



**KPMG Bedrijfsrevisoren**  
Bourgetlaan 40  
1130 Brussel  
België

Tel. +32 2 708 43 00  
Fax +32 2 708 43 99  
www.kpmg.be

**InBev NV/SA**

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

januari 2005  
EH/pv

© 2005 KPMG Bedrijfsrevisoren, a Belgian member firm of KPMG International, a Swiss cooperative. All rights reserved. [Printed in Belgium]

## **Inhoud**

1	Opdracht	1
2	Beschrijving van de inbreng	2
2.1	Achtergrond van de verrichting	2
2.2	Beschrijving en waardering van de ingebrachte activa	3
3	Vergoeding van de inbreng in natura	5
4	Uitgevoerde controleprocedures	6
5	Conclusies	7

## 1 Opdracht

Ingevolge artikel 602 van het Wetboek van Vennootschappen, heeft de Raad van Bestuur van InBev NV/SA (hierna 'InBev') ons, als 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

### 2.1 Achtergrond van de verrichting

SUN Interbrew Limited (Jersey) (hierna 'SUN Interbrew') is de holding maatschappij van Rusland's tweede grootste brouwer en van de marktleider in Oekraïne. SUN Interbrew is genoteerd op de Luxemburgse Beurs<sup>1</sup>.

Het kapitaal van SUN Interbrew wordt vertegenwoordigd door Klasse A aandelen (niet-stemgerechtigde aandelen) en Klasse B aandelen (stemgerechtigde aandelen). De grote meerderheid van de Klasse B aandelen (zijnde 75,49%) zijn voor de helft in handen van S.U.N. Trade International Ltd (Jersey) (hierna 'SUN Trade') en voor de helft in handen van InBev. De twee joint-venture partners zijn betrokken partijen in een aandeelhoudersovereenkomst van 2 april 1999 ('Shareholders' Agreement'), die de rechten en plichten van de twee partijen bepaalt. De aandeelhoudersovereenkomst geeft InBev de macht over het financiële en operationele beleid en kent beschermingsrechten toe aan SUN Trade. Naast de 37,74% Klasse B aandelen<sup>2</sup>, bezit InBev eveneens 86,92% van de Klasse A aandelen van SUN Interbrew, zodat InBev's totale economisch belang in SUN Interbrew 75,17%<sup>3</sup> bedraagt.

InBev en SUN Trade sloten een overeenkomst tot aankoop van aandelen ('Share Purchase Agreement') op 11 augustus 2004. Deze overeenkomst (de "SUN Trade Share Purchase Agreement") werd vervolgens op 10 januari 2005 aangepast. Volgens deze overeenkomst en op voorwaarde dat bepaalde voorwaarden beschreven in sectie 3.3 van het verslag van de Raad zouden worden gerealiseerd of opgeschort, stemde SUN Trade ermee in om 5.557.220 Klasse A aandelen van SUN Interbrew (die 6,28% van alle Klasse A aandelen vertegenwoordigen) en 6.556.919 Klasse B aandelen van SUN Interbrew (die 23,59% van alle Klasse B aandelen vertegenwoordigen) in te brengen tegen 12.500.001 nieuwe gewone aandelen van InBev (die ongeveer 2% van alle aandelen InBev vertegenwoordigen), uit te geven door gebruik te maken van het bestaande toegestaan kapitaal. Tegelijk met deze transactie (in het ontwerpverslag van de Raad van Bestuur vermeld als "kapitaalverhoging") zal SUN Trade bijkomend 3.334.381 Klasse A aandelen van SUN Interbrew (die 3,77% van alle Klasse A aandelen vertegenwoordigen) en 3.934.227 Klasse B aandelen van SUN Interbrew (die 14,15% van alle Klasse B aandelen vertegenwoordigen) aan InBev verkopen tegen een bedrag in speciën gelijk aan de waarde van 7.500.110 gewone aandelen van InBev berekend op basis van de gemiddelde koers van het InBev aandeel gedurende een periode van 25 beursdagen, die eindigt twee beursdagen voor de realisatie van de transactie (in het ontwerpverslag van de Raad van Bestuur vermeld als "betaling in speciën").

Als gevolg van de transactie heeft SUN Trade niet langer een belangrijke invloed op SUN Interbrew, een invloed die in het verleden resulteerde uit de beschermingsrechten zoals opgenomen in de originele aandeelhoudersovereenkomst. Als gevolg van de aard en structuur van de aandeelhoudersovereenkomst, verkreeg InBev 50% van de stemgerechtigde aandelen aangehouden door de twee joint-venture partners ten gevolge van een aantal transacties

<sup>1</sup> Ook beursgenoteerd in Duitsland op de 'Freiverkehr Market' van de Berlijnse Beurs, op de Beurs van Stuttgart, op de 'Xetra Market' van de Frankfurtse Beurs en op de Beurs van Munchen.

<sup>2</sup> Exclusief de 971.575 Klasse B aandelen onderworpen aan een aankoopoptie aangehouden door SUN Trade.

<sup>3</sup> Exclusief het bijkomend belang aangekocht van Alfa-Eco naar aanleiding van een overeenkomst tot aankoop van aandelen getekend op 31 december 2004.

waaronder verzilvering van en inbreng van bestaande Russische en Oekraïense activa van InBev. Hoewel InBev de operationele en financiële controle kreeg over de gecombineerde activiteiten, behield SUN Trade belangrijke beschermingsrechten doordat op het moment van verwerving er geen controle premie werd betaald. Deze beschermingsrechten werden toegekend teneinde zeker te stellen dat InBev's joint-venture partner zou blijven bijdragen tot de marktontwikkeling van SUN Interbrew.

De blijvende toename van bierconsumptie in Rusland en Oekraïne maakte van de CIS landen één van InBev's belangrijkste groeimarkten en bijgevolg één van de belangrijkste bronnen van groei en toenemende winstgevendheid van de hele groep. Teneinde het groeipatroon van SUN Interbrew verder te zetten, wil InBev de mogelijkheid behouden om te investeren, een objectief dat verhinderd zou kunnen worden door de noodzaak van de joint-venture partner om bij te blijven met een dergelijk investeringsniveau om zijn 50% aandeelhouderschap te behouden. Bijgevolg zijn beide partijen overeen gekomen om een einde te stellen aan de joint-venture overeenkomst inclusief de afhandeling van de onbetaalde controle premie. Gezien beide partijen een belangrijke rol hebben gespeeld in de opbouw van de huidige positionering van SUN Interbrew op de Russische en Oekraïense markt, stemde InBev erin toe om de controle premie te bepalen gebaseerd op de huidige ondernemingswaarde van SUN Interbrew.

## **2.2 Beschrijving en waardering van de ingebrachte activa**

De ingebrachte activa zullen bestaan uit 6.556.949 stemgerechtigde aandelen en 5.557.220 niet-stemgerechtigde aandelen van SUN Interbrew.

Hoewel de SUN Interbrew aandelen beursgenoteerd zijn, zijn de verhandelde volumes verwaarloosbaar en worden de beurskoersen sterk beïnvloed zelfs als er kleine hoeveelheden op de markt aangeboden worden. Op het moment dat onderhavig verslag werd opgesteld bedroegen de hoogste waardes van het aandeel ongeveer \$ 13,50 per aandeel. Gezien de lage liquiditeit van de aandelen<sup>4</sup> gaan we akkoord met de vennootschap om te stellen dat de beurskoersen geen geldige basis vormen voor de waardering van het gedeelte "kapitaalverhoging" van het "SUN Trade Share Purchase Agreement" leidend tot de verwerving van een aanzienlijk belang van 16,66% in SUN Interbrew.

Voorafgaand aan de ondertekening van overeenkomst tot aankoop van aandelen op 11 augustus 2004 door InBev en SUN Trade, werden er waarderingen opgemaakt door een project-team onder leiding van InBev's management, bestaande uit leden van InBev's 'Business Development & External Growth Strategy' afdeling en financiële afdeling, en bijgestaan door externe adviseurs, waaronder twee internationale zakenbanken. Het gebruikte waarderingsmodel is gebaseerd op een discounted cash-flow waarderingmethode, gebruik makend van geschatte toekomstige cash-flows voor de jaren 2004 tot 2014, inclusief een restwaardeberekening zoals gespecificeerd in sectie 6.3 van het ontwerpverslag van de Raad van Bestuur opgemaakt in overeenstemming met artikel 602 van het Wetboek van Vennootschappen.

De impliciete eigen vermogenswaarde van SUN Interbrew, berekend gebaseerd op de hierboven beschreven methode en zoals gespecificeerd in sectie 6.3 van het ontwerpverslag van de Raad

<sup>4</sup> Economisch participatie % niet aangehouden door de twee joint-venture partners is slechts 8,2% van het totaal aantal aandelen van SUN Interbrew.

van Bestuur, bedraagt tussen EUR 1.954 miljoen en EUR 2.349 miljoen, dus zonder onderscheid te maken tussen stemgerechtigde en niet-stemgerechtigde aandelen zou de ingebrachte 16.66% participatie in SUN Interbrew een waarde vertegenwoordigen van tussen de EUR 326 miljoen en EUR 392 miljoen en een gemiddelde aandelenprijs tussen de EUR 16,82 en EUR 20,22 per aandeel.

De afhandeling van de controle premie, zoals overeengekomen tussen beide partijen, is gebaseerd op de waarderingmethode beschreven in sectie 6.4 van het ontwerpverslag van de Raad van Bestuur. Deze methode bepaalt de controle premie als het verschil tussen de marktwaarde van de onderneming en de waarde die een investeerder bereid is te betalen om de controle te verwerven.

Om de marktwaarde van SUN Interbrew te bepalen werd een factor van tussen de 8 en 11 keer de geschatte gemiddelde EBITDA van 2004 van EUR 137,5 miljoen gebruikt als basis. Deze methode verschilt van de methode die werd gebruikt om de waarde van de 16.66% te bepalen, zoals eerder beschreven, in zoverre dat deze methode geen rekening houdt met de verwachte stijging in toekomstige winsten ten gevolge van de geanticiperde wijziging in verbruikspatroon op de Russische en Oekraïense markt. Rekening houdend met een geschatte schuld positie van EUR 303 miljoen, wordt de marktwaarde van SUN Interbrew (basis: waarde van het eigen vermogen) geschat op tussen de EUR 797 miljoen en de EUR 1.210 miljoen (voor de 91.83% in bezit van InBev na de transactie, een waarde tussen de EUR 732 miljoen en EUR 1.111 miljoen). Volgens de berekeningen van het project-team, wordt de controle premie die een investeerder bereid is te betalen voor een eigendom van 91,83% voor een participatie vergelijkbaar met deze in SUN Interbrew, geschat op tussen de EUR 247 miljoen en de EUR 287 miljoen – of in feite is een investeerder bereid om controle te verwerven gebaseerd op een factor van tussen de 11 en 13,5 keer EBITDA van dit jaar.

De definitieve overeenkomst afgesloten tussen de twee partijen resulteert in de toekenning van 12.500.001 InBev aandelen vermeerderd met een betaling in speciën ter vergoeding van het verworven belang in SUN Interbrew met inbegrip van de controle premie. Op basis van de slotkoers van het aandeel InBev van EUR 26,51 op de datum van overeenkomst (zijnde 11 augustus 2004) om de waarde van de kapitaalverhoging te bepalen en van EUR 28,90 om de waarde van de betaling in speciën te bepalen, zou dit een vergoeding betekenen van EUR 548 miljoen, een bedrag dat het totale verschil tussen de impliciete eigen vermogenswaarde van de 16,66% deelname in SUN Interbrew en de betaalde prijs brengt op tussen de EUR 222 miljoen en de EUR 156 miljoen – of een gemiddelde van EUR 189 miljoen. Het bedrag is kleiner dan 50% van de gemiddelde van de controle premie bepaald door het project-team (50% van dat gemiddelde is EUR 267 miljoen) en wordt bijgevolg beschouwd als een aanvaardbare prijs om de uitkoop van de 50% medecontrolerende aandeelhouder van de joint-venture te betalen.

### **3 Vergoeding van de inbreng in natura**

De Raad van Bestuur stelt voor de inbreng te vergoeden door uitgifte van 12.500.001 InBev aandelen, de vergoeding vertegenwoordigt aldus een waarde van EUR 331.375.026,51 op basis van de slotkoers van het InBev aandeel op 11 augustus 2004 van EUR 26,51 per aandeel.

Rekening houdend met de bijkomende betaling van de controle premie om de uitstap van de joint-venture partner te vergoeden, brengt de combinatie van InBev's initiële investering samen met de huidige vergoeding de totale investering op een niveau van ongeveer 7 maal de EBITDA van 2004. Deze factor is zelfs lager indien de geschatte EBITDA cijfers van de jaren volgend op 2004 in rekening worden genomen.

Wij zijn van oordeel dat, rekening houdend met de afhandeling van de controle premie om de uitstap van de joint-ventur partner te vergoeden, de waarde van de ingebrachte activa minstens gelijk is aan het aantal en de fractiewaarde van de nieuw uitgegeven InBev aandelen (EUR 9.625.000,77) verhoogd met de uitgiftepremie van EUR 321.750.025,74.

## 4 Uitgevoerde controleprocedures

We hebben volgende controleprocedures uitgevoerd of hebben ons erop gebaseerd:

- Audit van de geconsolideerde jaarrekening van InBev voor de voorbije drie jaren en nazicht van de tussentijdse jaarrekening van 2004 in het kader van onze opdracht als commissaris van de InBev groep;
- Audit van de rekeningen van SUN Interbrew voor de voorbije 3 jaar en nazicht van de tussentijdse jaarrekening van 2004 in het kader van onze opdracht als commissaris van de SUN Interbrew groep;
- Nazicht door KPMG Corporate Finance van het waarderingsmodel opgesteld door het InBev project-team (bijgestaan door twee internationale zakenbanken), inclusief de evaluatie van de onderliggende veronderstellingen en vergelijkingen met recente transacties in de sector;
- ISA 810 nazicht van de voorspelde cijfers;
- Herziening van het nazicht van de initiële waarderungen tussen midden augustus 2004 en januari 2005.

## 5 Conclusies

De inbreng in natura bestaat uit de uitgifte van 12.500.001 nieuwe gewone aandelen van InBev aan SUN Trade als vergoeding voor de inbreng in natura van 6.556.949 Klasse B aandelen (stemgerechtigd) en van 5.557.220 Klasse A aandelen (niet-stemgerechtigd) van SUN Interbrew.

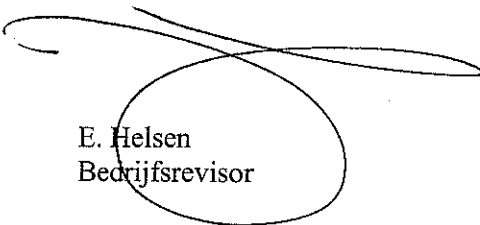
Wij van oordeel dat:

- de verrichting werd nagezien overeenkomstig de normen uitgevaardigd door het Instituut der Bedrijfsrevisoren inzake inbreng in natura. De Raad van Bestuur van InBev is verantwoordelijk voor de waardering van de ingebrachte activa en voor de bepaling van het aantal door InBev 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 ten minste overeenkomt met het aantal en de fractiewaarde van de uit te geven InBev aandelen verhoogd met de uitgiftepremie.

De vergoeding van de inbreng in natura bedraagt 12.500.001 aandelen van InBev zonder vermelding van nominale waarde.

Wij willen er ten slotte 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, 20 januari 2005