupation durant l'année 2010 du parc immobilier en France, par usage : habitation, commercial et bureaux.

(Association IPAC, Initiative Pour un Actionariat Citoyen)

Le Groupe a confié la gestion de son portefeuille d'actifs immobiliers à sa filiale spécialisée AXA Real Estate Investment Managers (REIM), qui dépend d'AXA Investment Managers. REIM, qui gère l'ensemble des actifs immobiliers du Groupe, mais également ceux de clients extérieurs, est aujourd'hui le deuxième gestionnaire d'actifs immobiliers européen. Cette société emploie 500 collaborateurs dans 22 pays. En plus d'AXA, elle a 120 clients institutionnels. Son savoir-faire est très largement reconnu. REIM est un contributeur important aux résultats d'AXA Investment Managers, ainsi qu'un bon instrument de mise en valeur des actifs détenus en direct par le Groupe.

AXA est le principal actionnaire, à 80 %, de la principale société HLM, le Logement Français. L'essentiel de son parc se trouve en région parisienne. L'ensemble des professionnels du logement social s'accorde à reconnaître que cette société est particulièrement en pointe en matière de gestion sociale de son parc.

Enfin, AXA a créé en 1991 le programme de bénévolat international « AXA Atout Cœur ». Dans ce cadre, un programme d'accompagnement de l'activité d'habitat a été mis en place avec une fédération d'associations d'intégration par le logement et le lien social. C'est donc un sujet qui nous préoccupe et sur lequel nous sommes actifs. En début d'année, nous avons « reçu » des visiteurs impromptus dans un immeuble de bureaux en cours de transformation. Face à leur inquiétude quant à la

perspective de trouver des logements, nous avons proposé de les orienter vers le logement social pour essayer de trouver des solutions.

Le taux d'occupation moyen en France du parc immobilier - 2 millions de mètres carrés, tous types de biens confondus - est d'environ 87 %, ce que nous considérons comme un taux très satisfaisant. Deux raisons expliquent la vacance de 13 % :

- 7 % de vacance incompressible : délai moyen de vacance des appartements entre deux locataires ou des immeubles de bureaux (3 à 9 mois),

- 6 % de biens immobiliers sont vacants pour des raisons plus profondes. AXA mène une politique immobilière active d'achats et de ventes. Lorsque nous achetons des actifs, nous les transformons pour leur ajouter de la valeur. Ce sont des opérations de reconstruction, d'aménagement lourd, parfois de construction, qui expliquent que des biens achetés ne produisent pas de loyers pendant un certain temps. L'addition de ces deux critères aboutit à un taux de vacance qui nous semble parfaitement en ligne avec les chiffres constatés sur les marchés.

*Question sur l'insuffisance de la communication du service client d'AXA France
(Monsieur Jean-Pierre Aliome, 8 avril 2011)*

Ce courrier traite de deux points. Monsieur Aliome déplore une communication insuffisamment bonne et l'inefficacité du service clients d'AXA France dans le cadre d'une réclamation qu'il a formulée il y a plusieurs années. Monsieur Aliome s'interroge ensuite sur une prétendue modification du calcul de l'indice de satisfaction des clients.

Le différend privé de Monsieur Aliome ne relève pas de cette Assemblée. Une réponse lui avait déjà été apportée lors de l'Assemblée Générale de 2010, et nous n'avons pas d'élément nouveau à apporter. S'agissant du mode de calcul de l'indice de satisfaction des clients, il n'a pas changé en 2010. En revanche, le périmètre géographique de l'indice a évolué. Des sociétés sont entrées dans le périmètre du Groupe, d'autres en sont sorties. L'indice calculé est toujours l'indice net de satisfaction, qui tient compte de la différence entre les clients satisfaits et les clients insatisfaits. Cet indice a progressé de 2 points en 2010, à 78 points.

*Commentaire sur la rémunération du PDG et les performances d'AXA
(Monsieur Guiheux en tant que représentant de la société Holding Exsilio)
Commentaire sur le régime de retraite des cadres de direction d'AXA
(Monsieur Guiheux à titre personnel)*

La société Holding Exsilio fait un commentaire sur la rémunération du Président Directeur Général et les performances d'AXA, jugées décevantes par cet actionnaire. La rémunération de l'équipe dirigeante ayant déjà fait l'objet d'une présentation détaillée à l'Assemblée, le Conseil d'Administration n'a rien à ajouter.

Monsieur Jérôme Guiheux à titre personnel commente le régime de retraite supplémentaire des cadres de direction d'AXA qu'il estime comme étant trop généreux. Il demande au Président Directeur Général de renoncer au bénéfice de ce régime de retraite supplémentaire.

En réponse à ce commentaire, le Conseil d'Administration précise que le régime de retraite supplémentaire dont il est question existe de longue date chez AXA, puisqu'il a été mis en place en 1992. A la suite de l'aménagement de certaines dispositions de ce régime, celui-ci a été soumis au vote de votre Assemblée Générale en 2010. Il a été approuvé avec 93 % de votes favorables.

Les caractéristiques de ce régime font l'objet d'une description détaillée en page 176 du rapport annuel 2010 d'AXA. Elles sont conformes aux recommandations AFEP-MEDEF d'octobre 2008 relatives à la rémunération des dirigeants de sociétés cotées. Au titre de ce régime, le montant de la retraite supplémentaire vise, pour une ancienneté en tant que cadre de direction au sein du groupe AXA d'au moins vingt ans, à obtenir une rente de retraite globale équivalente à 40 % de la moyenne des rémunérations brutes des cinq dernières années précédant la date de départ en retraite, si cette moyenne est supérieure à douze fois le plafond annuel de la Sécurité Sociale. Tous les directeurs du groupe AXA en France, soit à ce jour plus de 400 personnes, sont éligibles à ce régime.

Pour ce qui concerne Henri de Castries, il a décidé en 2010, de manière volontaire et individuelle, mais en concertation avec le Conseil, de limiter la rémunération pouvant servir de base au calcul de sa rente de retraite globale. Compte tenu de son ancienneté dans le Groupe (près de vingt-deux ans à ce jour), la partie de sa rente versée au titre du régime de retraite supplémentaire représenterait donc au maximum environ 30 % de sa rémunération annuelle cible aujourd'hui en vigueur.

Questions orales

Question sur le résultat du cours de l'action en 2010 et la défiance des marchés vis-à-vis des compagnies d'assurance, la contribution au cash flow de la gestion d'actifs et la pertinence de conserver l'activité, le ratio d'endettement du Groupe, et la participation dans le capital de BNP Paribas.

La décennie 2000-2010 n'a pas été favorable aux actionnaires, puisque le CAC 40 est passé de plus de 6 000 points à moins de 4 000 points. Par opposition, la décennie 1990-2000 avait été très favorable aux porteurs d'actions et aux compagnies d'assurance. Dans ce contexte, AXA affiche une performance légèrement meilleure que celle du secteur sur 10 ans.

La défiance à l'égard des assureurs s'explique par le fait que les analystes jugent souvent leurs comptes comme compliqués. De plus, certains assureurs ont mal traversé les crises de 2001-2003 et de 2007-2010. Ceci a rejailli sur l'ensemble du secteur. AXA a traversé ces deux crises sans difficultés majeures. Cela n'a pas été le cas d'AIG, d'ING ou de Fortis. Il en a probablement résulté de la défiance à l'égard du secteur dans son ensemble. De plus, la baisse prononcée des taux longs n'est pas favorable à nos activités. Cette baisse a atteint son paroxysme en fin d'année dernière. Enfin, les incertitudes réglementaires créent une forte ambiguïté sur ce que ce sera le capital nécessaire pour continuer à exercer une activité. Nous avons souffert de l'ensemble de ces éléments, mais nous avons le sentiment que les choses devraient progressivement se corriger. Nous allons continuer nos efforts

opérationnels pour mieux nous distinguer de l'ensemble du secteur. Lorsqu'un peu de sérénité sera revenue, ces efforts finiront par payer.

L'année 2010 a été difficile pour la gestion d'actifs. La contribution des activités d'asset management au cash flow n'est pas faible. Ces activités ne consomment pas de capital et reversent la totalité de leurs dividendes aux actionnaires. Ces dividendes se chiffrent en centaines de millions pour Alliance Bernstein et à plus de 100 millions pour AXA Investment Managers, une activité que nous avons créée en 1993 et dont le résultat n'avait cessé de croître jusqu'à la crise financière. Pour autant, ce résultat est resté à un niveau profitable. Ce serait une erreur stratégique et tactique que de se séparer aujourd'hui d'activités de gestion d'actifs qui sont liées à notre métier, au moment où elles sont au plus bas de leur cycle, notamment pour Alliance Bernstein, et où leur capacité de rebond est probablement plus forte que celle d'autres activités du Groupe qui ont moins souffert de la crise. Alliance Bernstein a souffert de très mauvaises performances en fin d'année 2008. Nous avons changé le management. La performance de gestion est meilleure. Il reste des clients qui sortent, mais ils ont plutôt tendance à se réduire. Les choses devraient repartir dans le bon sens. Il ne serait donc pas sain de faire des mouvements au moment où ces activités offrent la capacité de rebond la plus importante.

Pour calculer notre ratio d'endettement consolidé, nous utilisons une méthode cohérente avec celle des agences de rating. Cela nécessite des retraitements. Nous pourrions opérer de manière beaucoup plus simple, en retenant au numérateur le montant des dettes consolidées et les fonds propres consolidés au dénominateur. Notre ratio ressort alors à 28 % en 2009, contre 27 % en 2008. Nous sommes à un niveau de ratio consolidé tout à fait satisfaisant. Notre rating le prouve.

BNP Paribas a choisi de porter dans ses comptes la valeur de sa participation dans AXA sur la base du cours du 31 décembre 2010. Nous ne pouvons que nous féliciter de la prudence légendaire des équipes dirigeantes de BNP Paribas dans l'établissement de leurs comptes. Les relations entre les deux groupes sont fortes, amicales et constructives, au bénéfice mutuel des clients et des actionnaires des deux groupes.

Question sur l'attribution d'actions aux salariés du Groupe

Je vous remercie de rappeler que le Groupe n'a pas attendu pour mettre en oeuvre le partage des fruits de la croissance. Seule la première tranche des AXA Miles a été versée. La seconde n'a pas pu l'être du fait de l'effondrement des marchés. Nous avons souhaité, avec le soutien du Conseil d'Administration, pouvoir reprendre dès que possible cette initiative. C'est dans ce cadre que nous soumettons une résolution à l'Assemblée Générale. Il y aura des conditions de performance à l'attribution de ces actions. Ce seront des conditions de performance raisonnables. Si le Groupe performe raisonnablement, les salariés pourront bénéficier d'un certain partage des fruits de la croissance. J'en profite pour rappeler que le plan d'actionnariat salarié est un autre dispositif incitatif. Enfin, la participation - intéressement représente en moyenne 3 500 euros par salarié chez AXA en France.

Question sur la valeur de l'action, le risque de pratiquer des tarifs produits sensiblement supérieurs à la concurrence, et le partenariat avec la Chine.

Du fait des opérations d'augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription menées au fil du temps, le cours le plus élevé atteint en nominal n'est pas une division par trois. Le cours a sensiblement baissé par rapport à son plus haut, mais de l'ordre de 50 %, pas des deux tiers.

En 2010, nous avons augmenté le nombre de nos clients en habitation de manière importante. Fin 2010, nous avons davantage de clients que fin 2009.

Le développement d'affaires en dehors de nos territoires classiques emporte toujours des risques et des craintes. Ne tombons pas dans la caricature culturelle. L'économie chinoise est en développement extrêmement fort. Les Chinois ont le souci de contrôler ce développement. Leurs réglementations ne sont donc pas, a priori, extraordinairement favorables aux investisseurs étrangers. Il nous semble toutefois que le deal que nous avons conclu avec la banque chinoise devrait nous permettre de développer nos affaires de manière satisfaisante. Ce n'est pas une garantie absolue, mais sur le fleuve des affaires chinoises, il faut mieux être sur une barque avec un Chinois qui rame à vos côtés que d'être seul sur une barque avec uniquement des Chinois qui rament à côté. Celui qui ramera avec nous est la principale banque chinoise. Elle détiendra 70 % du capital. Notre capacité à obtenir un traitement attentif de la part des régulateurs nous semble donc plus grande que si nous étions seuls. Ce sera ensuite au management de développer et de protéger la valeur que nous essaierons de créer pour les actionnaires d'AXA.

Question sur la possibilité d'un dividende majoré pour récompenser les actionnaires fidèles et sur le climat d'incertitude lié à l'évolution réglementaire.

Toutes les sociétés françaises par actions se posent la question d'un dividende majoré au profit des actionnaires qui restent longtemps. Seul un très petit nombre a répondu favorablement à cette demande. Nos actionnaires principaux sont les actionnaires institutionnels. Ils ne sont pas favorables à cette mesure, qui ne concernerait qu'une faible proportion des actionnaires.

S'agissant des incertitudes réglementaires, Henri de Castries rappelle que le secteur financier banque et assurance, qui est régulé, fait l'objet d'une attention particulière depuis la crise financière. Nous n'aimerions pas que le pendule aille trop loin dans une direction, avec un régulateur demandant un niveau de capital excessif par rapport à ce que sont les risques réels, ce qui aurait un impact sur le prix des services rendus aux clients et sur la rentabilité pour les actionnaires. Fort heureusement, le secteur européen est extraordinairement uni et coordonné sur le sujet. Nous avons un véritable alignement des grands et des petits assureurs face aux propositions faites par le régulateur à la Commission Européenne. Or lorsque l'ensemble d'une profession affiche une vision soudée et coordonnée sur un sujet, le décideur de dernier ressort a plutôt tendance à écouter et à en tenir compte.

Les ambiguïtés se dissiperont à mesure que le temps passera. Les décideurs politiques de la Commission ont compris que le fait d'imposer des charges en capital excessives à des assureurs européens qui, pendant la crise, n'ont rien coûté, que ce

soit au contribuable ou au régulateur, ne favoriserait pas la croissance et l'emploi. Nous pensons donc que cet exercice devrait plutôt se traduire par davantage d'exigence que le système antérieur, tout en restant dans des normes gérables. Une fois que ces ambiguïtés auront été dissipées, ce sera un poids de moins pour le secteur en matière boursière.

Question sur les résolutions relatives à l'émission d'actions à droit préférentiel et sur l'utilité de mener des opérations de sécurité routière couteuses.

Nous considérons que les actions de prévention sont au cœur du métier des assureurs. C'est un devoir vis-à-vis de nos clients. Si les clients viennent nous voir, ce n'est pas uniquement pour que nous réparions les conséquences d'accidents. C'est aussi pour que nous leur évitions d'avoir à passer par ces épreuves grâce aux actions de prévention que nous pouvons mener, qu'il s'agisse de circulation automobile ou des risques d'entreprise. Les assureurs possèdent du savoir-faire et de la technicité pour diminuer les risques. Nous essayons d'alerter la société et nos clients quant au fait que les comportements à risque ont des conséquences pour eux-mêmes et pour la société dans son ensemble. C'est la noblesse de notre métier. Vous ne pouvez pas nous demander de nous en extraire.

Les autorisations financières ont une durée de vie régie par le Code de commerce. Nous devons donc régulièrement retourner devant l'Assemblée Générale pour les renouveler. Il est de bonne politique d'avoir à notre disposition une panoplie d'autorisations financières qui couvrent l'ensemble des situations auxquelles nous pouvons être confrontées.

Au cours des dix dernières années, nous avons systématiquement procédé à nos augmentations de capital avec un droit préférentiel de souscription et nous n'avons pas procédé à une seule augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription. Néanmoins, il se peut de trouver des circonstances dans lesquelles nous pourrions être amenés, dans l'intérêt des actionnaires et de la société, à procéder à une opération d'acquisition dans l'urgence. La seule manière de procéder serait alors sans droit préférentiel de souscription.

Les autorisations financières que nous vous soumettons cette année sont très similaires à celles des exercices précédents. C'est un exercice que nous devons renouveler, du fait de la loi, environ tous les deux ans. N'y voyez pas la moindre malice. Il s'agit d'une opération de routine dont le seul objet consiste à équiper votre Société face à toutes les circonstances que l'on peut imaginer.

Question d'une actionnaire salariée sur la faiblesse du cours de l'action par rapport à ING ou à Allianz.

Les salariés sont actionnaires pour le long terme. Or, sur le long terme, les salariés actionnaires d'AXA sont plutôt mieux traités que ceux d'ING ou d'Allianz. Certes, ING et Allianz ont mieux performé qu'AXA l'année dernière, mais ING faisait partie des sociétés qui ont connu des difficultés considérables durant la crise. Quant à la société Allianz, elle a mieux performé que nous pour trois raisons : parce qu'elle est plus importante que nous en assurance dommages ; ensuite parce qu'elle a eu une

meilleure performance que nous en gestion d'actifs ; enfin parce qu'elle a rapidement su faire percevoir au marché l'importance des efforts de réductions de coûts qu'elle menait.

Question sur l'évolution du dividende depuis 2007, la part des produits financiers sur le résultat net, et les prévisions pour 2011.

Nous ne donnons pas d'indications de tendance sur les résultats. Les axes de la société pour l'exercice 2011 sont très clairs :

- en matière d'allocation de capital, davantage de sélectivité dans les pays mûrs et davantage d'agressivité dans les pays émergents ;
- développement en prévoyance et en santé ;
- amélioration de nos résultats techniques en assurance dommages ;
- rebond des résultats en asset management.

Depuis le début de cette année, aucun évènement climatique exceptionnel ne s'est produit en Europe. En revanche, le résultat vie de notre société japonaise sera impacté par le tsunami.

En matière de dividende, notre politique consiste à distribuer entre 40 et 50 % du résultat courant chaque année. En 2007, nous étions au-dessus du plancher. En 2008, nous l'avons exceptionnellement crevé. Nous étions alors au cœur de la crise financière, et la visibilité était très réduite. Nous revenons progressivement à des dividendes plus élevés parce que le résultat courant progresse. Nous sommes toujours à un taux de distribution compris entre 40 et 50 %.

Question sur la faiblesse des dividendes perçus par les actionnaires par rapport aux avantages des salariés qui perçoivent un intéressement et des actions gratuites auxquels s'ajouterait une prime de 1 000 euros projeté par le gouvernement.

Nous avons toujours pensé qu'il ne pouvait exister de prospérité durable sans alignement réel des intérêts. Dans nos métiers, le rôle des hommes et des femmes est particulièrement important. Pour que leur engagement soit fort et que nos affaires se développent, il importe que les salariés trouvent un intérêt au développement du Groupe. Vous avez raison de rappeler que nous sommes généreux en matière sociale, que nous essayons de concilier avec la performance économique.

Les mesures évoquées par l'Etat ont pour objet, en période de sortie de crise, d'attirer l'attention sur la nécessité de partager les fruits de la croissance. Chez AXA, les salaires n'ont pas diminué, la participation est restée significative pendant cette période de crise et il est maintenant envisagé de procéder à une nouvelle distribution d'actions gratuites. Dans le même temps, les actionnaires ont été assez significativement mis à contribution, avec un dividende divisé par trois au cœur de la crise.

Je pense que les dispositions qui seront prises permettront de tenir compte de l'ensemble du paysage. C'est dans ce cadre que nous en discuterons au niveau approprié.

Question sur le retrait dans certaines activités vie en Grande-Bretagne et sur les activités en Australie

AXA est entré au Royaume-Uni en 1989. Nos activités se sont renforcées avec l'acquisition de l'UAP en 1997. En 2000, nous avons racheté les actionnaires minoritaires de la société cotée Sun Life au plus haut des marchés financiers. Nous avons acquis une position relativement importante sur le marché britannique de l'assurance vie. En 2010, nous avons considéré, au vu de l'évolution de ce marché, qu'il était plus sage de se séparer des activités les plus consommatrices en capital, pour nous concentrer sur des produits moins consommateurs, mais correspondant mieux à l'évolution de la fiscalité et du comportement des consommateurs. Nous avons été sollicités par un acheteur qui souhaitait se consolider. Nous avons libéré du capital. Le coût d'acquisition historique de nos participations a fait que nous avons dû constater une perte. C'est toujours regrettable, mais nous avons également constaté une relation du bénéfice par action car les activités en question produisaient un faible résultat. Stratégiquement, ce mouvement est positif pour AXA.

En Australie, la situation est différente. L'opération australienne a dégagé une plus-value de l'ordre de 500 millions d'euros. Elle sera constatée sur l'exercice 2011. Nous étions le sixième acteur australien, sans perspective d'être le leader. Il nous a semblé plus judicieux de réinvestir notre capital en Asie, où les perspectives de croissance sont plus importantes.

C'est une illustration très précise de la nécessité d'être plus sélectif dans le monde d'après-crise. Lorsque nous ne sommes pas parmi les trois ou quatre premiers d'un marché, sans perspective d'atteinte du leadership et de développement des affaires et des marges, il peut être raisonnable d'envisager un repositionnement.

Question sur l'exposition au Portugal et en Grèce.

Notre exposition est faible. Le Portugal et la Grèce représentent moins de 0,5 % de notre portefeuille obligataire. Notre exposition à la Grèce est de 300 millions d'euros nets. Notre exposition au Portugal est de 700 millions d'euros nets. Le bilan tient déjà compte de la moins-value latente sur ces actifs.