

**Rapport
del'expertindépendant**



concernant
l'offre publique de reprise de
la société anonyme de droit français



16, boulevard des Italiens
75009 Paris (France)

portantsur toutes les actions
qui ne sont pas encore en sa possession

de la société anonyme de droit belge



COBEP

Compagnie Benelux Paribas
Park Atrium
Rue de la Chancellerie 2 boîte 1
1000 Bruxelles

Septembre 2003

Table des matières

Lexique	3
Avertissement	4
I. Description de l'opération	5
II. Nature de la mission	6
III. Description de Cobepa	7
IV. Bilan et comptes de résultats de Cobepa	11
V. Description des titres sur lesquels porte l'OPR	17
VI. Évaluation de Cobepa par l'Offrant et justification du Prix de l'OPR	18
VII. Appréciation de l'expert indépendant	31

Lexique

Dans le présent document, les abréviations et expressions suivantes ont été utilisées :

Action	Chacune des 711.254 actions Cobepa (soit 647.997 actions ordinaires et 63.257 actions VVPR), coupons n° 12 et suivants attachés, qui ne sont pas encore en possession de l'Offrant ou des personnes agissant de concert avec lui
BNP Paribas ou l'Offrant	BNP Paribas, société anonyme de droit français, dont le siège social est sis 16, boulevard des Italiens, à 75009 Paris (France), et inscrite au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 662 042 449 RCS Paris
Cobepa	La Compagnie Benelux Paribas – Cobepa, société anonyme de droit belge, dont le siège social est sis Park Atrium, rue de la Chancellerie 2, boîte 1, à 1000 Bruxelles, et inscrite au registre du commerce de Bruxelles sous le numéro 277 595
ING	ING Belgique, société anonyme de droit belge, dont le siège social est sis 24, avenue Marnix, à 1000 Bruxelles (Belgique), et inscrite au registre du commerce de Bruxelles sous le numéro 77 186
OPR	L'offre publique de reprise (ou « squeeze-out ») que l'Offrant a l'intention de lancer sur les Actions, et pour laquelle l'Offrant a requis d'ING, l'établissement du présent rapport d'expert indépendant
Prix de l'OPR	€69,20, soit le prix offert par l'Offrant pour chaque Action

Avertissement

Les informations, commentaires, analyses et opinions contenus dans le présent rapport d'expert indépendant sont fondés principalement sur les informations publiques disponibles, ainsi que sur les informations orales et écrites communiquées par l'Offrant à ING sans que ce dernier n'ait eu accès au management des différentes participations de Cobepa. La liste (non exhaustive) des principaux documents transmis à ING par l'Offrant est reproduite ci-après :

- le projet de prospectus de l'OPR établi par l'Offrant et ses conseillers ;
- le rapport annuel 2002 de Cobepa ;
- les comptes semestriels de Cobepa au 30 juin 2003 ;
- les comptes annuels des principales participations non cotées de Cobepa ;
- les fiches signalétiques tenues par Cobepa et relatives à ses principales participations ;
- différents documents techniques et d'analyses communiqués par l'Offrant ;
- les rapports semestriels au 30 juin 2003, établis par la société PAI Partners et des investisseurs dans les fonds PAILBOF et PAI Europe III ;
- un rapport de Deloitte & Touche du 18 juin 2003 sur la composition fiscale des fonds propres statutaires de Cobepa et sur le traitement fiscal de leurs différentes composantes encas de distribution ;
- le projet de rapport d'expert indépendant (du 28 août 2003) établi par la Banque Degroof dans le cadre de l'offre publique de reprise que Cobepa a l'intention de lancer sur toutes les actions Ibel qui ne sont pas encore en sa possession.

ING a considéré que tous les documents qui lui ont été transmis sont complets et donnent une image fidèle de la situation de Cobepa et de ses participations, et qu'il n'y a pas d'autres éléments ou informations susceptibles d'influencer l'opinion d'ING, qui ne lui auraient pas été transmis. ING n'a procédé à aucune vérification ni à aucun audit des documents ou informations reçus.

L'opinion d'ING porte exclusivement sur la pertinence des méthodes d'évaluation retenues par l'Offrant et sur le caractère équitable du Prix de l'OPR. Les commentaires et opinions d'ING sont basés sur les conditions économiques et de marché qui prévalaient au moment de la rédaction du présent rapport. Toute modification ultérieure de ces conditions, de même que tout événement survenu après la date du présent rapport d'expert indépendant, et qui seraient de nature à influencer la valeur de l'action Cobepa, pourraient amener ING à revoir son opinion.

I. Description de l'opération

L'Offrant et deux autres sociétés agissant de concert avec lui ¹ détiennent actuellement 43.855.348 actions Cobepa, soit 98,4% du capital de cette dernière. L'Offrant a décidé de procéder à une offre de reprise sur toutes les actions Cobepa qu'il en détient pas encore, soit 711.254 Actions (ou 1,6% du capital de Cobepa).

L'offre publique de reprise est régie par l'article 513 du Code des sociétés. Ce dernier octroie sous certaines conditions le droit aux actionnaires majoritaires de racheter aux actionnaires restants, leurs titres.

L'article 513, § 1^{er} du Code des sociétés dispose que :

"Toute personne physique ou morale, qui, agissant seul ou de concert, détient nonante-cinq pour cent des titres conférant le droit de vote d'une société anonyme ayant fait ou faisant publiquement appel à l'épargne, peut acquérir la totalité des titres conférant le droit de vote de cette société à la suite d'une offre de reprise.

À l'issue de la procédure, les titres non présentés, que le porteur se soit ou non manifesté, sont réputés transférés de plein droit à cette personne avec consignation du prix. Les titres au porteur non présentés sont convertis de plein droit en titres nominatifs.(...)

À l'issue de l'offre de reprise, la société ne sera plus considérée comme ayant fait ou faisant publiquement appel à l'épargne(...)."

L'arrêté royal du 11 juin 1997, portant modification de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 relatif aux offres publiques d'acquisition et aux modifications du contrôle des sociétés, organise la procédure d'offre publique de reprise des actions ou parts sociales d'une société anonyme faisant ou ayant fait appel public à l'épargne au sens de l'article 438 du Code des sociétés.

¹ Il s'agit de la Société Générale Commerciale et Financière ou SGCF, société anonyme de droit français dont le siège social est sis 41, avenue de l'Opéra, à 75002 Paris (France), et de Paribas Trust Luxembourg, société anonyme de droit luxembourgeois dont le siège social est sis 23, avenue de la Porte Neuve, à 2227 Luxembourg (Grand-Duché de Luxembourg).

II. Nature de la mission

L'arrêté royal précité du 8 novembre 1989 dispose, en son article 47, qu'un expert indépendant est tenu de se prononcer sur la pertinence, au regard des critères usuellement retenus, de la ou des méthodes utilisées par l'offrant pour évaluer la société visée et justifier le prix offert. Dans ce rapport, l'expert indique en outre s'il estime que le prix sauvegarde ou non les intérêts des porteurs de titres.

ING a été désigné par l'Offrant en vue de rédiger le rapport d'expert indépendant requis par l'article 47 de l'arrêté royal précité du 8 novembre 1989.

L'article 47 précise que " *le rapport de l'expert indépendant doit être un minimum composé de* :

- a) *une description détaillée de l'identité de la société visée, de la structure et de la répartition de son actionnariat, de l'ensemble d'entreprises auquel elle appartient, des activités qu'elle exerce et de leur répartition, de son évolution récente et de l'identité des dirigeants;*
- b) *ses derniers comptes annuels ou consolidés ainsi qu'une situation plus récente si des modifications importantes sont survenues depuis la date de la clôture des comptes ou si cette date remonte à plus de neuf mois;*
- c) *une description précise des différents titres sur lesquels portel'offre;*
- d) *l'évaluation de la société par l'offrant et la justification du prix offert;*
- e) *la description de la ou des méthodes d'évaluation utilisées par l'offrant;*
- f) *l'appréciation de l'expert quant à la pertinence, au regard des critères d'évaluation usuellement retenus, de la ou des méthodes d'évaluation utilisées par l'offrant pour évaluer la société et justifier le prix;*
- g) *l'avis de l'expert sur la question de savoir si le prix offert sauvegarde ou non les intérêts des porteurs de titres."*

III. Description de Cobepa

1. Nom

Compagnie Benelux Paribas – Cobepa

2. Forme juridique

Société anonyme de droit belge

3. Sièges social

Park Atrium, rue de la Chancellerie 2, boîte 1, à 1000 Bruxelles

4. Registre du commerce

Bruxelles n° 277 595

5. TVA

BE403.233.750

6. Capital social

Le capital social de Cobepa a été converti en € par décision de l'Assemblée Générale ordinaire du 30 avril 1999.

Le capital social, intégralement libéré, s'élève à €267.228.287,90 et est représenté par 44.566.602 actions sans mention de valeur nominale, dont 35.433.976 actions ordinaires et 9.132.626 actions VVPR, ces dernières permettant à l'actionnaire de bénéficier d'un précompte mobilier réduit (15%) sur les dividendes.

7. Objets social

L'article 3 des statuts de Cobepa stipule que :

« La société a pour objet, en Belgique et à l'étranger, l'achat, la vente, la cession, l'échange et la gestion de toutes valeurs mobilières, actions, parts sociales, obligations, fonds d'Etat, de tous biens et droits mobiliers et immobiliers ; la prise de participations, sous quelque forme que ce soit, dans toutes sociétés et entreprises industrielles, commerciales, agricoles, financières, immobilières et autres entreprises existantes ou à créer, ainsi que tous investissements et opérations financières, à l'exception de celles réservées par la loi aux banques de dépôt.

La société peut acquérir et mettre en location tous matériels, machines, équipements ou moyens de transport, et en faciliter l'usage et/ou l'acquisition par des tiers, sous quelque forme que ce soit.

La société peut notamment acquérir, par voie d'achat, d'échange, d'apport, de souscription, de prise ferme, d'option d'achat ou de toute autre manière, tous titres, valeurs, créances et droits incorporels ; participer à toutes associations et fusions ; gérer et mettre en valeur son portefeuille de titres et participations, notamment par l'administration, la surveillance, le contrôle, la documentation, l'assistance financière ou autre des sociétés et entreprises dans lesquelles elle est intéressée ; réaliser ou liquider ces valeurs par voie de cession, de vente ou autrement.

Elle peut consentir des prêts et ouvertures de crédits ainsi que conférer toutes cautions à des tiers, même dans toutes affaires qui sortent de l'objet social ou de l'énumération précitée.

La société peut réaliser, tant pour son compte que pour le compte d'autrui, en tous lieux et de toutes les manières, tous actes ou opérations financières, commerciales, industrielles et immobilières se rapportant directement ou indirectement à son objet social ou propres à contribuer à sa réalisation. »

8. Constitution et durée

Cobepa a été constitué par acte du 4 décembre 1957, publié à l'Annexe au Moniteur belge du 13 décembre 1957, sous le numéro 30446.

La durée de la société est illimitée.

9. Structure de l'actionariat

Au 22 août 2003, la structure de l'actionariat se présente comme suit :

Actionnaire	Nombre de titres	%
BNP Paribas	2.698	0,01
SGCF	43.713.648	98,09
Paribas Trust Luxembourg	139.002	0,31
Total Offrant + stés agissant de concert	43.855.348	98,40
Actions propres Cobepa	28.983	0,07
Public	682.271	1,53
TOTAL	44.566.602	100,00

10. Identité des dirigeants

10.1. Le Conseil d'Administration

La composition et l'organisation du Conseil d'Administration sont régies par les articles 12 à 18 des statuts.

[Au 22 août 2003], le Conseil d'Administration de Cobepa est composé comme suit :

- Président: Monsieur Amaury-Daniel de Seze
- Administrateur délégué : Monsieur Christian Varin
- Administrateurs: Messieurs Philippe Bordenave, Patrick de Courcel (indépendant), Jean-Marie Fabre, Gérard Frère (extérieur), Dominique Hoenn, Dominique Mégret.

François Morin, ancien Vice-Président du Conseil de Surveillance de la Compagnie Financière de Paribas, est Président Honoraire de Cobepa.

10.2. Le Conseil d'Administration a constitué en son sein un *Comité de Rémunérations*, composé de Messieurs Dominique Hoenn et Amaury-Daniel de Seze. Le Comité de Rémunérations se réunit une fois par an.

10.3. Le Conseil d'Administration a également constitué en son sein un *Comité d'Audit*. Il est composé de Messieurs Philippe Bordenave, Patrick de Courcel et Jean-Marie Fabre. Le Comité d'Audit vérifie la formation des comptes et les procédures de contrôle. Il se réunit au moins deux fois par an.

10.4. *La gestion journalière* est assurée par Monsieur Christian Varin, en sa qualité d'Administrateur délégué.

10.5. *Le Comité de Direction* est actuellement composé de Messieurs Christian Varin, Administrateur délégué et Président du Comité de Direction, et Jean-Marie Laurent-Josi, responsable du métier Investissement. Le Comité de Direction prépare les dossiers d'investissement et de désinvestissement.

11. Commissaire

Les comptes sociaux et consolidés de Cobepa, arrêtés au 31 décembre 2000, ont été certifiés sans réserve par les commissaires de Cobepa, Klynveld Peat Marwick Goerdeler S.C.R.L., réviseurs d'entreprises, représentée par Messieurs Berger et Merlin, et Deloitte & Touche S.C.R.L., réviseurs d'entreprises, représentée par Monsieur Denayer.

Les comptes sociaux et consolidés de Cobepa, arrêtés au 31 décembre 2001, ont été certifiés sans réserve par les commissaires de Cobepa, Arthur Andersen S.C.R.L., réviseurs d'entreprises, représentée par Monsieur De Keulenaer, et Price Waterhouse Coopers S.C.R.L., réviseurs d'entreprises, représentée par Monsieur Peirce.

Les comptes sociaux et consolidés de Cobepa, arrêtés au 31 décembre 2002, ont été certifiés sans réserve par les commissaires de Cobepa, Deloitte & Partners S.C.R.L., réviseurs d'entreprises, représentée par Monsieur De Keulenaer, et Price Waterhouse Coopers S.C.R.L., réviseurs d'entreprises, représentée par Monsieur Peirce.

Les comptes semestriels de Cobepa au 30 juin 2003 ont été arrêtés par le Conseil d'Administration le 16 juillet 2003, après avoir fait l'objet d'une revue limitée par le commissaire de Cobepa, Price Waterhouse Coopers S.C.R.L., réviseurs d'entreprises, représentée par Monsieur Peirce.

12. Activités

Au sein du Groupe BNPParibas, Cobepa exerce les missions suivantes :

- 1) Pour compte de PAI Partners, Cobepa effectue et gère les investissements dans le Benelux, des fonds « private equity » gérés par PAI Partners.
- 2) Cobepa est le vecteur au travers duquel le Groupe BNPParibas investit en « private equity ». Ces investissements s'effectuent principalement par l'entremise de fonds de placements sponsorisés par le Groupe BNPParibas. C'est ainsi qu'à ce jour, Cobepa a investi dans deux fonds gérés par PAI Partners : PAILBO Fund et PAI Europe III.

- 3) Cobepa procède également, aux côtés des fonds dont que stion au point 2) ci-dessus, à des co-investissements et détient ainsi des participations directes dans certaines entreprises dans lesquelles les fonds ont investi ².
- 4) Enfin, Cobepa gère toutes les participations en portefeuille.

Le tableau ci-après reprend la liste des participations de Cobepa, ainsi que leur valeur intrinsèque au 30 juin 2003, exprimée en millions d'€.

Participations	Valeur intrinsèque au 30/6/2003
Pargesa	425,2
Dicobel	125,3
Power	124,7
PAI Europe III	105,4
Erbe	67,3
D'Ieteren	57,0
PAILBO Fund	49,2
Swets	46,3
Fortales	42,5
GBL	38,7
Aegon	30,1
Buhrmann	28,5
Elis	23,9
CNP	19,7
Zetes	16,9
Groupe Josi	13,5
Saptec	13,0
Navpart	9,8
Cie Centrale 1909	8,8
Sodisco	8,8
Winterthur	8,3
Vegro beheer	7,5
OPG	7,4
VUM	7,2
Versatel	6,7
Avis Europe	5,2
Editeco	5,0
Bibit	4,6
Immobilier	3,8
Ariane Beheer/Tieman	3,7
Sens Label	3,6
Spaas	2,5
Trends Design	2,1
Cobepa	1,9
Tijd	1,4
Almanij	1,3
Cofim	1,0
Euroscreen	0,5
Flagey	0,5
UCO	0,4
Devoteam	0,3
Autres	0,7
Fonds roulement	1.687,7

² Acejour, Cobepa a procédé à un co-investissement dans la société Elis.

IV. Bilans et comptes de résultats consolidés de Cobepa au 31 décembre 2002 et au 30 juin 2003

Un rapport des commissaires, sans réserves, a été émis pour les comptes sociaux et consolidés au 31 décembre 2002. La situation comptable consolidée et non consolidée au 30 juin 2003 a fait l'objet d'un rapport d'examen limité par les commissaires lesquels n'ont pas relevé d'éléments nécessitant des corrections significatives de la situation comptable qui leur était soumise.

ACTIF	30 juin 2003	31 décembre 2002 (après répartition)
<i>en milliers d' €</i>		
Actifs immobilisés	1.078.707	1.156.759
I. Frais d'établissement	146	225
II. Immobilisations incorporelles	30	59
III. Ecarts de consolidation	1.619	4.086
IV. Immobilisations corporelles	3.498	4.390
A. Terrain et constructions	2.456	2.490
B. Installations, machines et outillage	24	541
C. Mobilier et matériel roulant	106	313
D. Location-financement et droits similaires	913	1.046
V. Immobilisations financières	1.073.414	1.147.999
A. Entreprises mises en équivalence		
1. Participations	99.827	107.321
B. Autres entreprises		
1. Participations, actions et parts	885.256	949.018
2. Créances	88.331	91.660
Actifs circulants	1.756.883	1.573.008
VI. Créances à plus d'un an	4.808	8.762
B. Autres créances	4.808	8.762
VII. Stock et commandes en cours d'exécution	104	111
A. Stocks	104	111
5. Immeubles destinés à la vente	30	37
4. Acomptes versés	74	74
VIII. Créances à un an au plus	37.847	14.299
A. Créances commerciales	737	2.016
B. Autres créances	37.110	12.283
IX. Placements de trésorerie	1.706.348	1.543.945
A. Actions propres		
1. détenues par la société mère	1.802	813
B. Autres placements	1.704.546	1.543.132
X. Valeurs disponibles	1.125	1.124
XI. Comptes de régularisation	6.652	4.767
Total de l'actif	2.835.590	2.729.767

PASSIF	30 juin 2003	31 décembre 2002 (après répartition)
<i>en milliers d' €</i>		
<i>Capitaux propres</i>	<i>2.721.189</i>	<i>2.478.489</i>
I. Capital	267.228	267.228
A. Capital souscrit	267.228	267.228
II. Primes d'émission	500.631	500.631
IV. Réserves consolidées	1.931.703	1.676.161
V. Ecarts de consolidation	8.341	8.341
VI. Ecarts de conversion	13.286	26.128
<i>Intérêts detiers</i>	<i>27.590</i>	<i>27.906</i>
VIII. Intérêts detiers	27.590	27.906
<i>Provisions, impôts différés et latences fiscales</i>	<i>15.225</i>	<i>19.414</i>
IX. A. Provisions pour risques et charges	15.225	19.381
1. Pensions et obligations similaires	3.462	4.194
2. Charges fiscales	286	287
4. Autres risques et charges	11.477	14.900
B. Impôts différés et latences fiscales	-	33
<i>Dettes</i>	<i>71.586</i>	<i>203.958</i>
X. Dettes à plus d'un an	958	958
A. Dettes financières	958	958
3. Dettes de location-financement et assimilées	958	958
XI. Dettes à un an ou plus	55.132	174.655
A. Dettes à un an ou plus échéant dans l'année	88	177
B. Dettes financières	17.280	40.841
1. Etablissements de crédit	15.387	39.924
2. Autres emprunts	1.893	917
C. Dettes commerciales	995	430
1. Fournisseurs	995	430
D. Acomptes reçus sur commandes	13	10
E. Dettes fiscales, salariales et sociales	22.097	14.723
1. Impôts	20.912	12.807
2. Rémunérations et charges sociales	1.185	1.916
F. Autres dettes	14.659	118.474
XII. Comptes de régularisation	15.496	28.345
<i>Total du passif</i>	<i>2.835.590</i>	<i>2.729.767</i>

CHARGES	30 juin 2003	31 décembre 2002
<i>en milliers d' €</i>	<i>(6 mois)</i>	<i>(12 mois)</i>
A. Charges des dettes	351	2.314
B. Autres charges financières	1.363	8.463
Bbis. Amortissements sur écarts de consolidation positifs	2.467	255
C. Services et biens divers	4.021	6.906
D. Rémunérations, charges sociales et pensions	1.946	4.775
E. Charges diverses courantes	71	246
F. Amortissements et réductions de valeurs sur frais d'établissement, sur immobilisations incorporelles et corporelles	315	870
G. Réductions de valeur	5.370	53.231
1. sur immobilisations financières	4.100	43.456
2. sur actif circulant	1.270	9.775
H. Provisions pour risques et charges	-73	9.535
I. Moins-values sur réalisations	4.862	36.696
2. d'immobilisations financières	4.467	30.755
3. d'actif circulant	395	5.941
J. Charges exceptionnelles	63	3.321
K. Impôts	14.064	22.443
Kbis. Quote-part dans le résultat des entreprises mises en équivalence		5.097
L. Bénéfice de l'exercice	256.238	245.092
Lbis. Part de tiers dans le résultat	648	-251
Lter. Part du groupe dans le résultat	255.589	245.343
TOTAL	291.059	399.245

PRODUITS		30 juin 2003	31 décembre 2002
<i>en milliers d' €</i>		(6 mois)	(12 mois)
A.	Produits des immobilisations financières	26.609	30.876
	1. dividendes	24.698	27.928
	2. intérêts	1.911	2.047
B.	Produits des actifs circulants	22.282	43.463
C.	Autres produits financiers	10.281	15.676
D.	Produits des services prestés	839	2.274
E.	Autres produits d'exploitation	3	84
G.	Reprises de réductions de valeur	14.386	11.477
	1. sur immobilisations financières	12.594	4.130
	2. sur actifs circulants	1.792	7.348
H.	Reprises de provision pour risques et charges	3.330	13.969
I.	Plus-values sur réalisation	207.202	159.350
	1. d'immobilisations incorporelles et corporelles	11	285
	2. d'immobilisations financières	206.480	156.004
	3. d'actifs circulants	712	3.060
J.	Produits exceptionnels	1.162	2.293
K.	Régularisation d'impôt sur entreprise de provisions fiscales	2.395	5.414
Kbis.	Quote-part dans le résultat des entreprises mises en équivalence	2.569	114.369
TOTAL		291.059	399.245

Communiqué de presse du 16 juillet 2003

RÉSULTATS DU PREMIER SEMESTRE 2003 (NON AUDITÉS)

Les comptes du premier semestre 2003 ont été arrêtés par le Conseil d'Administration réuni le 16 juillet 2003.

1. Activités du semestre

Au cours du 1^{er} semestre, Cobepa a cédé 1.750.000 titres Aegon, ainsi que ses participations dans Mobistar, NHGet Zenitel.

A la suite de la cession de l'investissement dans Michel Thierry, Cobepa a reçu une distribution de PAI LBO Fund. PAI LBO Fund a également annoncé la cession de l'investissement dans Frans Bonhomme. Cette opération sera réalisée après approbation des autorités de la concurrence.

2. Résultats consolidés

Le résultat financier récurrent, composé principalement des dividendes et des résultats issus de la trésorerie, s'élève à EUR 48,4 millions.

Le résultat en capital net des réductions de valeur s'établit à EUR 220,5 millions, y compris la contribution des fonds.

Ces éléments conduisent à dégager un résultat net, part du groupe, de EUR 255,6 millions.

3. Valeur intrinsèque

La valeur intrinsèque par action au 30 juin 2003 s'élève à EUR 67,7.

4. Perspectives pour l'exercice en cours

Les perspectives de l'exercice dépendent de l'évolution des marchés financiers, des possibilités de cession et du dénouement d'opérations en cours.

RÉSULTATS CONSOLIDÉS DU GROUPE COBEPA (1^{ER} SEMESTRE)

en millions d' €

ENSYNTHESE	2002	2003
Dividendes et intérêts du portefeuille immobilisé	23,1	26,6
Résultats financiers et produits des actifs circulants	21,6	21,8
Résultat financier récurrent	44,7	48,4
Produits des services et de gestion	2,8	0,8
Coûts de fonctionnement	-7,4	-6,3
<i>Autre résultat récurrent</i>	<i>-4,6</i>	<i>-5,5</i>
Résultat en capital	23,2	220,5
Résultat courant des sociétés mises en équivalence	2,3	1,9
Résultat exceptionnel des sociétés mises en équivalence	106,3	0,7
Amortissement des écarts de consolidation	-0,3	-2,5
Résultat exceptionnel	11,8	4,5
<i>Résultat avant impôts</i>	<i>183,4</i>	<i>268,0</i>
Impôts	-7,7	-11,7
Résultat après impôts	175,7	256,3
Intérêts detiers	-0,1	-0,7
Résultat net part du groupe	175,6	255,6
Nombre de titres	44.566.602	44.566.602
<i>Résultat par titre en EUR</i>	<i>3,9</i>	<i>5,7</i>

V. Description des titres sur lesquels porte l'OPR

L'OPR porte sur toutes les actions Cobepa qui ne sont pas encore en possession de l'Offrant, à savoir 711.254 actions Cobepa (soit 647.997 actions ordinaires et 63.257 actions VVPR) représentant 1,6% du capital social de Cobepa, avec coupons n° 12 et suivants attachés.

Il est à noter que les porteurs de coupons n° 26 de l'ancienne action Cobepa³ ont droit à l'attribution gratuite de nouvelles actions Cobepa⁴, dans la proportion de 5 actions nouvelles pour 40 anciens coupons n° 26 détenus. L'OPR ne porte pas sur les anciens coupons n° 26, mais bien sur les actions obtenues de l'échange desdits coupons.

³ Avant la division par 5 de l'action Cobepa, intervenue en 1994

⁴ Après division par 5 de l'action Cobepa

VI. Evaluation de Cobepa par l'Offrant et justification du Prix de l'OPR par l'Offrant

L'Offrant propose aux actionnaires de Cobepa un prix de €69,20 par Action.

1. Justification du Prix de l'OPR par l'Offrant

S'agissant d'une offre publique de reprises sur une société holding, BNPParibas a fixé le Prix de l'OPR par référence à l'Actif Net Réévalué (ANR), critère le plus approprié dans ce cas, selon l'Offrant.

Aucune décote n'a été appliquée globalement sur l'ANR, bien que le marché applique traditionnellement une décote sur les sociétés holding et qu'une décote soit aussi fréquemment prise en compte dans le cadre d'une offre publique ordinaire d'acquisition sur une société holding.

L'Offrant précise que chaque élément de l'actif et du passif consolidés a été évalué suivant les méthodes les plus appropriées avec la marge d'appréciation inhérente à toute évaluation.

L'ANR, bien qu'évalué ligne à ligne, aboutit à une valeur globale permettant d'établir le Prix de l'OPR, qui revêt donc un caractère global et forfaitaire.

L'ANR au 22 août 2003 a été établi en retenant les principes suivants :

- pour les participations dans des sociétés cotées : la moyenne des cours de bourse de clôture des 20 séances précédant la date d'évaluation ;
- pour les participations dans des sociétés non cotées :
 - lorsqu'une transaction récente et significative a eu lieu avec un tiers, la valorisation découlant de cette transaction,
 - à défaut, les méthodes usuelles d'évaluation les plus appropriées dans chaque cas;
- des latences fiscales ont été prises en compte, principalement sur les réserves immunisées et sur les plus-values taxables.

2. Calcul de l'Actif Net Réévalué

2.1. Titres cotés en bourse

Les titres cotés en bourse sont repris à la moyenne des cours de bourse de clôture des vingt dernières séances précédant et incluant la date du 22 août 2003.

Pour plusieurs participations cotées, une décote d'illiquidité pourrait se justifier. En effet, dans le rapport « EVCA Guidelines » de juin 2003, l'EVCA (association européenne des capital-risqueurs) recommande de tenir compte de diverses décotes allant de 10 à 35% pour une participation cotée, en fonction de son importance, de sa liquidité ou de restrictions éventuelles de cession (traduction libre) :

« Pour les investissements cotés non soumis à des restrictions de cession, un niveau de décote de 10 à 20% est recommandé, à fixer par le gestionnaire et à appliquer de façon constante. Toutefois, si le nombre d'actions détenues est faible par rapport aux volumes de transactions trimestriels (inférieur à 10%), la décote peut être réduite.

Pour les investissements cotés soumis à des restrictions ou lock-up, une décote de minimum 25% devrait être appliquée et plus importante si le lock-up est significatif.

Que le titre soit ou non soumis à une restriction de cession, si le nombre de titres détenus est élevé par rapport aux volumes de transactions trimestriels (plus de 30%), une décote complémentaire de 5 à 10% devrait être appliquée. »

Le tableau ci-dessous reprend en colonne (4), sur base des volumes moyens des 6 derniers mois, le nombre de jours de bourse nécessaires pour céder la totalité des titres détenus. Pour certaines participations (Pargesa, D'Ieteren, Sapec, Sodisco, Buhrmann pref., CNP et les strips VVPR Almanij), il apparaît que leur liquidité exprimée en nombre de jours de bourse est très faible et donc qu'une cession de ces participations dans le marché aurait une influence significativement négative sur leur cours.

	(1) Actions détenues	(2) % Capital détenu	(3) Volume moyen par jour (en nombre d'actions)	(4) Jours de bourse (4) = (1)/(3)
Pargesa ⁽¹⁾	202.803	13,40%	258	786
D'Ieteren	456.958	8,26%	8.224	56
Sapec	254.950	20,11%	682	374
Power	4.726.200	2,14%	205.146	23
Sodisco	7.905.544	39,97%	26.786	295
Avis Europe	3.850.000	0,66%	1.618.548	2
Versatel	5.934.992	1,30%	3.686.986	2
GBL	983.061	0,71%	116.690	8
Buhrmann Ord.	1.697.471	1,28%	1.219.312	1
Buhrmann Pref.	6.566.403	12,32%	838	7.836
CNP	202.712	1,04%	1.573	129
Aegon	3.448.152	0,23%	12.357.012	1
Almanij	26.870	0,01%	86.022	1
Almanij Strips VVPR	1.576.879	n. d.	1.893	833
OPG	279.284	2,04%	19.037	15
Devoteam	61.500	0,67%	15.812	4

(1) Par ailleurs, le groupe Cobepa détient 424.675 actions nominatives de valeur nominale de CHF 100 (pour une valeur nominale de CHF 1.000 pour les actions au porteur).

Compte tenu de ce qui précède, il serait donc justifié d'appliquer pour ces sociétés une décote d'illiquidité.

Les principales participations cotées sont décrites dans le rapport annuel 2002 de Cobepa.

Valorisations des participations cotées

en EUR millions	Valeur	ANR ⁽²⁾
	intrinsèque ⁽¹⁾ 22 août 2003	22 août 2003
Pargesa	447,1	440,1
Power	126,5	109,5
D'Ieteren	70,7	64,2
GBL	41,8	39,8
Aegon	39,7	38,4
Buhrmann	33,0	31,5
CNP	21,1	20,8
Saptec	12,0	12,3
Sodisco	12,1	11,4
OPG	8,8	8,4
Versatel *	8,4	8,3
Avis Europe	5,7	5,4
Almanij	3,0	3,0
Devoteam *	0,3	0,3
Total	830,3	793,3

(1) La valeur intrinsèque au 22 août est calculée par l'Offrant selon la méthode appliquée par COBEPA. Pour le calcul de la valeur intrinsèque, les participations cotées sont valorisées au dernier cours de clôture.

(2) Etabli sur la base de la moyenne des 20 derniers cours de clôture au 22 août 2003

* Participations détenues via Paribas Deelnemingen dont Cobepa détient 75% et Ibel 25%

S'agissant de Power, il est précisé qu'une latence fiscale de €13,6 millions ⁵ a été prise en compte pour les titres détenus par l'intermédiaire de la holding canadienne PPL, sur la plus-value latente que l'estimation ci-avant contient.

L'essentiel de la participation dans Aegon a été cédé début 2003, dégageant une plus-value de €69,4 millions. De même, la participation dans Mobistar et la quasi-totalité des titres Ipsos LSG ont été cédés dans le courant de 2003, dégageant une plus-value globale de €109,3 millions.

Les titres détenus en propre par Cobepa ont été traités comme s'ils avaient été annulés.

L'application d'une décote moyenne de 15% aux participations peu liquides (Pargesa, D'Ieteren, Saptec, Sodisco, Buhrmann pref., CNP et les strips VVPR Almanij) conduirait à une réduction de l'ANR de €85,7 millions, soit €1,93 par action. Bien qu'il eût été légitime d'appliquer une telle décote, l'Offrant a décidé dans le cadre de son appréciation globale de ne pas retenir cette hypothèse et de ne pas appliquer de décote.

L'ANR des titres cotés en bourse, calculés sans décote, s'établit à €793,3 millions.

2.2 Titres non cotés

2.2.1 Titres des sociétés non cotées

L'ANR des sociétés non cotées a été établi sur la base de la valeur intrinsèque calculée par Cobepa ajustée pour certaines lignes n'ayant pas fait l'objet de transaction récente, lorsque l'évolution des performances des sociétés concernées depuis leur acquisition le justifiait.

Une telle ajustement a été pratiqué dans deux cas :

⁵ Calculé à un taux de 18,31% en vigueur au Canada sur des plus-values.

- ⌘ Dicobel: en l'absence de sociétés comparables cotées en bourse ou de multiples de transactions, l'Offrant a valorisé Dicobel sur la base d'un multiple de 8 fois l'EBITDA estimé pour 2003, qui paraît constituer une valorisation favorable pour une société non cotée dans le secteur des services spécialisés;
- ⌘ Ariane Beheer / Tieman : application de multiples de marché (valeur moyenne obtenue en appliquant des multiples de 6x l'EBITDA et 8x l'EBIT aux résultats estimés 2003).

En outre, le *put* relatif à Navpart a été valorisé à sa valeur actualisée. Les actions Navpart non couvertes par le *put* ont été valorisées en référence à une proposition de transaction.

Les principales participations non cotées sont décrites dans le rapport annuel de Cobepa.

Valorisations des participations non cotées

en EUR millions	Valeur intrinsèque 22 août 2003	Actif net réévalué 22 août 2003	Méthode de valorisation ANR
Dicobel actions	91,0	137,0	Multiples
Dicobel créance	34,3	34,3	Principal et intérêts capitalisés d'une créance
Erbe	72,2	71,1	Valeur intrinsèque : cours de bourse de CNP par transparence
Swets & Zeitlinger *	46,3	46,3	Valeur intrinsèque : transaction récente
Fortales	46,7	44,8	Valeur intrinsèque : cours de bourse de Fortis par transparence + trésorerie nette
Elis	23,9	23,9	Valeur intrinsèque : prix d'acquisition + retraitement aux normes belges
Zetes	16,9	16,9	Valeur intrinsèque : transaction récente
Groupe JOSI	13,5	13,5	Valeur intrinsèque : fonds propres
Navpart *	9,8	9,6	Valeur actuelle du put exerçable en 2005 + proposition de transaction pour les actions libres
Cie Centrale 1909	8,8	8,8	Valeur intrinsèque : fonds propres
Winterthur	8,3	8,3	Valeur intrinsèque : prix du put
Ariane Beheer / Tieman *	3,7	8,0	Multiples
Vegrobeheer *	7,5	7,5	Valeur intrinsèque : valeur comptable nette
VUM	7,2	7,2	Valeur intrinsèque : transaction récente
Bibit *	4,6	4,6	Valeur intrinsèque : transaction récente
Royal Sens *	3,6	3,6	Valeur intrinsèque : prix d'acquisition
Spaas	2,5	3,2	Prix d'acquisition
Trend Design *	2,1	2,1	Valeur intrinsèque : actualisation des flux à recevoir
Tijd	1,4	1,4	Valeur intrinsèque : transaction récente
Cofim	1,0	1,0	Valeur intrinsèque
Euroscreen	0,5	0,7	Transaction récente
Flagey	0,5	0,5	Valeur intrinsèque : prix d'acquisition
UCO Engineering (en liq.)	0,4	0,4	Valeur intrinsèque : valeur comptable nette
Autres	0,7	0,7	Valeur intrinsèque
Immobilier	3,8	4,1	Valeur intrinsèque + réévaluation d'un terrain
TOTAL	411,1	459,5	

* Participations détenues via Paribas Deelnemingen dont Cobepa détient 75% et Ibel 25%

2.2.2 Investissements dans les fonds de capital-risque

Cobepa détient des parts dans deux fonds de capital-risque, PAILBO Fund et PAI Europe III, ainsi que des parts donnant droit à une part de *carried interest* du fonds PAI Europe III.

Ces fonds sont décrits en détail dans le rapport annuel 2002 de Cobepa.

Les fonds sont des entités (partnerships ou FCPR ⁶⁾ dans lesquelles les investisseurs s'engagent pour un certain montant qui est appelé au fur et à mesure de la réalisation des

⁶Fonds Communs de Placements à Risque

investissements. Les produits de cession sont immédiatement restitués aux investisseurs. Les investisseurs ont droit à 80% des plus-values, 20% revenant au sponsor des fonds et aux managers (*carried interest*).

a. PAILBO Fund

Cobepa détient 11,6% des parts du fonds PAILBO Fund. Ce fonds a été lancé en juillet 1998. Sa période d'investissement a été close le 31 décembre 2000. Au 22 août 2003, les fonds appelés ont été remboursés à concurrence de 93% suite aux cessions déjà effectuées.

Il est rappelé que PAILBO Fund a appelé €606 millions pour un engagement global des investisseurs de €650 millions, soit €70,2 millions appelés sur un engagement de €75,2 millions pour Cobepa. PAILBO Fund a principalement investi dans 12 opérations de LBO, décrites dans le rapport annuel 2002 de Cobepa. Depuis le 1er janvier 2003, une cession a été réalisée (Michel Thierry) ayant conduit à une distribution de €14 millions pour Cobepa, déjà incluse dans le fonds de roulement. Deux autres cessions (Frans Bonhomme et Ceva) ont fait l'objet d'un accord et doivent intervenir prochainement (la valeur de ces deux transactions ayant déjà été prise en compte dans la valeur de PAILBO Fund retenue pour l'établissement de la valeur intrinsèque de Cobepa).

Il est rappelé que Cobepa n'est pas détenteur de parts de *carried interest* dans PAILBO Fund.

Le tableau ci-dessous reprend différentes valeurs de la quote-part de Cobepa dans PAILBO Fund.

En millions d' €	Montants bruts	Provisions pour <i>carried interest</i> ^(a)	Montants nets	Méthode
Valeur comptable dans les livres de Cobepa au 30 juin 2003	42,3	7,4	34,9	Les normes comptables belges conduisent à prendre en compte les intérêts courus sur les investissements portant intérêt.
Quote-part de l'actif net du fonds au 30 juin 2003	36,0			
Valeur intrinsèque au 22 août 2003	56,0	10,2	45,8	La valeur intrinsèque inclut les revalorisations liées aux cessions de Frans Bonhomme et de Ceva (respectivement €6,9 millions et €6,8 millions)
Valeur théorique calculée par l'Offrant	60,9	10,2	50,7	L'Offrant, qui est investisseur direct dans le fonds, a calculé une valeur théorique en considérant que l'ensemble des investissements dégagerait un TRI brut de 25% et en prenant pour hypothèse une cession progressive du portefeuille d'ici fin 2005. Les flux revenant à Cobepa ont été actualisés à 15%.

(a) Dans le calcul de la valeur intrinsèque, les provisions pour *carried interest* dû aux détenteurs des droits sont reprises en déduction du fonds de roulement. Cette méthodologie a été également appliquée dans le calcul de l'ANR.

Dans le cadre de son appréciation globale du Prix de l'OPR, l'Offrant a retenu la valeur la plus élevée de €60,9 millions.

La société de gestion de PAILBO Funda informé l'Offrant qu'une transaction intervenue à l'issue d'un processus d'enchères et portant sur une participation significative de PAILBO Funda avait été conclue entre deux investisseurs institutionnels tiers de premier rang pour une valeur inférieure à celle retenue par l'Offrant.

b. PAI Europe III

b.1 Investissement dans PAI Europe III hors droits à carried interest

Cobepas' est engagé à hauteur de €250 millions, soit pour 13,5% du fonds PAI Europe III, dont la période de souscription a pris fin en juin 2002. Le fonds PAI Europe III est investi au 22 août 2003 à concurrence de 44%.

Le tableau ci-dessous reprend différentes valeurs de la quote-part de Cobepa dans PAI Europe III.

En millions d' €	Montants investis	Valeur comptable dans les livres de Cobepa au 30 juin 2003 (a)	Quote-part de l'actif net du fonds au 30 juin 2003	Valeur intrinsèque Cobepa au 22 août 2003
			(b)	
	107,9	102,0	94,2	102,0

- (a) Les normes comptables belges conduisent à prendre en compte les intérêts courus sur les investissements portant intérêt.
- (b) La différence entre l'actif net et les montants investis s'explique par la prise en compte des frais de gestion et de provisions pour réduction de valeur dans le calcul de l'actif net.

Dans le cadre de son appréciation globale du Prix de l'OPR, l'Offrant a retenu la valeur la plus élevée de €107,9 millions.

Du fait du stade relativement précoce du fonds, une valorisation au niveau des montants investis peut être considérée comme favorable. En effet, les fonds supportent en début de vie des frais de gestion, alors que les perspectives de liquidité sont encore lointaines et incertaines. Ceci explique que les acheteurs de positions secondaires, compte tenu des objectifs de rentabilité qu'ils retiennent, n'acquièrent des positions dans des fonds en début de vie qu'au plus à la valeur nominale. On observera que l'actualisation des flux, après déduction du *carried interest*, à un taux égal au rendement attendu aboutit à une valeur inférieure au montant nominal.

De fait, la société de gestion de PAI Europe III a informé l'Offrant que deux transactions récentes entre des investisseurs institutionnels de premier rang, portant sur des participations significatives de PAI Europe III avaient été conclues pour des valeurs inférieures à celle retenue, l'une de ces transactions résultant d'un processus d'enchères.

b.2 Droits à carried interest

Les droits au *carried interest* dans le fonds PAI Europe III correspondent à une quote-part de plus-value égale à 20% des plus-values dégagées par le fonds, après que le fonds aura remboursé intégralement les apports initiaux des investisseurs et servi à ces derniers un revenu prioritaire correspondant à un taux interne de rentabilité (TRI) de 8%.

Cobepadétientunquartdesdroitsau *carriedinterest* dufondsPAIEuropeIII.

Comptetenu du caractère subordonné des droits au *carriedinterest*, leur perception ne peut intervenir qu'en fin de vie du fonds (de 5 à 10 ans après sa création) et est affectée d'une incertitude élevée. L'Offrant n'a pas connaissance d'un marché secondaire de parts de droits au *carriedinterest*. Entoutelogique, il n'y aurait pas lieu de valoriser ces droits à cestadede la vie du fonds. Toutefois, un calcul théorique peut être effectué en retenant les hypothèses suivantes:

- le fonds est intégralement investi en 5 ans, correspondant à sa période d'investissement statutaire;
- les investissements dégagent un TRI théorique brut de 25%. Le taux de 25% de rendement des investissements correspond à l'objectif de rentabilité retenu lors de la commercialisation des fonds. Depuis lors, les conditions de marché ont été sensiblement modifiées (baisse des taux d'intérêt, dégradation de l'environnement économique, ...) et les objectifs de rentabilité dans le marché du capital-risque ont ainsi eu tendance à s'ajuster à la baisse ;
- les désinvestissements sont effectués suivant un échéancier théorique et sont immédiatement distribués conformément au règlement des fonds;
- les flux perçus au titre des droits au *carriedinterest* sont actualisés au taux de 30%. Ce taux est justifié par le fait que le *carried interest* est subordonné au remboursement intégral aux investisseurs de leur investissement initial augmenté d'un revenu prioritaire au taux annuel composé de 8%. La perception du *carriedinterest* est de ce fait affectée d'un degré d'incertitude particulièrement élevé à cestadedelaviedufonds.

Cette valorisation théorique aboutit à une valeur de €32,9 millions. Dans le cadre de son appréciation globale du Prix de l'OPR, l'Offrant a retenu cette valeur théorique pour établir l'ANR, malgré son degré d'incertitude élevé.

L'Offrant a en outre pris pour hypothèse que les produits perçus au titre des droits à *carried interest* seraient placés sous le régime fiscal des plus-values exonérées.

b.3 Récapitulation

En millions d' €	Montants investis	Valeur comptable au 30 juin 2003	Valeur intrinsèque au 22 août 2003	ANR au 22 août 2003
Montants nets				
➤ Investissements hors <i>carried interest</i>	107,9	102,0	102,0	107,9
➤ Droits à <i>carried interest</i>	2,2	2,0	2,0	32,9
Provisions pour <i>carried interest</i>	1,4	1,4	1,4	1,4
Montants bruts	111,5	105,4	105,4	142,2

Dans le cadre du calcul de l'ANR, les parts détenues par Cobepad dans le fonds PAIEurope III ont été valorisées à €142,2 millions.

2.3 Fonds de roulement net

Ce poste se compose principalement des liquidités et des quasi-liquidités (avances, placements à court terme, actions propres et titres de placement) sous déduction des dettes et provisions.

Le fonds de roulement au 30 juin 2003 a été ajusté de la façon suivante :

- Les intérêts courus, réduits des frais de fonctionnement encourus et calculés après impôts ont été estimés sur une période de deux mois et ajoutés aux « Placements en banque ».
- Le portefeuille de placements a été valorisé à la moyenne des cours de bourse de clôture des vingt dernières séances précédant et incluant la date du 22 août 2003.
- Les provisions pour *carried interest* ont été augmentées suite à l'acquisition de Ceva.
- Le produit de la vente de la participation dans Editeco et de titres Sapec a été ajouté aux « Placements en banque ».

A la suite de ces ajustements, le fonds de roulement se compose comme suit (en millions d'€)

Placements en banque	1.682,9
Créances sur des sociétés	10,0
Portefeuille de placements	33,2
Autres débiteurs à court terme	41,8
Dettes bancaires	-16,4
Dettes sur sociétés liées	-2,2
Autres dettes à court terme	-25,9
Provisions	-15,2
Provisions pour <i>carried interests</i>	-11,6
Fonds de roulement ⁷	<u>1.696,6</u>

2.4 Latences fiscales sur les réserves immunisées

Pour la détermination de l'actif net réévalué de Cobepa, BNP Paribas a tenu compte des latences fiscales qui affecteront les fonds propres du groupe Cobepa dès lors que le caractère intangible des réserves immunisées ne sera plus assuré. En effet, un impôt sur les réserves immunisées sera dû dès lors que les montants en question seront restitués aux actionnaires.

Pour calculer ces latences, les réserves immunisées ⁸ ont été réduites à concurrence de la revalorisation du capital des sociétés concernées. Les réserves immunisées ont également été réduites du montant des pertes fiscales existant au 31 décembre 2002, dans la mesure où celles-ci peuvent être imputées sur les réserves immunisées. Après revalorisation du capital et imputation des pertes fiscales, les réserves immunisées du groupe Cobepa ont été ramenées à €281,7 millions.

⁷ Les titres Telenet comprenant des actions Telenet Holdco, des avances remboursables en espèces et des créances remboursables en titres sont repris dans le fonds de roulement à une valeur nette globale de €6,1 millions

⁸ La notion de réserves immunisées vise de manière générale les bénéfices réservés qui sont provisoirement exonérés de l'impôt des sociétés. Ces bénéfices deviennent imposables dans la mesure où les conditions nécessaires pour leur immunité ne sont plus respectées, et notamment la condition d'intangibilité de l'article 190 du C.I.R. 1992 qui impose que ces bénéfices soient portés et maintenus à un ou plusieurs comptes distincts du passif du bilan et ne servent de base ni au calcul de la dotation annuelle à la réserve légale, ni à des rémunérations ou attributions quelconques (par exemple sous la forme de dividende ou de boni de liquidation). Le montant de ces réserves immunisées, compté en vue de la revalorisation du capital, a été vérifié pour Cobepa et Ibelpar Deloitte & Touche.

Le calcul de la valeur des latences fiscales (€71,8 millions) a été effectué par application, à la base imposable (€281,7 millions), du taux ordinaire d'impôt des sociétés actuellement en vigueur (33,99%), le résultat étant forfaitairement réduit de 25%.

2.5 Synthèse de l'ANR

La valorisation selon l'ANR aboutit à une valeur de €3.078,9 millions, soit €69,13 par action Cobepa.

en EUR millions	ANR	
	22 août 2003	Méthode d'évaluation de l'ANR
Pargesa	440,1	Cours de bourse
Dicobel	171,3	Multiples + créance avec intérêts capitalisés
PAI Europe III	142,2	Montants investis et actualisation des droits à <i>carried interest</i>
Power	109,5	Cours de bourse - latence fiscale
Erbe	71,1	Valeur intrinsèque : cours de bourse de CNP par transparence
D'Ieteren	64,2	Cours de bourse
PAI LBO Fund	60,9	Valeur théorique sur base d'une actualisation
Swets & Zeitlinger	46,3	Valeur intrinsèque : transaction récente
Fortales	44,8	Valeur intrinsèque : cours de bourse de Fortis par transparence + trésorerie nette
GBL	39,8	Cours de bourse
Aegon	38,4	Cours de bourse
Buhrmann	31,5	Cours de bourse
Elis	23,9	Valeur intrinsèque : prix d'acquisition + retraitement aux normes belges
CNP	20,8	Cours de bourse
Zetes	16,9	Valeur intrinsèque : transaction récente
Groupe JOSI	13,5	Valeur intrinsèque : fonds propres
Saptec	12,3	Cours de bourse
Sodisco	11,4	Cours de bourse
Navpart	9,6	Valeur actuelle du put exerçable en 2005 + proposition de transaction pour les actions libres
Cie Centrale 1909	8,8	Valeur intrinsèque : fonds propres
OPG	8,4	Cours de bourse
Winterthur	8,3	Valeur intrinsèque : prix du put
Versatel	8,3	Cours de bourse
Ariane Beheer / Tieman	8,0	Multiples
Vegrobeheer	7,5	Valeur intrinsèque : valeur comptable nette
VUM	7,2	Valeur intrinsèque : transaction récente
Avis Europe	5,4	Cours de bourse
Bibit	4,6	Valeur intrinsèque : transaction récente
Royal Sens	3,6	Valeur intrinsèque : prix d'acquisition
Spaas	3,2	Prix d'acquisition
Almanij	3,0	Cours de bourse
Trends Design	2,1	Valeur intrinsèque : actualisation des flux à recevoir
Tijd	1,4	Valeur intrinsèque : transaction récente
Cofim	1,0	Valeur intrinsèque
Euroscreen	0,7	Transaction récente
Flagey	0,5	Valeur intrinsèque : prix d'acquisition
UCO Engineering (en liq.)	0,4	Valeur intrinsèque : valeur comptable nette
Devoteam	0,3	Cours de bourse
Autres	0,7	Valeur intrinsèque
Immobilier	4,1	Valeur intrinsèque + réévaluation d'un terrain
Latences fiscales	-71,8	
Fonds de roulement	1.696,6	
Total	3.080,8	
ANR part du groupe	3.078,9	
<i>Nb de titres</i>	<i>44.537.619</i>	
Total par titre (EUR)	69,17	
ANR part du groupe	69,13	

Au total, l'ANR diffère de la valeur intrinsèque qui ne prend pas en compte tous les éléments de valorisation de l'actif et du passif. Les principales différences portent sur les éléments suivants :

- la valorisation de diverses participations dont principalement : Dicobel, Power et Ariane Beheer/Tieman;

- ▲ des latences fiscales sur les réserves immunisées, intégrées dans le calcul de l'ANR, tandis que le calcul de la valeur intrinsèque n'en tient pas compte ;
- ▲ de la valorisation de PAI Europe III qui comprend en outre, dans l'ANR, une valorisation des droits au *carried interest* ;
- ▲ du calcul d'une moyenne de cours de bourse pour déterminer la valorisation des sociétés cotées dans le cas de l'ANR ;
- ▲ les actions propres sont considérées dans l'ANR comme si elles avaient été annulées, en sorte que le fonds de roulement est diminué à due concurrence dans le calcul de l'ANR.

L'impact de la prise en compte, dans le calcul de l'ANR, des latences fiscales est compensé par la revalorisation de Dicobelet d'Ariane Beheer/Tiemans suite aux performances récentes réalisées par ces sociétés, ainsi que par la valorisation des investissements dans les fonds et des droits au *carried interest*.

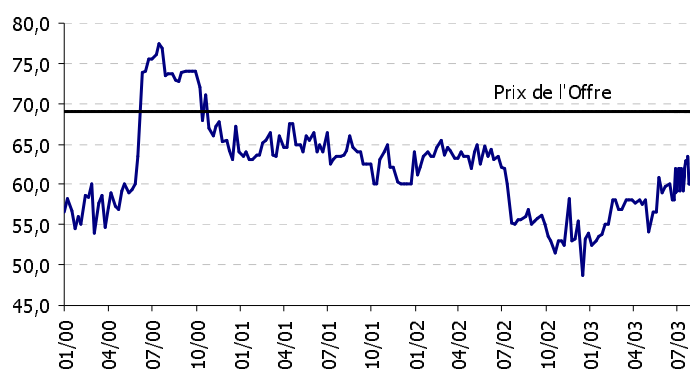
3. Appréciation du Prix de l'OPR selon différents critères

Le Prix de l'OPR peut être apprécié en le comparant à différents critères, notamment :

- ▲ le cours de bourse de l'action Cobepa,
- ▲ la valeur intrinsèque de Cobepa,
- ▲ la décote appliquée aux principaux holdings cotés sur Euronext Brussels,
- ▲ la décote historique de Cobepa.

3.1 Comparaison du Prix de l'OPR au cours de bourse de l'action Cobepa

Cours de bourse de l'action ordinaire de Cobepa (€)



Source: Bloomberg

€	Cours action ordinaire	Prime (%)	Cours action VVPR	Prime (%)
Cours au 22 août 2003	60,7	14%	58,5	18%
Moyenne des cours sur 1 mois	61,0	13%	58,5	18%
Moyenne des cours sur 3 mois	60,0	15%	58,0	19%

Source: Bloomberg

Le Prix de l'OPR présente une prime comprise entre 13 et 15% par rapport au cours de l'action ordinaire et de 18 à 19% par rapport au cours de l'action VVPR.

3.2. Comparaison à la valeur intrinsèque de Cobepa

Décomposition de la valeur intrinsèque de Cobepa

en EUR millions	Valeur intrinsèque 30 juin 2003	Valeur intrinsèque 22 août 2003	Méthode d'évaluation Valeur Intrinsèque
Pargesa	425,2	447,1	Cours de bourse
Dicobel	125,3	125,3	Prix d'acquisition + prêt avec intérêts capitalisés
PAI Europe III	105,4	105,4	Prix d'acquisition + retraitement aux normes belges
Power	124,7	126,5	Cours de bourse
Erbe	67,3	72,2	Cours de bourse CNP par transparence
D'Ieteren	57,0	70,7	Cours de bourse
PAI LBO Fund	49,2	56,0	Prix d'acquisition + retraitement aux normes belges
Swets & Zeitlinger	46,3	46,3	Transaction récente
Fortales	42,5	46,7	Cours de bourse Fortis par transparence + trésorerie
GBL	38,7	41,8	Cours de bourse
Aegon	30,1	39,7	Cours de bourse
Buhrmann	28,5	33,0	Cours de bourse
Elis	23,9	23,9	Prix d'acquisition + retraitement aux normes belges
CNP	19,7	21,1	Cours de bourse
Zetes	16,9	16,9	Transaction récente
Groupe JOSI	13,5	13,5	Fonds propres
Saptec	13,0	12,0	Cours de bourse
Sodisco	8,8	12,1	Cours de bourse
Navpart	9,8	9,8	Valorisation du put exerçable en 2005
Cie Centrale 1909	8,8	8,8	Fonds propres
OPG	7,4	8,8	Cours de bourse
Winterthur	8,3	8,3	Prix du put
Versatel	6,7	8,4	Cours de bourse
Ariane Beheer / Tieman	3,7	3,7	Valeur comptable nette
Vegrobeheer	7,5	7,5	Valeur comptable nette
VUM	7,2	7,2	Transaction récente
Avis Europe	5,2	5,7	Cours de bourse
Editeco	5,0		Multiples
Bibit	4,6	4,6	Transaction récente
Royal Sens	3,6	3,6	Prix d'acquisition
Spaas	2,5	2,5	Valeur de mise en équivalence
Almanij	1,3	3,0	Cours de bourse ⁽¹⁾
Trends Design	2,1	2,1	Actualisation selon les flux à recevoir
Tijd	1,4	1,4	Transaction récente
Cofim	1,0	1,0	Valeur comptable
Euroscreen	0,5	0,5	Transaction récente
Flagey	0,5	0,5	Prix d'acquisition
UCO Engineering (en liq.)	0,4	0,4	Valeur comptable
Devoteam	0,3	0,3	Cours de bourse
Autres	0,7	0,7	
Cobepa	1,9	1,9	
Immobilier	3,8	3,8	Expertise
Fonds de Roulement	1.687,7	1.696,6	
Total	3.017,9	3.101,3	
<i>Nb de titres</i>	<i>44.566.602</i>	<i>44.566.602</i>	
Total par titre (EUR)	67,72	69,59	

(1) Au 30 juin 2003, les strips VVPR étaient valorisés à leur coût d'acquisition.

La valeur intrinsèque établie par l'Offrant au 22 août 2003 correspond à la valeur intrinsèque calculée par Cobepa au 30 juin 2003, corrigée pour les cours de bourse au 22 août 2003 et pour les fonds de roulement.

Au 22 août 2003, la valeur intrinsèque s'élève à €69,59 par action Cobepa. Le Prix de l'OPR s'élève à €69,20 par action Cobepa.

La valeur intrinsèque de Cobepa est établie sur la base des fonds propres des sociétés intégrées, corrigés des plus ou moins-values latentes sur le portefeuille titres et les immeubles.

Pour le calcul de la valeur intrinsèque, le portefeuille titres détenu directement ou via les sociétés intégrées globalement est valorisé au cours de bourse pour les titres cotés et à leur valeur d'acquisition ou de souscription pour les titres non cotés, éventuellement corrigée des réductions de valeur actées ou le cas échéant revalorisées sur la base de transactions récentes impliquant des tiers.

Le patrimoine immobilier, soit principalement le patrimoine de Mosane, a été valorisé sur la base d'une estimation effectuée en 2002 à l'occasion de l'OPRA sur Mosane. Les actions propressont valorisées à leur valeur intrinsèque.

3.3. Décote des principaux holdings cotés sur Euronext Brussels

Il est rappelé que l'actionnaire n'a normalement accès qu'au cours de bourse. Traditionnellement, le cours de bourse des holdings présente une décote par rapport à la valeur intrinsèque qui s'explique notamment par :

- ▲ les frais de fonctionnement entraînés par la gestion du portefeuille ;
- ▲ les impôts à payer par la société ;
- ▲ les frais de transactions sur participations ;
- ▲ la volatilité du portefeuille.

Société	Date	Décote du cours par rapport à la valeur intrinsèque estimée
Almanij	14 juillet 2003	29,6%
CNP	31 juillet 2003	32,3%
GBL	1 août 2003	19,3%
GIMV	25 juillet 2003	38,3%
Sofina	30 juin 2003	35,2%
Moyenne		31,0%

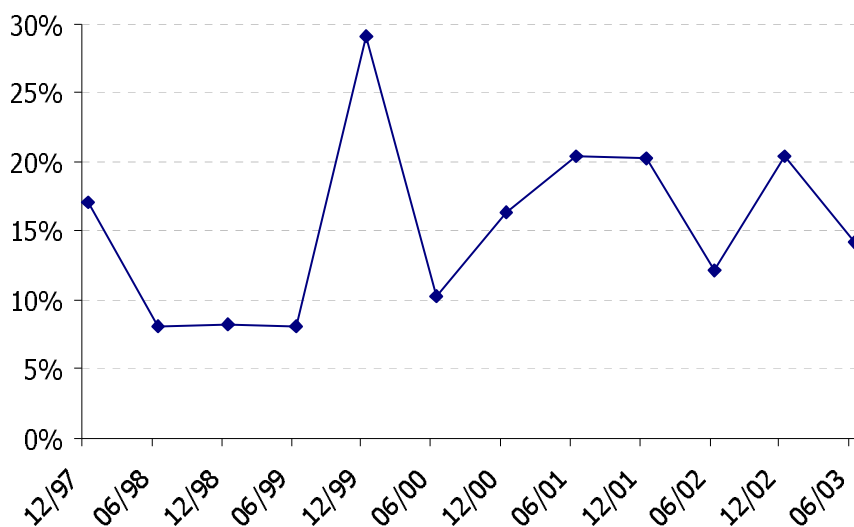
Source: sociétés concernées et Petercam Research pour Almanij et Sofina

Le Prix de l'OPR présente une décote minime (0,6%) par rapport à la valeur intrinsèque.

3.4. Décote historique de Cobepa

Il est observé qu'historiquement le cours de l'action Cobepa a toujours été affecté d'une décote par rapport à sa valeur intrinsèque. Depuis le 31 décembre 1997, la décote moyenne s'est établie à 15% de la valeur intrinsèque.

Décote du cours de bourse de l'action Cobepa par rapport à sa valeur intrinsèque



4. Méthodes non retenues

La méthode de transactions comparables n'est pas applicable au cas particulier de la présente opération compte tenu de la composition spécifique des actifs de Cobepa.

La comparaison sur la base des multiples est une méthode qui n'est pas applicable à une société holding.

Pour la même raison, la méthode d'actualisation des cash-flows libres futurs n'est pas applicable à la présente opération.

La méthode du Dividend Discount Model (DDM) ne peut pas être retenue pour la même raison.

VII. Appréciation de l'expert indépendant

1. Appréciation d'ING quant à la pertinence des méthodes d'évaluation retenues par l'Offrant

1.1. Considérations générales sur la méthode de l'ActifNet Réévalué (ANR)

Pour évaluer une société, notamment dans le cadre d'une offre publique de reprise, plusieurs méthodes peuvent être retenues :

- a) l'actualisation des cash-flows libres futurs : si cette méthode se justifie pleinement pour l'évaluation d'une société industrielle, elle ne peut pas s'appliquer à une société de participations telle que Cobepa. En effet, les flux futurs dépendent essentiellement des investissements de la holding et de la politique de distribution des différentes entreprises détenues (sans être nécessairement contrôlées) par la holding. En outre, le portefeuille de participations n'est pas immuable ;
- b) l'actualisation des dividendes futurs : pour les mêmes raisons, cette méthode est inadaptée à l'évaluation de sociétés de participations ;
- c) l'application de ratios boursiers de sociétés comparables : cette méthode n'est pas davantage pertinente lorsqu'il s'agit d'évaluer une société à portefeuille. En effet, la diversité – en termes d'activité, de secteur économique ou géographique, de management, ... – des participations détenues rend toute comparaison impossible ;
- d) l'ANR: il s'agit de la méthode généralement retenue par les marchés financiers pour évaluer une société holding.

ING considère donc que la méthode de l'ANR, retenue par l'Offrant, est effectivement la plus appropriée pour évaluer Cobepa.

1.2. Appréciation de l'évaluation de Cobepa par l'Offrant, suivant la méthode de l'ANR

Le travail d'évaluation effectué par l'Offrant a consisté à calculer l'ANR des différentes catégories d'actifs de Cobepa⁹:

- titres cotés en bourse (env. 26% du portefeuille de Cobepa) ;
- titres de sociétés non cotées (env. 13% du portefeuille de Cobepa) ;
- fonds de capital à risque (env. 5% du portefeuille de Cobepa) ;
- fonds de roulement (env. 56% du portefeuille de Cobepa).

Ensuite, l'Offrant a procédé à une correction de la valeur obtenue, en raison de latences fiscales.

1.2.1. Titres cotés en bourse

L'Offrant a évalué les titres cotés détenus par Cobepa, en calculant la moyenne des cours de bourse de clôture des 20 séances précédant et incluant le 22 août 2003. ING a comparé les résultats ainsi obtenus aux cours « spot » de ces titres, à la date du 22 août 2003. Néanmoins, ING considère que l'approche de la moyenne des cours, suivie par l'Offrant, est plus adéquate et conforme aux pratiques généralement admises par les marchés financiers.

L'Offrant n'a appliqué aucune décote d'illiquidité. Or, en suivant les recommandations de l'EVCA, une telle décote aurait pu se justifier pour certaines participations, en raison de leur

⁹ Le poids relatif des différentes catégories d'actifs dans le portefeuille de Cobepa a été établi sur la base de la valeur intrinsèque de Cobepa, calculée au 31 juillet 2003, avant déduction des latences fiscales. Les résultats obtenus ont été arrondis.

manque de liquidité comptetenudunombredetitres détenus par Cobepa. C'est pourquoi ING considère que l'Offrant a pris, à cet égard, une position favorable aux porteurs d' Actions.

Enfin, l'Offrant a déduit une latence fiscale de €13,6 millions, pour les titres Power détenus par la holding canadienne PPL. Ce montant correspond à l'impôt canadien, au taux de 18,31%, applicable sur la plus-value que PPL réaliserait en vendant ses actions Power au cours retenu pour l'évaluation. Dans la mesure où l'OPR aboutit à donner un accès immédiat à la liquidité, ING considère qu'il est correct de tenir compte de telles latences fiscales.

1.2.2. Titres des sociétés non cotées

L'Offrant a évalué l' ANR des participations non cotées de Cobepa, en appliquant différentes méthodes en fonction de la situation particulière des participations :

- la valeur d' acquisition par Cobepa des participations, sous déduction, le cas échéant, des réductions de valeur déjà actées par Cobepa (la « Valeur Comptable Nette ») ;
- la référence au prix d' une transaction récente (cession, augmentation de capital, offre publique, ...);
- l' évaluation de la société (par exemple, par application de multiples d' EBITDA/EBIT de sociétés comparables), en l' absence de transaction récente et lorsque l' évolution des performances de la société depuis l' acquisition le justifie ;
- autres: principal et intérêts capitalisés de créances, valeur nominale d' obligations convertibles, valeur actuelle d' options, fonds propres comptables de la société détenue.

Le tableau ci-dessous reprend la liste des titres non cotés, détenus par Cobepa, et la méthode d' évaluation retenue par l' Offrant :

Participations	Méthode d' évaluation de l' ANR retenue par l' Offrant
Dicobel actions	Multiples
Dicobel créances	Principale et intérêts capitalisés de la créance
Erbe	Cours de bourse des actions CNP détenues
Swets & Zeitlinger	Transaction récente
Fortales	Cours de bourse des actions Fortis détenues + Trésorerie de Fortales
Elis	Valeur Comptable Nette
Zetes	Transaction récente + Valeur nominale de l' obligation convertible
Groupe Josi	Fonds propres comptables de la société
Cie Centrale 1909	Fonds propres comptables de la société
Winterthur	Prix d' exercice du <i>put</i> détenus par Cobepa
Navpart	Valeur actuelle du <i>put</i> exercable en 2005
Arianne Beheer/Tieman	Multiples
Vegro Beheer	Valeur Comptable Nette, compte tenu de réductions de valeur actées
VUM	Transaction récente
Bibit	Transaction récente
Royal Sens	Valeur Comptable Nette
Spaas	Valeur Comptable Nette
Trend Design	Transaction récente
Tijd	Transaction récente
Cofim	Fonds propres comptables de la société
Euroscreen	Transaction récente
Flagey	Valeur Comptable Nette
UCO Engineering (en liquidation)	Valeur Comptable Nette, compte tenu de réductions de valeur actées

Il faut noter que pour établir l'ANR des titres non cotés de Cobepa, l'Offrant a retenu une valeur nulle pour quelques participations. Ces participations ont fait l'objet de réductions de valeur actées par Cobepa et sont également reprises pour zéro dans ses livres. ING, après examen, considère que la démarche de l'Offrant est prudente.

ING retient que l'Offrant a évalué Erbeet Fortales comme expliqué ci-dessus, sans appliquer l'usuelle « décote de holding », ce qui est favorable aux porteurs d'Actions.

Après vérifications, ING est d'avis que l'approche suivie par l'Offrant est conforme aux pratiques admises. Pour chacune des sociétés concernées, l'Offrant a retenu, parmi différentes méthodes d'évaluation, celle qui lui semblait la plus appropriée. ING estime que le choix des méthodes particulières d'évaluation en fonction des différentes sociétés est judicieux, et que ces méthodes ont été correctement appliquées par l'Offrant.

1.2.3. Fonds de capital à risque

Cobepa détient des participations dans deux fonds de capital à risque : PAILBO Fund et PAI Europe III.

Pour chacun de ces deux fonds, l'Offrant a retenu une méthode d'évaluation différente :

- Pour PAI LBO Fund, l'Offrant a calculé une valeur théorique en considérant que l'ensemble des investissements dégagerait un taux de rendement interne (TRI) brut ¹⁰ de 25%, en prenant pour hypothèse une cession progressive du portefeuille d'ici fin 2005 et en actualisant les flux revenant à Cobepa à 15%.
- Pour PAI Europe III, l'Offrant a procédé de deux manières distinctes. D'une part, les investissements hors *carried interest* ont été évalués à la valeur nominale des montants investis (sous déduction des remboursements déjà effectués). D'autre part, l'Offrant a calculé une valeur théorique des droits au *carried interest*, sur la base d'une hypothèse de TRI brut à 25% des capitaux investis et d'une actualisation des flux de *carried interest* à 30%.

Selon l'Offrant, les principes énoncés ci-dessus sont cohérents avec les pratiques du marché.

Pour justifier la différence d'approche entre les deux fonds, l'Offrant explique notamment que PAILBO Fund est un fonds mûr, actuellement en phase de désinvestissement, alors que PAI Europe III est un fonds jeune, dont seuls 44% des capitaux ont été appelés jusqu'à présent.

1.2.3.1. PAILBO Fund

Le gestionnaire du fonds, PAI Partners, a pour politique de ne pas publier d'évaluation (ni individuelle, ni globale) des participations détenues par le fonds. La méthode d'évaluation retenue par l'Offrant enfreint cette contrainte.

Cette méthode, théoriquement valable, dépend toutefois du degré de maturité du fonds et de ses performances historiques.

ING note à cet égard que PAILBO Fund a déjà cédé plusieurs participations, de sorte que le total cumulé des distributions aux investisseurs représente déjà quelque 93% des appels de fonds. ING a dès lors procédé à une évaluation des différentes participations encore en portefeuille, sur la base des informations, relatives à ces sociétés, mises à la disposition des investisseurs du fonds.

¹⁰ avant frais de gestion et *carried interest*

Le degré de maturité et le niveau de risque de PAILBO Fund justifient, par ailleurs, le taux d'actualisation (15%) appliqué par l'Offrant dans son approche théorique.

ING a également pu prendre connaissance d'une transaction intervenue en août 2003, à l'issue d'un processus d'enchères impliquant les plus grands acteurs du marché secondaire en « private equity ». Cette opération d'achat/vente, qui porte sur une participation significative dans PAILBO Fund, a été conclue entre deux investisseurs professionnels de premier rang, qualifiés pour des investissements en « private equity » et ayant eu accès à une information de qualité sur le portefeuille du fonds. Dans ces conditions, ING estime que le prix de cette transaction est un élément objectif et significatif de l'évaluation de PAILBO Fund.

1.2.3.2. PAI Europe III

En ce qui concerne PAI Europe III, il y a lieu de distinguer les investissements de Cobepa hors *carried interest* et les droits de Cobepa au *carried interest*.

Pour les investissements hors *carried interest*, il est à noter que l'évaluation sur la base des montants investis, telle que retenue par l'Offrant, ne tient compte ni des réductions de valeur actées, ni des frais de gestion déjà comptabilisés. L'actif net du fonds est donc inférieur aux montants investis.

ING retient que le fonds n'a encore réalisé aucune cession, que les perspectives de liquidité sont lointaines et que 56% du capital du fonds n'ont pas encore été appelés. Dès lors, l'actualisation des flux futurs générés par le fonds peut reposer sur les hypothèses suivantes :

- TRI brut ¹¹ conforme aux objectifs annoncés lors de la commercialisation du fonds, soit 25% ;
- taux d'actualisation égal au TRI théorique.

Une telle approche conduit à une valeur inférieure à celle des montants investis, en raison des frais de gestion et du *carried interest*.

Une autre méthode pourrait toutefois s'envisager : l'évaluation individuelle des différentes participations du portefeuille actuel. ING a appliqué cette méthode, sur la base des informations relatives à ces sociétés, mises à la disposition des investisseurs du fonds.

Pour les droits au *carried interest*, ING considère que l'approche théorique retenue ¹² capte correctement l'esérance de plus-value liée au *carried interest*.

Le taux d'actualisation des flux futurs de *carried interest* de 30% se justifie par le caractère subordonné des droits au *carried interest*, par rapport au remboursement des montants appelés et au revenu prioritaire revenant aux investisseurs.

ING estime donc que l'approche retenue par l'Offrant est justifiée pour l'évaluation de la participation de Cobepa en PAI Europe III.

En outre, ING a pu prendre connaissance de deux transactions récentes entre investisseurs professionnels de premier rang, qui, tout comme pour l'opération relative à PAILBO Fund, ont eu accès à une information de qualité sur les participations du fonds. Une de ces transactions a été réalisée au terme d'une procédure d'enchères impliquant les plus grands acteurs du marché secondaire en « private equity ». Selon ING, le prix de ces transactions est un élément objectif et significatif d'évaluation de PAI Europe III.

¹¹ avant frais de gestion et *carried interest*

¹² TRI de 25% sur les capitaux investis, et actualisation à 30% des flux de *carried interest*

1.2.4. Fondsderoulement

Pour l'évaluation du fondsderoulement, l'Offrant applique la méthodologie suivante :

- Les placements en banque, les créances sur sociétés et les dettes sont évalués à leur valeur nominale. ING approuve cette méthode.
- Pour les placements en titres cotés, l'Offrant retient la moyenne des cours de bourse de clôture des 20 séances précédant et incluant le 22 août 2003. Pour les mêmes raisons que celles énoncées au paragraphe 1.2.1. ci-avant, ING approuve cette méthode.
- Les actions propres de Cobepa sont traitées comme si elles avaient été annulées. La valeur de ces actions propres, prise en compte par l'Offrant, est donc nulle. D'autre part, dans le calcul final de l'ANR par action, l'Offrant divise l'ANR total par un nombre d'actions dont sont déduites les actions propres. ING considère que la méthode retenue est cohérente.
- L'Offrant a tenu compte des intérêts courus pour la période comprise entre le 1er juillet 2003 et le 22 août 2003, réduits des frais de fonctionnement encourus et calculés après impôts. ING approuve ces ajustements.
- ING n'a pas estimé devoir redresser les provisions actées.

1.2.5. Latences Fiscales

Le principe même de l'OPR consiste à donner aux porteurs d'Actions, un accès immédiat à la liquidité de leur investissement en Cobepa. ING considère donc qu'il est logique de tenir compte de l'impôt qui serait dû sur les réserves immunisées, dans l'hypothèse où celles-ci viendraient à être redistribuées et où leur caractère intangible ne serait plus assuré.

Afin de déterminer le montant de ces latences fiscales, l'Offrant a réduit les réserves immunisées à concurrence du capital revalorisé des sociétés concernées et du montant des pertes fiscales au 31 décembre 2002. L'Offrant a ensuite appliqué au montant des réserves immunisées ainsi redressé, le taux actuel de l'impôt des sociétés, soit 33,99%.

ING confirme que cette approche est conforme aux normes fiscales en vigueur.

En outre, l'Offrant a réduit les latences fiscales en appliquant une décote forfaitaire de 25%. ING considère que cette réduction forfaitaire, qui n'a pas toujours été appliquée dans des opérations comparables, est favorable aux porteurs d'Actions.

1.2.6. Autres

Pour le calcul de l'ANR, l'Offrant a repris les actifs immobiliers (et divers) de Cobepa à leur valeur comptable et a procédé à certaines réévaluations. C'est ainsi que la valeur prise en compte pour le patrimoine immobilier de Mosane correspond à l'expertise réalisée dans le cadre de l'offre publique de reprise de Mosane.

Par ailleurs, l'Offrant a logiquement déduit les intérêts de tiers dans Ibel, CPI et Bogerco.

ING juge ces approches correctes.

2. Appréciation d'ING quant à savoir si le Prix de l'OPR sauvegarde les intérêts des porteurs d'Actions

2.1. Titres cotés en bourse

La prise en compte des cours « spot » au 22 août 2003 aboutit à une valeur légèrement plus favorable que celle retenue par l'Offrant et fondée sur la moyenne des cours de bourse de

clôture des 20 séances précédant et incluant le 22 août 2003. Ce résultat est dû à la tendance haussière des marchés boursiers, mais ne remet pas en cause la méthode appliquée par l'Offrant.

En outre, l'Offrant a choisi de ne pas appliquer les décotes usuelles pour liquidité réduite. Celles-ci auraient amené une diminution de l'ANR de l'ordre de €2 par action Cobepa.

ING est donc d'avis que la valeur des titres cotés détenus par Cobepa a été équitablement calculée par l'Offrant.

2.2. Titres des sociétés non cotées

Les vérifications effectuées par ING conduisent à quelques divergences mineures par rapport aux valeurs retenues par l'Offrant. Toutefois, les différences relevées n'ont pas d'impact significatif sur le résultat final. Dès lors, ING considère que l'ANR des titres non cotés a été équitablement calculé par l'Offrant.

2.3. Fonds de capital à risque

2.3.1. PAILBO Fund

Comme expliqué ci-dessus, ING a procédé à une évaluation des participations encore en portefeuille, en se basant sur les informations, relatives aux sociétés, mises à la disposition des investisseurs du fonds. La valeur ainsi obtenue est légèrement supérieure à celle de l'approche théorique de l'Offrant. Toutefois les résultats de ce travail doivent être considérés avec prudence, et n'ont pas un impact significatif sur la valeur globale de Cobepa.

Par ailleurs, la prise en compte du prix d'une transaction récente entre investisseurs professionnels est une référence prépondérante (cf. supra). Or le prix de la cession dont question induit une valeur sensiblement inférieure à la valeur calculée par l'Offrant.

Aussi ING conclut-il au caractère équitable de la valeur calculée par l'Offrant pour la participation de Cobepa dans PAILBO Fund.

2.3.2. PAI Europe III

Tout comme pour PAILBO Fund, ING a procédé à une évaluation des participations du portefeuille actuel de PAI Europe III, en se basant sur les informations mises à la disposition des investisseurs du fonds. Cette évaluation des participations, hors *carried interest*, aboutit à une valeur légèrement plus favorable que celle retenue par l'Offrant. Il faut cependant noter que la jeunesse du fonds et des investissements réalisés ainsi que la faible proportion de capital appelé rendent l'évaluation du fonds, ligne par ligne, particulièrement aléatoire.

Pour PAI Europe III aussi, une référence transactionnelle valable existe. Et ici aussi, le prix de deux transactions connues induit une valeur inférieure à celle de l'évaluation effectuée par l'Offrant.

De ce fait, ING considère que la valeur de PAI Europe III est équitablement calculée par l'Offrant.

2.4. Fonds deroulement

ING estime que la valeur du fonds deroulement est équitablement calculée par l'Offrant.

2.5. Latences fiscales

ING considère que la réduction de l'ANR de Cobepa opérée par l'Offrant au titre des latences fiscales est équitable tant dans son principe qu'à un niveau de montant.

2.6. Autres

ING est d'avis que les valeurs retenues par l'Offrant pour les actifs immobiliers (et divers) de Cobepa sont équitables, et que la déduction des intérêts de tiers est justifiée tant dans son principe qu'à un niveau de montants.

2.7. Prix de l'OPR

Il est exact que certaines méthodes d'évaluation alternatives, adoptées à titre de comparaison par ING, aboutissent à des différences légères (positives et négatives) par rapport à l'évaluation de l'Offrant. Toutefois ces différences n'ont pas d'impact significatif sur la valeur totale de l'ANR de Cobepa calculé par l'Offrant sur le Prix de l'OPR.

Il faut rappeler ici que l'OPR a pour effet de donner aux porteurs d'Actions, un accès immédiat à la liquidité de leur investissement en Cobepa, alors que le marché boursier des titres Cobepa est particulièrement peu liquide et applique une décote de holding.

ING considère dès lors que le Prix de l'OPR est un prix équitable.

3. Conclusion

L'Offrant a utilisé un ensemble de méthodes d'évaluation afin de calculer l'ANR de Cobepa. Les méthodes adoptées par l'Offrant sont, selon ING, pertinentes au regard des critères d'évaluation usuellement retenus et conviennent pour l'évaluation de Cobepa et la justification du Prix de l'OPR.

De même, ING estime que le Prix de l'OPR est effectivement de nature à sauvegarder les intérêts des porteurs d'Actions.

Bruxelles, le 3 septembre 2003

Pour ING Belgique S.A.

Arnaud Laviolette
Head of Investment Banking

Eric Boyer de la Girouday
Administrateur délégué