

FAIRNESS OPINION

A l'attention du Conseil d'administration de Acorn Alternative Strategies AG

Evaluation de l'adéquation financière de l'offre publique d'échange (OPE) de Sarabet AG, Bâle, pour toutes les actions nominatives de Acorn Alternative Strategies AG, Bâle, non encore détenues par Sarabet AG en parts du fonds Sarasin Torneo Multistrategy Fund (CHF) nouvellement créé et autorisé en Suisse.

21 septembre 2006

Swiss Capital Alternative Investments AG

Talacker 41
Case postale 2865
CH-8022 Zurich

Téléphone: +41 44 226 52 52
Fax: +41 44 226 53 52
www.swisscap.com

Sommaire

1.	Exposé de la situation	5
2.	Mandat / Tâches de Swiss Capital Alternative Investments AG.....	6
3.	Structure de la transaction.....	7
4.	Liquidation de AAG.....	8
5.	Examen et analyse des calculs de VAN (Torneo et Acorn) mis à disposition au 31/07/2006	9
6.	Evaluation de la valorisation prévue par Sarabet	12
7.	Relations d'affaires entre Swiss Capital Alternative Investments AG et Sarasin & Cie SA	19
8.	Appréciation globale	20

Annexe 1: Structure de AAG

Abréviations et définitions

Les définitions des termes et abréviations utilisés dans la présente Fairness Opinion sont les suivantes:

CHF	Francs suisses
COPA	Commission des offres publiques d'acquisition (autorité fédérale)
Décote / prime	Différence en pourcentage entre la valeur d'actif nette et le cours de Bourse d'un titre (action) à une date donnée ou sur une certaine période
Déport	Différence (négative) en pourcentage entre l'offre d'échange («Offer Price» ou prix offert) et la valeur d'actif nette à une date donnée (p. ex. prix de l'action la veille de l'annonce préalable de l'offre d'échange et VAN à la dernière date de publication de la VAN) ou sur une certaine période (p. ex. prix moyen de l'action/VAN sur une certaine période)
EUR	Euro
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (loi sur les bourses) du 24/03/1995
Liquidité de l'action	Rapport (en pourcentage) entre les volumes d'actions négociées chaque semaine et le total des titres en circulation à une date donnée (jour) ou sur une certaine période. Le rapport est (généralement) calculé en tant que moyenne annuelle un an avant la publication de l'annonce préalable d'une offre d'échange
Lock-up	Délai consécutif à l'investissement initial, durant lequel un investisseur ne peut pas vendre son investissement / demander son rachat par le fonds, ou pendant lequel le fonds correspondant n'est pas tenu de racheter les parts en circulation d'un investisseur
mio.	million(s)

Offre d'échange	Offre publique d'échange pour toutes les actions nominatives qui ne sont pas encore détenues par Sarabet AG
Offer Price	Prix offert
OOPA	Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition du 21/07/1997
p. a.	per annum (par an)
Payment-in-kind	Païement sous forme de prestations en nature
Prime	Cf. décote
Prix offert	Prix offert en CHF pour chaque action nominative couverte par l'offre d'échange
Rapport d'échange	Le rapport d'échange détermine combien de parts de fonds nouvellement émises un actionnaire reçoit pour la livraison d'une action nominative
SPI	Swiss Performance Index
USD	Dollar américain
VAN	Valeur d'actif nette (identique à la valeur d'inventaire nette). La VAN d'une action ou d'une part de fonds correspond à la fortune nette divisée par le nombre d'actions ou de parts de fonds en circulation. Elle désigne donc la juste valeur d'une action ou d'une part de fonds et est régulièrement calculée par l'émetteur du fonds.

Au Conseil d'administration
Acorn Alternative Strategies AG
Wallstrasse 7
4051 Bâle (Suisse)

Fairness Opinion

Messieurs,

Dans la présente Fairness Opinion, Swiss Capital Alternative Investments AG («Swiss Capital») entend s'exprimer sur l'adéquation de l'offre publique d'échange de Sarabet AG («Sarabet») aux actionnaires de Acorn Alternative Strategies AG («Acorn» ou «AAG»), prévoyant l'échange direct des actions AAG en parts du fonds de placement nouvellement créé et autorisé en Suisse Sarasin Torneo Multistrategy Fund (CHF) («Torneo» ou «Torneo Fund»).

1. Exposé de la situation

AAG est une société de participation cotée à la SWX Swiss Exchange avec une structure de fonds de hedge funds, dont le siège se trouve à Bâle, qui investit par le biais de deux filiales (Acorn Alternative Strategies (Overseas) Ltd. et Acorn Alternative Strategies (Plus) Ltd.) basées aux îles Caïmans. Sarasin Non Traditional AG, une filiale à 100% de la Banque Sarasin & Cie SA («Sarasin»), est l'Investment Manager de ces deux filiales. Voir l'annexe 1 pour une représentation graphique de la structure d'AAG.

Sarabet AG («Sarabet») est également une filiale à 100% de Sarasin. Sarabet soumet aux actionnaires de AAG une offre publique d'échange portant sur toutes les actions nominatives non encore détenues par Sarabet. Pour une action de AAG, Sarabet propose 1,66 part («rapport d'échange») du fonds de placement Sarasin Torneo Multistrategy Fund (CHF) nouvellement créé et autorisé en Suisse. Torneo effectue des investissements largement diversifiés au plan mondial dans des hedge funds et, en tant que fonds de hedge funds, est soumis à la législation suisse sur les fonds de placement dans la catégorie «autres fonds présentant un risque particulier». Nous avons mis en parallèle les directives de placement de AAG et de Torneo et estimons qu'elles sont comparables.

La contre-valeur de l'offre d'échange sur la base de la VAN du Torneo Fund de 99 CHF au 31/07/2006 correspond à une prime de 15,7% sur le cours de clôture boursier de Acorn de 142,0 CHF au 21/09/2006 et à une prime de 14,7% sur le cours d'ouverture moyen de l'action Acorn entre le 02/08/2006 et le 21/09/2006¹.

2. Mandat / Tâches de Swiss Capital Alternative Investments AG

Les tâches incombant à Swiss Capital sont les suivantes:

Etablissement d'une Fairness Opinion à l'attention des administrateurs de AAG, dans laquelle Swiss Capital prend position sur l'adéquation de l'offre d'échange proposée pour la transaction évoquée.

- Présentation et appréciation de la structure de transaction prévue
- Appréciation de l'évaluation prévue par Sarabet en vue de la fixation du rapport d'échange au 31/07/2006 compte tenu des scénarios alternatifs pour les actionnaires de AAG
- Examen et analyse des calculs de la valeur d'actif nette («VAN») de AAG et Torneo à disposition au 31/07/2006 ainsi que des hypothèses sous-jacentes

L'expertise ne constitue en aucun cas une recommandation d'accepter ou de refuser l'offre d'échange. Elle ne contient non plus aucune déclaration ou appréciation sur les conséquences que pourrait avoir une décision d'acceptation ou de refus de l'offre. Aucune conclusion ou appréciation quant à l'évolution future de la valeur des actions de AAG (en cas de refus) ou des parts du Torneo Fund n'est par ailleurs formulée et aucun audit n'a été effectué.

Afin d'établir la Fairness Opinion, Swiss Capital Alternative Investments AG a procédé aux activités et analyses suivantes:

- Examen du projet du 12/09/2006 relatif à l'annonce préalable de l'offre d'échange
- Examen du projet du 11/09/2006 relatif au prospectus de l'offre
- Examen des calculs effectués par Sarabet pour la fixation du rapport d'échange
- Examen des comptes annuels de AAG et de Sarabet AG au 31/12/2005 ainsi que du rapport semestriel de AAG au 30/06/2006

¹ Source: Bloomberg, 21/09/2006

- Analyse et appréciation de la structure de transaction choisie compte tenu des conséquences fiscales pour les actionnaires privés et les actionnaires institutionnels (chapitre 3)
- Appréciation d'un scénario de liquidation de AAG du point de vue des actionnaires (chapitre 4)
- Examen et analyse des calculs de la valeur d'actif nette fournis par AAG et Torneo (chapitre 5)
- Analyses historiques des cours et des volumes (y compris l'analyse de la décote) de l'action nominative de AAG au travers de données de marché publiquement accessibles (chapitre 6A)
- Analyse de la décote des actions AAG en circulation par rapport à d'autres sociétés d'investissement comparables cotées à la SWX (chapitre 6A)
- Analyse de la liquidité des actions AAG en circulation par rapport à d'autres sociétés d'investissement comparables cotées à la SWX (chapitre 6A)
- Analyse du déport au moyen du
 - calcul des coûts d'opportunité de Sarabet
 - calcul des coûts de transaction de Sarabet
 - calcul du risque de marché de Sarabet (chapitre 6B)
- Analyse des informations publiquement accessibles sur des transactions comparables (chapitre 6C)
- Discussions avec les collaborateurs de Sarasin et d'autres conseillers
- Discussions avec les collaborateurs du gestionnaire de fonds Citco à des fins de vérification de la VAN

3. Structure de la transaction

La transaction a pour objectif et finalité de transférer une société d'investissement cotée à la SWX Swiss Exchange dans un fonds ouvert de droit suisse.

Sarasin a choisi la procédure suivante sur deux étapes: (a) Transfert d'environ 143,9 millions de CHF de AAG par réduction de la valeur nominale et versement sous forme de parts du fonds de placement Torneo Fund («Payment-in-kind») et (b) Offre d'échange de Sarabet pour AAG également sous la forme d'un versement de parts de fonds.

Dans un premier temps, AAG a décidé de réduire la valeur nominale du capital-actions de AAG de 145 400 000 CHF à 1 454 000 CHF. La valeur nominale des actions a été réduite de 100 CHF à 1 CHF par l'attribution de parts du Sarasin Torneo Multistrategy Fund. Une part du fonds Torneo avec une VAN de 99 CHF a par conséquent été attribuée pour chaque action nominative de Acorn.

Avec les quelque 143,9 millions de CHF de capitaux perçus suite à la réduction de la valeur nominale de Acorn, Torneo s'est engagé à acquérir 23 positions de hedge funds auprès de Acorn à leur valeur de marché à la date d'achat.

La présente offre d'échange prévoit à présent, dans une deuxième phase, le transfert du portefeuille restant de Acorn (moins les hedge funds résiliés et les liquidités/débiteurs) sur le Torneo Fund. Au cas où l'offre d'échange aboutirait, il est prévu d'acheter la majeure partie du portefeuille au 31/10/2006 et le reste du portefeuille au 30/11/2006.

Par le biais de la structure de la transaction, le rapport d'échange est fixé pendant quatre mois entre le 31/07/2006 et le 30/11/2006 (échange des actions et comptabilisation des parts de fonds s'il n'y a aucune prolongation de la durée de validité de l'offre).

Ainsi que le suggèrent les documents mis à notre disposition, cette procédure a notamment été choisie afin de garantir le respect de la disposition relative au prix minimum selon l'art. 10 al. 5 OOPA/COPA en relation avec l'art. 32 LBVM.

Du point de vue de l'actionnaire privé, le transfert dans un fonds ouvert a été assuré, dans la mesure du possible, par le biais d'une réduction de la valeur nominale sans incidence fiscale de 100 CHF à 1 CHF. Le lancement d'une offre d'échange a été choisi pour la partie demeurant dans AAG, afin d'éviter les conséquences fiscales négatives d'une liquidation (notamment pour les actionnaires privés). Voir le prochain chapitre 4.

4. Liquidation de AAG

En cas de liquidation de AAG, les liquidités subsistant après la liquidation des investissements et des filiales de AAG et le paiement de toutes les dettes seraient distribuées aux actionnaires.

Pour les actionnaires fiscalement domiciliés en Suisse qui détiennent les actions dans leur patrimoine privé, la différence entre la valeur nominale des actions et le produit de la liquidation est assujettie à l'impôt sur le revenu. Il existe des différences d'imposition au niveau cantonal. Le principe de la valeur comptable s'applique aux actionnaires qui détiennent les actions dans leur patrimoine commercial. Autrement dit, la différence entre la valeur comptable fiscalement

déterminante et le produit de la liquidation sert de base de calcul. Selon la forme juridique de l'actionnaire et le montant de la participation, son imposition est réduite par la déduction de participation et/ou le privilège de holding.

La différence entre la valeur nominale des actions et le produit de la liquidation est en outre assujettie à l'impôt anticipé de 35%. Les actionnaires domiciliés en Suisse peuvent en principe demander le remboursement de cet impôt ou sa prise en compte pour leurs autres impôts. S'agissant des actionnaires étrangers, l'étendue et la possibilité de la demande de remboursement dépendent de l'existence et de la teneur d'une éventuelle convention de double imposition conclue entre leur pays de résidence et la Suisse.

D'après nos analyses, un scénario de liquidation se traduirait par un produit nettement inférieur à l'offre d'achat compte tenu des impôts perçus en Suisse, notamment pour les actionnaires privés et les actionnaires domiciliés à l'étranger, qui sont dans l'impossibilité de déduire ou de demander le remboursement de la totalité de l'impôt anticipé en raison des conventions de double imposition existantes².

5. Examen et analyse des calculs de VAN (Torneo et Acorn) mis à disposition au 31/07/2006

Les sociétés d'investissement et les fonds sont habituellement évalués sur la base de la VAN (aux valeurs de marché). Les investissements en parts de hedge funds détenus par AAG et Torneo constituent les actifs essentiels lors du calcul de leur VAN. En règle générale, il n'existe aucune valeur de marché pour les parts de hedge funds. Aussi, ces dernières sont valorisées en fonction de la VAN, à l'instar des sociétés de placement. Cette VAN correspond à une juste valeur qui est susceptible de s'écarter sensiblement de la valeur de marché lorsque les marchés existants sont liquides.

Le calcul d'une telle VAN est réalisé conformément aux dispositions du prospectus des différents hedge funds et est généralement confié à un administrateur indépendant du gestionnaire de hedge fund. Certaines juridictions acceptent cependant la dépendance de l'administrateur par rapport au gestionnaire de hedge fund. (D'après les documents qui nous ont été fournis par AAG, il existe un tel hedge fund avec administration dépendante au sein de AAG au 30/06/2006, mais son bilan est révisé chaque année par Ernst&Young. Le poids de ce hedge fund dans la valeur totale du portefeuille de AAG est de 1,43% au 30/06/2006.)

² En ce qui concerne les éventuelles conséquences fiscales pour les actionnaires en cas d'acceptation de l'offre d'échange, nous renvoyons par ailleurs au chiffre 1.9. de l'offre d'échange.

L'administrateur effectue le calcul de la VAN conformément aux directives d'évaluation dans le prospectus du hedge fund correspondant et le met à la disposition des investisseurs. Les investisseurs en hedge funds, et donc également AAG et Torneo en tant que fonds de hedge funds typiques, se fondent sur ces calculs indépendants de la VAN lors de la valorisation des parts de hedge funds, dans la mesure où il n'y a aucune raison de considérer qu'une telle évaluation ne constitue pas un indicateur suffisant pour la juste valeur.

Evaluation de Torneo

La VAN de Torneo au 31/07/2006 correspond au montant en espèces de 143,9 millions de CHF viré au titre de la réduction du capital de Acorn. Des parts de fonds ont été émises dans un volume correspondant. Nous disposons d'une évaluation du fonds (calcul de la VAN) au 31/07/2006 par le comptable du fonds Balfidor Treuhand AG, Bâle, qui confirme ces valeurs. Les liquidités de 143,9 millions de CHF nous ont par ailleurs été confirmées au 31/07/2006 par le dépositaire, la Banque Sarasin & Cie SA.

Conformément au contrat d'achat du 28/07/2006, Torneo s'est engagé à acquérir un certain nombre d'investissements en hedge funds (23 au total) auprès de AA Overseas et AA Plus au prix du marché à la date de la vente. Trois de ces investissements en hedge funds ne pourront être transférés ou vendus qu'à la fin d'un trimestre, c.-à-d. au 30/09/2006 (valeur d'environ 22 mio. de CHF au 31/07/2006). Au 31/07/2006 (23 positions de hedge fund) respectivement au 30/09/2006 (3 positions de hedge fund), ces investissements en hedge funds sont encore détenus par AAG, qui s'est déjà engagé pour sa part à les transférer au 01/08/2006 (20 positions de hedge fund) respectivement au 01/10/2006 (3 positions de hedge fund). Aussi, la performance (positive ou négative) de ces investissements en hedge funds sera intégrée dans le compte de résultats de Torneo à partir du 01/08/2006 respectivement du 01/10/2006. Concernant le transfert des parts de hedge funds et leur évaluation, nous renvoyons à nos travaux en relation avec la vérification du portefeuille de AAG ainsi qu'à nos explications introductives. Aux termes du contrat d'achat du 18-19/09/2006, la reprise des autres positions du portefeuille de hedge funds de AAG aura lieu aux valeurs de marché après la conclusion de l'offre d'échange, sachant qu'il est prévu de reprendre la majeure partie le 31/10/2006 et le reste le 30/11/2006.

Valorisation de AAG

AAG investit dans des hedge funds par le biais de deux filiales Acorn Alternative Strategies (Overseas) Ltd. et Acorn Alternative Strategies (Plus) Ltd. Les valorisations des différents hedge funds sont réalisées par les administrateurs des

hedge funds respectifs et sont transmis par ces derniers au service de pricing de Citco Fund Services. Citco Group est l'un des principaux prestataires indépendants au monde dans le domaine des services de garde et d'administration pour les hedge funds et fonds de hedge funds. Citco administre également une partie des hedge funds dans lesquels ont investi AAG et Torneo. En tant que dépositaire et administrateur de AA Overseas et AA Plus, Citco collecte chaque mois les prix des investissements en hedge funds et procède aux calculs de VAN de AA Overseas et AA Plus. Ces valeurs sont transmises tous les mois par Citco au comptable du fonds Balconsult AG désigné par l'administrateur Sarasin, qui procède sur cette base à un calcul consolidé de la VAN pour AAG. Les résultats de ce calcul sont ensuite adressés à l'administrateur Sarasin, qui procède à un contrôle supplémentaire avant publication de la VAN.

Le processus d'évaluation mensuel est conforme à la méthode habituellement utilisée dans le secteur des hedge funds pour le calcul d'une VAN (=Fair Value) pour un fonds de hedge funds. Sur la base des documents communiqués par Balconsult AG et Sarasin, nous avons contrôlé la plausibilité et vérifié les principales positions du bilan de AAG et de ses filiales au 31/07/2006. Le contrôle de plausibilité inclut la vérification des sommes et des totaux de différents bilans partiels afin de calculer les valeurs consolidées ainsi que la vérification de la cohérence interne, c.-à-d. le contrôle de la conformité des sommes figurant sur les récapitulatifs détaillés de certaines positions avec les positions du bilan.

Nous avons par ailleurs effectué les contrôles suivants par échantillonnage:

- Vérification de la VAN de certains hedge funds conformément au relevé de dépôt et au calcul de la VAN par Citco le 31/07/2006 grâce à des confirmations de VAN indépendantes pour les différents hedge funds déterminants.
- Confirmation des liquidités au 31/07/2006 par les banques dépositaires
- Evaluation des contrats à terme en cours au 31/07/2006 via Bloomberg
- Examen des confirmations des gestionnaires de hedge funds concernant la cession à Torneo des parts de hedge funds jusqu'à présent détenues par Acorn avec maintien des conditions de placement actuelles (notamment les dispositions en matière de Lock-up)
- Consultation de la garantie de Sarasin limitée au 31/07/2007 visant à assurer le remboursement des parts de hedge funds déjà résiliées pour un montant maximal de 6,24 mio. d'USD.

Les VAN de Acorn et Torneo utilisées pour le calcul du rapport d'échange coïncident avec les documents de calcul de la VAN mis à notre disposition. Sur la

base des travaux que nous avons réalisés, nous n'avons fait aucun constat nécessitant une adaptation des calculs de VAN qui nous ont été présentés.

6. Evaluation de la valorisation prévue par Sarabet

La contre-valeur de l'offre d'échange sur la base de la VAN du Torneo Fund de 99 CHF au 31/07/2006 correspond à une prime de 15,7% sur le cours de clôture boursier de Acorn de 142,0 CHF au 21/09/2006 et à une prime de 14,7% sur le cours d'ouverture moyen de l'action Acorn entre le 02/08/2006 et le 21/09/2006. Le déport par rapport à la VAN de Acorn au 31/07/2006 est de 3,4%³.

L'évaluation de l'adéquation de l'offre d'échange par Swiss Capital s'appuie essentiellement sur trois paramètres:

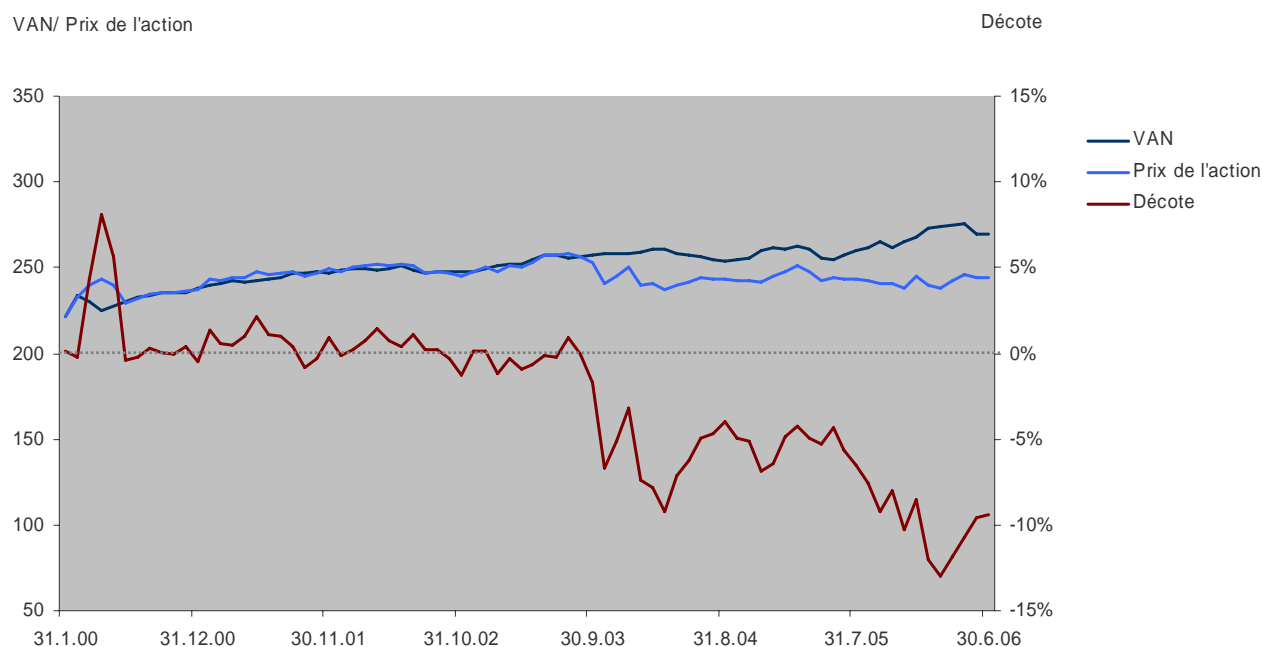
- (A) analyse du prix des actions: celle-ci permet d'apprécier l'adéquation de la prime dans la perspective de la structure de transaction choisie (notamment compte tenu des aspects relatifs à la décote et à la liquidité);
- (B) analyse du déport: celle-ci permet d'évaluer l'adéquation du déport du prix offert par rapport à la VAN et est notamment réalisée dans la perspective des coûts pour Sarabet;
- (C) analyse supplémentaire: des transactions similaires comparables ont été utilisées pour contrôler la plausibilité de (A) et de (B).

³ Source: Bloomberg, 21/09/2006

(A) Analyse du prix des actions

Les actions de la société d'investissement Acorn sont cotées à la SWX Swiss Exchange depuis le 25/01/2000. Le graphique 1 montre que le cours de l'action (10,2%) mais aussi la valeur d'actif nette (21,7%) ont évolué positivement depuis la cotation jusqu'à la réduction de la valeur nominale, la décote ayant augmenté durant cette période⁴. Au 31/07/2006, après réduction de la valeur nominale, la décote sur la VAN était de 14,2%⁵.

Graphique 1: Acorn: VAN/cours/décote depuis la cotation (avant réduction de la valeur nominale)



Source: Bloomberg

Le graphique 2 compare la décote de Acorn à celle d'autres sociétés d'investissement cotées à la SWX Swiss Exchange. Les moyennes des décotes hebdomadaires pendant la dernière année ont été comparées⁶. Le critère de sélection des sociétés d'investissement comparables retenait principalement le même champ d'activité, à savoir des investissements dans des placements

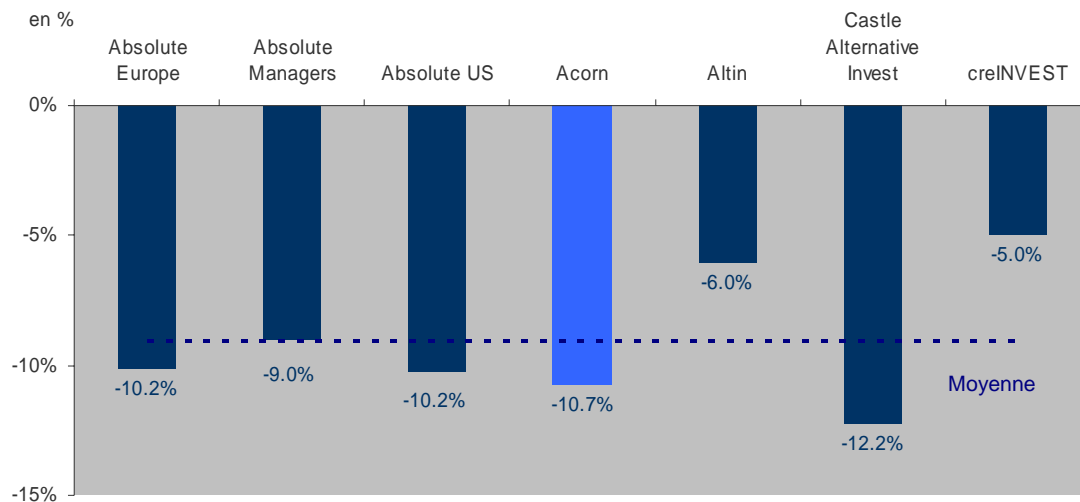
⁴ Série temporelle analysée: 31/01/00 – 30/06/2006 à la fin du mois

⁵ Source: AAG

⁶ Jour de référence: 20/09/2006

alternatifs ou dans des hedge funds⁷. La décote de Acorn se situe légèrement au-dessus de la moyenne du groupe de comparaison et peut, en termes absolus, être qualifiée d'élevée avec une moyenne de 10,7%.

Graphique 2: analyse des décotes d'entreprises comparables



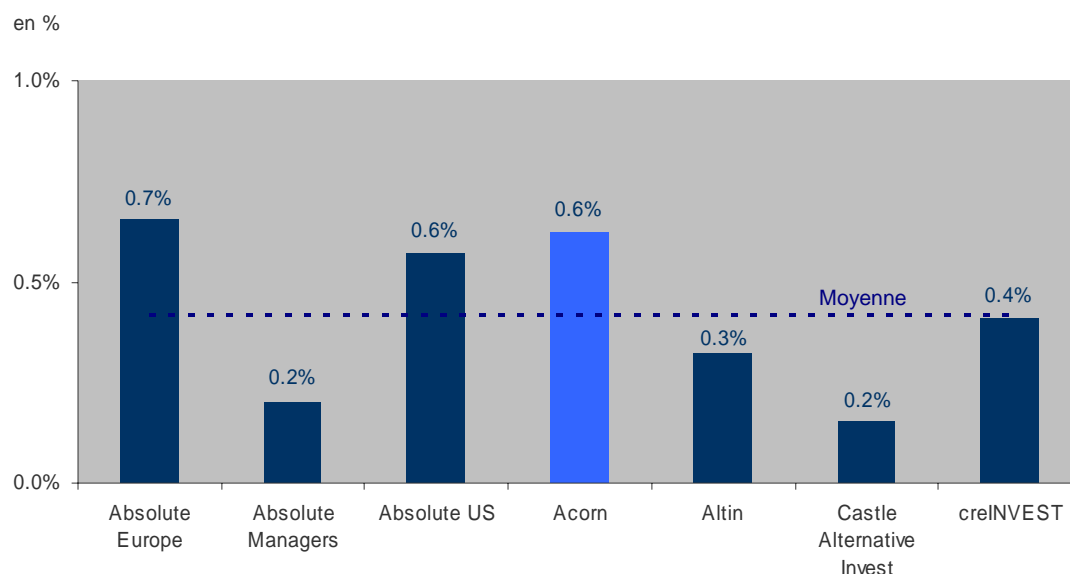
Source: Bloomberg, 21/09/2006

Le graphique 3 présente les volumes négociés chaque semaine en pourcentage du total des actions en circulation, respectivement la liquidité de l'action Acorn et des actions de sociétés d'investissement sélectionnées ayant investi dans des hedge funds au cours des douze derniers mois⁸. La liquidité des titres Acorn est certes supérieure à la moyenne du groupe de comparaison, mais celui-ci se négocie globalement avec un déport qui s'explique notamment par une liquidité réduite.

⁷ Les sociétés d'investissement cotées à la SWX Swiss Exchange présentant la structure d'un fonds de fonds, mais investissant principalement dans des fonds de private equity, ainsi que les sociétés d'investissement réalisant des investissements directs ont été exclues de la comparaison (p. ex. Absolute Private Equity, Private Equity Holding, ShaPE Capital)

⁸ Jour de référence: 15/09/2006

Graphique 3: analyse de la liquidité



Source: Bloomberg, 21/09/2006

(B) Analyse du déport

L'évaluation de l'adéquation financière du déport de 3,4% par rapport à la VAN au 31/07/2006 porte sur les points suivants:

- Coûts d'opportunité de Sarabet
- Coûts de transaction de Sarabet
- Acceptation du risque de marché par Sarabet

Coûts d'opportunité de Sarabet AG

Il est capital pour la transaction que l'échange des actions de AAG contre des parts du Torneo Fund ne soit pas assimilé à une liquidation partielle (dite indirecte) pour les personnes physiques domiciliées en Suisse en tant qu'actionnaires de AAG (détenant leurs actions dans leur patrimoine privé) (voir également le chiffre 4.).

Pour s'en assurer, Sarasin a sollicité un rescrit fiscal auprès de l'AFC daté du 28/02/06, ainsi qu'auprès de l'administration des impôts de Bâle-Ville daté du 05/04/2006.

Pour l'octroi des rescrits fiscaux, il était, entre autres, déterminant que (a) le financement du prix d'achat ne débouche pas sur un appauvrissement de AAG au titre de sa substance existante ou que (b) le financement du prix d'achat ne débouche pas sur un appauvrissement de AAG au titre de ses bénéfices futurs. De plus (c), le repreneur Sarabet s'est engagé à ne pas absorber cette filiale pendant les cinq années suivant la reprise.

Ces conditions sont prises en compte dans le sens où Sarabet finance comme suit le prix d'échange d'environ 227 mio. de CHF conformément aux obligations édictées par les rescrits fiscaux:

- prêt de Sarasin: environ 45%
- fonds propres de Sarabet: environ 55%⁹

Du point de vue fiscal actuel, il ne serait pas admissible que Sarabet finance sa part de fonds propres par l'emprunt, car un tel mode de financement serait très certainement assimilé à un contournement de la disposition sur la liquidation partielle indirecte (voir ci-dessus).

Du fait de cette obligation, Sarabet devra lier pendant cinq ans un montant de fonds propres substantiel.

Différents benchmarks peuvent être utilisés afin de quantifier les coûts d'opportunité pour les fonds propres engagés. Nous considérons que le rendement des fonds propres de Sarabet, qui était d'environ 8% au 31/12/2005, est un benchmark correct.

En plus des fonds propres, Sarasin met à disposition un prêt (environ 45% du prix d'échange). Pour un rapprochement avec les frais de financement sur 5 ans pour Sarasin, le swap à cinq ans (de 2,6%¹⁰) majoré d'une marge de crédit de 25 pb nous semble être un bon indice de comparaison.

Sur une base pondérée, les frais de financement pour Sarasin représentent donc environ 5,7%.

En regard de ces coûts, des revenus issus du portefeuille de placements de AAG existent. En principe, Sarabet est libre de choisir la politique de placement dans AAG. A notre avis, seuls les rendements de placements conservateurs peuvent être utilisés pour une comparaison correcte des revenus de placements possibles avec les coûts susmentionnés, car Sarasin propose avant tout la transaction afin de permettre un transfert des actions en parts de fonds aussi avantageux que possible pour les actionnaires de Acorn. Jusqu'à un certain point, Sarasin est également disposé à supporter les frais correspondants. A notre avis, il serait toutefois erroné de comparer les frais occasionnés à des rendements de titres à haut rendement et, partant, à risque élevé, car un tel risque serait disproportionné par rapport à la finalité de l'offre d'échange.

⁹ Conformément aux comptes annuels de Sarabet au 31/12/2005 dont nous disposons, la société dispose des fonds propres suffisants

¹⁰Source: Bloomberg, 21/09/2006

En revanche, la comparaison des frais de financement d'environ 5,7% à un placement sûr dans un portefeuille obligataire de qualité A/AA, qui rapporte actuellement quelque 2,5%¹¹ avant impôts, fait clairement apparaître les coûts qui en résultent pour Sarasin.

Il est possible que la loi fédérale du 23/06/2006 sur des modifications urgentes de l'imposition des entreprises entre en vigueur au 01/01/2007. Il est possible qu'il puisse en résulter certains allègements a posteriori pour Sarabet concernant le financement de la reprise. Par exemple, une partie des fonds propres nécessaires pourrait être remplacée par des capitaux empruntés avant l'expiration du délai de cinq ans. Etant donné que nous ne savons pas à l'heure actuelle si des allègements seront accordés, ni quand ni sous quelle forme, il ne nous semble pas judicieux de les quantifier. Nous pensons plutôt que Sarabet devrait partir du principe que d'éventuels allègements ne seront mis en place qu'ultérieurement et ne modifieront qu'en partie les besoins en matière de fonds propres.

Prise en charge des frais de transaction par Sarabet

Sarabet nous a divulgué un récapitulatif des frais qui lui sont occasionnés dans le cadre de la transaction, par exemple les droits de timbre, les frais d'insertion et d'impression, les frais d'avocat, etc. Ce récapitulatif et les différentes positions sont plausibles et représentent environ 1% de la valeur de l'offre.

Acceptation du risque de marché par Sarabet

En soumettant aux actionnaires de Acorn une offre d'échange fondée sur la VAN de AAG et de Torneo au 31/07/2006, Sarasin accepte le risque et la chance de voir les deux VAN évoluer en sens contraire, ce qui, en fonction de l'évolution, entraînerait un gain ou une perte pour Sarabet. Etant donné que les deux véhicules de placement disposent en principe d'un portefeuille de placements très similaire (caractérisé par une faible volatilité), des évolutions contraires massives sont à notre avis improbables.

La déduction théorique du risque de marché peut être résumée comme suit:

Au 31/07/2006, Sarasin s'engage à reprendre auprès de l'actionnaire de Acorn un placement AT au prix de P^{AT}_0 dans un délai de quatre mois (30/11/2006)¹². La transaction sera réglée au 30/11/2006.

¹¹ Source: Bloomberg, 21/09/2006

¹² Le prix actuel P^{AT}_0 est défini en tant que rapport, VAN^A_0 / VAN^T_0 , où VAN^A_0 désigne la valeur d'actif nette actuelle du fonds de fonds A et NAV^T_0 la valeur d'actif nette actuelle du fonds de fonds T

Le risque de marché est symétrique et le contrat ne comporte aucune optionnalité. Sarabet assume un risque de marché. Si le prix du placement est inférieur au prix actuel à la fin de l'échéance, la perte sera égale à $P^{AT}_0 - P^{AT}_T$. Si le prix du placement est supérieur au prix actuel à la fin de l'échéance, un bénéfice de $P^{AT}_T - P^{AT}_0$ pourra être réalisé.

Au vu de la structure choisie, la transaction décrite correspond toutefois à un contrat à terme simple, dont l'évaluation peut être déduite comme suit:

Le prix d'un contrat à terme T^{AT}_0 est habituellement déterminé à l'aide d'une évaluation d'arbitrage, ce qui signifie qu'aucune prime ne doit être utilisée pour la prise en charge du risque de marché. Sur le fond, il est ainsi supposé que le placement AT peut être acheté dès aujourd'hui et conservé jusqu'à l'échéance. Il en résulte un prix théorique de $P^{AT}_0 \exp(r_{0,T})$ pour le contrat à terme T^{AT}_0 . Par rapport au prix fixé de P^{AT}_0 , le prix théorique s'élève à $P^{AT}_0 \exp(r_{0,T})$, ce qui, dans l'hypothèse d'un taux LIBOR à quatre mois de 1,8%¹³, signifie que l'évaluation du contrat est d'environ 0,6% trop basse.

En résumé, il est possible d'affirmer que la valeur du contrat à terme est marginale en comparaison des frais précités.

(C) Autres analyses afférentes au contrôle de plausibilité

Comparaison avec d'autres transactions similaires

Le graphique 4 présente les déports pour des transactions similaires. Seules les offres publiques de rachat de sociétés de placement investies en hedge funds (à l'instar de Acorn) ont été retenues pour l'analyse des transactions comparables. Dans le cadre de la première des deux transactions comparables entre Absolute Invest et Absolute US du 22/10/2003, Absolute US a publié une offre publique d'achat/offre publique d'échange pour toutes les actions au porteur de Absolute Invest en circulation. L'offre correspondait à un déport de 11,6% sur la VAN au 30/09/2003¹⁴. Dans le cadre de la deuxième transaction présentée, Absolute Private Equity a soumis le 28/11/2005 une offre publique d'achat pour toutes les actions au porteur de Absolute Managers AG en circulation. Le prix offert était de 47,5 USD nets par action au porteur (moins le montant brut des éventuels effets de dilution susceptibles de se produire avant l'accomplissement de l'offre d'achat), soit un déport de 7,0% sur la VAN au 25/11/2005¹⁵.

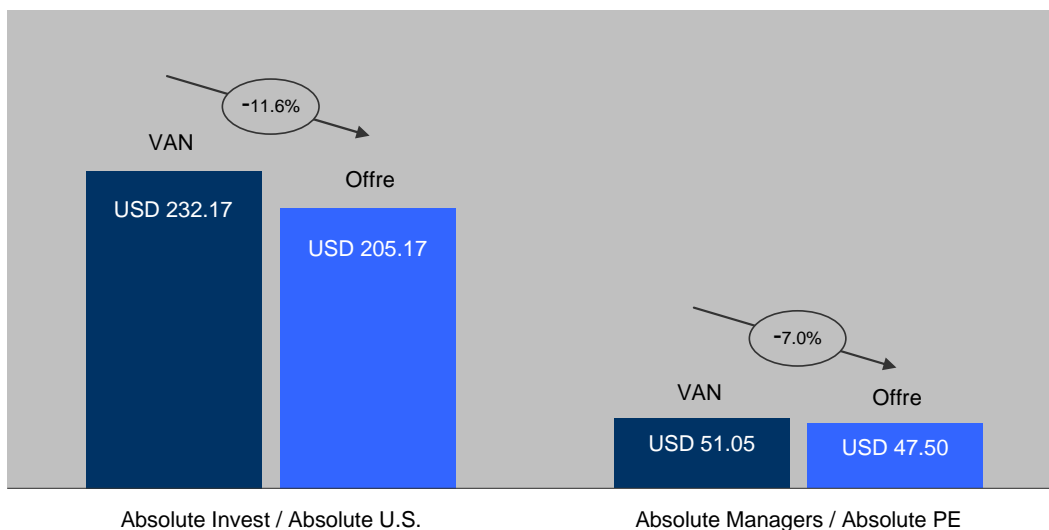
¹³ Source: Bloomberg: 21/09/2006

¹⁴ Source: Prospectus de l'offre

¹⁵ Source: Bloomberg

En comparaison, le déport de 3,4% du sous-jacent Acorn par rapport au prix offert est beaucoup moins élevé que les déports des prix offerts pour les deux transactions évoquées. Il convient néanmoins de noter que contrairement à la transaction considérée, une offre en espèces a également été proposée à l'actionnaire de Acorn qui échange ses actions contre des parts de fonds ne pourrait liquider celles-ci qu'après un délai de résiliation de 90 jours (ou de 45 jours avec une commission de liquidation de 2%).

Graphique 4: Transactions comparables



Sources: Prospectus de l'offre, Bloomberg

7. Relations d'affaires entre Swiss Capital Alternative Investments AG et Sarasin & Cie SA

Swiss Capital structure, distribue et gère différents fonds de hedge funds. Ces fonds sont distribués à des investisseurs institutionnels tels que les caisses de pension, les compagnies d'assurance, les gérants de fortune et les banques. Dans le cadre de ses activités commerciales normales, Swiss Capital a conclu un grand nombre de conventions de distribution avec différents gérants de fortune et diverses banques, entre autres avec Sarasin. Cette relation d'affaires n'est pas essentielle. Il n'y a pas d'autres relations d'affaires.

8. Appréciation globale

Après un examen approfondi de tous les documents mis à disposition par Sarasin et sur la base d'analyses et évaluations indépendantes, Swiss Capital est parvenu au résultat suivant:

- Compte tenu des alternatives possibles, la structure de transaction mise en œuvre est avantageuse pour permettre aux investisseurs de transférer leurs placements dans une nouvelle structure sans décote et avec un accroissement de liquidité.
- Compte tenu de la structure choisie, la transaction n'a aucune incidence fiscale au titre de la liquidation partielle (dite indirecte) pour les personnes physiques domiciliées en Suisse (détenant leurs actions dans leur patrimoine privé).
- Le déport de 3,4% est justifié compte tenu des frais de transaction et plus particulièrement des coûts d'opportunité sur les fonds propres dont Sarabet a besoin à des fins de financement pour des raisons fiscales.

Pour toutes ces raisons, Swiss Capital estime que l'offre d'échange soumise aux actionnaires de Acorn pour l'échange de leurs actions en parts du Torneo Fund est financièrement adéquate et équitable.

L'expertise est soumise au droit suisse, à l'exclusion de la loi fédérale sur le droit international privé (LDIP). Le for exclusif pour tout litige est Zurich.

Meilleures salutations

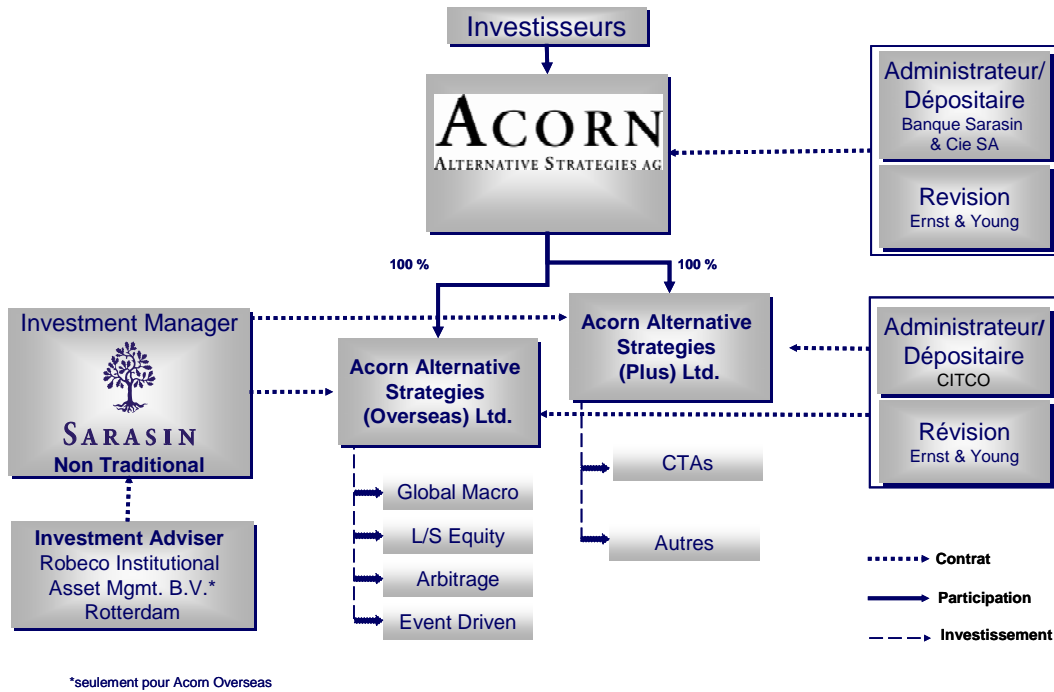
Swiss Capital Alternative Investments AG

Zurich, le 21 septembre 2006

Martin Menzi
Partner

Adrian Kalt, CFA
Associate Director

Annexe 1: Structure de AAG



Source: Sarasin