



Interbrew NV/SA

**Verslag van de commissaris bij de
kapitaalverhoging door een
inbreng in natura
(Artikel 602 van het Wetboek van
Vennootschappen)**

Bedrijfsrevisoren

30 juli 2004

Inhoud

1	Opdracht	1
2	Beschrijving van de inbreng en verbonden transacties	2
2.1	Structuur van de verrichting	2
2.2	Impact van de inbreng in natura van de Tinsel Investments aandelen; Incorporação	3
2.3	Waardering van de ingebrachte activa en netto-rechten	4
3	Waardering van de inbreng in natura	6
4	Uitgevoerde controleprocedures	7
5	Conclusies	8

1 Opdracht

Ingevolge artikel 602 van het Wetboek van Vennootschappen heeft de Raad van Bestuur van Interbrew NV/SA (hierna 'Interbrew') ondergetekende, Erik Helsen, bedrijfsrevisor, kantoorhoudend te 1130 Brussel, Bourgetlaan 40, wettelijk vertegenwoordiger van Klynveld Peat Marwick Goerdeler Bedrijfsrevisoren, commissaris van de vennootschap, verzocht verslag uit te brengen bij de kapitaalverhoging door een inbreng in natura.

Terzake bepaalt artikel 602 van het Wetboek van Vennootschappen het volgende:

"Ingeval een kapitaalverhoging een inbreng in natura omvat, maakt de commissaris of, voor vennootschappen waar die er niet is, een bedrijfsrevisor aangewezen door de raad van bestuur, vooraf een verslag op.

Dat verslag heeft inzonderheid betrekking op de beschrijving van elke inbreng in natura en op de toegepaste methoden van waardering. Het verslag moet aangeven of de waardebepalingen waartoe deze methoden leiden, ten minste overeenkomen met het aantal en de nominale waarde of, bij gebreke van een nominale waarde, de fractiewaarde en, in voorkomend geval, met het agio van de tegen de inbreng uit te geven aandelen. Het verslag vermeldt welke werkelijke vergoeding als tegenprestatie voor de inbreng wordt verstrekt.

In een bijzonder verslag, waarbij het in het eerste lid bedoelde verslag wordt gevoegd, zet de raad van bestuur uiteen waarom zowel de inbreng als de voorgestelde kapitaalverhoging van belang zijn voor de vennootschap en eventueel ook waarom afgeweken wordt van de conclusies van het bijgevoegde verslag.

Het bijzondere verslag van de raad van bestuur en het bijgevoegde verslag worden neergelegd op de griffie van de rechtbank van koophandel, overeenkomstig artikel 75.

Wanneer tot verhoging van het kapitaal wordt besloten door de algemene vergadering, overeenkomstig artikel 581, worden de in het derde lid genoemde verslagen in de agenda vermeld. Een afschrift ervan kan worden verkregen overeenkomstig artikel 535.

Het ontbreken van de verslagen bedoeld in dit artikel heeft de nietigheid van de beslissing van de algemene vergadering tot gevolg."

2 Beschrijving van de inbreng en verbonden transacties

2.1 Structuur van de verrichting

De geplande verrichting omvat een aantal onderling verbonden transacties die ertoe leiden dat Interbrew een meerderheid verkrijgt van de aandelen met stemrecht evenals een meerderheid van de economische rechten in Companhia de Bebidas das Américas-AmBev (hierna 'AmBev'), een vennootschap opgericht naar Braziliaans recht. De transacties zijn vastgelegd in een aantal formele overeenkomsten, allen daterend van 3 maart 2004. Deze overeenkomsten omvatten (i) de 'Contribution and Subscription Agreement' (hierna 'CSA') die werd gesloten tussen Interbrew, BRC S.à.R.L., een vennootschap opgericht naar Luxemburgs recht (hierna 'BRC'), Tinsel Investments S.A., een vennootschap opgericht naar Luxemburgs recht (hierna 'Tinsel Investments'), en de andere partijen hierin vermeld, en (ii) de 'Incorporação Agreement' (hierna 'Incorporação Agreement' en, samen met de CSA, naar verwezen als de 'Transaction Agreements') tussen Interbrew, AmBev, Labatt Brewing Company Limited, een onrechtstreekse dochter in volle eigendom van Interbrew, opgericht naar Canadees recht (hierna 'Labatt') en de overige partijen daarin vermeld.

De Transaction Agreements beschrijven de algemene voorwaarden volgens welke de partijen tot deze overeenkomsten de belangrijkste transacties zullen uitvoeren die zullen leiden tot de combinatie van Interbrew en AmBev, namelijk:

- Overeenkomstig de CSA, de inbreng door BRC bij Interbrew van gewone AmBev aandelen (onrechtstreeks door middel van inbreng van aandelen van Tinsel Investments zoals verder uitgelegd) in ruil voor nieuw uitgegeven Interbrew aandelen; en
- Overeenkomstig de Incorporação Agreement, de onrechtstreekse overdracht van alle uitstaande aandelen die kapitaal vertegenwoordigen, van Labatt door Interbrew aan AmBev in ruil voor een bepaald aantal nieuw uitgegeven AmBev aandelen.

CSA inbreng. Bij het afsluiten van de CSA, zal BRC 100% van de aandelen van Tinsel Investments inbrengen bij Interbrew. Tinsel Investments is een vennootschap die indirect ongeveer 52,8% van de gewone aandelen met stemrecht bezit van AmBev (vertegenwoordigd door het bezit door Tinsel Investments van 100% van de aandelen die kapitaal vertegenwoordigen, van Braco Investimentos SA, een vennootschap die rechtstreeks en onrechtstreeks, in totaal, 8.253.913.260 gewone AmBev aandelen bezit), en dit in ruil voor 141.712.000 nieuw uitgegeven Interbrew aandelen. Als gevolg van de inbreng zal Interbrew onrechtstreeks de eigendom van een meerderheid van de aandelen met stemrecht van AmBev verwerven.

Als gevolg van, en na de effectieve verwezenlijking van de inbreng zoals beschreven in de CSA, zal Interbrew verplicht worden een verplicht openbaar bod ('mandatory tender offer' of 'MTO') uit te brengen om alle overige gewone aandelen van AmBev, aangehouden door

het publiek, te verwerven aan een prijs en volgens andere bepalingen die het voorwerp uitmaken van een goedkeuring door de Braziliaanse Beurscommissie (hierna 'CVM').

Incorporação. Na het afsluiten van de transacties beschreven in de Incorporação Agreement (hierna 'Incorporação') zal een 100% dochteronderneming van Interbrew, die onrechtstreeks alle Labatt aandelen zal bezitten, gefuseerd worden met AmBev (met AmBev als opslorpande onderneming). Ingevolge de Incorporação heeft Labatt haar onrechtstreeks aandeel van 30% in het eigen vermogen van de Mexicaanse brouwer Femsá Cerveza, S.A. de C.V., alsook haar onrechtstreeks aandeel van 70% in het eigen vermogen van Labatt USA L.L.C. overgedragen aan een andere dochteronderneming van Interbrew die geen dochteronderneming is van Labatt. Bovendien hebben Labatt en haar dochterondernemingen de overige niet-Canadese activiteiten van Labatt overgedragen aan andere Interbrew dochterondernemingen die geen dochterondernemingen zijn van Labatt. Bijgevolg zullen deze activa niet worden overgenomen door AmBev overeenkomstig de Incorporação. Overeenkomstig de Incorporação zal Labatt, dat enkel nog de Canadese brouwerij- en distributieactiviteiten zal omvatten, worden ingebracht in AmBev in ruil voor de uitgifte door AmBev aan Interbrew van 19.264.363.201 nieuwe aandelen (bestaande uit 7.866.181.882 gewone aandelen met stemrecht en 11.398.181.319 preferente aandelen zonder stemrecht). Labatt zal, op moment van inbreng in AmBev ingevolge de Incorporação, samen met haar dochterondernemingen een totale netto schuld ten aanzien van derden hebben voor een bedrag van CAD 1,3 miljard.

Voor verdere informatie betreffende de structuur van de verrichting en de transacties beschreven in de CSA en de Incorporação Agreement, wordt verwezen naar afdelingen 2 en 3 van het verslag opgesteld door de Raad van Bestuur gedateerd op 30 juli 2004 (hierna 'verslag van de Raad van Bestuur').

2.2 Impact van de inbreng in natura van de Tinsel Investments aandelen; Incorporação

De effectieve verwezenlijking van de inbreng overeenkomstig de CSA zal niet worden voltrokken worden tenzij de Incorporação verwezenlijkt kan worden overeenkomstig de Incorporação Agreement. Bijgevolg zullen de transacties beschreven in elk van de Transaction Agreements slechts doorgaan als één geheel en zullen ze in belangrijke mate gelijktijdig verlopen.

De eigendomsrechten die verworven zullen worden door Interbrew als gevolg van de inbreng in natura omvatten alle aandelen van Tinsel Investments (die een onrechtstreekse deelneming van 8.253.913.260 gewone aandelen met stemrecht in AmBev vertegenwoordigen). De eigendomsrechten die op onrechtstreekse wijze door Interbrew verworven zullen worden als gevolg van de Incorporação omvatten 7.866.181.882 gewone aandelen met stemrecht en 11.398.181.319 preferente aandelen zonder stemrecht van AmBev. Na de effectieve verwezenlijking van de verrichtingen beschreven in de Transaction

Agreements, zal Interbrew onrechtstreeks 19.703.309.948 gewone aandelen met stemrecht¹ en 11.398.181.319 preferente aandelen zonder stemrecht van AmBev verwerven, die respectievelijk ongeveer 83,9% van de stemrechten en 54,4%² van het totaal aantal uitgegeven aandelen van AmBev³ vertegenwoordigen.

Wij nemen tevens nota van het feit dat het management van Interbrew verwacht dat de voorgestelde transacties in hun geheel zullen bijdragen tot belangrijke synergieën, zoals beschreven in afdeling 7.5 van het verslag van de Raad van Bestuur.

2.3 Waardering van de ingebrachte activa en netto-rechten

Teneinde de reële waarde van Interbrew's deelneming in AmBev, die verkregen wordt in het kader van de kapitaalverhoging van Interbrew, te bepalen, dient rekening te worden gehouden met de marktwaarde van de deelneming in AmBev, alsook de verwatering van de controle over Labatt als gevolg van de verschuiving van controle van een 100% dochter naar een sub-groep (AmBev) met een minderheidsbelang van 45,6%⁴.

De waarde van de deelneming in AmBev (voorafgaandelijk aan de overdracht van Labatt door Interbrew aan AmBev) werd bepaald door een project-team onder leiding van Interbrew's management, bestaande uit leden van Interbrew's 'mergers & acquisitions' afdeling en financiële afdeling, en bijgestaan door externe adviseurs van twee internationale zakenbanken.

Het projectteam stelde eerst en vooral een waarderingsmodel op gebaseerd op een discounted cash-flow waarderingsmethode, gebruik makend van projected cash-flows voor de jaren 2004 tot 2013, inclusief een restwaardeberekening. Inputgegevens in het model zijn:

- Macro-economische, markt- alsook operationele veronderstellingen;
- Financiële informatie, afkomstig uit de budgetten van AmBev die ons door het management van Interbrew ter beschikking werden gesteld; en
- Aanpassingen op basis van financiële evaluaties en marktevaluaties van Interbrew.

We verwijzen in dit verband naar afdeling 7.4 van het verslag van de Raad van Bestuur voor verdere informatie met betrekking tot de gebruikte waarderingsmethode.

¹ Inbegrepen een geschat aantal van 3.583.214.806 gewone aandelen (die ongeveer 6,3% van het totaal aantal aandelen vertegenwoordigen) als gevolg van een geslaagde MTO.

² Of 54,3% indien het economisch belang aangehouden door de 1,36% minderheidsaandeelhouder in ECAP, een tussenholding tussen Braco Investimentos SA en AmBev, buiten beschouwing gelaten wordt.

³ Deze percentages nemen mogelijk toe als gevolg van de programma's van inkoop van aandelen voor AmBev's preferente aandelen zoals ingevoerd door AmBev in mei en juli 2004.

⁴ Of een 51,9% minderheidsbelang indien de MTO transactie buiten beschouwing wordt gelaten.

Het model waarop wij een nazicht uitvoerden, was gebaseerd op cijfers op 25 februari 2004, met een permanent groeipercentage van 4,5% en een discontovoet van 12,5%. Dit model gaf een waarde aan van EUR 9,0 miljard. Zonder rekening te houden met het verschil tussen de aandelen met stemrecht en de aandelen zonder stemrecht, vertegenwoordigt de deelneming van 54,4% in AmBev een waarde van EUR 4,9 miljard (het verslag van de Raad van Bestuur geeft een waarde aan tussen de EUR 3,9 miljard en EUR 6,2 miljard of een gemiddelde waarde van EUR 5,1 miljard).

Teneinde de waarde van de inbreng te kunnen bepalen op basis van de bovenvermelde EUR 9,0 miljard en de hoogste waarde van de geschatte kosten⁵ verbonden aan de inbreng van Labatt in AmBev (zoals aangegeven in de tabel onder afdeling 7 van het verslag van de Raad van Bestuur) maar zonder rekening te houden met de impact van de MTO, bekomen we volgende waarde voor de inbreng:

	<u>Miljoen EUR</u>
1. Waarde van de AmBev aandelen: EUR 9 miljard x 54,4%	4.896
2. Min: impact ⁶ van de MTO ⁷ die zal plaatsvinden na de datum van de inbreng	-1.250
3. Min: kost van het verlies aan eigendomsrechten in Labatt ten voordele van de minderheidsaandeelhouders van Ambev: EUR 4,2 ⁸ miljard x 51,9% ⁹	-2.180
4. Plus: synergie-effecten ¹⁰	<u>2.230</u>
Waarde van de inbreng	<u>3.696</u>

⁵ Het verlies aan eigendomsrechten van een deel van Labatt ten voordele van de minderheidsaandeelhouders van AmBev als gevolg van de inbreng van Labatt in AmBev.

⁶ De gemiddelde kost zoals vermeld in afdeling 7.2 van het verslag van de Raad van Bestuur.

⁷ Zonder de MTO nemen de eigendomsrechten in AmBev af van 54,4% tot 48,1% (waarbij echter controle, met 68,6%, duidelijk meer dan 50% blijft bedragen).

⁸ De hoogste waarde van de eigen vermogen waardes zoals vermeld in afdeling 7.3 van het verslag van de Raad van Bestuur.

⁹ Zonder MTO nemen de minderheidsbelangen toe van 45,6% tot 51,9%.

¹⁰ Een bedrag van EUR 2,3 miljard zoals vermeld in het verslag van de Raad van Bestuur, gecorrigeerd voor de afname in eigendom in AmBev door de MTO buiten beschouwing te laten.

3 Waardering van de inbreng in natura

De Raad van Bestuur stelt voor de inbreng te vergoeden door uitgifte van 141.712.000 nieuwe Interbrew aandelen.

De waarde van de nieuw uitgegeven aandelen als vergoeding voor de inbreng van Tinsel Investments bedraagt EUR 3.341.568.960 (141.712.000 nieuw uitgegeven Interbrew aandelen aan EUR 23,58 per aandeel (zijnde de slotkoers op 25 februari 2004, d.i. de overeengekomen datum voor de waardering van de transactie voor het verslag van de Raad van Bestuur)).

Op basis van het bovenstaande kan besloten worden dat de waarde van de ingebrachte activa minstens gelijk is aan het aantal en de fractiewaarde van de nieuw uitgegeven Interbrew aandelen (EUR 109.118.240¹¹) verhoogd met de uitgiftepremie van EUR 3.232.450.720.

¹¹ Zijnde 141.712.000 aandelen x EUR 0,77 per aandeel.

4 Uitgevoerde controleprocedures

De volgende controleprocedures werden uitgevoerd:

- Audit van de geconsolideerde jaarrekening van Interbrew voor de voorbije drie jaren;
- Nazicht van de werkdocumenten van de externe auditor van AmBev betreffende de financiële staten van 2003 van AmBev (Braziliaanse GAAP);
- Nazicht door KPMG Corporate Finance van het waarderingsmodel van AmBev, inclusief evaluatie van de onderliggende veronderstellingen, gebruik makend van input vanwege KPMG Brazilië; nazicht van externe informatie zoals recente rapporten van analisten betreffende de waarde van de American Depositary Receipts van AmBev, die verhandeld worden op de New York Stock Exchange; vergelijking met recente transacties binnen dezelfde sector, evenals publicaties betreffende de belangrijkste gebruikte veronderstellingen;
- Audit van de Canadese financiële staten van Labatt voor de voorbije drie jaren;
- ISA 810 nazicht van de vooruitzichten voor 2004/2005/2006;
- Bekomen van een bevestiging dat Tinsel Investments (indirect) eigenaar is van de aandelen AmBev en deze vrij kan inbrengen bij de effectieve verwezenlijking van de verrichting; nazicht van de bepalingen van de CSA om zeker te stellen dat Tinsel Investments geen andere activa, schulden of voorwaardelijke verplichtingen heeft dan haar onrechtstreekse deelneming in de aandelen van AmBev; en
- Bekomen van een bevestiging dat de ingebrachte AmBev aandelen niet bezwaard of in pand gegeven zijn.

5 Conclusies

De inbreng in natura verhoogt het kapitaal van Interbrew door de inbreng van 100% van de aandelen van Tinsel Investments in Interbrew en zal samen met de fusie van Labatt met AmBev uitgevoerd worden.

Bij het beëindigen van onze controlewerkzaamheden, zijn wij van oordeel dat:

- de verrichting werd nagezien overeenkomstig de normen uitgevaardigd door het Instituut der Bedrijfsrevisoren inzake inbreng in natura. De Raad van Bestuur van Interbrew is verantwoordelijk voor de waardering van de ingebrachte activa en voor de bepaling van het aantal door Interbrew nieuw uit te geven aandelen ter vergoeding van de inbreng in natura;
- de beschrijving van de inbreng in natura beantwoordt aan de normale vereisten van nauwkeurigheid en duidelijkheid;
- de voor de inbreng in natura weerhouden waarderingmethodes bedrijfseconomisch verantwoord zijn en leiden tot een waarde die tenminste overeenkomt met het aantal en de fractiewaarde van de uit te geven Interbrew aandelen verhoogd met de uitgiftepremie.

De vergoeding van de inbreng in natura bestaat uit 141.712.000 aandelen van Interbrew zonder vermelding van nominale waarde.

Wij willen er tenslotte aan herinneren dat onze opdracht er niet in bestaat een uitspraak te doen betreffende de rechtmatigheid en billijkheid van de verrichting. Ons verslag werd opgemaakt ter informatie van de lezer en kan enkel gebruikt worden in de context van de voorliggende transactie, zoals hiervoor beschreven.

Klynveld Peat Marwick Goedeler Bedrijfsrevisoren
Commissaris
vertegenwoordigd door



E. Helsen
Bedrijfsrevisor

Brussel, 30 juli 2004