

Sommaire

Rapport de gestion du Directoire

Rapport du Président

Comptes consolidés

Comptes sociaux

Renseignements de caractère général

# Rapport de gestion du Directoire

008

■ Bilan de l'année 2006	009
Stratégie d'Euler Hermes	012
Faits marquants de l'exercice	013
Évolution de l'activité	014
Résultat consolidé du groupe	017
Évolution de l'activité des principales zones géographiques du groupe	023
Capitaux propres consolidés et capital ajusté	028
Création de valeur pour l'actionnaire	030
Évolution de l'activité de la société Euler Hermes SA	032
Perspectives d'avenir	034
Développement durable	035
Rémunération des dirigeants	041
Liste des mandats et fonctions exercés par les dirigeants	044
Observations du Conseil de Surveillance sur le rapport de gestion du Directoire	048

# Bilan de l'année 2006

## L'économie mondiale en 2006

L'exercice 2006 a été marqué par une accélération de l'activité mondiale (+ 3,9 % contre + 3,4 % en 2005) ; mais ce chiffre, exprimé en moyenne annuelle, cache certaines disparités. La conjoncture mondiale a été très forte au premier trimestre, avec la conjonction de chiffres excellents dans les trois grandes zones (USA, Japon, zone euro). Elle s'est ensuite graduellement détériorée sous l'effet du ralentissement américain, dès le deuxième trimestre, puis du Japon et de l'Europe, à quelques exceptions près (Espagne, Royaume-Uni), au 3<sup>e</sup> trimestre. Le reste du monde, qui compte pour 20 % du PIB mondial, a conservé des rythmes de croissance bien supérieurs à la moyenne mondiale, notamment l'Europe centrale et orientale (6,2 % contre 5,9 % en 2005) et l'Asie hors Japon (8,6 % contre 8,2 % en 2005), tirée par la Chine. Dans ce contexte, le commerce mondial a renoué avec un rythme de croissance supérieur à 9 % l'an en volume, après presque 8 % en 2005 et 10 % en 2004. Les prix des matières premières, y compris hors pétrole, se sont globalement affichés en hausse, pour la cinquième année consécutive, comme ceux des actifs immobiliers et financiers. L'inflation est restée sous contrôle, excepté dans quelques pays émergents producteurs de matières premières, sans pour autant empêcher la grande majorité des banques centrales de poursuivre leur resserrement monétaire. Enfin, les déséquilibres majeurs de l'économie mondiale ont persisté, au premier rang desquels le contraste croissant entre pays excessivement consommateurs, souvent à crédit, qui creusent leurs déficits courants (États-Unis, Espagne, Royaume-Uni, France), et pays exportateurs (Chine, Japon et Allemagne).

La locomotive du commerce mondial, les États-Unis, a maintenu un rythme de croissance soutenu en 2006 (+ 3,4 %) par rapport à 2005 (+ 3,2 %). Cette performance tient pour l'essentiel aux très bons résultats du premier trimestre et à la bonne résistance de la consommation des ménages. La baisse du dollar, notamment face à l'euro et au dollar canadien, a réduit l'impact négatif du commerce extérieur sur le PIB. Toutefois, l'investissement des entreprises s'est graduellement ralenti et l'investissement résidentiel a subi un fort ralentissement après des années de croissance soutenue.

Au Japon, les importantes révisions statistiques ont sensiblement réduit l'ampleur de la reprise économique, en la situant plus proche de 2 % en 2006 (contre 1,9 % en 2005 après révision en baisse de 0,8 %). Ces chiffres confirment la dualité de l'économie, principalement soutenue par les exportations et les investissements, ainsi qu'une situation de change avantageuse (dévaluation du yen contre l'euro et le dollar en 2006). Le reste de la demande domestique peine à repartir.

Après un freinage contrôlé en 2005, l'économie britannique, tirée par ses activités de services, a de nouveau accéléré en 2006 pour renouer avec un rythme de croissance nettement supérieur à 2,5 % en 2006. Toutes les composantes ont contribué positivement à la croissance, en particulier la demande des ménages, portée par la bonne tenue de

l'emploi et des salaires et par un effet richesse lié à l'immobilier qui a compensé les pressions inflationnistes.

La zone euro a surpris en 2006 par une croissance plus forte qu'attendu (+ 2,6 %). Ce dynamisme est issu de la conjonction d'un rebond de la consommation en Italie et en Allemagne, d'une plus forte progression des exportations malgré l'appréciation de l'euro, et de la bonne tenue de l'investissement dans de nombreux pays. Néanmoins, la situation par pays au sein de la zone a présenté d'importants contrastes :

- en Allemagne, la reprise économique s'est poursuivie tout au long de l'année. À la vigueur de la demande extérieure s'est progressivement ajoutée la relance de la consommation des ménages, soutenue par l'évolution du marché du travail et les achats anticipés avant la hausse de la TVA au 1<sup>er</sup> janvier 2007 ;

- l'économie française a évolué en dents de scie, affichant une stagnation au troisième trimestre après un bon premier semestre. La consommation est restée le principal soutien à la conjoncture, mais en soutenant davantage les importations que l'appareil industriel domestique peine à répondre à cette hausse de la demande ;

- l'Italie a mis fin à quatre années de quasi-stagnation en affichant une croissance de 1,8 %. L'essentiel de cette embellie s'est opéré au premier semestre grâce au redressement de la consommation des ménages et à des exportations plus dynamiques qui ont tiré l'activité industrielle ;

- l'Espagne a affiché une cinquième année consécutive de croissance supérieure à 3 %, avec une accélération à plus de 3,5 % en 2006 qui l'a placée largement devant ses partenaires européens. Mais le déséquilibre s'est poursuivi entre une demande interne toujours très dynamique, tirée par la consommation et la construction, et une dégradation des comptes extérieurs.

## L'évolution des défaillances d'entreprises

La bonne tenue de la croissance mondiale s'est accompagnée d'un retournement de tendance en matière de défaillances d'entreprises. Après une hausse de 3 % en 2005, notre indice global des défaillances a été en retrait de 9 % en 2006 (chiffre provisoire), alors que nous anticipions une baisse plus modeste (- 1 %) au printemps. Cette évolution est principalement déterminée par deux facteurs. D'une part, la croissance économique s'est avérée plus soutenue que prévu en Europe, essentiellement en Allemagne et dans les pays scandinaves, et dans plusieurs pays émergents d'Asie. La baisse des défaillances dans ces pays s'est logiquement avérée plus forte que prévu, allant de 13 % (Allemagne) à plus de 20 % (Norvège, Corée du Sud). D'autre part, des modifications juridiques importantes ont eu lieu dans plusieurs pays, à commencer par les États-Unis. La mise en œuvre de la nouvelle législation américaine (17 octobre 2005) avait été précédée par une vague de forte hausse des sinistres

# Bilan de l'année 2006

(+ 14 % au total en 2005). Elle a été suivie d'une rechute des procédures plus forte encore (de l'ordre de 30 % en 2006, au vu des statistiques des trois premiers trimestres). Des mouvements similaires, liés à une nouvelle législation, ont été observés dans nombre d'autres pays (Brésil, Slovaquie, Portugal). Le nouveau dispositif de sauvegarde instauré en France, inspiré de la procédure américaine du chapitre 11, a eu en revanche peu d'impact statistique (1 % des défaillances totales).

Pour 2007, le ralentissement économique devrait entraîner une légère hausse des défaillances d'entreprises.

## Les défaillances de plus de 100 millions d'euros en 2006 (liste établie à fin octobre)

Tableau établi à partir des plus grosses défaillances 2006 connues à fin septembre ou octobre 2006 (selon les pays) et identifiées par les filiales du groupe Euler Hermes dans les pays suivants : États-Unis, Canada, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie, Espagne, Pays-Bas, Belgique, Finlande, Luxembourg, Pologne, Suisse, Danemark, Suède et Norvège.

Rang	Pays	Société	Dernier CA connu en M€	Activité
1	États-Unis	Dana Corporation	7 094	Fabrication de pièces et accessoires pour véhicules automobiles et leurs moteurs
2	Pays-Bas	LG Philips Displays Netherlands BV	3 300	Électronique
3	Pays-Bas	DTA Projecten En Detachering BV	2 408	Fabrication d'ouvrages en métaux (sauf machines et matériel)
4	États-Unis	Musicland Group Inc.	1 648	Autres commerces de détail de produits neufs en magasins spécialisés
5	États-Unis	Integrated Electrical Services Inc.	1 173	Production, collecte et distribution d'électricité
6	Japon (*)	Aoyama Kanzai KK	998	Activités immobilières
7	Japon (*)	Tokyo Rinkai Fukutoshin Kensetsu KK	966	Activités immobilières
8	Espagne	Forum filatélico SA	840	Commerce de détail de biens d'occasion
9	États-Unis	Pliant Corporation	824	Fabrication d'articles en matières plastiques
10	Japon (*)	Takeshiba Chiiki Kaihatsu KK	799	Activités immobilières
11	Japon (*)	Tokyo Teleport Center Inc.	785	Activités immobilières
12	Allemagne	BenQ Mobile GmbH	776	Fabrication d'équipements et appareils de radio, télévision et communication
13	États-Unis	Silicon Graphics Inc.	608	Fabrication de machines de bureau, de machines comptables et de matériel de traitement de l'information
14	France	Groupe Eurotunnel	482	Transports par chemin de fer
15	Espagne	Afinsa Bienes Tangibles SA	453	Commerce de détail de biens d'occasion
16	États-Unis	Werner Holding Co. (PA) Inc.	420	Fabrication d'ouvrages en métaux (sauf machines et matériel)
17	Canada	NexInnovations Inc.	417	Fabrication de machines de bureau, de machines comptables et de matériel de traitement de l'information
18	Japon (*)	KK Makoto Kigyo	403	Activités immobilières
19	États-Unis	JL French Automotive Castings	397	Fabrication de pièces et accessoires pour véhicules automobiles et leurs moteurs
20	États-Unis	OCA Inc.	330	Services fournis à l'ensemble de la collectivité
21	Japon (*)	Shibata Sakae Kosan KK	318	Activités immobilières
22	France	Groupe EURALCOM	315	Fabrication de produits métallurgiques de base
23	Royaume-Uni	Henleys Group Plc.	314	Construction de véhicules automobiles
24	États-Unis	Oneida Ltd.	298	Fabrication d'appareils domestiques
25	Japon (*)	Nihon Gorufu Kaihatsu KK	289	Activités sportives et autres activités récréatives
26	France	Groupe Manzoni Bouchot	288	Fonderie
27	Japon (*)	KK Liberty Estate	266	Activités immobilières
28	États-Unis	Global Power Equipment Group Inc.	250	Fabrication de machines d'usage spécifique
29	Japon (*)	Samutorasuto KK	215	Intermédiation financière
30	Royaume-Uni	PRG Powerhouse Ltd.	215	Autres commerces de détail de produits neufs en magasins spécialisés
31	France	ISA FRANCE	211	Commerce de gros de matériel de bureau
32	France	Cadence Innovation	201	Fabrication d'articles en matières plastiques
33	Allemagne	Georg von Opel GmbH	200	Commerce de véhicules automobiles
34	Royaume-Uni	Hamsard 2 353 Ltd. (Bee-wise Ltd.)	188	Autres commerces de détail de produits neufs en magasins spécialisés
35	Japon (*)	Berunetto KK	182	Travaux d'installation
36	Italie	Iar - Sital SPA	178	Fabrication de machines et de matériel

# Bilan de l'année 2006

Rang	Pays	Société	Dernier CA connu en M€	Activité
37	Royaume-Uni	Dew Construction Ltd.	176	Construction
38	Allemagne	Heros-Gruppe	170	Activités de services aux entreprises
39	France	LG Philips Displays France	169	Fabrication de tubes et composants électroniques
40	Allemagne	Nici AG	156	Commerce de gros de produits intermédiaires non agricoles, de déchets et débris
41	France	Photo Service	147	Activités de services aux entreprises
42	Suisse	Schmidlin AG Fassadentechnolo	134	Industrie manufacturière
43	Royaume-Uni	Pressac Plc.	133	Fabrication de pièces et accessoires pour véhicules automobiles et leurs moteurs
44	France	S <sup>te</sup> Commerciale de Métaux et Minerais	126	Commerce de gros de produits intermédiaires non agricoles, de déchets et débris
45	Royaume-Uni	CGS Holdings Ltd. (Botes Building Ltd.)	121	Construction
46	France	Tilly Sabco	119	Production, transformation et conservation de viande, de poisson, de fruits, de légumes, d'huiles et de graisses
47	Royaume-Uni	Automotive Products Group Ltd.	115	Fabrication de pièces et accessoires pour véhicules automobiles et leurs moteurs
48	Royaume-Uni	Highbury House Communications	114	Édition
49	Royaume-Uni	Golden Wonder Ltd.	112	Fabrication d'autres produits alimentaires
50	France	Favril Alain	111	Autres commerces de détail de produits neufs en magasins spécialisés
51	Italie	ENIF Technologies SPA (o in forma abbreviata « ENIFTECH »)	109	Fabrication de machines de bureau, de machines comptables et de matériel de traitement de l'information
52	Pays-Bas	Heveco BV	109	Fruits et légumes (commerce de gros)
53	Allemagne	Rinol AG	106	Fabrication d'articles en caoutchouc
54	Royaume-Uni	Advanced Fluid Connecdtions Plc.	106	Activités de fabrication

# Stratégie d'Euler Hermes

012

La stratégie d'Euler Hermes est focalisée sur le développement de son métier cœur, l'assurance-crédit.

Cette stratégie s'articule autour de quatre grands axes :

## A - Une position très forte de leader sur le marché européen

Sur la base des statistiques établies sur l'ICISA (International Credit Insurance of Surety Association), Euler Hermes est le leader de son marché dans la plupart des pays européens. Toutes les filiales d'assurances européennes contribuent de manière proportionnelle à leur taille au bénéfice net du groupe.

Par ailleurs, Euler Hermes reste attentif à toute opportunité de consolidation de sa position sur le marché européen. En 2006, le groupe a ainsi acheté l'activité d'assurances crédit d'Allianz en Irlande.

## B - Des relais de croissance importants, notamment aux États-Unis et dans les marchés émergents

La filiale américaine a poursuivi sa croissance avec une augmentation de son chiffre d'affaires de 6,6 % en 2006.

Le groupe a également consolidé sa position de *market leader* en Europe de l'Est et poursuit son développement dans de nouveaux marchés :

- en Asie-Pacifique, Euler Hermes a acquis les activités d'assurance-crédit de Lumley Trade Credit en Australie et en Nouvelle-Zélande ;
- au Moyen-Orient, le groupe propose désormais ses services à Dubaï, en partenariat avec la société d'assurances Alliance ;
- en Amérique latine, le développement continue avec une croissance du chiffre d'affaires importante et le lancement d'une offre d'assurance-crédit en Argentine.

## C - Une stratégie de croissance s'appuyant sur une infrastructure commune et des process intégrés

Le logiciel IRP « gestion de l'Information, du Risque et des Polices », développé en interne, permet une utilisation extensive d'informations détaillées à travers le monde. Ce logiciel est désormais utilisé par toutes les filiales (à l'exception de quelques petites entités) depuis avril 2006.

Chaque société du groupe est responsable des décisions d'engagements sur sa zone géographique de compétence.

Par ailleurs, l'échange des *best practices* à travers le groupe constitue un soutien primordial au développement rentable de toutes les filiales. Euler Hermes a ainsi entamé en 2006 un projet d'harmonisation de ses méthodes de recouvrement à travers le monde afin d'étendre au niveau du groupe les meilleures pratiques locales.

## D - Un développement commercial fort grâce à une attention toujours plus grande portée aux clients

Euler Hermes cherche à améliorer sans cesse la satisfaction et la fidélité de ses clients via :

- une qualité de service de premier plan (délais de réponses plus courts, justification des décisions...);
- le développement d'une gamme de polices très complète adaptées à toutes les tailles de société, des toutes petites entreprises aux entreprises multinationales (*World Policy*) ;
- une politique de recouvrement très efficace qui fait d'Euler Hermes un des leaders mondiaux du secteur ;
- une démarche structurée en faveur de l'innovation au service de nos clients.

# Faits marquants de l'exercice

L'année 2006 a été marquée par les événements suivants :

## Évolution du capital et de l'actionariat

L'Assemblée Générale d'Euler Hermes, qui s'est tenue le 22 mai 2006, a décidé le versement d'un dividende de 3,50 euros par titre.

Au 31 décembre 2006, le groupe AGF détient 30 744 048 actions sur un total de 44 951 118, soit 68,39 % des actions.

Au cours de l'exercice 2006, 120 874 actions nouvelles ont été créées suite à la levée d'options de souscription dans le cadre des plans d'options de souscription d'actions 1997, 1998, 1999, 2003 et 2004. Au 31 décembre 2006, le nombre d'actions composant le capital social d'Euler Hermes s'élève à 44 951 118 dont 1 411 359 actions propres.

Suite aux levées d'options, le capital et la prime d'émission ont augmenté respectivement de 38 milliers d'euros et de 3 073 milliers d'euros.

## Poursuite du développement à l'international

Euler Hermes a acquis les activités d'assureur-crédit de Lumley General Insurance en Australie et en Nouvelle-Zélande. Le portefeuille de polices d'assurance représente un montant de 7 millions de dollars australiens, soit 4 millions d'euros.

Le 27 octobre 2006, Euler Hermes UK a fait l'acquisition du portefeuille d'assureur-crédit d'Allianz Corporate Ireland pour un prix de 6,9 millions de livres sterling (10,3 millions d'euros).

Euler Hermes développe son activité en Argentine avec le lancement d'Euler Hermes Argentina au 1<sup>er</sup> janvier 2007. Euler Hermes Argentina opérera en tant que société de services en étroite collaboration avec AGF Argentine.

## Augmentation de la rétention

Le taux de rétention des primes est défini comme le rapport entre les primes après cessions en réassurance et ces mêmes primes avant cessions. Ce taux est passé de 58 % pour l'exercice 2005 à 67 % à fin décembre et les primes acquises nettes de réassurance ont progressé de 18 %

entre 2005 et 2006, dont 14,9 % s'expliquent par la hausse de la rétention.

## Simplification de la structure capitalistique

Dans le cadre de la stratégie de réduction de la complexité et des coûts qui y sont associés, plusieurs opérations de simplification de l'organigramme ont été réalisées en 2006. Les plus significatives sont la suppression d'une holding intermédiaire en Allemagne et la remontée au niveau d'Euler Hermes SA de la participation dans la compagnie d'assurances néerlandaise Euler Hermes Kredietverzekering NV, auparavant détenue majoritairement par les filiales allemandes et belges.

## Événements postérieurs à la clôture

### Offre de rachat des minoritaires AGF par Allianz

Allianz a l'intention de déposer une offre sur les minoritaires de sa filiale AGF d'ici la fin du mois de février. Les actionnaires d'AGF se verraient offrir 87,50 euros plus 0,25 action Allianz SE pour une action AGF. AGF n'a pas l'intention ni ne considère avoir l'obligation de faire une offre sur Euler Hermes dont elle détient 68,39 % et qui ne représente pas un actif essentiel d'AGF au regard de la réglementation des marchés financiers (AMF). Allianz SE a confirmé à AGF qu'elle n'avait pas l'intention de faire une offre sur cette société.

### Acquisition de la société américaine de recouvrement United Mercantile Agencies (UMA)

Le 23 janvier 2007, Euler Hermes ACI a acquis United Mercantile Agencies, l'un des leaders du recouvrement commercial et de la gestion du poste client aux États-Unis. La société s'appellera Euler Hermes UMA et contribuera pour un montant de l'ordre de 10 millions de dollars aux revenus de services d'Euler Hermes ACI.

# Évolution de l'activité

014

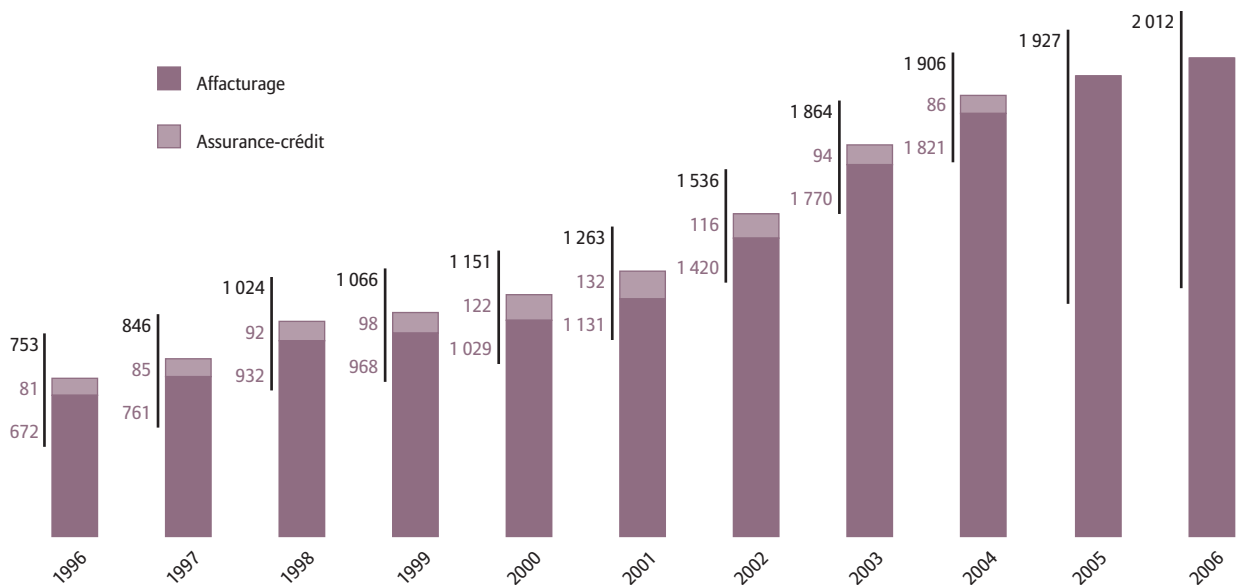
En application des normes IFRS, la présentation du chiffre d'affaires a fait l'objet d'un changement en 2006 : les ristournes payées aux assurés sont dorénavant déduites des primes, alors qu'elles étaient auparavant reprises dans les charges de prestations d'assurance de l'exercice. Le chiffre d'affaires publié en 2005 était de 2 007,9 millions d'euros et le montant des ristournes reclassé sur l'exercice 2005 s'élève à 80,6 millions d'euros contre 81,3 millions d'euros en 2006.

Le chiffre d'affaires de l'exercice 2006 s'élève à 2 011,9 millions d'euros en progression de 4,4 % par rapport au chiffre d'affaires retraité de l'exercice 2005 (1 927,3 millions d'euros).

Après prise en compte des variations de périmètre de consolidation et des effets de variation de change, le chiffre d'affaires progresse de 3,6 %. Toutes les analyses postérieures sont réalisées sur le retraité 2005.

## Chiffre d'affaires consolidé

Taux de croissance annualisé sur la période 1996-2006 : 10,3 % (en milliers d'euros)



Chiffre historique jusqu'à 2004, retraité 2005.

La croissance du chiffre d'affaires en 2006 s'explique par une dynamique commerciale différenciée par zone géographique et par nature d'activité.

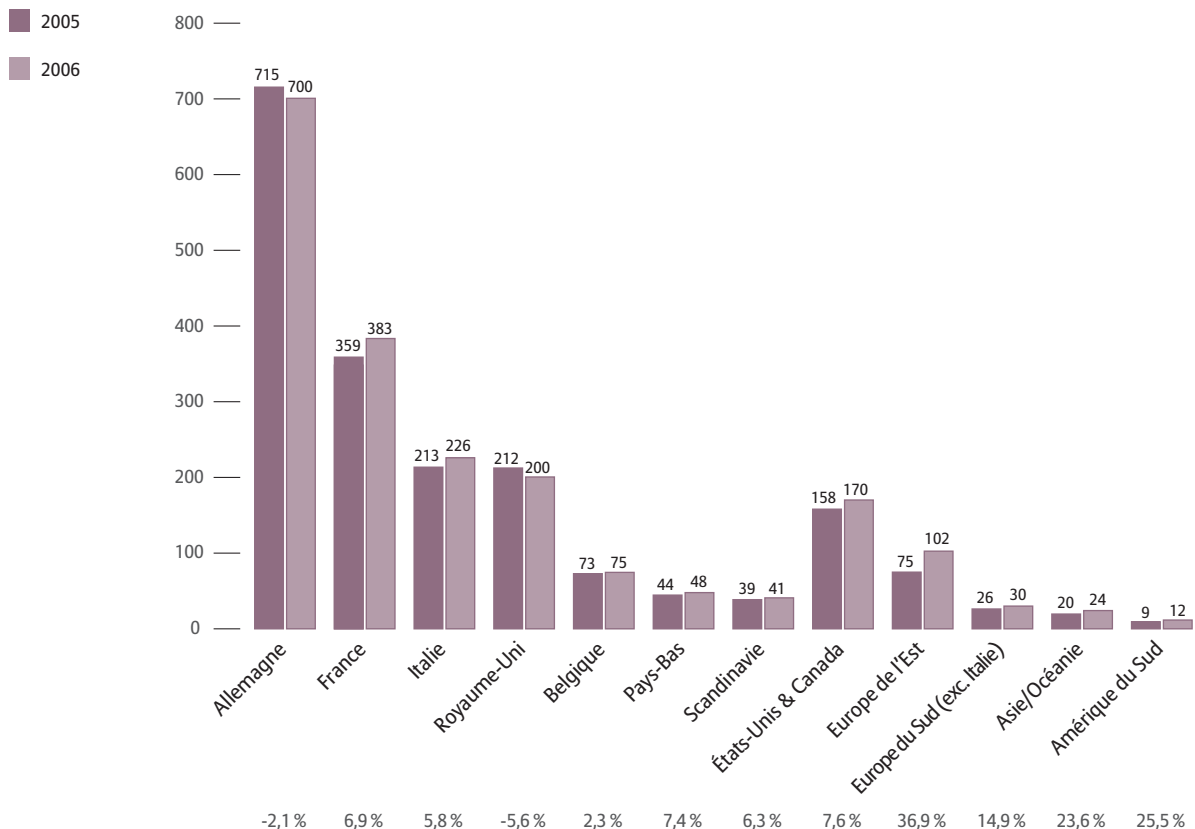
## Répartition du chiffre d'affaires par pays



Allemagne	: 34,8 %
Europe de l'Est	: 5,1 %
Asie	: 1,2 %
Amérique du Sud	: 0,6 %
Europe méditerranéenne	: 1,5 %
France	: 19 %
Grande-Bretagne	: 10 %
Italie	: 11,2 %
États-Unis et Canada	: 8,5 %
Belgique	: 3,7 %
Pays-Bas	: 2,4 %
Scandinavie	: 2 %

# Évolution de l'activité

## Chiffre d'affaires



Le tableau ci-dessus reprend le chiffre d'affaires 2005 retraité et après élimination des effets de variations de périmètre et de taux de change.

La croissance du chiffre d'affaires en 2006 affiche un léger ralentissement par rapport à 2005. Ce ralentissement est attribuable à la baisse de la contribution au chiffre d'affaires de l'Allemagne et de l'Angleterre.

La zone euro, à l'exclusion de l'Allemagne, continue à afficher une croissance de sa contribution au chiffre d'affaires de 6,1 %, supérieure à la croissance économique.

Le recul de la contribution au chiffre d'affaires en Allemagne s'explique en premier lieu par la forte diminution des primes acceptées en provenance de compagnies d'assurances externes au groupe, activité que le groupe a recentrée vers ses partenaires clés dans le développement international après avoir mis fin à des contrats locaux non stratégiques. Excluant ces primes acceptées, la croissance des primes directes s'établit à 0,5 %, suite à des fortes pressions sur les taux de prime lors des renouvellements des contrats 2006, conséquence d'une sinistralité exceptionnellement basse au cours des deux dernières années.

Dans un marché très compétitif, l'activité au Royaume-Uni est soumise à une pression accrue sur les taux de prime, conséquence d'un taux de sinistralité extrêmement bas durant les deux derniers exercices. Par ailleurs, le Royaume-Uni connaît depuis une dizaine d'années une « dés-industrialisation » de son activité économique au profit des activités financières et de services, induisant un recul de demande globale pour les produits de l'assurance-crédit.

Aux États-Unis, la contribution au chiffre d'affaires reste très bien orientée avec une croissance de 7,5 %, (9,7 % hors effet de change) sur un marché où la pénétration de l'assurance-crédit est moindre qu'en Europe et qui offre à Euler Hermes des opportunités importantes.

Enfin, les nouveaux pays continuent à afficher un fort dynamisme et contribuent maintenant pour plus de la moitié à la croissance du groupe, avec une croissance de 43,3 % (25,6 % après élimination des effets de variations de périmètre et de taux de change).

# Évolution de l'activité

## Répartition du chiffre d'affaires entre primes et activités de services (en millions d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	Variation en montant	Variation en %
Primes	1 658,8	1 608,9	49,8	3,1 %
Accessoires de primes	353,0	318,5	34,6	10,9 %
<b>Total chiffre d'affaires</b>	<b>2 011,8</b>	<b>1 927,4</b>	<b>84,5</b>	<b>4,4 %</b>

(1) Retraité.

Les primes affichent une croissance moins importante que le chiffre d'affaires total, soutenu par la progression des revenus de service. Ces derniers progressent de 10,9 % et profitent de la décision d'Euler Hermes de consolider à 100 % la société de service Bürgel Wirtschaftsinformationen GmbH & Co. KG.

Après élimination des effets de variations de périmètre (intégration globale de la société Bürgel Wirtschaftsinformationen GmbH & Co. KG principalement) et de taux de change, la croissance des accessoires de primes s'établit à 5,5 %.

# Résultat consolidé du groupe

017

La définition des ratios a été modifiée en conséquence du reclassement des ristournes aux assurés dans les primes acquises auparavant intégrées dans les charges de prestations d'assurance de l'exercice. Le ratio des sinistres se définit comme la charge de sinistres rapportée aux primes acquises, dont les ristournes sont déduites. Le ratio des coûts se définit comme la somme des frais d'acquisition des contrats, des frais d'administration, des autres produits et charges techniques, déduction faite des accessoires de primes rapportés aux primes acquises, dont les ristournes sont déduites. Les autres charges et produits non techniques sont exclus du ratio de coût (à l'exception des immeubles d'exploitation).

## Primes acquises

Le montant des primes acquises brutes (1 658,8 millions d'euros) augmente de 3,1 % par rapport à l'exercice 2005.

Le taux de cession en réassurance continue à diminuer en 2006 (- 8,4 points) en application de la stratégie d'Euler Hermes d'augmenter sa rétention.

Les primes nettes acquises progressent de 18,0 % dont 14,9 % s'expliquent par la hausse de la rétention.

(en milliers d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	Variation %
Primes acquises brutes	1 658 775	1 608 881	3,1 %
Primes cédées	- 548 509	- 667 583	- 17,8 %
<b>Primes nettes acquises</b>	<b>1 110 266</b>	<b>941 298</b>	<b>18,0 %</b>
Taux de cession	33,1 %	41,5 %	

(1) Retraité.

## Charge des sinistres

(en milliers d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	Variation %
Charge de prestations d'assurance	- 692 668	- 609 129	13,7 %
Sinistres cédés en réassurance	146 674	187 613	- 21,8 %
<b>Charge nette des sinistres</b>	<b>- 545 994</b>	<b>- 421 516</b>	<b>29,5 %</b>
Ratio de sinistres brut	41,8 %	37,9 %	
Ratio de sinistres net	49,2 %	44,8 %	

(1) Retraité.

L'exercice 2006 enregistre une charge brute des prestations d'assurance en hausse de 13,7 % par rapport à 2005, équivalant à 84 millions d'euros. Cette progression s'explique en grande partie par la forte réduction des boni de liquidation sur exercices antérieurs (- 29,7 % équivalant à - 98 millions d'euros), compensée partiellement par un léger recul de la sinistralité brute de l'année en cours (+ 14 millions d'euros).

Les sinistres cédés en réassurance ont reculé de 21,8 % (- 41 millions d'euros), recul imputable à une rétention des sinistres plus élevée pour l'année en cours (impact : - 109 millions d'euros), compensée partiel-

lement par des cessions moindres des boni de liquidation sur exercices antérieurs (+ 68 millions d'euros).

Par conséquent, l'exercice 2006 enregistre une augmentation sensible de la charge nette des sinistres (+ 546 millions d'euros), qui augmente de 29,5 % par rapport à 2005. Cette hausse s'explique pour deux tiers par des boni de liquidation nets de réassurance moindres en 2006 expliquant et pour un tiers par la hausse de la rétention.

Le ratio de sinistres après prise en compte de la réassurance s'établit ainsi à 49,2 % en hausse de 4,4 points par rapport à 2005.

# Résultat consolidé du groupe

018

## Charges des sinistres de l'année en cours

Euler Hermes a bénéficié en 2006, comme en 2005, d'un environnement favorable de la sinistralité de l'année en cours. Cette évolution (- 1,6 % comparée à une croissance de 3,1 % des primes acquises) est principalement imputable à l'Allemagne, qui a profité d'un recul important des charges de sinistres brutes.

Les trois tableaux suivants s'entendent nets de recours.

(en milliers d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	Variation %
Charges de sinistres brutes de l'année en cours	- 924 665	- 939 369	- 1,6 %
Charges de sinistres cédées relatives à l'année en cours	220 865	329 552	- 33,0 %
<b>Charges de sinistres nettes relatives à l'année en cours</b>	<b>- 703 800</b>	<b>- 609 817</b>	<b>15,4 %</b>
Taux de cession de l'année en cours	24 %	35 %	

(1) Retraité.

Le taux de cession des sinistres a baissé de 11 points en raison de l'augmentation de la rétention. L'augmentation plus forte du taux de rétention des sinistres par rapport au taux de rétention des primes (8 points) s'explique par le fait que la sinistralité sur l'année en cours baisse fortement en Allemagne où le taux de cession reste le plus élevé du groupe.

Après prise en compte de la réassurance, la charge de l'exercice en cours affiche une hausse de 15,4 % par rapport à l'année précédente soit, 2,6 points de moins que la croissance des primes nettes.

## Évolution des boni de liquidation

Les boni bruts de liquidation liés aux exercices précédents diminuent de 29,7 % par rapport à 2005. Ce recul s'explique par des développements des courbes de sinistralité 2005 et 2006 plus proches de celles estimées à fin 2005. À fin 2006, le ratio boni de liquidation bruts sur primes brutes est égal à 14,0 % contre 20,5 % à fin 2005.

(en milliers d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	Variation %
Charges de sinistres brutes des années antérieures	231 997	330 240	- 29,7 %
Charges de sinistres cédées relatives aux années antérieures	- 74 190	- 141 939	- 47,7 %
<b>Charges de sinistres nettes relatives aux années antérieures</b>	<b>157 806</b>	<b>188 300</b>	<b>- 16,2 %</b>

(1) Retraité.

Les boni de liquidation cédés en 2006 reculent quant à eux de 48 %. Ce recul s'explique par la hausse générale des taux de rétention depuis 2002. Ainsi, à taux de cession stable, les boni de liquidation 2006 se seraient élevés à 100 millions d'euros contre 74 millions d'euros actuellement.

En dépit d'un fort recul des boni de liquidation bruts, la hausse générale de la rétention a permis de limiter le recul des boni de liquidation nets à 16,2 % en 2006.

(en milliers d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	Variation %
Charges de sinistres nettes relatives à l'année en cours	- 703 800	- 609 817	15,4 %
Charges de sinistres nettes relatives aux années antérieures	157 806	188 300	- 16,2 %
<b>Charges nettes des sinistres</b>	<b>- 545 994</b>	<b>- 421 516</b>	<b>29,5 %</b>

(1) Retraité.

La hausse générale de la rétention durant ces dernières années et des boni de liquidation bruts moins importants sur exercices antérieurs sont à la base de la forte hausse des charges nettes des sinistres (+ 29,5 %).

Par conséquent, le ratio de sinistres net de réassurance se détériore en passant de 44,8 % à 49,2 %.

# Résultat consolidé du groupe

019

## Frais d'exploitation

Les frais d'exploitation bruts restent stables en 2006, développement à rapprocher d'une croissance de 4,4 % du chiffre d'affaires. Cette bonne performance est directement attribuable à la stabilité des frais d'acquisition et à la très faible hausse des frais d'administration. Cette dernière reflète les efforts constants de productivité entrepris par le groupe qui se traduisent par la mise en place d'économies d'échelles. Les autres produits et charges techniques courants progressent fortement, cette hausse est liée en grande partie aux coûts de production des services accessoires, qui progressent à un rythme similaire.

Les commissions de réassurance sur cession proportionnelle ne reculent que de 6,9 %, alors que les primes cédées diminuent de 17,8 %. Cette bonne performance est liée à l'amélioration des taux de commission accordée par les réassureurs sur les cessions proportionnelles. Les clauses de participation bénéficiaires qui existent dans les contrats de réassurance du groupe ont également aidé à amortir la baisse du volume des commissions, en particulier en Allemagne.

La maîtrise de la croissance des coûts bruts ainsi que l'amélioration des conditions de réassurance ont permis de limiter la croissance des frais d'exploitation nets à 8,7 %, alors même que les primes nettes acquises progressent de 18,0 %, améliorant le ratio des coûts net 2006 (18,1 % contre 19,7 % en 2005).

(en milliers d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	Variation %
Frais d'acquisition des contrats	- 284 027	- 284 002	0,0 %
Frais d'administration	- 193 879	- 189 029	2,6 %
Autres produits et charges techniques courants	- 290 470	- 260 644	11,4 %
Accessoires de primes	353 045	318 488	10,9 %
<b>Frais d'exploitation bruts</b>	<b>- 415 331</b>	<b>- 415 187</b>	<b>0,0 %</b>
Commissions de réassurance	214 093	230 048	- 6,9 %
<b>Frais d'exploitation nets</b>	<b>- 201 238</b>	<b>- 185 140</b>	<b>8,7 %</b>
Ratio des coûts brut	25,0 %	25,8 %	
Ratio des coûts net	18,1 %	19,7 %	

(1) Retraité.

## Résultat opérationnel courant avant produits financiers

Le résultat opérationnel courant avant produits financiers progresse de 6,9 % à 340,1 millions d'euros. Cette progression, inférieure à celle des

primes nettes, s'explique par des accroissements de la charge des sinistres et des frais d'exploitation nets, déjà commentés en détail ci-dessus.

(en milliers d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	Variation %
Primes nettes acquises	1 110 266	941 298	18,0 %
Charges nettes des sinistres	- 545 994	- 421 516	29,5 %
Frais d'exploitation nets	- 201 238	- 185 140	8,7 %
Autres charges non techniques	- 22 924	- 16 370	40,0 %
<b>Résultat opérationnel hors financier</b>	<b>340 110</b>	<b>318 273</b>	<b>6,9 %</b>
<b>Ratio combiné</b>	<b>67,3 %</b>	<b>64,4 %</b>	<b>2,9 %</b>

(1) Retraité.

## Ratio combiné net

Le ratio combiné après réassurance s'établit à 67,3 % pour l'année 2006 en hausse de 2,9 points par rapport au ratio combiné de l'année 2005, calculé avec la même méthode.

Cet accroissement, après un exercice 2005 très favorable en termes de boni de liquidation, est la résultante de deux tendances opposées :

- le retour à un taux de sinistralité plus proche de 50 %, en raison principalement des moindres boni de liquidation ;
- la poursuite de l'amélioration de la productivité du groupe, liée à son intégration, et le reflet dans les conditions de réassurance de la bonne maîtrise des risques par Euler Hermes.

# Résultat consolidé du groupe

020

## Ratio combiné après réassurance en % des primes acquises, nettes de réassurance



\* Chiffres historiques (non IFRS).

\*\* Nouvelle définition : ristournes déduites des primes et autres charges non techniques exclues des coûts 2002 pro forma incluant les sociétés de l'ex-groupe Hermes pour toute l'année.

La définition des ratios de coûts et de sinistres a été modifiée par rapport à la présentation 2005. Les modifications portent sur l'exclusion des charges non techniques dans le ratio des coûts, l'exclusion des ristournes dans le ratio des sinistres et l'intégration des ristournes aux primes, dénominateur des deux ratios.

En 2005, l'impact du changement sur le ratio combiné net est de - 3,2 points (- 0,4 point sur le ratio des coûts net, - 2,7 points sur le ratio des sinistres net).

## Évolution des marchés financiers

Depuis le début de l'année 2006, les marchés ont nettement progressé. Aux États-Unis, le Dow Jones, en affichant un plus haut historique, a effacé les pertes de l'éclatement de la bulle « Internet » de 2000.

Les marchés ont bénéficié d'une conjonction de facteurs favorables : un taux de croissance des bénéfices (+ 13,3 % pour l'Eurostoxx et + 14,8 % pour le S&P 500), dépassant largement les prévisions des analystes ; un volume record de fusions-acquisitions qui a soutenu les places financières ; une chute des prix de l'énergie à partir de l'été.

Au final, les performances s'échelonnent en devise locale entre + 5,4 % pour le Nikkei à Tokyo et + 34,5 % pour l'Ibex à Madrid, en passant par + 16,3 % pour le Dow Jones à New York et + 20,3 % pour l'Eurostoxx.

Tant en Europe qu'aux États-Unis, l'année écoulée a été marquée par le durcissement des politiques monétaires par les banques centrales. La Réserve fédérale a porté ses taux directeurs à 5,25 % et la Banque centrale européenne, après six relèvements, a porté le taux de refinancement à 3,5 %.

Ces mouvements ont eu pour conséquence des tensions sur les marchés obligataires : les taux à 10 ans s'affichent à 3,98 % en zone euro, soit une remontée de 68 points de base, et à 4,70 % aux États-Unis, soit une hausse de 30 points de base.

Les marchés des changes ont vu une inversion de la tendance, observée en 2005 sur le dollar ; la devise américaine s'est repliée de 11,5 % sur l'année contre l'euro.

Les matières premières ont connu une année contrastée : après une forte hausse jusqu'à fin juillet à plus de 80 USD le baril, le pétrole s'est replié à 61,1 USD en fin d'année et revient à son niveau du 1<sup>er</sup> janvier.

## Résultats financiers

Dans ce contexte, le résultat financier s'élève à 149,8 millions d'euros et est en hausse de 16,7 % par rapport au résultat financier 2005.

L'évolution de ce résultat est le fruit, d'une part, d'une hausse des revenus courants liés à l'augmentation des volumes de placement et, d'autre part, de la réalisation de plus-values, notamment sur le portefeuille actions.

En effet, compte tenu de la forte hausse des marchés actions, le groupe a décidé de procéder à des cessions afin de maintenir l'exposition du groupe sur les marchés actions à un niveau inférieur à 20 % du portefeuille d'investissement, soit 18,6 % du portefeuille, incluant la trésorerie. Ces ventes ont généré d'importantes plus-values.

Ainsi, le montant des plus-values réalisées s'élève à 55,0 millions d'euros sur l'exercice 2006 contre 37,9 millions d'euros en 2005.

# Résultat consolidé du groupe

021

(en milliers d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	Variation %
Revenus des immeubles de placements	9 626	9 559	0,7 %
Produits des placements obligations	66 680	65 141	2,4 %
Produits des placements actions	10 225	9 728	5,1 %
<b>Revenus des placements actions et obligations</b>	<b>76 905</b>	<b>74 869</b>	<b>2,7 %</b>
Autres produits financiers	30 130	33 183	- 9,2 %
<b>Revenus des placements</b>	<b>116 661</b>	<b>117 611</b>	<b>- 0,8 %</b>
Charges des placements	(16 784)	(24 649)	- 31,9 %
Plus et moins-values de cessions de placements nettes des dépréciations	55 035	37 895	45,2 %
Variation des dépréciations des placements	(5 110)	(2 485)	105,6 %
<b>Produits des placements nets de charges (hors coût de financement)</b>	<b>149 802</b>	<b>128 372</b>	<b>16,7 %</b>

(1) Retraité.

À fin décembre 2006, le portefeuille d'investissement du groupe s'élève, en valeur de marché, à 3 014,1 millions d'euros, en hausse de 4,4 % par rapport au 31 décembre 2005. En incluant la trésorerie, le montant des investissements représente 3 349,0 millions d'euros à fin décembre 2006 contre 3 107,0 millions d'euros à fin décembre 2005. Cette hausse de 242,0 millions d'euros s'explique par la hausse des marchés (pour 42,8 millions d'euros) et par des investissements nets pour le solde.

En dépit des plus-values réalisées (55 millions d'euros), les plus-values latentes et réserves de réévaluation sont restées presque stables (- 7,1 millions d'euros ou - 3 %) pour atteindre 233,1 millions, soit 7,0 % du portefeuille de placement.

La performance économique nette de charges du portefeuille de placement sur la période 2006 s'élève à 4,5 %.

(en milliers d'euros)

	2006					2005 <sup>(1)</sup>				
	Coût amorti	Réserve de réévaluation	Valeur nette	Valeur de marché	Plus et moins-values latentes	Coût amorti	Réserve de réévaluation	Valeur nette	Valeur de marché	Plus et moins-values latentes
Actions	443 806	179 341	623 147	623 147	-	339 671	155 289	494 960	494 960	-
Obligations	2 013 812	7 568	2 021 380	2 021 534	154	1 918 377	60 926	1 979 303	1 979 782	479
Prêts et autres placements	234 651	-	234 651	234 651	-	293 025	-	293 025	293 025	-
<b>Total placements financiers</b>	<b>2 692 269</b>	<b>186 909</b>	<b>2 879 178</b>	<b>2 879 332</b>	<b>154</b>	<b>2 551 073</b>	<b>216 215</b>	<b>2 767 288</b>	<b>2 767 767</b>	<b>479</b>
Immobilier de placement			88 655	134 724	46 069			93 971	117 536	23 565
Trésorerie			334 964	334 964	-			221 678	221 678	-
<b>Total</b>			<b>3 302 797</b>	<b>3 349 020</b>	<b>46 223</b>			<b>3 082 937</b>	<b>3 106 981</b>	<b>24 044</b>

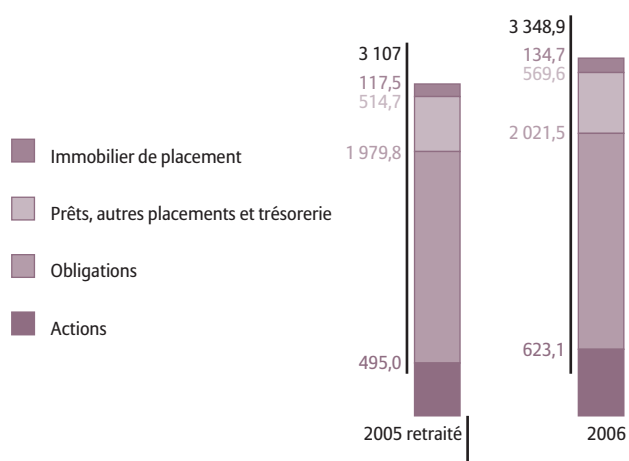
(1) Retraité.

# Résultat consolidé du groupe

022

## Répartition du portefeuille d'actifs

Valeur de marché au 31/12/2006 (en millions d'euros)



## Résultat opérationnel courant

Après intégration des produits financiers nets de charges, le résultat opérationnel courant de l'activité d'assurance-crédit s'élève à 489,9 millions d'euros contre 446,6 millions d'euros en 2005.

(en milliers d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	Variation %
Résultat opérationnel courant avant produits financiers nets de charges	340 110	318 273	6,9 %
Produits financiers nets de charges	149 802	128 372	16,7 %
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>489 911</b>	<b>446 645</b>	<b>9,7 %</b>

(1) Retraité.

## Résultat net consolidé

Le résultat net consolidé ressort en hausse de 14,0 % par rapport à l'exercice 2005.

(en milliers d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	Variation %
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>489 911</b>	<b>446 644</b>	<b>9,7 %</b>
Charges de financement	- 11 489	- 10 121	13,5 %
Quote-part dans le résultat des entreprises associées	8 547	8 056	6,1 %
Impôt sur les résultats	- 156 734	- 158 394	- 1,0 %
Part revenant aux actionnaires minoritaires	- 4 181	- 109	N/S
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>326 054</b>	<b>286 076</b>	<b>14,0 %</b>

(1) Retraité.

# Évolution de l'activité des principales zones géographiques du groupe

023

La présentation sectorielle de l'activité du groupe Euler Hermes est effectuée selon l'axe géographique en termes de localisation des actifs et passifs d'assurance.

## Allemagne

Le périmètre Allemagne comprend les activités directes et de réassurance acceptée effectuées par les sociétés allemandes sur leur marché domestique et au travers des succursales étrangères localisées en Asie, dans les pays Baltes et en Suisse.

(en milliers d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	
Primes acquises	627 293	636 099	- 1,4 %
Accessoires de primes	168 713	145 873	15,7 %
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>796 006</b>	<b>781 972</b>	<b>1,8 %</b>
Produits financiers nets des charges	49 158	48 412	1,5 %
<b>Total des produits des activités ordinaires</b>	<b>845 165</b>	<b>830 384</b>	<b>1,8 %</b>
Charges des prestations d'assurance	(207 513)	(201 123)	3,2 %
Résultat des cessions et rétrocessions	(92 841)	(141 780)	- 34,5 %
Autres produits et charges	(315 284)	(313 495)	0,6 %
<b>Total autres produits et charges</b>	<b>(615 638)</b>	<b>(656 398)</b>	<b>- 6,2 %</b>
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>229 527</b>	<b>173 986</b>	<b>31,9 %</b>
<b>Ratio combiné net</b>	<b>32,4 %</b>	<b>49,5 %</b>	

(1) Retraité.

En 2006, la croissance du chiffre d'affaires du périmètre Allemagne a été faible (+ 1,8 %) dans un environnement économique meilleur que prévu. Cette évolution légèrement positive s'explique principalement par l'intégration globale de la société de service Bürgel Wirtschaftsinformationen GmbH & Co. KG (mise en équivalence en 2005). Par ailleurs, la baisse des primes acquises (- 1,4 %) est en majeure partie imputable à la baisse des contrats en réassurance acceptée.

Les charges de prestations d'assurance ont progressé de 3,2 % en 2006 alors que les primes acquises sont en recul (- 1,4 %) par rapport à 2005. Cette progression résulte de deux mouvements opposés : d'une part une forte baisse de la sinistralité sur l'année en cours compensée, d'autre part par une réduction substantielle des boni de liquidation des provisions de sinistres sur exercices antérieurs.

La politique d'augmentation de la rétention ainsi que l'amélioration des conditions de réassurance ont permis de réduire très significativement la quote-part du résultat technique cédée aux réassureurs (- 34,5 %) permettant ainsi de soutenir fortement le résultat opérationnel.

Les charges opérationnelles progressent quant à elles de 0,6 % par rapport à 2005. Cette très faible progression est le fruit d'une politique drastique de contrôle des coûts et d'une légère baisse des effectifs.

La baisse du ratio combiné net s'explique principalement par la faible progression des charges opérationnelles combinée à l'amélioration des conditions de réassurance. Celles-ci comprennent en 2006 le produit d'une importante participation bénéficiaire sur le traité de réassurance, alors que l'exercice 2005 n'intégrait pas de produit à ce titre.

Dès lors, le résultat opérationnel s'est amélioré de 31,9 % en passant de 174 millions d'euros en 2005 à 229,5 millions d'euros en 2006. L'Allemagne confirme ainsi son rôle de premier contributeur au résultat opérationnel du groupe.

# Évolution de l'activité des principales zones géographiques du groupe

024

## France

Le périmètre France comprend toutes les activités effectuées par les sociétés françaises sur leur marché.

(en milliers d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	
Primes acquises	325 428	347 051	- 6,2 %
Accessoires de primes	76 535	75 288	1,7 %
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>401 963</b>	<b>422 339</b>	<b>- 4,8 %</b>
Produits financiers nets des charges	69 657	48 785	42,8 %
<b>Total des produits des activités ordinaires</b>	<b>471 620</b>	<b>471 124</b>	<b>0,1 %</b>
Charges des prestations d'assurance	(179 851)	(162 796)	10,5 %
Résultat des cessions et rétrocessions	(4 766)	(15 752)	- 69,7 %
Autres produits et charges	(154 988)	(169 504)	- 8,6 %
<b>Total autres produits et charges</b>	<b>(339 605)</b>	<b>(348 052)</b>	<b>- 2,4 %</b>
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>132 015</b>	<b>123 073</b>	<b>7,3 %</b>
Ratio combiné net	73,3 %	71,6 %	

(1) Retraité.

La France affiche une belle performance avec un résultat opérationnel courant en hausse de 7,3 %.

La baisse du chiffre d'affaires s'explique par l'arrêt de l'activité d'acceptation en réassurance en provenance des sociétés sœurs, activité qui est maintenant centralisée auprès d'Euler Hermes Reinsurance AG. L'impact négatif de 41,5 millions d'euros est partiellement compensé par l'augmentation de 20,4 millions d'euros, soit 7,1 %, des primes sur affaires directes. Les autres produits d'activités courantes progressent de 0,4 %, les revenus financiers (principalement réalisation de plus-values sur actions) compensant la baisse de chiffre d'affaires.

En 2006, le ratio de sinistralité est en hausse de 6,5 points par rapport à l'année dernière suite à une baisse des boni de liquidation des exercices antérieurs et une hausse de la sinistralité sur l'année en cours tant en fréquence qu'en montant moyen.

Les coûts baissent plus rapidement que les primes grâce à un contrôle strict des dépenses, mais également suite à une forte diminution des commissions sur acceptations.

## Italie

Le périmètre Italie comprend les activités effectuées par les sociétés italiennes du groupe.

(en milliers d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	
Primes acquises	186 535	176 074	5,9 %
Accessoires de primes	45 918	43 855	4,7 %
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>232 453</b>	<b>219 929</b>	<b>5,7 %</b>
Produits financiers nets des charges	11 774	7 125	65,2 %
<b>Total des produits des activités ordinaires</b>	<b>244 227</b>	<b>227 054</b>	<b>7,6 %</b>
Charges des prestations d'assurance	(97 125)	(65 153)	49,1 %
Résultat des cessions et rétrocessions	(15 379)	(37 531)	- 59,0 %
Autres produits et charges	(103 543)	(101 116)	2,4 %
<b>Total autres produits et charges</b>	<b>(216 047)</b>	<b>(203 800)</b>	<b>6,0 %</b>
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>28 180</b>	<b>23 255</b>	<b>21,2 %</b>
Ratio combiné net	84,5 %	82,8 %	

(1) Retraité.

# Évolution de l'activité des principales zones géographiques du groupe

025

Avec 5,7 % de croissance en 2006, l'activité commerciale de l'Italie affiche un fort dynamisme aussi bien au niveau des primes (+ 5,9 %) qu'au niveau des accessoires de primes (+ 4,7 %). Dans le même temps, les charges opérationnelles augmentent 2,5 fois moins vite (+ 2,4 %).

La forte hausse du coût des sinistres est liée d'une part à une détérioration de la sinistralité courante et d'autre part à une baisse des boni de liquidation des années antérieures. L'année 2005 avait été impactée par d'importants

recupérations sur le dossier Parmalat, en grande partie cédées aux réassureurs (dans la ligne « Résultat des cessions et rétrocessions »).

Néanmoins, grâce à l'amélioration des conditions de réassurance, à la hausse de la rétention et aux revenus financiers en nette progression, le résultat opérationnel s'améliore fortement (+ 21,2 %).

Le ratio combiné net s'établit à 84,5 % en 2006 contre 82,8 % en 2005.

## Royaume-Uni

Le périmètre Royaume-Uni comprend les activités effectuées par les sociétés localisées au Royaume-Uni.

(en milliers d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	
Primes acquises	186 908	200 001	- 6,5 %
Accessoires de primes	23 118	25 938	- 10,9 %
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>210 025</b>	<b>225 939</b>	<b>- 7,0 %</b>
Produits financiers nets des charges	10 126	13 457	- 24,8 %
<b>Total des produits des activités ordinaires</b>	<b>220 151</b>	<b>239 397</b>	<b>- 8,0 %</b>
Charges des prestations d'assurance	(48 956)	(64 104)	- 23,6 %
Résultat des cessions et rétrocessions	(26 109)	(29 803)	- 12,4 %
Autres produits et charges	(87 151)	(96 765)	- 9,9 %
<b>Total autres produits et charges</b>	<b>(162 216)</b>	<b>(190 672)</b>	<b>- 14,9 %</b>
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>57 935</b>	<b>48 724</b>	<b>18,9 %</b>
Ratio combiné net	54,8 %	73,4 %	

(1) Retraité.

Le chiffre d'affaires au Royaume-Uni a affiché un repli de 7,0 %.

Pour les primes, le recul de - 6,5 % s'explique d'une part par le transfert à la région Asie de l'activité gérée en Extrême-Orient, d'autre part par la pression tarifaire liée à la forte baisse de la sinistralité (- 23,6 %). Le marché anglais de l'assurance-crédit semble ajuster son prix à un changement durable du nombre et de la gravité des défaillances d'entreprises. Pour les accessoires de primes, le recul (- 10,9 %) s'explique par le transfert des activités asiatiques et la diminution des revenus liés à l'activité de recouvrement.

La hausse de la rétention, la forte réduction des charges opérationnelles suite au plan de restructuration engagé en 2004 et l'amélioration des conditions de réassurance, permettent une amélioration du résultat opérationnel de 18,9 %.

Le ratio combiné net s'améliore sensiblement, se situant à 54,8 % en 2006 contre 73,4 % en 2005.

# Évolution de l'activité des principales zones géographiques du groupe

026

## États-Unis

Le périmètre États-Unis comprend les activités directes effectuées aux États-Unis et au Mexique, les activités de réassurance ainsi que celles effectuées par EH ACI à travers sa succursale au Canada.

(en milliers d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	
Primes acquises	160 107	149 056	7,4 %
Accessoires de primes	20 647	20 579	0,3 %
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>180 754</b>	<b>169 635</b>	<b>6,6 %</b>
Produits financiers nets des charges	7 651	6 141	24,6 %
<b>Total des produits des activités ordinaires</b>	<b>188 405</b>	<b>175 776</b>	<b>7,2 %</b>
Charges des prestations d'assurance	(62 053)	(44 472)	39,5 %
Résultat des cessions et rétrocessions	(19 671)	(23 945)	- 17,8 %
Autres produits et charges	(64 447)	(61 411)	4,9 %
<b>Total autres produits et charges</b>	<b>(146 171)</b>	<b>(129 828)</b>	<b>12,6 %</b>
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>42 234</b>	<b>45 948</b>	<b>- 8,1 %</b>
Ratio combiné net	60,0 %	52,3 %	

(1) Retraité.

Les sociétés du périmètre affichent une croissance du chiffre d'affaires de 6,6 % (8,7 % à taux de change constant) par rapport à l'année 2005.

L'accroissement des primes provient d'une nouvelle production commerciale très dynamique aux États-Unis, pays encore très peu pénétré par l'assurance-crédit, jointe à une forte augmentation du chiffre d'affaires des assurés, sur lequel est assis le calcul des primes.

L'augmentation de la sinistralité est liée à la fois à une diminution des boni de liquidation des exercices antérieurs, qui avaient été positivement impactés par des récupérations sur le sinistre K-mart, et à une

dégradation de la sinistralité sur l'exercice en cours, liée à la conjoncture économique américaine. Cependant, il faut relativiser la hausse de la sinistralité dans la zone États-Unis, dans la mesure où celle-ci était exceptionnellement basse en 2005. Cette hausse a néanmoins été partiellement compensée par l'augmentation de la rétention et l'amélioration des conditions de réassurance.

La dégradation du résultat opérationnel s'explique à hauteur de 2 % par le fléchissement du dollar par rapport à l'euro durant l'exercice 2006.

## Benelux

Le périmètre Benelux comprend les activités des sociétés belges et néerlandaises.

(en milliers d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	
Primes acquises	102 323	98 956	3,4 %
Accessoires de primes	25 278	22 225	13,7 %
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>127 601</b>	<b>121 181</b>	<b>5,3 %</b>
Produits financiers nets des charges	25 345	3 240	682,1 %
<b>Total des produits des activités ordinaires</b>	<b>152 945</b>	<b>124 421</b>	<b>22,9 %</b>
Charges des prestations d'assurance	(54 171)	(51 191)	5,8 %
Résultat des cessions et rétrocessions	(15 424)	(17 405)	- 11,4 %
Autres produits et charges	(41 960)	(38 320)	9,5 %
<b>Total autres produits et charges</b>	<b>(111 555)</b>	<b>(106 916)</b>	<b>4,3 %</b>
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>41 390</b>	<b>17 506</b>	<b>136,4 %</b>
Ratio combiné net	70,7 %	76,6 %	

(1) Retraité.

# Évolution de l'activité des principales zones géographiques du groupe

027

La hausse du chiffre d'affaires réalisé en Belgique et aux Pays-Bas s'établit à 5,3 %, provenant d'une augmentation des primes de 3,4 %, reflet de la croissance économique de cette zone, et d'un accroissement plus significatif des accessoires de 13,7 %. Cette dernière augmentation s'explique par l'accroissement des ventes d'information, et par une bonne performance de l'activité *retail*.

La sinistralité s'est légèrement dégradée sur l'exercice tant en Belgique qu'aux Pays-Bas mais cet accroissement est partiellement compensé par l'augmentation de la rétention et une amélioration des conditions de réassurance.

## Autres pays

Les autres pays regroupent les activités de notre nouvelle filiale de réassurance interne en Suisse, Euler Hermes Reinsurance AG, et des sociétés indépendantes faisant partie des « IDC » (International Development Center). Ceux-ci regroupent les opérations effectuées par les sociétés localisées en Europe du Nord (Finlande, Suède, Danemark et Norvège), en Europe de l'Est (Hongrie, Pologne, République tchèque), en Espagne, en Grèce, au Maroc, et en Amérique du Sud.

L'évolution du chiffre d'affaires de ces sociétés en développement a été très importante en 2006 avec une croissance du chiffre d'affaires de 260 %. Cette progression s'explique principalement par la mise en place

Les autres charges d'exploitation ont été correctement maîtrisées mais apparaissent en augmentation du fait de charges liées à l'investissement dans l'outil de gestion de l'activité *retail*.

La très forte augmentation du produit financier provient pour 21,4 millions d'euros de la plus-value de cession à Euler Hermes SA de la participation dans la filiale néerlandaise détenue jusqu'alors par la filiale belge, éliminée en consolidation.

en 2006 des cessions des filiales du groupe vers Euler Hermes Reinsurance AG. La majeure partie de ce chiffre d'affaires est par la suite éliminée au niveau du groupe, dans les comptes consolidés.

Les autres sociétés de ce périmètre ont fait preuve d'une croissance dynamique expliquant à elle seule plus de la moitié de la croissance du groupe.

Les charges de sinistres et les charges opérationnelles montrent des progressions respectives de 247 % et 155 % principalement liées à l'inclusion en 2006 de notre filiale de réassurance en Suisse (la majeure partie de ces charges étant par la suite éliminée au niveau des comptes consolidés du groupe).

(en milliers d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	
Primes acquises	307 815	85 421	260,3 %
Accessoires de primes	38 606	35 944	7,4 %
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>346 421</b>	<b>121 365</b>	<b>185,4 %</b>
Produits financiers nets des charges	9 854	4 506	118,7 %
<b>Total des produits des activités ordinaires</b>	<b>356 275</b>	<b>125 871</b>	<b>183,0 %</b>
Charges des prestations d'assurance	(175 379)	(50 543)	247,0 %
Résultat des cessions et rétrocessions	(19 465)	(5 121)	280,1 %
Autres produits et charges	(143 878)	(56 360)	155,3 %
<b>Total autres produits et charges</b>	<b>(338 722)</b>	<b>(112 024)</b>	<b>202,4 %</b>
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>17 553</b>	<b>13 847</b>	<b>26,8 %</b>
Ratio combiné net	96,5 %	27,3 %	

(1) Retraité.

# Capitaux propres consolidés et capital ajusté

028

## Capitaux propres consolidés

Au 31 décembre 2006, les capitaux propres part du groupe s'élevaient à 1 892,4 millions d'euros contre 1 737,1 millions d'euros à la fin de l'exercice précédent. Le tableau suivant détaille les principales variations de l'exercice.

Les placements disponibles à la vente ont été réévalués à la juste valeur en contrepartie de la réserve de réévaluation sans effet sur le résultat. La variation des réserves de réévaluation sur l'exercice s'élève à - 17 552 milliers d'euros dont 787 milliers d'euros liés au débouclage du swap de couverture souscrit par Euler Hermes SA.

(en milliers d'euros)

	Capital	Primes d'émission	Résultats cumulés	Réserve de réévaluation	Écart de conversion	Autres		Total part du groupe	Part des minoritaires	Total des capitaux propres
						Actions propres	Total autres			
<b>Capitaux propres du groupe au 31 décembre 2005</b>										
<b>Norme IFRS</b>	<b>14 346</b>	<b>444 985</b>	<b>1 194 210</b>	<b>142 463</b>	<b>24 021</b>	<b>(82 972)</b>	<b>(58 951)</b>	<b>1 737 053</b>	<b>7 869</b>	<b>1 744 922</b>
Actifs disponibles à la vente (AFS)										
Gain/(perte) d'évaluation pris en capitaux propres				(18 339)				(18 339)	98	(18 242)
Incidence des transferts en résultat des plus ou moins-values réalisées										
Dérivés de couverture de trésorerie ( <i>cash flow hedges</i> )				787				787		787
Gain/(perte) pris en capitaux propres										
Incidence des transferts en résultat des profits ou des pertes réalisés sur la période										
Incidence des transferts sur le montant initial des dérivés de couverture										
Incidence des écarts de conversion						(13 129)	(13 129)	(13 129)	11	(13 117)
Impôts exigibles ou différés pris directement ou transférés en capitaux propres										
<b>Revenu net reconnu en capitaux propres</b>	-	-	-	(17 552)	(13 129)	-	(13 129)	(30 681)	109	(30 572)
<b>Résultat net consolidé de l'exercice</b>		326 054						326 054	4 181	330 235
<b>Total des produits et des pertes reconnus de la période</b>	-	-	326 054	(17 552)	(13 129)	-	(13 129)	295 373	4 290	299 662
Mouvements de capital	38	3 073				8 259	8 259	11 370	47	11 417
Distribution de dividendes			(151 821)					(151 821)	(1 874)	(153 695)
Composante capitaux propres des plans de paiements sur base d'actions			1 783					1 783		1 783
Autres variations			(1 371)					(1 371)	8 821	7 450
<b>Capitaux propres du groupe au 31 décembre 2006</b>										
<b>Normes IFRS</b>	<b>14 384</b>	<b>448 058</b>	<b>1 368 854</b>	<b>124 910</b>	<b>10 892</b>	<b>(74 713)</b>	<b>(63 821)</b>	<b>1 892 386</b>	<b>19 153</b>	<b>1 911 539</b>

Les variations de l'écart de conversion sur l'exercice concernent principalement le dollar américain pour près de + 18 millions d'euros, la livre sterling pour - 5,7 millions d'euros et le franc suisse pour plus de + 1,7 million d'euros.

Suite aux levées d'options de souscription d'actions sur l'exercice 2006, 120 874 actions nouvelles ont été créées. En conséquence, le capital et la prime d'émission d'Euler Hermes SA ont augmenté respectivement de 38 milliers d'euros et de 3 073 milliers d'euros.

Le mouvement de 1 783 milliers d'euros correspond à la charge de personnel relative aux plans de stock-options conformément à l'application de la norme IFRS 2.

La variation des intérêts minoritaires s'explique principalement par le changement de méthode d'intégration de Bürgel Wirtschaftsinformationen GmbH & Co. KG de mise en équivalence à intégration globale.

## Capital ajusté

Le capital ajusté du groupe après impôt correspond aux capitaux propres consolidés retraités des éléments suivants :

- plus-values latentes sur les actifs non comptabilisés en juste valeur (actifs immobiliers pour compte propre notamment) ;
- engagements de retraite (corridor IAS 19) ;
- écarts d'acquisition ;
- effet d'impôt sur les plus-values latentes et engagements de retraite.

# Capitaux propres consolidés et capital ajusté

029

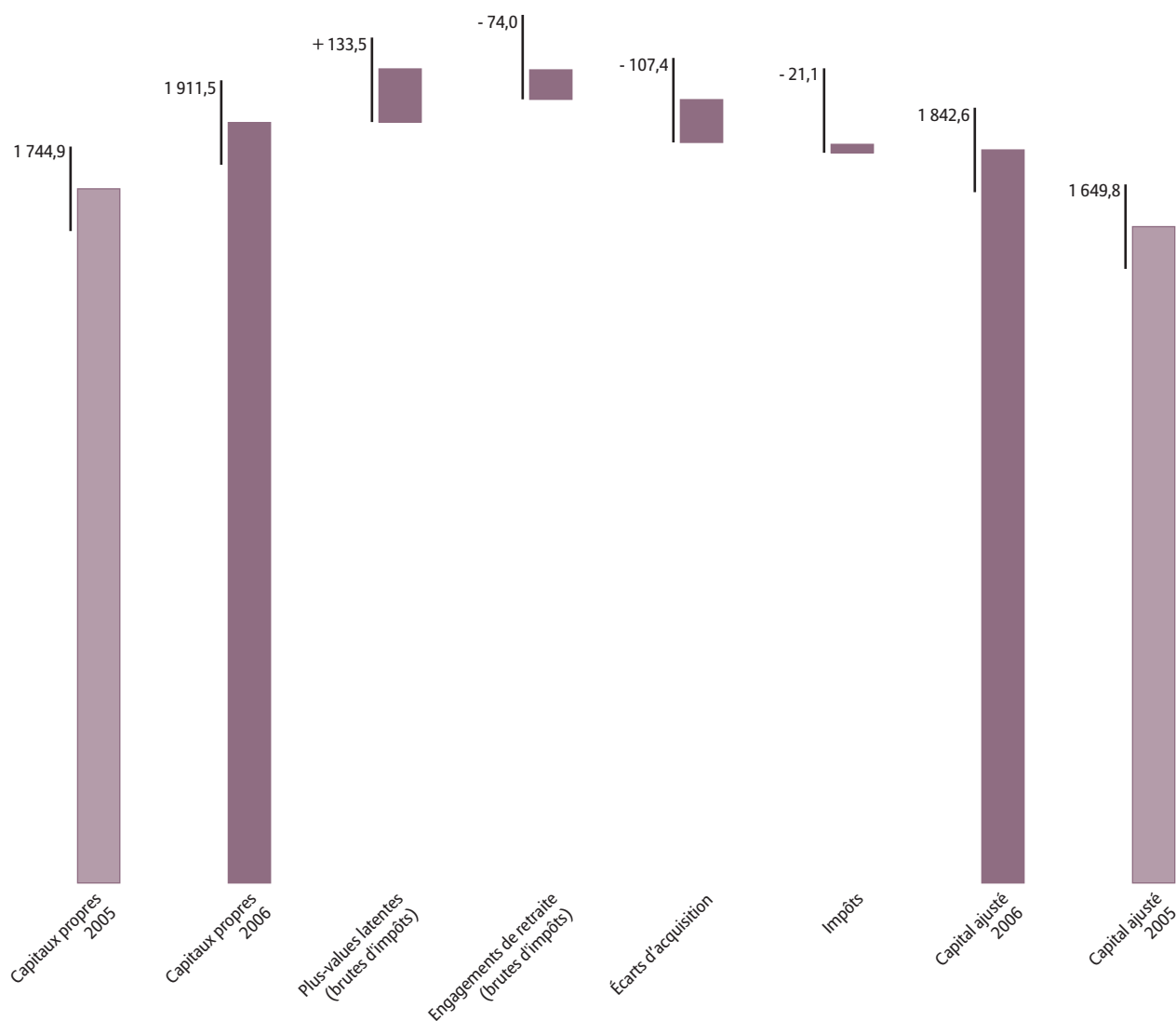
Le capital ajusté après impôts du groupe s'établit à 1 824,9 millions d'euros contre 1 649,8 millions d'euros à fin 2005, soit une hausse de 10,6 %. Cette évolution résulte :

- de la progression des capitaux propres en raison du résultat net part du groupe en 2006, supérieur aux dividendes distribués ;
- des plus-values latentes, en hausse de 21 %, suite à l'appréciation de l'immobilier en France ;

- des écarts actuariels non amortis sur engagements de retraite qui diminuent de 8,3 % ;

- des écarts d'acquisition qui sont stables par rapport à 2005 (- 1,6 %).

## Capital ajusté après impôts au 31/12/2006 (en millions d'euros)



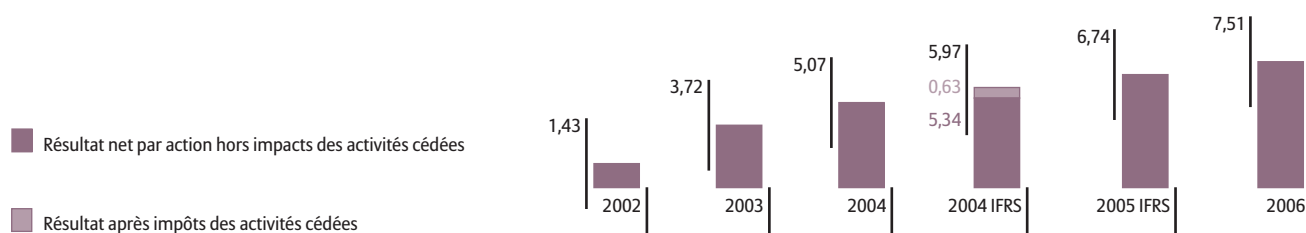
# Création de valeur pour l'actionnaire

030

## Bénéfice par action

Le résultat net par action avant dilution s'élève en 2006 à 7,51 euros contre 6,74 euros en 2005, soit une augmentation de 11,4 %.

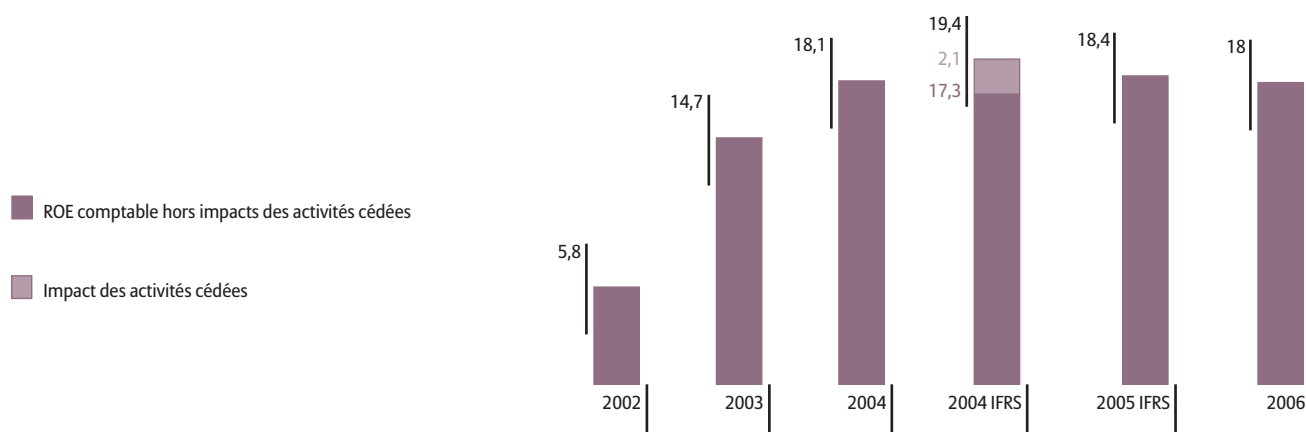
### Résultat par action Euler Hermes Taux de croissance annualisé 2002-2006 : 51,4 % (en euros)



## Rentabilité des fonds propres

Le retour sur fonds propres comptables<sup>(1)</sup> ressort à 18,0 % en baisse de 0,4 point par rapport à 2005 à périmètre comparable.

### ROE comptable (en %)



(1) Le retour sur fonds propres comptables est calculé sur la base du résultat net part du groupe rapporté à la moyenne des capitaux propres part du groupe au 31 décembre 2005 et 31 décembre 2006.

# Création de valeur pour l'actionnaire

## Retour sur capital alloué

En tant que membre du groupe AGF/ALLIANZ, Euler Hermes utilise la notion de retour sur capital alloué comme indicateur de suivi de la performance et de création de valeur pour l'actionnaire. Le rôle de cet indicateur est de mesurer l'excédent de valeur créée par l'activité opérationnelle de la société par rapport au coût du capital qui lui est alloué.

La contribution opérationnelle d'activité est calculée selon la méthode retenue au sein du groupe AGF/ALLIANZ. Elle est déterminée en substituant aux résultats réels des résultats normés dont l'objet est de déterminer aussi précisément que possible la performance économique sous-jacente des entités du groupe. Le résultat opérationnel substitue aux résultats financiers réels un résultat financier normalisé (déterminé en fonction de la rentabilité espérée à moyen terme par classe d'actifs, indépendamment de la volatilité des marchés) et tient compte du coût d'opportunité lié à l'existence d'excédents de capitaux.

La détermination du capital alloué repose sur un modèle de capitalisation basé sur la méthode de Standard & Poor's. En 2006, ce modèle n'a pas fait

l'objet de modification. Le total des capitaux alloués à l'activité s'élève ainsi à 1 597,3 millions d'euros pour l'exercice 2006. Le retour sur capital alloué s'établit à 20,4 % sur l'exercice. Le retour sur capital alloué est en légère hausse de 0,4 % par rapport à 2005 en raison d'une hausse de la contribution opérationnelle d'activité supérieure à celle du capital alloué. Cette progression de la contribution du résultat opérationnel résulte :

- de la progression du résultat net part du groupe avant impôt et produits financiers ;
- de la progression des produits financiers normés en raison de l'augmentation du portefeuille financier, elle-même en grande partie liée à l'augmentation de la rétention ;
- de la baisse du taux moyen d'imposition.

Le tableau suivant détaille les principales étapes du calcul du retour sur capitaux alloués :

(en milliers d'euros)

	2006	2005 <sup>(1)</sup>	Variation %
Résultat net part du groupe	326 054	286 076	14,0 %
Annulation des produits financiers réels	- 149 802	- 128 372	16,7 %
Produits financiers normés	158 044	130 144	21,4 %
Coût d'opportunité de l'excédent de capital	- 7 130	- 4 526	57,5 %
Annulation impôt réel	156 734	158 394	- 1,0 %
Impôt normé	- 158 526	- 154 601	2,5 %
<b>Contribution opérationnelle d'activité</b>	<b>325 374</b>	<b>287 116</b>	<b>13,3 %</b>
Capital alloué	1 597 300	1 432 948	11,5 %
<b>Retour sur capital alloué</b>	<b>20,4 %</b>	<b>20,0 %</b>	

(1) Retraité.

# Évolution de l'activité de la société Euler Hermes SA

032

Euler Hermes SA est la société mère du groupe Euler Hermes. Elle n'exerce pas d'activité commerciale et tire l'essentiel de ses revenus des titres de participation.

## Filiales et participations

Le principal mouvement de l'exercice est le rachat de 100 % du capital de la société néerlandaise Euler Hermes Kredietverzekering à Euler Hermes Credit Insurance Belgium, Euler Hermes Kreditversicherungs-AG et aux minoritaires.

## Commentaires sur les résultats

Le bénéfice net de l'exercice s'élève à 214,2 millions d'euros contre 99,3 millions d'euros en 2005. Le tableau suivant détaille les principales composantes du résultat de la société :

(en milliers d'euros)

	2006	2005	Variation %
Revenus des titres de participation <sup>(1)</sup>	217 548	112 712	93,0 %
Autres charges financières nettes <sup>(2)</sup>	- 5 924	- 14 365	- 58,8 %
Charges nettes d'exploitation <sup>(3)</sup>	- 6 734	- 9 196	- 26,8 %
Provision (-) ou reprise (+) pour dépréciation des actions propres	0	3 017	N/A
<b>Résultat courant</b>	<b>204 890</b>	<b>92 167</b>	<b>122,3 %</b>
Résultat exceptionnel <sup>(4)</sup>	3 072	1 853	65,8 %
Impôt sur les bénéfices <sup>(5)</sup>	6 189	5 298	16,8 %
<b>Résultat net</b>	<b>214 151</b>	<b>99 317</b>	<b>115,6 %</b>

(1) Les revenus des titres de participation sont en hausse de 104,8 millions d'euros.

(2) Ce poste est principalement constitué des charges d'intérêts sur les emprunts et dettes financières, 16,1 millions d'euros dont 8,7 millions envers les entreprises liées, des produits d'intérêts à taux variables relatifs au swap de taux résilié en 2006 (3,6 millions d'euros) et d'une reprise de provision pour dépréciation des titres Euler Hermes UK (6,0 millions d'euros).

À fin 2005, ce poste était principalement constitué du coût d'endettement d'Euler Hermes (17,6 millions d'euros à fin décembre 2005), de la dotation pour dépréciation des titres Euler Hermes Credit Insurance Belgium (3,1 millions d'euros à fin décembre 2005) ainsi que d'une reprise de provision pour dépréciation des titres Euler Hermes UK (6,1 millions d'euros à fin décembre 2005).

La baisse entre 2005 et 2006 s'explique par conséquent pour 5 millions d'euros par la diminution des charges nettes d'intérêts sur dettes financières et pour 3,1 millions d'euros par la dépréciation des titres Euler Hermes Credit Insurance Belgium effectuée en 2005.

(3) La diminution des charges nettes d'exploitation par rapport à 2005 s'explique principalement par l'augmentation des produits divers liés aux refacturations des redevances du système IRP (système de gestion du groupe dans les domaines Information, Risque et Police) pour + 3,5 millions d'euros, partiellement compensée par l'augmentation des charges de personnel (0,8 million d'euros).

(4) En 2006, le résultat exceptionnel intègre essentiellement le remboursement par l'administration fiscale italienne du crédit d'impôt sur les dividendes 1998 et 1999 (2,5 millions d'euros).

(5) Euler Hermes SA assure la fonction de tête de groupe pour l'intégration fiscale des sociétés françaises contrôlées à plus de 95 %. En 2006, le résultat de l'intégration fiscale fait apparaître un boni de 4,0 millions d'euros pour la société, contre 7,3 millions d'euros en 2005.

## Dividendes

Sur recommandation du Directoire, le Conseil de Surveillance propose à l'Assemblée Générale le versement en numéraire d'un dividende de 4,00 euros par action.

Le montant global du dividende à verser au titre de l'exercice 2006 s'élève à 174,1 millions d'euros.

## Projet d'affectation du résultat (en milliers d'euros)

	2006
<b>Origines</b>	
Report à nouveau de l'exercice précédent	88 254
Résultat net de l'exercice	214 151
	302 405
<b>Affectations</b>	
Affectation aux réserves :	
Réserve légale	4
Réserve spéciale des plus-values à long terme	0
Dividende proposé : 4,00 euros par action <sup>(1)</sup>	174 159
Report à nouveau	128 242
	302 405

(1) Le dividende versé correspond au dividende par action multiplié par le nombre d'actions, hors actions propres car ces dernières ne distribuent pas de dividende. Le nombre d'actions propres au 31 décembre 2006 s'élève à 1 411 359. Le dividende proposé dans le projet de résolution à l'Assemblée Générale tient compte des actions propres.

# Évolution de l'activité de la société Euler Hermes SA

033

Le tableau ci-dessous détaille l'évolution du dividende par action des cinq dernières années. En moyenne sur cinq ans, l'augmentation du dividende par action Euler Hermes est de 35,1 % par an.

	2006 <sup>(1)</sup>	2005 <sup>(2)</sup>	2004 <sup>(2)</sup>	2003 <sup>(2)</sup>	2002 <sup>(2)</sup>
Montant global (en milliers d'euros)	174 159	151 522	103 621	72 437	30 831
Montant par action avant avoir fiscal <sup>(3)</sup>	4,00 €	3,50 €	2,50 €	1,82 €	0,80 €
Avoir fiscal <sup>(4)</sup>				0,91 €	0,40 €
<b>Montant par action après avoir fiscal</b>	<b>4,00 €</b>	<b>3,50 €</b>	<b>2,50 €</b>	<b>2,73 €</b>	<b>1,20 €</b>

(1) Dividende proposé à l'Assemblée Générale.

(2) Dividende relatif à l'exercice, versé au cours de l'année suivante.

(3) Le dividende par action est calculé sur la base du nombre d'actions hors actions propres.

(4) Au taux historique, qui était de 50 % pour les personnes physiques et les personnes morales bénéficiant du régime mères-filles.

En dépit d'une croissance dynamique en Asie, l'économie mondiale affiche un ralentissement depuis le second semestre 2006 dans les zones États-Unis, Japon et Europe, pour lesquelles nous anticipons une croissance de l'ordre de 2 % en 2007. Dans ce contexte, le fort développement du commerce international de ces dernières années devrait afficher un taux de croissance moins élevé en 2007.

Le faible niveau de sinistralité, maintenu depuis plusieurs exercices, devrait maintenir les taux de primes sous pression.

Une croissance moins dynamique de l'économie mondiale et des taux de primes plutôt stables incitent Euler Hermes à s'attendre à une croissance plutôt modérée des primes acquises en 2007.

Cependant, le plein effet de la politique d'augmentation de la rétention menée depuis plusieurs années devrait permettre de maintenir une croissance des primes nettes acquises supérieure à celle du chiffre d'affaires.

Par ailleurs, compte tenu de l'évolution de la sinistralité au cours de l'année 2006, la charge de sinistres en 2007 est attendue en légère augmentation. Les boni de liquidation sur exercices antérieurs devraient être en diminution. La sinistralité dans certains pays, parmi lesquels les États-Unis ou l'Allemagne, qui sont aujourd'hui à des niveaux particulièrement bas, va sans doute faire l'objet d'un réajustement graduel.

Le groupe va poursuivre l'harmonisation de ses outils afin d'améliorer la qualité de service, de conserver son avantage compétitif et de maintenir un niveau de coût maîtrisé. Les conditions de réassurance devraient pour leur part continuer à refléter la bonne tenue de la sinistralité de ces dernières années.

En l'absence d'une crise financière ou économique majeure, le groupe est confiant dans sa capacité à maintenir une contribution importante des résultats financiers au résultat opérationnel.

Euler Hermes entend poursuivre sa politique de développement international en investissant particulièrement dans les nouvelles puissances économiques (Chine, Inde, mais aussi Russie) et les acteurs régionaux (Turquie, Brésil, Argentine) afin d'accompagner nos clients là où ils veulent se développer.

L'assurance-crédit étant un métier d'économies d'échelles, Euler Hermes a prouvé dans le passé qu'elle possède les moyens d'accompagner la mutation des échanges internationaux afin d'offrir un service de qualité. Outre des investissements internes significatifs, le groupe continuera à étudier toutes les opportunités de croissance externe sur le marché de la gestion et du financement des créances commerciales.

Confiant dans sa stratégie, le groupe Euler Hermes envisage l'année 2007 avec optimisme.

(1) La partie « Perspectives d'avenir » et le rapport de gestion du Directoire dans son ensemble ne contiennent pas de prévisions au sens du Règlement européen n° 809-2004.

L'assurance occupe une place fondamentale dans le développement durable de toute société.

La mutualisation des risques est un élément stabilisateur de la société face aux risques qui pèsent sur son activité. Par ailleurs, grâce à son rôle préventif, l'assurance joue un rôle essentiel dans la diffusion de bonnes pratiques.

Le développement durable doit permettre aux générations actuelles de satisfaire leurs besoins sans remettre en cause la capacité des générations futures à satisfaire les leurs. En tant que compagnie d'assurance-crédit, Euler Hermes est concernée à des degrés divers par cette définition. Cette approche doit intégrer les intérêts de tous les partenaires concernés, du client à l'actionnaire, en ce compris les fournisseurs, les collaborateurs et de manière générale l'environnement naturel et civil. Une politique de développement durable appliquée à l'entreprise suppose dès lors la poursuite simultanée de trois objectifs concomitants : la croissance économique, la préservation de l'environnement et l'équité sociale.

Les activités d'Euler Hermes n'ont aucune incidence directe sur l'environnement, s'agissant d'une activité de services, exclusivement dans le domaine financier. Ensuite, les activités du groupe sont réparties sur plusieurs continents et pays, majoritairement hors de France, dont les législations en matière sociale et environnementale peuvent être très différentes, rendant toute comparaison peu valide. Toutefois, Euler Hermes s'attache au sens du « partenariat responsable » avec ses clients et joue un rôle très significatif dans le développement durable des activités de ses assurés en leur offrant des outils de maîtrise de leurs risques clients et en leur assurant une stabilité des rentrées de trésorerie par le paiement régulier des factures émises. Dans des environnements économiques très variés, Euler Hermes aide les entreprises assurées à maîtriser leurs risques clients, à consolider leur croissance et à assurer leur pérennité. Par ailleurs, chaque client a des besoins propres, fonction de ses caractéristiques actuelles et à venir. Il est donc primordial pour Euler Hermes de proposer des solutions adaptées aux besoins de chaque assuré. Pour s'assurer d'apporter les réponses adéquates aux demandes de ses clients ou d'améliorer la qualité de ses services, Euler Hermes mène régulièrement des enquêtes de satisfaction. Ce soutien actif profite directement aux clients, à leurs actionnaires, employés et partenaires économiques. En outre, il contribue à la stabilité et au développement des relations économiques internationales.

Enfin, Euler Hermes s'efforce d'appliquer au sein de l'ensemble de ses filiales des règles strictes en matière d'éthique, de gouvernance d'entreprise et de transparence à l'égard de tous ses partenaires économiques.

## La responsabilité au centre de la culture

Euler Hermes est un groupe international qui s'est fortement développé depuis le début de la dernière décennie en fédérant des compagnies de premier plan possédant chacune leur histoire et leur identité propres. Toutes sont rassemblées autour d'un *business model* qui impose une vision de l'activité mais également une rigueur et des responsabilités à l'égard des clients, des collaborateurs et des actionnaires.

Leader mondial de l'assurance-crédit et leader sur la plupart des marchés nationaux où le groupe opère, Euler Hermes a placé la responsabilité au cœur de sa stratégie, facteur particulièrement déterminant durant des périodes économiques troublées. Ce comportement responsable a porté ses fruits et permet à tous les acteurs concernés de maîtriser les risques et d'en retirer des bénéfices. La sélectivité renforcée des garanties accordées appliquée simultanément à des hausses de primes permet d'assurer des risques accrus et d'éviter que l'accroissement des défaillances d'entreprises pénalise l'équilibre financier des clients.

La mise en œuvre d'une politique de maîtrise stricte des coûts de fonctionnement implique la recherche permanente d'une organisation optimale du travail et des équipes et d'investissements adéquats. Les actionnaires partagent cette responsabilité en ne cessant d'apporter confiance et soutien au groupe. Grâce à cette culture de responsabilité partagée par tous les acteurs, la stratégie menée a été couronnée de succès et garantit la pérennité de l'activité de Euler Hermes.

Aider le développement durable des activités des assurés implique une gestion optimale des risques. Pour réaliser cet objectif, Euler Hermes place ses équipes dans une position de responsabilité forte face aux acteurs économiques. Dans le contexte économique des dernières années marqué par une internationalisation prononcée des échanges commerciaux et par des développements économiques différents par zone géographique, les entreprises, leurs clients et leurs fournisseurs connaissent un environnement plus risqué où la défaillance d'un seul peut provoquer des réactions en chaîne. Mettre fin à des relations commerciales ou interrompre un crédit peut causer des difficultés à une entreprise et les pertes générées par la défaillance de contreparties accroissent le risque qui peut s'avérer fatal à toute entreprise.

Euler Hermes a choisi d'adopter une démarche prudente et graduée que rend possible son modèle de prévention des risques. Ses équipes sont informées très tôt du risque croissant d'insolvabilité d'une entreprise grâce aux contacts réguliers qu'elles entretiennent avec les différents acteurs de chaque marché : entreprises, banquiers, fédérations, etc. Elles engagent un dialogue, très en amont, avec l'entreprise assurée et son acheteur qui permet d'éviter les ruptures brutales.

Par cette capacité à cerner très tôt les risques, Euler Hermes est en mesure d'aider l'entreprise à réagir en cas de risques accrus. Ensemble, il est alors possible d'adapter les limites de crédit à la nouvelle nature du risque. Par la suite, un dialogue constructif et le suivi permanent avec les différentes parties prenantes autorisent l'action dans la réactivité et la flexibilité. Les entreprises, acheteuses et fournisseuses, peuvent ainsi consolider leur situation en maintenant leurs activités.

## Des femmes, des hommes, des équipes solidaires et responsables constituent le cœur du groupe

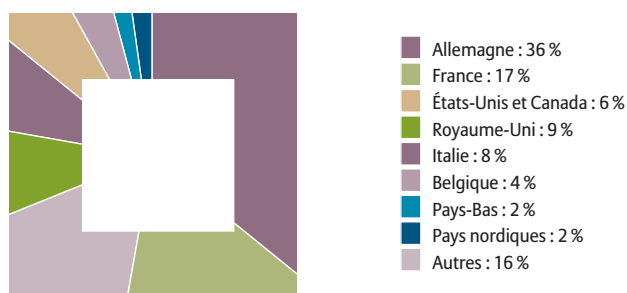
Depuis le début des années 1990, Euler Hermes est devenu un groupe multiculturel à taille humaine qui entend en conserver la richesse et la flexibilité en rassemblant ses collaborateurs autour de valeurs partagées pour croître ensemble : la solidarité et l'esprit d'équipe, l'engagement et

la performance, l'écoute et le « parler vrai », le respect de l'autre et l'équité.

Groupe international multiculturel, Euler Hermes rassemble les collaborateurs qui le composent dans le respect des spécificités culturelles locales en mettant en œuvre une politique de gestion des ressources humaines dynamique et harmonisée.

Constitué de sociétés réparties à travers le monde entier, Euler Hermes comptait, au 31 décembre 2006, 5 498 collaborateurs. L'équilibre entre le nombre de femmes et d'hommes est atteint à une parité de 50 % des effectifs. L'âge moyen des collaborateurs est de 40,3 ans et leur ancienneté moyenne de 11,8 ans.

## Effectif du groupe 2006



Au cours de l'exercice 2006, il a été procédé dans tout le groupe à 424 recrutements. Par ailleurs, 455 personnes ont quitté le groupe. Le recours à la main-d'œuvre extérieure reste marginal et réservé à des tâches non critiques pour le groupe.

Dans chaque pays où Euler Hermes déploie son activité, l'organisation du temps de travail et sa durée obéissent strictement aux réglementations locales et aux accords sectoriels.

## La promotion d'une culture groupe est une priorité

Favoriser l'intégration au sein du groupe de chaque collaborateur et le travail en équipe est l'une des priorités majeures de Euler Hermes. Au cours de l'année 2006, le groupe a organisé diverses actions en ce sens en multipliant les rencontres à tous les niveaux de management. Depuis la création du groupe dans sa configuration actuelle, en 2002, une série d'outils a été mise en place, visant à promouvoir ce double objectif, la cohésion dans la diversité, au premier rang desquels les séminaires interculturels appelés *Intercultural Teambuilding Seminars* dont l'accent a été mis sur l'échange et la compréhension de la culture de chacun.

Depuis, d'autres séminaires ont été créés pour les fonctions transversales de manière à assurer au mieux l'intégration des équipes et un partage des connaissances au sein du groupe.

Le premier s'est déroulé en 2004 et réunissait les responsables des systèmes d'information. En 2005, des responsables et managers financiers se sont retrouvés pour deux séminaires, l'un en mai consacré au contrôle de gestion et l'autre en novembre dédié à la consolidation.

Par ailleurs, plusieurs séminaires réunissant des profils internationaux ont également été organisés afin de développer les compétences managériales internationales sur la base de valeurs communes à l'ensemble du groupe et de développer une approche multiculturelle d'une problématique similaire.

Enfin, des séminaires relatifs aux techniques de négociation dans un environnement international ont été organisés pour une vingtaine de collaborateurs.

Parallèlement, des comités interfiliales des principales fonctions (risque, commercial, finance, réassurance, informatique, communication, ressources humaines...) se sont déroulés durant l'année avec pour objectif de favoriser le partage d'informations et l'identification des meilleures pratiques.

L'ensemble de ces actions s'inscrit dans le cadre d'une politique active de mobilité internationale.

## Asseoir le principe de déontologie

Un déontologue a été nommé au sein d'Euler Hermes en janvier 2003. Sa mission est d'être le relais des fonctions déontologiques au sein des AGF et de *compliance* au sein du groupe Allianz. Des reportings des entités locales aux fonctions centrales Euler Hermes, AGF et Allianz, sont mis en œuvre trimestriellement et portent notamment sur la prévention du délit d'initiés, les procédures légales et judiciaires en cours ainsi que les contrôles réglementaires et fiscaux. À cette fin, la fonction centrale s'appuie principalement sur les structures d'audit locales. Par ailleurs, pour renforcer cette démarche, un *Compliance Manager* a été nommé en début d'année 2006 au sein d'Euler Hermes.

D'autres actions concrètes ont été mises en œuvre, telles que la déclinaison et la diffusion des codes de conduite, des règles déontologiques établies par les groupes AGF et Allianz, notamment dans le cadre de la démarche Sarbanes Oxley.

Des mesures ont été prises dans le groupe pour la prévention du blanchiment d'argent, le contrôle des listes terroristes et plus particulièrement au sein d'Euler Hermes SFAC et Euler Hermes UK conformément aux règles de la Commission bancaire pour la France et de la FSA pour le Royaume-Uni.

## L'harmonisation de la gestion des carrières et des rémunérations

En tant que groupe de dimension internationale, Euler Hermes veut favoriser la mobilité de ses collaborateurs. À cette fin, la politique de gestion des carrières et des rémunérations a été homogénéisée dans le groupe.

À la fois au niveau du groupe et dans chaque filiale, des Comités de carrières sont chargés de l'évaluation des compétences, du développement des carrières des collaborateurs et du suivi des plans de succession. Cette approche facilite la mobilité géographique et fonctionnelle en concrétisant le partage d'expériences et les synergies au sein du groupe, dans un souci d'équité entre les collaborateurs.

Par ailleurs, au cours des dernières années, les salariés d'Euler Hermes ont pu bénéficier des plans d'actionnariat internationaux d'AGF et d'Allianz.

## La valorisation des performances et des potentiels

Les résultats des collaborateurs d'Euler Hermes sont reconnus à travers une politique de rémunération objective, sélective et motivante.

Depuis cinq ans, le groupe est doté d'une base de données internationale sur les rémunérations du marché qui permet toute analyse et statistique utile dans l'établissement des « packages salariaux ». Par ailleurs, un système de « MPO » (Management Par Objectifs) permet d'évaluer les performances de chacun en fonction d'objectifs qualitatifs et quantitatifs définis lors d'un entretien annuel. Instauré à l'origine pour les cadres dirigeants et les cadres supérieurs, le plan de rémunération variable a été étendu à d'autres catégories de personnel.

Enfin, une politique d'identification des potentiels est mise en œuvre pour offrir aux collaborateurs des carrières enrichissantes et diversifiées, dans leur pays d'origine comme à l'étranger.

## La consolidation de nos expertises clés

La formation des collaborateurs aux métiers du futur est fondamentale. À cette fin, Euler Hermes met en place des actions ciblées qui mettent l'accent sur le développement des expertises essentielles pour le groupe : la gestion de projets, le service aux clients, les nouvelles technologies, le développement managérial et les compétences linguistiques. À ces actions locales, s'ajoutent des programmes de formation proposés par le groupe Allianz. Des cadres supérieurs du groupe ont participé à des programmes internationaux développés en partenariat avec des grandes écoles et des universités renommées par l'Allianz Management Institute, institut de formation destiné aux dirigeants internationaux.

Le groupe Allianz s'est doté de cinq *leadership values*. Afin d'accroître la compétitivité du groupe dans la durée, il convient de :

- mettre en cohérence stratégie et communication ;
- promouvoir une culture de la haute performance ;
- se concentrer sur les clients ;
- assurer le développement des collaborateurs ;
- construire grâce à la confiance mutuelle et aux retours d'expérience.

Ces valeurs s'imposent naturellement à Euler Hermes en raison de la structure internationale et de la grande diversité du groupe Euler Hermes. La confiance, la cohérence et le partage d'objectifs communs sont la base

même du travail dans un groupe à la fois international et décentralisé. Ils sont les clés de la réussite du *business model* d'Euler Hermes.

En 2006, un budget de 3,3 millions d'euros a été consacré à la formation, stable par rapport à l'année 2005. Ce budget représente 1,4 % de la masse salariale.

La formation de base des collaborateurs du groupe est élevée puisque 44 % des effectifs sont titulaires d'un diplôme universitaire ou d'un diplôme de grande école. Ce chiffre est élevé par le recrutement important de collaborateurs diplômés, notamment dans les filiales nouvellement établies.

## Le mécénat et la solidarité

La culture et les valeurs du groupe sont un terrain favorable à son implantation dans les tissus socioculturels locaux. Depuis la création du groupe, les filiales d'Euler Hermes et l'ensemble des collaborateurs sont encouragés à entreprendre des actions en faveur de leur environnement immédiat. Cet engagement consiste le plus souvent en la participation à des programmes environnementaux, de solidarité et de mécénat avec une aide privilégiée à l'enfance. Parmi les principales initiatives figurent les suivantes :

- chaque année au moment de Noël, Euler Hermes Belgique fait un don pour encourager des projets en faveur de l'enfance handicapée. Il y a deux ans, le groupe a soutenu le projet de construction d'une école conçue pour répondre aux besoins spécifiques d'enfants présentant un handicap physique. En 2005, il a aidé une association de formation et d'apprentissage pour enfants et jeunes adultes handicapés à s'équiper en matériel informatique. Enfin, en 2006, il a fait un don à l'Apedaf, une association qui vient en aide aux enfants malentendants ;
- en septembre 2006, Euler Hermes SFAC (France) a organisé une journée *Run and Bike* près de Paris. Plusieurs dizaines de collaborateurs ont participé à l'événement qui a permis de lever des fonds pour Le Rire Médecin, une association qui apporte distraction et soutien aux enfants hospitalisés ;
- aux États-Unis, les salariés d'Euler Hermes ACI qui le souhaitent peuvent soutenir le Service pour enfants malades de l'hôpital Johns Hopkins de Baltimore par des versements mensuels, directement prélevés sur leur salaire, ou par un don annuel. Certains collaborateurs participent également au Radiothon Johns Hopkins destiné à lever des fonds pour l'établissement ;
- Euler Hermes en Hongrie a invité ses clients à un concert de jazz en octobre organisé par la fondation *Children are our lives* à l'Académie de musique de Budapest. La fondation a consacré les dons ainsi obtenus à l'achat d'appareils de secours pour les ambulances et l'équipement du pavillon des enfants de l'hôpital Szent-Laszlo.
- depuis 2005, Euler Hermes SIAC (Italie) travaille avec l'Association pour la médecine et la recherche en Afrique (AMREF), basée au Kenya. Les deux partenaires ont financé à ce jour un puits dans un village de l'Afrique de l'Est, ainsi que la construction de deux classes d'école entièrement équipées.

- Euler Hermes en République tchèque a organisé en partenariat avec l'association *Hand for Help* une levée de fonds afin de financer une antenne médicale mobile et une ambulance destinées aux régions du Pakistan victimes du tremblement de terre de 2005 ;
- en juillet 2006, Euler Hermes a participé à la cinquième édition d'Allianz Sports, l'occasion pour 1 500 athlètes issus de l'ensemble des sociétés du groupe Allianz de se mesurer dans un esprit de compétition et d'échange. L'événement a également permis de soutenir deux projets de charité. Le premier est en faveur du *China Leprosy Service*, une organisation jésuite qui aide les victimes de la lèpre en Chine, le second en faveur d'ABA (Associação Beneficente e Assistencial dos Funcionários do Grupo AGF Brasil Seguros), une organisation créée par AGF qui apporte soins et éducation à des enfants et des jeunes Brésiliens défavorisés.

## Le gouvernement d'entreprise

Le groupe est dirigé par un Directoire lui-même supervisé par un Conseil de Surveillance. Ce dernier a mis en place en son sein deux comités qui exercent leur activité sous sa responsabilité : un comité d'audit et un comité des rémunérations et des nominations. Par ailleurs, il s'est adjoint un censeur.

## Le Directoire

Le Directoire est l'instance décisionnaire du groupe. Il a pour fonction la direction, l'animation et le contrôle du groupe. L'ensemble des pouvoirs du Directoire est exercé collégalement mais ses membres se répartissent la supervision des fonctions transversales du groupe ainsi que celle des filiales. Le Directoire se réunit aussi souvent que l'intérêt de la société l'exige. En 2006, le Directoire s'est réuni sur un rythme bimensuel.

Le Directoire se compose de : *Clemens von Weichs, Président, Jean-Marc Pillu, Directeur Général (jusqu'au 21 juillet 2006), Gerd-Uwe Baden, Nicolas Hein et Michel Mollard.*

Monsieur Jean-Marc Pillu a quitté le groupe en date du 21 juillet 2006 et n'a pas été remplacé.

## Le Conseil de Surveillance

Le Conseil de Surveillance exerce un contrôle permanent de la gestion de la société effectuée par le Directoire et donne à ce dernier les autorisations préalables requises par la loi ou les statuts. Par ailleurs, le Conseil de Surveillance nomme les membres du Directoire et en désigne le Président. En 2006, le Conseil de Surveillance s'est réuni cinq fois.

Conformément aux termes de l'article 11 des statuts, le Conseil de Surveillance est composé de trois membres au moins et de douze membres au plus, nommés par l'Assemblée Générale Ordinaire. Par ailleurs, conformément aux principes préconisés par le gouvernement d'entreprises, le Conseil de Surveillance compte deux membres indépendants et le censeur, également indépendant.

Les membres indépendants sont considérés comme tels au sens du rapport Bouton. Ils n'entretiennent aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe, sa direction ou l'un de ses actionnaires détenant plus de 10 % du capital, qui puisse compromettre l'exercice de leur liberté de jugement.

Le respect des dispositions de la loi sur les Nouvelles Régulations Économiques n° 2001-420 du 15 mai 2001, dite loi NRE, en matière de cumul des mandats qui est demandé à l'ensemble des membres du Conseil de Surveillance constitue une garantie importante de leur engagement et de leur disponibilité à l'égard du groupe.

Par ailleurs, depuis 2003, le Conseil de Surveillance s'est adjoint un censeur qui peut être convoqué à toutes les réunions du Conseil de Surveillance et prendre part aux délibérations avec voix consultative.

Le Conseil de Surveillance se compose de : *Jean-Philippe Thierry, Président, François Thomazeau, Vice-Président, Clement Booth, Diethart Breipohl, John Coomber, Charles de Croisset, Robert Hudry, Yves Mansion et Laurent Mignon.*

*Monsieur Jean Hervé Lorenzi* exerce les fonctions de censeur.

## Le comité d'audit

Le Comité d'Audit a la charge de superviser les méthodes mises en place pour les contrôles externes et internes des sociétés du groupe. Il a en particulier pour mission d'entendre :

- le responsable groupe de l'audit sur le compte-rendu d'activité et le planning prévisionnel de missions du groupe et des filiales ;
- les responsables comptables et financiers au sujet des comptes sociaux ;
- les commissaires aux comptes sur leurs diligences.

Le Comité d'Audit s'est tenu quatre fois en 2006.

Le Comité d'Audit se compose de : *Robert Hudry, Président, Yves Mansion et François Thomazeau.*

## Le comité des rémunérations et des nominations

Le comité des rémunérations, composé de trois membres du Conseil de Surveillance, a pour mission de formuler des recommandations à ce dernier, en vue de la fixation de la rémunération des membres du Directoire et de l'attribution d'options de souscription ou d'achat d'actions aux collaborateurs du groupe.

Il s'est réuni trois fois en 2006.

Le comité des rémunérations et nominations se compose de : *François Thomazeau, Président, Charles de Croisset et Jean-Hervé Lorenzi.*

## Direction des fonctions transversales du groupe

Euler Hermes est dirigé selon une organisation matricielle dont les directeurs des fonctions transversales, d'une part, et les dirigeants des sociétés filiales, d'autre part, sont les clés de voûte.

Les directeurs responsables des fonctions transversales et des filiales mettent en œuvre la stratégie dessinée par le Directoire et rapportent de leur gestion aux membres du Directoire selon leur domaine de compétences.

Les fonctions transversales sont dirigées par :

Denis Blitman :	Informatique
Nicolas Delzant (jusqu'au 31/12/2006) :	Risques, Information, Recouvrement
Philippe Bastié (à partir du 01/01/2007) :	Réassurance, Relations Investisseurs et Secrétariat Général
Benôit des Cressonnières :	Contrôle du risque
Jean-François Decroocq :	Communication
Raphaële Hamel :	Finance & Comptabilité
Nicolas Hein (*) :	Commercial et Marketing
Louis Hofmeijer :	Audit et Support
Francis Lallemant :	Stratégie
Michel Mollard (*) (jusqu'au 21/07/2006) :	
Ludovic Sénécaut (à partir du 21/07/2006) :	
Elisabeth Sfez :	Gestion des carrières et Mobilité internationale

(\*) : Membres du Directoire

## Direction des principales filiales

Chacune des entités locales est placée sous la direction d'un directeur général (CEO) qui veille à la bonne application de la stratégie du groupe, de son *business model* et décide de toutes les orientations stratégiques qui s'imposent localement.

Les principales filiales sont dirigées par :

Allemagne :	Euler Hermes Kreditversicherung	Dr Gerd-Uwe Baden (*)
Belgique :	Euler Hermes Credit Insurance	Jean Luc Louis
États-Unis :	Euler Hermes ACI	Paul Overeem
France :	Euler Hermes SFAC	Michel Mollard (*)
Italie :	Euler Hermes SIAC	Jean-François Bellissen
Pays-Bas :	Euler Hermes Kredietverzekering	Roland van Malderghem
Pays nordiques :	Euler Hermes Nordic	Lars Gustafsson
Royaume-Uni :	Euler Hermes UK	Richard Webster

(\*) : Membres du Directoire

## Une responsabilité sur l'environnement

L'impact des activités de toute entreprise sur l'environnement constitue une dimension capitale qui doit être prise en compte dans les divers aspects de sa stratégie.

Intégrée dans les activités d'assurance en général, cette dimension est plus difficile à cerner dans le chef de l'activité assurance-crédit. En effet, cette dernière n'a, par essence, qu'une influence très limitée sur l'environnement. Toutefois, une démarche de responsabilisation a été engagée et les nombreux efforts déployés afin de réduire les coûts passent par une meilleure utilisation des ressources humaines, matérielles et naturelles disponibles.

Dans l'exercice du métier d'assurance-crédit, la consommation directe de ressources en eau et en énergie non renouvelable n'est pas significative. De même, il n'existe pas d'organisation mise en place pour faire face à d'éventuels accidents de pollution ayant des conséquences en dehors des établissements de la société compte tenu de l'activité exercée.

Toutefois, les équipements consommateurs d'énergie sont régulièrement vérifiés et remplacés de manière à ce qu'à tout moment, ils répondent aux normes de sécurité, de consommation et de confort appropriées.

Par ailleurs, les conditions d'utilisation des sols, les rejets dans l'eau, l'air et le sol de matière affectant l'environnement ne sont pas significatifs, voire nuls, eu égard à l'activité exercée. Le choix des fournisseurs au sein du groupe s'effectue en tenant compte de leur engagement de

recupérer et de retraiter les matériels en fin de cycle. Dans certaines filiales, notamment en Belgique, le tri sélectif des déchets en fonction de leur nature est appliqué systématiquement. Le recyclage de certains produits consommables est réalisé, notamment des cartouches d'encre pour les photocopieurs.

L'utilisation du papier constitue une préoccupation majeure de la société : plusieurs millions de plis sont envoyés chaque année par les différentes sociétés du groupe et des millions d'éditions informatiques sont réalisées sur les imprimantes.

Depuis plusieurs années déjà, des liens informatiques directs ou via Internet (entre autres, le système Eolis) ont été développés entre le groupe et ses clients qui permettent de rendre les communications quotidiennes rapides, précises et économiques.

Dans le cadre de la consommation interne de papiers, un effort est déployé afin d'utiliser une matière première recyclée ; par ailleurs, la

configuration et le développement de la petite informatique ont accru les capacités de stockage et permettent d'économiser de l'espace d'archivage et de diminuer la création de dossiers « papier ».

Une fonction centrale dans chaque entité du groupe, en général la Direction des Moyens Généraux, est responsable de l'élaboration de guides opératoires assurant la conformité de la gestion technique de l'immobilier aux dispositions réglementaires locales.

Par ailleurs, Euler Hermes s'inscrit définitivement dans une démarche proactive qui vise à faire de ce sujet une préoccupation quotidienne assimilée et appliquée par l'ensemble des collaborateurs dans l'exercice de leurs fonctions.

Des contrôles sont effectués périodiquement en vue de déceler la présence de bactéries et d'amiante. D'autres contrôles spécifiques type Veritas sont réalisés sur les installations électriques.

# Rémunération des dirigeants

041

## Le Directoire

La rémunération des membres du Directoire est fixée par le comité des rémunérations et des nominations et validée par le Conseil de Surveillance. Les rémunérations et avantages de toute nature bruts versés durant l'exercice aux membres du Directoire s'élèvent globalement à 4 661 milliers d'euros.

Les rémunérations fixes des membres du Directoire sont définies par analyse de données comparables sur le marché. Les principes de la rémunération variable des membres du Directoire sont détaillés dans les « Renseignements à caractère général ».

La rémunération variable des mandataires sociaux est assise sur trois critères :

- le résultat net consolidé publié ;
- la réalisation d'objectifs de contribution opérationnelle ;
- la réalisation d'objectifs personnels qualitatifs.

en milliers d'euros

	Rémunération fixe versée en 2006	Rémunération variable versée en 2006 (au titre de 2005)	Rémunération variable à moyen terme	Indemnités spécifiques <sup>(2)</sup>	Avantages en nature 2006 <sup>(3)</sup>	Total payé en 2006
Clemens von Weichs	390,0	350,0		45,0	19,8	804,8
Jean-Marc Pillu <sup>(1)</sup>	250,0	280,0	147,8	1 697,7	3,0	2 378,5
Gerd-Uwe Baden <sup>(1)</sup>	375,0	280,0			13,6	668,6
Nicolas Hein	290,0	168,0			4,3	462,3
Michel Mollard <sup>(4)</sup>	232,5	112,0			2,0	346,5
<b>Total</b>	<b>1 537,5</b>	<b>1 190,0</b>	<b>147,8</b>	<b>1 742,7</b>	<b>42,7</b>	<b>4 660,6</b>

(1) M. Jean-Marc Pillu a quitté le groupe le 21 juillet 2006. Il a perçu sa rémunération fixe prorata temporis et la rémunération variable à moyen terme pour la période du 01/01/2005 au 31/12/2006.

(2) Indemnités spécifiques de logement de M. Clemens von Weichs et de départ de M. Jean-Marc Pillu (1 568,9 milliers d'euros) et sa rémunération variable 2006 prorata temporis (128,3 milliers d'euros).

(3) Les avantages en nature sont constitués de voitures de fonction.

(4) M. Michel Mollard a perçu en 2006 une rémunération variable au titre de 2005 de 112 milliers d'euros dont 91,8 milliers d'euros sous forme de bonus et 20,2 milliers d'euros épargnés au titre de l'intéressement et de la participation.

Certains membres du Directoire bénéficient d'un système de bonus à moyen terme (*Mid Term Bonus* – MTB) qui a été mis en place au sein du groupe Allianz pour augmenter la fidélisation des dirigeants. Il s'agit d'un système basé sur 3 années : si les objectifs fixés ont été atteints sur la période de 3 ans, un bonus complémentaire est perçu au terme de la période.

Le bonus potentiel est un montant défini qui s'élève à une fraction de la rémunération fixe avec possibilité d'un *upside* de 20 %. Le calcul comporte 2 parties pondérées à 50 % chacune, basées d'une part sur l'EVA et d'autre part sur des objectifs stratégiques. Si la moyenne des taux de réalisation respectifs de ces 2 parties atteint au moins 70 % et jusqu'à 120 %, un calcul proportionnel sera effectué en fonction du degré d'accomplissement des objectifs. Ce système de bonus à moyen terme

concerne à l'heure actuelle MM. Clemens von Weichs et Gerd-Uwe Baden. M. Jean-Marc Pillu, qui a quitté le groupe le 21 juillet 2006, était également concerné par ce système et, dans ce cadre, il a perçu une rémunération variable à moyen terme d'un montant brut de 147,8 milliers d'euros au cours de l'exercice 2006.

Les membres du Directoire se sont également vu attribuer des options d'achat d'actions au cours de l'exercice 2006.

Par ailleurs, dans le cadre du plan mondial d'intéressement destiné aux cadres dirigeants du groupe Allianz, les membres du Directoire se sont vu attribuer des SAR (*Stock Appreciation Rights*) dont le montant est lié à l'évolution du cours de Bourse d'Allianz sur une période de 7 ans.

# Rémunération des dirigeants

042

Les attributions de stock-options Euler Hermes et de SAR Allianz ont été réparties de la manière suivante :

## Stock-options et autres intéressements de 2006 (en nombre)

	Attribution options 2005	Levées au cours de 2005	Attribution options 2006	Levées au cours de 2006	Attribution SAR 2005	Attribution SAR 2006	Exercices de SAR au cours de 2006
Clemens von Weichs	9 000	0	15 000	6 500	8 030	4 491	
Jean-Marc Pillu <sup>(1)</sup>	9 000	6 000	0	27 863	7 377	0	8 967
Gerd-Uwe Baden	9 000	0	10 000	0	6 622	3 989	
Nicolas Hein	9 000	0	17 500	0	4 385	2 949	
Michel Mollard	6 000	0	10 000	0	2 854	2 145	
<b>Total</b>	<b>42 000</b>	<b>6 000</b>	<b>52 500</b>	<b>34 363</b>	<b>29 268</b>	<b>13 574</b>	

(1) M. Jean-Marc Pillu a quitté le groupe le 21 juillet 2006.

MM. Clemens von Weichs, Michel Mollard et Jean-Marc Pillu ont bénéficié d'options de souscription d'actions AGF attribuées au cours de l'exercice 2002.

M. Clemens von Weichs a levé la totalité des 4 091 options qui lui avaient été consenties lors de l'exercice 2005. M. Michel Mollard a levé la totalité des 821 options qui lui avaient été consenties lors de l'exercice 2006. De même, M. Jean-Marc Pillu a levé les 5 731 options qui lui avaient été consenties lors de l'exercice 2006.

Enfin, certains membres du Directoire qui sont exclusivement des mandataires sociaux et qui ne disposent pas du statut de salariés bénéficient de conventions spécifiques en cas de révocation. Celles-ci sont destinées à remplacer les conditions spécifiques prévues par la loi en cas d'éviction d'un employé disposant du statut de salarié de la société. Ces dispositions spécifiques concernent MM. Clemens von Weichs et Gerd-Uwe Baden. Il est prévu le paiement d'une indemnité brute qui s'élève à 50 %

(Dr. Gerd-Uwe Baden) et à 200 % (M. Clemens von Weichs) du montant de la dernière rémunération annuelle qui leur a été payée. M. Jean-Marc Pillu était également concerné par cette convention et, à ce titre, a perçu une indemnité de départ d'un montant brut de 1 568,9 milliers d'euros.

Certains mandataires sociaux pouvaient bénéficier d'un régime complémentaire de retraite Euler Hermes à prestations définies et droits aléatoires. Cependant, il a été décidé de mettre fin à ce système et de ne pas le remplacer. Seuls MM. Clemens von Weichs et Gerd-Uwe Baden bénéficient d'un plan de retraite complémentaire du groupe Allianz, à cotisations définies.

## Le Conseil de Surveillance

Les jetons de présence versés aux membres du Conseil de Surveillance au titre de l'année 2006 se sont élevés à 260 milliers d'euros bruts répartis comme suit :

(en milliers d'euros)

	Jetons de présence
Jean-Philippe Thierry, Président	32,50
Clement Booth	16,25
Diethart Breipohl	16,25
John Coomber	16,25
Charles de Croisset	32,50
Robert Hudry	32,50
Yves Mansion	32,50
Laurent Mignon	16,25
François Thomazeau	32,50
Jean-Hervé Lorenzi, censeur	32,50
<b>TOTAL</b>	<b>260,00</b>

Par ailleurs, conformément aux dispositions de l'article L. 225-102-1, alinéa 2 du Code de commerce, les montants des rémunérations et des avantages de toute nature reçus par les mandataires sociaux d'AGF et d'Allianz AG, sociétés contrôlantes d'Euler Hermes, s'élèvent respectivement à :

- Monsieur Jean Philippe THIERRY : 2 453,6 milliers d'euros, se décomposant en :
  - une rémunération brute annuelle fixe payée en 2006 d'un montant de 1 018,6 milliers d'euros (dont 700 milliers d'euros payés par Allianz, 35 milliers d'euros payés par AGF, 32,5 milliers d'euros au titre de jetons de présence et une prime de 251,1 milliers d'euros versée par AGF),

# Rémunération des dirigeants

043

- une partie variable brute payée en 2006 au titre de 2005 d'un montant de 955 milliers d'euros,
- une partie variable brute à moyen terme, *Mid Term Bonus*, basée sur les exercices 2005, 2006 et 2007 d'un montant de 480,0 milliers d'euros en ce qui concerne l'exercice 2005 et payée en 2006.

Monsieur Jean Philippe THIERRY dispose, comme seul autre avantage en nature, d'un véhicule de fonction pour un montant total brut estimé à 5,4 milliers d'euros annuels.

Par ailleurs, il a reçu 9 321 SAR (*Stock Appreciation Rights*, bonus dont le montant est lié à l'évolution du cours de Bourse d'Allianz sur une période de 7 ans) d'Allianz AG et 4 745 (*Restricted Stock Units*, plan d'action de droits délivré à des mandataires sociaux de sociétés de droit allemand, assis sur l'évolution de la valeur de l'action de Allianz AG) ;

- Monsieur Laurent MIGNON : 1 146,4 milliers d'euros se décomposant en :
  - un salaire annuel brut fixe payé en 2006 d'un montant de 450 milliers d'euros,
  - une partie variable brute payée en 2006 au titre de l'exercice 2005 d'un montant de 401,8 milliers d'euros,
  - un montant total d'intéressement, de participations et de primes versés en 2006 de 267,1 milliers d'euros bruts,
  - 27,5 milliers d'euros bruts au titre de jetons de présence.

Monsieur Laurent MIGNON dispose également d'un véhicule de fonction et d'un chauffeur pour un montant total estimé à 40 milliers d'euros bruts annuels.

Par ailleurs, il a reçu 4 885 SAR (*Stock Appreciation Rights*) d'Allianz AG et 65 000 options d'achat d'actions d'AGF SA ;

- Monsieur François THOMAZEAU : 1 088,3 milliers d'euros se décomposant en :

- un salaire annuel brut fixe payé en 2006 d'un montant de 385 milliers d'euros,
- une partie variable brute payée en 2006 au titre de 2005 d'un montant de 409,1 milliers d'euros,
- une partie variable à moyen terme, *Mid Term Bonus*, basée sur les exercices 2005, 2006 et 2007 d'un montant de 240,0 milliers d'euros en ce qui concerne 2005,
- un montant total d'intéressement, de participations et de primes versés en 2006 de 18,3 milliers d'euros bruts,
- 36,0 milliers d'euros au titre de jetons de présence.

Monsieur François THOMAZEAU dispose également d'un véhicule de fonction et d'un chauffeur pour un montant total estimé à 40 milliers d'euros bruts annuels.

Par ailleurs, il a reçu 4 324 SAR (*Stock Appreciation Rights*) d'Allianz AG et 50 000 options d'achat d'actions d'AGF SA ;

- Monsieur Clement BOOTH : 700 milliers d'euros se décomposant en :
  - un salaire annuel brut fixe payé en 2006 d'un montant de 700 milliers d'euros.

Par ailleurs, il a reçu 9 379 SAR (*Stock Appreciation Rights*) d'Allianz AG et 4 774 RSU (*Restricted Stock Units*, plan d'action de droits délivré à des mandataires sociaux de sociétés de droit allemand, assis sur l'évolution de la valeur de l'action de Allianz AG) ;

- Monsieur Diethart BREIPOHL : 135,9 milliers d'euros se décomposant en :
  - un salaire brut annuel fixe d'un montant de 41,6 milliers d'euros ;
  - une partie variable brute d'un montant de 40 milliers d'euros ;
  - des jetons de présence versés par AGF (38 milliers d'euros) et Euler Hermes (16,25 milliers d'euros) pour un montant total brut de 54,25 milliers d'euros.

# Liste des mandats et fonctions exercés par les dirigeants

044

Le tableau ci-joint reprend le détail des mandats et fonctions exercés par les membres du Directoire et du Conseil de Surveillance.

Nom	Société dans laquelle le mandat ou la fonction est exercée	Pays	Mandat/Fonction
<b>Clemens von Weichs</b>			
	Euler Hermes	France	Président du Directoire
	Euler Hermes Kreditversicherungs AG	Allemagne	Président du Conseil de Surveillance
	Euler Hermes UK Plc.	Royaume-Uni	Administrateur
	Euler Hermes Holding UK Plc.	Royaume-Uni	Administrateur
	Euler Hermes ACI	États-Unis	Président du Conseil d'Administration
	Euler Hermes SFAC	France	Président du Conseil de Surveillance
	Euler Hermes SIAC	Italie	Président du Conseil d'Administration
	Beraterkreis IKB, Düsseldorf	Allemagne	Conseiller
	Hamburger Gesellschaft zur Förderung des Versicherungswesens	Allemagne	Administrateur
	ICISA	Pays-Bas	Vice-Président
	Euler Hermes Kredietverzekering NV	Pays-Bas	Président du Conseil de Surveillance
<b>Gerd-Uwe Baden</b>			
	Euler Hermes	France	Membre du Directoire
	Euler Hermes Kreditversicherungs AG	Allemagne	Président du Directoire
	Prisma Kreditversicherungs AG	Autriche	Président du Conseil d'Administration
	Euler Hermes Kreditförsäkring Norden AB	Suède	Président-Directeur Général
	Euler Hermes Towarzystwo Ubezpieczeniowe SA Varsovie	Pologne	Président du Conseil d'Administration
<b>Nicolas Hein</b>			
	Euler Hermes	France	Membre du Directoire
	Euler Hermes ACI	États-Unis	Administrateur
	Euler Hermes SIAC	Italie	Vice-Président du Conseil d'Administration
	Euler Hermes Holding UK Plc.	Royaume-Uni	Administrateur
	Euler Hermes UK	Royaume-Uni	Administrateur
	Euler Hermes SFAC	France	Vice-Président du Conseil de Surveillance
	Euler Hermes Kreditverzekering NV	Pays-Bas	Administrateur
	Euler Hermes Reinsurance AG	Suisse	Représentant d'Euler Hermes, Président du Conseil de Surveillance
	Euler Hermes Credit Insurance	Belgique	Administrateur
	Euler Hermes Kredietversicherungs AG	Allemagne	Administrateur
<b>Michel Mollard</b>			
	Euler Hermes	France	Membre du Directoire
	Euler Hermes SFAC	France	Président du Directoire
	Euler Hermes UK Plc.	Royaume-Uni	Administrateur
	Euler Hermes Holding UK Plc.	Royaume-Uni	Administrateur
	Euler Hermes ACI Co.	États-Unis	Vice-Président
	Perfectis Private Equity	France	Président du Conseil de Surveillance
	Kepler Ratings	France	Président-Directeur Général
	Euler Servicios de crédito SL, sociedad unipersonal	Espagne	Président
	Euler Hermes Emporiki	Grèce	Vice-Président
	COSEC	Portugal	Administrateur
	Euler Hermes ACOMAR	Maroc	Président du Conseil d'Administration
	Euler Hermes Belgium	Belgique	Président du Conseil d'Administration
	Euler Hermes Credit Insurance	Belgique	Président du Conseil d'Administration
	Euler Hermes Kredietverzekeringen	Pays-Bas	Administrateur

# Liste des mandats et fonctions exercés par les dirigeants

045

Nom	Société dans laquelle le mandat ou la fonction est exercée	Pays	Mandat/Fonction
<b>CONSEIL DE SURVEILLANCE</b>			
<b>Jean-Philippe Thierry</b>			
	AGF SA	France	Président-Directeur Général
	AGF Holding	France	Président-Directeur Général
	AGF International	France	Administrateur
	Allianz SE	Allemagne	Membre du Directoire
	Allianz Seguros y Reaseguros	Espagne	Administrateur
	Baron Philippe de Rothschild SA	France	Censeur
	Château Larose-Trintaudon	France	Président du Conseil d'Administration
	C <sup>ie</sup> Financière Saint-Honoré	France	Membre du Conseil de Surveillance
	Euler Hermes	France	Président du Conseil de Surveillance
	Paris Orléans	France	Censeur
	Eurazeo	France	Censeur
	Mondial Assistance	France	Président du Conseil d'Administration
	Allianz Global Risks Rückversicherungs	Allemagne	Administrateur
	Allianz Nederland Groep	Pays-Bas	Administrateur
	Société foncière financière de participations	France	Administrateur
	PPR	France	Administrateur
<b>Laurent Mignon</b>			
	AGF SA	France	Directeur Général Délégué
	AGF Asset Management	France	Administrateur
	AGF Holding	France	Administrateur Directeur Général Délégué
	AGF IART	France	Président du Conseil d'Administration
	AGF Informatique	France	Président du Conseil de Surveillance
	AGF International	France	Administrateur
	AGF Vie	France	Président-Directeur Général
	Euler Hermes	France	Membre du Conseil de Surveillance
	Oddo et C <sup>ie</sup> SCA	France	Membre du Conseil de Surveillance
	W Finance	France	Administrateur
	Sequana	France	Vice-Président du Conseil d'Administration
	Arkema	France	Administrateur
<b>François Thomazeau</b>			
	AAAM (Alternative Asset Management)	France	Administrateur
	AGF Asset Management	France	Administrateur
	ACAR	France	Président du Conseil d'Administration
	AGF SA	France	Directeur Général Délégué
	AGF Afrique	France	Président du Conseil d'Administration
	AGF Belgium Insurance	Belgique	Président du Conseil d'Administration
	AGF Brasil Seguros	Brésil	Président du Conseil d'Administration
	AGF Holding	France	Administrateur Directeur Général Délégué
	AGF Holdings UK	Royaume-Uni	Président du Conseil d'Administration
	AGF IART	France	Administrateur
	AGF Insurance	Royaume-Uni	Président du Conseil d'Administration
	AGF International	France	Président-Directeur Général
	AGF Private Equity	France	Président du Conseil de Surveillance
	AGF Ras Holding	Pays-Bas	Vice-Président du Conseil d'Administration
	AGF Vie	France	Administrateur
	Banque AGF	France	Représentant permanent d'AGF, Administrateur
	GIE AGF Informatique	France	Membre du Conseil de Surveillance
	Allianz Seguros y Reaseguros	Espagne	Administrateur
	Allianz Nederland Groep	Pays-Bas	Membre du Conseil de Surveillance

# Liste des mandats et fonctions exercés par les dirigeants

046

Nom	Société dans laquelle le mandat ou la fonction est exercée	Pays	Mandat/Fonction
<b>CONSEIL DE SURVEILLANCE (suite)</b>			
<b>François Thomazeau (suite)</b>			
	Bolloré	France	Représentant permanent d'AGF Holding, Administrateur
	Carene (Courtage d'assurance)	France	Administrateur
	Château Larose-Trintaudon	France	Vice-Président du Conseil d'Administration
	Cofitem-Cofimur	France	Administrateur
	Euler Hermes	France	Vice-Président du Conseil de Surveillance, Président du Comité des Rémunérations et Nominations et membre du Comité d'Audit
	Europe Expansion	France	Censeur
	PHRV	France	Administrateur
	Thomson Clive Ltd.	Royaume-Uni	Administrateur
	Compania Colombiana de Inversion Colseguros	Colombie	Président du Conseil d'Administration
	Adriatica de Seguros	Venezuela	Président du Conseil d'Administration
	Inmobiliara Driavena	Venezuela	Président du Conseil d'Administration
	Mondial Assistance	Suisse	Vice-Président Administrateur Délégué
	Protexia France	France	Administrateur
	Locindus	France	Membre du Conseil de Surveillance
	Foncière des 6 <sup>e</sup> et 7 <sup>e</sup> arrondissements	France	Administrateur
<b>Robert Hudry</b>			
	Euler Hermes	France	Membre du Conseil de Surveillance, Président du Comité d'Audit
	AGF	France	Administrateur, Président du Comité d'Audit
<b>Charles de Croisset</b>			
	Bouygues	France	Administrateur
	Euler Hermes	France	Membre du Conseil de Surveillance et du Comité des Rémunérations et Nominations
	SA des Galeries Lafayette	France	Censeur
	Renault	France	Administrateur et président du comité d'audit
	Thales	France	Administrateur et président du comité d'audit
	Fondation du Patrimoine	France	Président
<b>Yves Mansion</b>			
	ALCAN	Canada	Administrateur
	Euler Hermes	France	Membre du Conseil de Surveillance
	Société Foncière Lyonnaise	France	Administrateur-Directeur Général
	AMF (Autorité des Marchés Financiers)	France	Membre du Collège
<b>Diethart Breipohl</b>			
	Allianz AG (jusqu'au 13 juin 2006)	Allemagne	Membre du Conseil de Surveillance
	Continental AG	Allemagne	Membre du Conseil de Surveillance
	KarstadtQuelle AG	Allemagne	Membre du Conseil de Surveillance
	KME AG	Allemagne	Président du Conseil de Surveillance
	Crédit Lyonnais	France	Administrateur
	Euler Hermes	France	Membre du Conseil de Surveillance
	AGF	France	Administrateur
	Atos Origin (depuis le 3 juin 2005)	France	Membre du Conseil de Surveillance

# Liste des mandats et fonctions exercés par les dirigeants

047

Nom	Société dans laquelle le mandat ou la fonction est exercée	Pays	Mandat/Fonction
<b>CONSEIL DE SURVEILLANCE (suite)</b>			
<b>John R. Coomber</b>			
	Swiss Re	Suisse	Membre du Conseil
	Swiss Re GB Plc.	Royaume-Uni	Administrateur
	Euler Hermes	France	Membre du Conseil de Surveillance
	IMMD Institute for Management Development	Suisse	Membre de la fondation
	The climate Group	Royaume-Uni	<i>Chairman of the Trustees</i>
	Pension Insurance Corporation Holdings	Royaume-Uni	Membre du Conseil d'Administration
<b>Clement Booth</b>			
	Allianz Australia Ltd.	Australie	Administrateur
	Euler Hermes	France	Membre du Conseil de Surveillance
	Allianz SE	Allemagne	Membre du Directoire
	Allianz Global Corporate & Speciality AG	Allemagne	Président du Conseil de Surveillance
	AZ Irish Life	Irlande	Administrateur
	Allianz Risk Transfer	Suisse	Président du Conseil d'Administration
	Allianz Cornhill Insurance Plc.	Royaume-Uni	Administrateur
	Allianz Global Risks US	États-Unis	Administrateur
	Allianz Underwriters Insurance Co.	États-Unis	Administrateur
	Accord, Pearl River, NY	États-Unis	Président-Directeur Général
<b>Jean-Hervé Lorenzi (censeur)</b>			
	Société Edmond de Rothschild Private Equity Partners	France	Président du Conseil de Surveillance
	Compagnie Financière Saint-Honoré	France	Membre du Conseil de Surveillance
	Assurances & Conseils Saint-Honoré	France	Membre du Conseil de Surveillance
	Assurances Saint-Honoré	France	Membre du Comité de Direction
	AFOM	France	Administrateur
	ATLEX	France	Administrateur
	Pages Jaunes	France	Administrateur
	Associés en Finance	France	Administrateur
	BVA	France	Membre du Conseil de Surveillance
	Crédit Foncier de France	France	Censeur
	Euler Hermes	France	Censeur, membre du comité des rémunérations et nominations

# Observations du Conseil de Surveillance sur le rapport de gestion du Directoire

048

Le Directoire vous a présenté son rapport sur la situation d'Euler Hermes et sur son activité pendant l'exercice 2006.

L'exercice 2006 a été marqué par une accélération de l'économie mondiale, principalement grâce à une conjoncture très forte au cours du premier trimestre. Ensuite, elle s'est graduellement détériorée sous l'effet du ralentissement américain dès le second trimestre puis du Japon et de l'Europe au cours de la seconde partie de l'année. Le reste du monde a conservé des rythmes de croissance bien supérieurs à la moyenne mondiale, notamment l'Europe centrale et orientale et l'Asie hors Japon tirée par l'économie de la Chine.

Dans ce contexte, le commerce mondial a retrouvé un niveau de croissance supérieur à 9%. Les prix des matières premières se sont globalement inscrits à la hausse pour la cinquième année consécutive.

La bonne tenue de l'économie mondiale s'est accompagnée d'un recul des défaillances d'entreprises, plus important que prévu, notamment en Allemagne, dans les pays nordiques et dans plusieurs pays émergents d'Asie.

Le Conseil de Surveillance constate avec grande satisfaction qu'en dépit d'une pression concurrentielle accrue suite à la faible sinistralité des dernières années dans ses pays cœurs, Euler Hermes a su maintenir une croissance satisfaisante. Sa présence dans des zones de récentes implantations telles l'Europe de l'Est, du Sud et l'Asie s'est encore renforcée et représente désormais une part significative des activités du groupe. Pour sa part, l'Amérique du Nord offre des relais de croissance importants, permettant au groupe de s'y développer fortement.

L'intégration réussie du groupe au cours des dernières années et la mise en œuvre de son *business model* ont conduit à une gestion très active et prudente des risques. Celle-ci a présidé la décision d'Euler Hermes d'augmenter sensiblement sa rétention afin d'accroître sa rentabilité. De ce fait, les primes nettes mais également la charge des sinistres nette s'inscrivent à la hausse. Cependant, la conjonction de la croissance dynamique des primes nettes et de la maîtrise des coûts a permis d'améliorer le ratio des coûts net et d'afficher un ratio combiné modérément en hausse, toujours à un niveau très favorable. Par ces actions, le groupe a encore consolidé son résultat opérationnel.

En matière de stratégie de placement, le Conseil de Surveillance approuve la politique suivie qui a consisté à contenir son exposition au risque des marchés actions et à maintenir la plus large partie des investissements en obligations.

De manière générale, le Conseil de Surveillance approuve sans exception les choix stratégiques et les initiatives du Directoire.

Le Conseil de Surveillance approuve également les opérations de rachat de portefeuilles d'assurance en Irlande et en Nouvelle-Zélande qui permettent à Euler Hermes de conforter sa présence internationale.

Le Comité d'Audit sur lequel s'appuie le Conseil de Surveillance a porté une attention particulière à la poursuite de la mise en œuvre du projet de *Business Continuity Management* prévoyant la mise en place de plans de reprise de l'activité en cas de désastre et du projet Sarbanes Oxley. Le rapport Loi de Sécurité Financière a été mis à jour.

Compte tenu des actions menées, en cours de réalisation ou prévues, le Conseil de Surveillance a accueilli favorablement les travaux menés par le Directoire et ses équipes ainsi que les systèmes de contrôle interne mis en place.

Le Conseil de Surveillance a pris connaissance du rapport de gestion du Directoire et des comptes de l'exercice 2006. Il vous recommande d'adopter les résolutions soumises par le Directoire à l'approbation de l'Assemblée Générale.

Pour 2007, le Directoire s'est fixé comme objectif de poursuivre son développement international dynamique, notamment en investissant dans les nouvelles puissances économiques en Asie et en Amérique du Sud. Il entend également élargir sa gamme de produits pour offrir à ses clients l'éventail de services nécessaires à la gestion dynamique de son compte clients dans le contexte de la mondialisation des échanges commerciaux. Il veillera à fluidiser et à simplifier encore plus les échanges entre les entités opérationnelles de manière à leur assurer une rentabilité croissante et à apporter de la valeur ajoutée à ses partenaires. Cette stratégie basée sur son cœur de métier permettra à Euler Hermes de consolider ses positions et sa capacité à réaliser un développement profitable pérenne.

Le Conseil de Surveillance renouvelle sa confiance au Directoire et remercie l'ensemble des collaborateurs du travail accompli et de leur engagement qui ont permis à Euler Hermes de réaliser d'excellents résultats au cours de l'exercice écoulé.