

## Rapport de l'organe de contrôle

concernant

la valorisation de Sarasin Torneo Multistrategy Fund (CHF) en relation avec l'offre publique d'échange envisagée par Sarabet SA, Bâle, sur toutes les actions nominatives d'Acorn Alternative Strategies SA, Bâle, non encore détenues par Sarabet SA en parts de fonds Torneo.

Zurich, le 22 septembre 2006

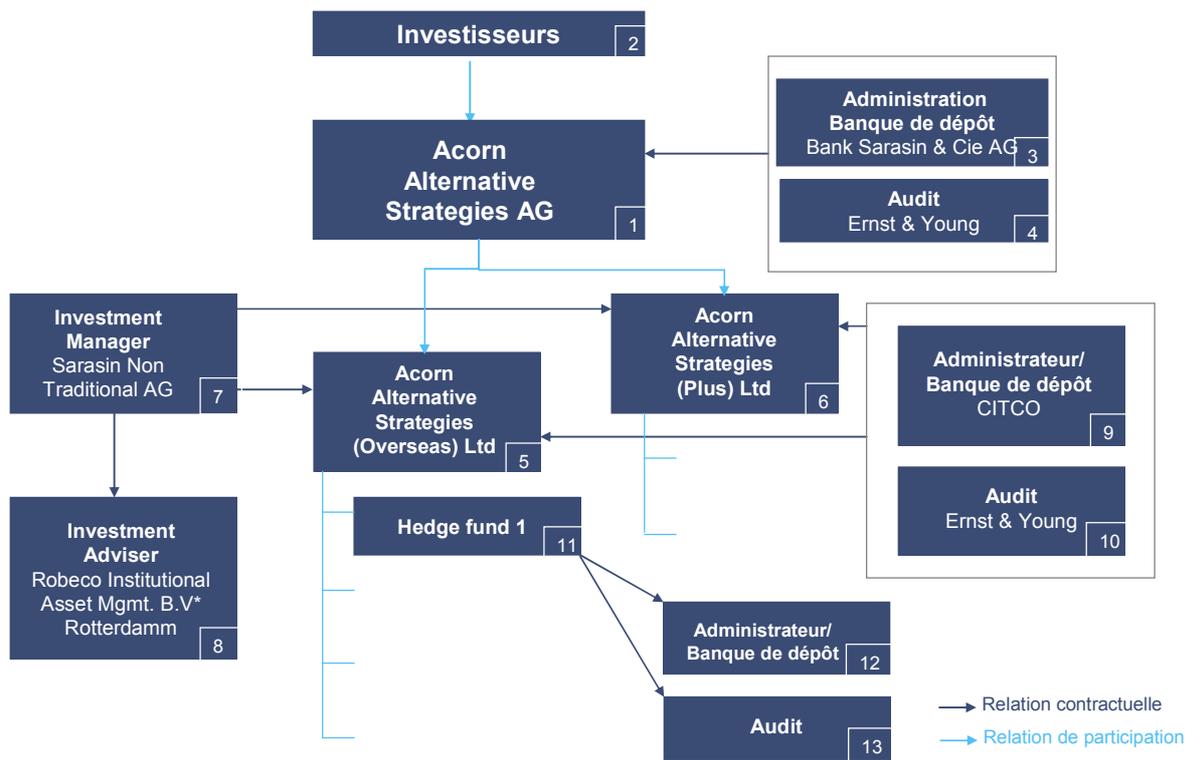
## Sommaire

<b>1</b>	<b>Introduction.....</b>	<b>8</b>
1.1	Point de départ.....	8
1.2	Mandat .....	8
1.3	Bases et analyse.....	9
<b>2.</b>	<b>Analyse des calculs de la NAV d'Acorn et de Torneo au 31 juillet 2006.....</b>	<b>11</b>
2.1	Calculs de la NAV d'Acorn.....	11
2.2	Calculs de la NAV de Torneo au 31 juillet 2006 .....	12
<b>3.</b>	<b>Conclusion .....</b>	<b>14</b>

## Liste des abréviations

AA Overseas	Acorn Alternative Strategies (Overseas) Ltd.
AA Plus	Acorn Alternative Strategies (Plus) Ltd.
Acorn	Acorn Alternative Strategies SA
Balconsult	Balconsult SA
Balfidor	Balfidor Treuhand SA
CFB	Commission fédérale des banques
CHF	Francs suisses
CIMA	Cayman Islands Monetary Authorities
CO	Codes des Obligations
COPA	Commission des OPA
E&Y	Ernst & Young
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières
NAV	Net Asset Value
PwC	PricewaterhouseCoopers SA
SA	Société anonyme
Sarabet	Sarabet SA
Sarasin	Banque Sarasin & Cie SA
SEC	Securities & Exchange Commission
SWX	Swiss Exchange
Torneo	Sarasin Torneo Multistrategy Fund (CHF)

## Structure d'Acorn et explications de la fonction des parties impliquées



## 1) Acorn Alternative Strategies SA :

Acorn Alternative Strategies SA ("Acorn") est une société d'investissement cotée depuis le 25 Janvier 2000 à la SWX Swiss Exchange (segment : Investment Companies) et revêtant la structure d'un Fund-of-Hedge-Funds. Acorn n'est pas soumise à l'autorité de la Commission fédérale des banques (CFB) (contrairement à Sarasin Torneo Multistrategy Fund (CHF) ("Torneo") qui en tant que Fund-of-Hedge-Funds dépend de la loi sur les fonds de placement selon le droit suisse dans la catégorie des "autres fonds à risque particulier" et nécessite une autorisation de distribution de la part de la CFB. Cette autorisation de distribution a été accordée par la CFB le 14 juillet 2006), les conventions de la SWX Swiss Exchange sont cependant applicables. Le conseil d'administration d'Acorn établit le règlement de placement qui constitue la ligne directrice pour les décisions d'investissement.

## 2) Investisseurs :

Les investisseurs sont les actionnaires d'Acorn qui peuvent, grâce à leur participation à Acorn, investir en hedge funds de manière largement diversifiée (concept du Fund-of Hedge-Fund).

## 3) Administrateur/Banque de dépôt :

La Banque Sarasin & Cie SA ("Sarasin") agit comme administrateur/banque de dépôt. Comme Acorn est une pure société de holding et ne possède pas de propres collaborateurs, une relation contractuelle existe entre Sarasin et Acorn dans laquelle les activités assumées par Sarasin sont réglées. Sarasin comme administrateur se charge des fonctions comme la gestion du registre d'actions ainsi que l'élaboration de communications à la SWX Swiss Exchange pour Acorn. En tant que banque de dépôt, Sarasin se charge de la gestion des comptes de cash. La gestion de la

comptabilité d'Acorn a été externalisée par Sarasin auprès de Balconsult SA ("Balconsult"). Balconsult est un spécialiste du secteur de la comptabilité des valeurs mobilières et de la valorisation de placements en capitaux collectifs.

#### 4. Audit :

Acorn est érigée sous la forme juridique d'une société anonyme ("SA") et requiert en tant que telle selon le Code des Obligations ("CO") un cabinet d'audit externe. Cette fonction est assumée chez Acorn par Ernst & Young ("E&Y"). Une relation contractuelle existe entre Acorn et E&Y.

#### 5) Acorn Alternative Strategies (Overseas) Ltd. :

Les investissements en hedge funds avec des stratégies d'investissements Global Macro, Long/Short Equity, Arbitrage ainsi qu'Event Driven sont effectués par Acorn Alternative Strategies (Overseas) Ltd. ("AA Overseas"), une filiale à 100% d'Acorn qui est située aux îles Cayman. AA Overseas est dirigée par le Board of Directors qui prend aussi les décisions d'investissement. La constitution aux îles Cayman de la société est due à l'environnement réglementaire pour les sociétés de hedge funds aux îles Cayman ainsi qu'à des raisons fiscales.

#### 6) Acorn Alternative Strategies (Plus) Ltd. :

Acorn Alternative Strategies (Plus) Ltd. ("AA Plus") est également une filiale à 100% d'Acorn. AA Plus effectue des investissements en hedge funds avec les stratégies d'investissement « Commodity Trading » et « Autres ». Les autres remarques faites concernant AA Overseas sont valables de façon analogue pour AA Plus.

#### 7) Investment Manager :

Sarasin Non Traditional SA a été nommé Investment Advisor de AA Overseas et AA Plus à chaque fois sur la base d'un contrat d'Investment Management pour proposer des investissements en hedge funds et surveiller le respect des directives de contrôle du risque. L'Investment Manager soumet à AA Overseas ainsi qu'à AA Plus des propositions d'investissement mais ne prend pas de décisions d'investissement. Sarasin Non Traditional SA est une filiale à 100% de Sarasin. Sarasin Non Traditional SA est rémunérée pour ses services par AA Overseas, respectivement par AA Plus.

#### 8) Investment Adviser :

Robeco Institutional Asset Management B.V. a été chargé par l'Investment Manager Sarasin Non Traditional SA de la fonction de Sub-Advisor pour le portefeuille de AA Overseas. Le Sub-Advisor assiste l'Investment Manager dans la sélection de hedge funds ainsi que dans le domaine du monitoring et de l'analyse de la performance. Une relation contractuelle existe entre Sarasin Non Traditional SA et Robeco Institutional Asset Management B.V. La rémunération de Robeco Institutional Asset Management B.V. est effectuée par l'Investment Manager.

#### 9) Administrateur/Banque de dépôt :

Citco Banque agit en tant que Custodian (banque de dépôt) et Citco Fund Services en tant qu'administrateur indépendant pour AA Overseas et pour AA Plus. Ce n'est pas une exigence légale que les fonctions de banque de dépôt et de l'administrateur doivent être revêtues par un tiers indépendant de AA Overseas et de AA Plus. Etant donné que les grands prestataires de services comme Citco disposent des systèmes

nécessaires et du savoir-faire spécialisé dans le domaine des hedge funds, les fonctions d'administrateur et de banque de dépôt sont en général externalisées auprès de tiers. Les tâches de Citco Fund Services comprennent principalement le recensement des prix respectivement des Net Asset Values ("NAV") directement auprès des hedge funds dans lesquels AA Overseas et AA Plus ont investi ou auprès de leurs administrateurs ainsi que l'élaboration d'une vue d'ensemble des NAVs de la totalité des investissements de AA Overseas et de AA Plus. En même temps, Citco Banque exécute les achats respectivement les ventes des investissements en hedge funds de AA Overseas et AA Plus et vérifie le contenu des portefeuilles de titres des investissements en hedge funds par rapport aux portefeuilles qui ont été déclarés par les hedge funds respectivement par leurs administrateurs.

#### 10) Audit :

AA Overseas ainsi que AA Plus sont deux sociétés enregistrées aux îles Cayman. Comme les deux sociétés sont des filiales à 100% d'Acorn et que par conséquent, AA Overseas et AA Plus ont moins de 14 actionnaires/investisseurs, les deux sociétés ne sont pas soumises à la Mutual Fund Law des Cayman Island Monetary Authorities ("CIMA"), ce qui voudrait dire que les deux sociétés devraient remettre leurs comptes annuels révisés aux autorités de surveillance financière. Par conséquent, AA Overseas et AA Plus doivent uniquement respecter la Cayman Company Law laquelle ne prévoit cependant ni de directives comptables ni de contrôle par un cabinet d'audit externe. Néanmoins, les dispositions de la législation d'Anti Money Laundering des îles Cayman doivent être respectées. Comme les comptes de AA Overseas ainsi que de AA Plus sont inclus dans les comptes d'Acorn, le cabinet d'audit externe d'Acorn (E&Y) doit avoir recours aux chiffres révisés de AA Overseas et de AA Plus. Pour cette raison, E&Y agit aussi en tant que cabinet d'audit pour AA Overseas et AA Plus.

#### 11) Hedge funds :

Un hedge fund est un produit du marché financier constitué par une société de placement en capitaux dans lequel des investisseurs peuvent acquérir des parts. A la différence des autres fonds d'investissement, un hedge fund est beaucoup plus libre dans le choix de sa stratégie d'investissement, elle est choisie par le manager du fond dans le cadres des restrictions que la société de placement a imposé au fond lors de sa constitution. Au niveau international, il n'existe pratiquement pas de règles obligatoires pour ce cadre d'investissement. Les hedge funds qui sont constitués à l'extérieur de la Suisse (ce qui est pratiquement toujours le cas) sont soumis à un contrôle dont l'étroitesse varie, mais agissent souvent sans un système de contrôle de surveillance du marché financier, par exemple par la Securities and Exchange Commission ("SEC") aux Etats-Unis (il y a cependant une obligation d'enregistrement) et ont, en général, leur siège dans les centres offshore (environ 30% des hedge funds ont par exemple leur siège aux îles Cayman). Presque 60% des hedge funds chez AA Overseas respectivement AA Plus ont aussi leur domicile aux îles Cayman.

#### 12) Administrateur/Banque de dépôt :

Les hedge funds n'ont pas l'obligation de faire établir leurs calculs de NAV par un tiers indépendant. Néanmoins en pratique, les hedge funds le font généralement pour des raisons de crédibilité. Une autre approche consiste à considérer que les calculs de NAV devraient être faits par le hedge fund lui-même car les personnes qui

ont été chargées de l'administration du hedge fund sont celles qui disposent des meilleures connaissances concernant leur véhicule d'investissement tant que les chiffres sont révisés par un auditeur externe. Si un tiers indépendant a été mandaté en tant qu'administrateur d'un hedge fund, ce tiers établit une vue d'ensemble des investissements effectués par le hedge fund et calcule la NAV du hedge fund au total, respectivement la NAV par part du hedge fund. La banque de dépôt se charge de l'exécution des achats respectivement des ventes des investissements du hedge fund et vérifie le portefeuille de titres. Les relations entre le hedge fund et l'administrateur ainsi que la banque de dépôt sont basées sur un contrat.

### 13) Audit

Les hedge funds domiciliés aux îles Cayman sont soumis à la Mutual Fund Law s'ils possèdent plus de 14 actionnaires ou investisseurs (règle). Cela veut dire que les comptes annuels révisés doivent être déposés auprès de la CIMA. Pour cette raison, les comptes annuels des hedge funds doivent être révisés par un cabinet d'audit externe. Les comptes annuels de tous les investissements en hedge funds de AA Overseas et de AA Plus sont révisés par des cabinets d'audit externes.

## **1 Introduction**

### **1.1 Point de départ**

Acorn est une société d'investissement cotée à la SWX Swiss Exchange et revêtant la structure d'un Fund-of-Hedge-Funds. Les investissements dans les différents hedge funds sont effectués par l'intermédiaire de deux filiales domiciliées aux îles Cayman (AA Overseas ainsi que AA Plus). Sarasin Non Traditional SA agit en tant que gestionnaire d'investissement pour les deux filiales d'Acorn et appartient à 100 % Sarasin.

Sarabet SA ("Sarabet") est également une filiale à 100 % de Sarasin. Elle soumet aux actionnaires d'Acorn une offre publique d'échange portant sur la totalité des actions nominatives qu'elle ne détient pas déjà. Pour une action nominative d'Acorn, ses actionnaires doivent recevoir 1.66 part de fonds de placement du nouveau Torneo autorisé en Suisse. Torneo poursuit une stratégie d'investissement en hedge funds diversifiée au niveau mondial. Il est conçu sous forme de Fund-of-Hedge-Funds et appartient à la catégorie des "autres fonds à risque particulier". Torneo est en outre soumis à la loi sur les fonds de placement selon le droit suisse.

Le but de la transaction consiste à transférer la société d'investissement Acorn cotée à la SWX Swiss Exchange dans un fonds ouvert selon le droit suisse. Une procédure à deux niveaux a été choisie par Sarasin pour exécuter cette transaction.

Dans une première étape, Acorn a procédé, le 31 juillet 2006, à une réduction de la valeur nominale de CHF 99 par action (valeur nominale de CHF 100 précédemment, réduite à CHF 1; le capital-actions d'Acorn est dès lors réduit de CHF 145'400'000 à CHF 1'454'000) et a remis le montant correspondant d'un total de l'ordre de CHF 143.9 millions à ses actionnaires sous forme d'une attribution de parts de fonds Torneo d'une valeur de CHF 99 chacune. Afin de pouvoir exécuter cette répartition, Acorn a préalablement souscrit ces parts de fonds en espèces. Torneo a contracté l'engagement de reprendre, à l'aide des fonds d'environ CHF 143.9 millions dégagés par la réduction de la valeur nominale d'Acorn, des positions de hedge funds d'Acorn à la valeur du marché à la date de la vente.

La seconde étape est constituée par une offre d'échange de Sarabet pour la totalité des actions nominatives d'Acorn non encore détenues par Sarabet. Par l'offre d'échange présente, le portefeuille restant d'Acorn (sans les hedge funds dénoncés ni la trésorerie/les débiteurs) sera transféré à Torneo.

### **1.2 Mandat**

Sur base de la recommandation de la Commission des OPA ("COPA") du 31 août 2006 qui statuait que l'offre d'échange de Sarabet pouvait seulement être déclarée conforme à la loi si un organe de contrôle effectuait une valorisation de Torneo et par conséquent des parts du fonds Torneo, PricewaterhouseCoopers SA ("PwC") a été chargée par Sarasin d'assumer, en relation avec l'offre d'échange décrite au point

1.1, les fonctions d'organe de contrôle au sens de la Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières ("LBVM"). L'étendue du contrôle ressort des articles 26 ss. de l'Ordonnance de la Commission des OPA ("OCOPA"), autorité de surveillance pour les offres publiques d'acquisition en Suisse. PwC vérifie si l'offre de Sarabet est conforme à la LBVM et à ses ordonnances d'exécution et établit ses rapports à l'attention de la COPA.

L'objet du présent rapport est une appréciation de la valorisation des titres offerts en échange selon l'article 24 al. 5 de l'Ordonnance de la Commission fédérale des banques sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières ("OBVM-CFB").

### 1.3 Bases et analyse

Les travaux effectués par PwC pour valoriser les titres offerts en échange ont été les suivants:

- examen du projet du 12 septembre 2006 de l'annonce préliminaire de l'offre d'échange;
- examen du projet du 11 septembre 2006 du prospectus d'offre;
- examen et analyse des calculs de la NAV au 31 juillet 2006 mis à notre disposition par Acorn et Torneo;
- entretien avec des collaborateurs de Sarasin sur la procédure de calcul et de confirmation de la NAV;
- entretien avec des collaborateurs de Sarasin ainsi que les cabinets d'audit externe d'Acorn (E&Y) concernant le procès de Due Diligence lors de la sélection des investissements en hedge funds;
- entretien avec des représentants du Fund Administrator Citco en vue de contrôler les calculs de la NAV; examen des calculs de la NAV au 31 juillet 2006 à l'aide des documents de Citco;
- examen du contrat entre AA Overseas respectivement AA Plus et Citco en tant qu'administrateur/banque de dépôt ;
- examen de la capitalisation de marché au 31 juillet 2006 de 10 des 23 hedge funds à transférer qui sont cotés et pour lesquels des données ont été trouvées sur Bloomberg;
- confirmation par Citco Bank Nederland N.V. des transferts de hedge funds dans le cadre de la réduction de la valeur nominale chez Acorn Alternative Strategies SA;
- confirmation du montant disponible en trésorerie chez Torneo au 31 juillet 2006;

- entretiens avec des experts de l'industrie des hedge funds concernant le processus de calcul de la NAV dans la branche;
- examen des comptes annuels révisés au 31 décembre 2005 ainsi que des comptes semestriels non-révisés au 30 juin 2006 de Acorn et Sarabet.

Dans le cadre de ses travaux, PwC a examiné les valeurs de la NAV au 31 juillet 2006 des différents hedge funds sur la base de documents du Fund Administrator Citco. Des données sur la capitalisation de marché au 31 juillet 2006 de 10 des 23 hedge funds à transférer ont été trouvées sur Bloomberg, données avec lesquelles les valeurs de NAV de ces 10 hedge funds au 31 juillet 2006 ont pu être plausibilisées. Un examen des investissements sous-jacents des différents hedge funds n'était toutefois pas possible (cf. autres explications au point 2.1).

L'appréciation de PwC reproduite ci-dessous se fonde notamment sur des conditions générales relatives aux marchés financiers et tient compte des données qui existaient au moment de l'appréciation et qui ont pu être exploitées.

En établissant son appréciation, PwC est partie de l'hypothèse de l'intégralité et de l'exactitude des informations (de nature financière et autres) utilisées par ses soins, sans assumer la responsabilité d'un contrôle indépendant de ces informations.

En outre, PwC s'en est remise aux assurances des collaborateurs de Sarasin selon lesquelles ces derniers n'avaient pas eu connaissance de situations ou de faits laissant penser que les informations utilisées étaient d'une quelconque manière inexactes ou de nature à induire en erreur.

## 2. Analyse des calculs de la NAV d'Acorn et de Torneo au 31 juillet 2006

### 2.1 Calculs de la NAV d'Acorn

Les sociétés d'investissement sont généralement valorisées aux valeurs du marché sur la base de leur NAV. Pour les investissements en hedge funds de AA Overseas et de AA Plus, des administrateurs indépendants<sup>1</sup> de l'évaluation de hedge funds, tels que Citco Fund Administration, Fortis Fund Services ou Olympia Capital, remettent à l'administrateur de AA Overseas ou de AA Plus (dans le cas présent, il s'agit de Citco Fund Administration), des estimations hebdomadaires de la NAV des parts des différents hedge funds. Des NAV fermes et définitives sont déterminées à la fin de chaque mois.

Nous reproduisons ci-après le détail des calculs de la NAV au niveau macro et micro.

Niveau macro: Citco Bank agit en tant que Custodian (banque dépositaire) et Citco Fund Administration en tant qu'administrateur, tant pour AA Overseas que pour AA Plus. Le Pricing Department de Citco recense les prix et les NAV des différents hedge funds dans lesquels AA Overseas et AA Plus investissent et procède aux calculs de la NAV. Citco reçoit de l'administrateur de chacun des hedge funds les données et le montant de la NAV. Si les prix divergent de façon marquante des dernières valeurs annoncées, Citco examine ces écarts et discute avec l'administrateur ou le manager de chacun des hedge funds; sinon, les prix annoncés sont repris. Les calculs de la NAV établis par Citco sont transmis chaque mois au comptable du fonds, Balconsult, désigné par l'administrateur d'Acorn (Sarasin). Balconsult procède sur cette base à un calcul de la NAV consolidée pour Acorn. Celui-ci est ensuite remis à l'administrateur d'Acorn (Sarasin) qui, de son côté, procède à un autre contrôle avant la publication de la NAV. Les comptes annuels de AA Overseas et de AA Plus sont en outre contrôlés en fin d'année par l'organe de révision externe, E&Y.

Niveau micro: les administrateurs de chacun des hedge funds s'engagent, par un contrat d'administration, à effectuer les calculs de la NAV pour le hedge fund. Vis-à-vis du public, les informations concernant les investissements effectués par chaque hedge fund ne sont pas divulguées car il s'agit du secret d'affaires de chaque hedge fund. L'administrateur du hedge fund ne peut divulguer des informations relatives à la composition détaillée de chaque investissement qu'à l'Investment Manager, à l'Investment Advisor ainsi qu'à l'auditeur du hedge fund. Les comptes annuels de chaque hedge fund sont en outre contrôlés une fois par an par un organe de révision externe.

L'examen de tous les Service Providers des hedge funds respectifs s'effectue chez Acorn par l'Investment Manager Sarasin Non Traditional SA dans le cadre de la Due Diligence ordinaire avant de procéder à un investissement dans un hedge fund. Si il ne s'agit pas dans le cas de l'administrateur du hedge fund d'un des grands administrateurs reconnus comme par exemple Citco Fund Administration, Fortis

---

<sup>1</sup>Tous les hedge funds d'Acorn font établir leurs calculs de la NAV par un tiers indépendant, à l'exception d'un hedge fund qui réalise lui-même ses calculs (nous référons à la structure d'Acorn et aux explications sur les fonctions des parties impliquées, chiffres 12). Les comptes annuels de ce hedge fund sont audités par un cabinet externe renommé.

Fund Services ou Olympia Capital, la qualité de l'administrateur ainsi que la pratique d'évaluation des hedge funds sont examinées en détail. Selon le cabinet d'audit externe (E&Y) d'Acorn ainsi que de AA Overseas et de AA Plus, le processus de Due Diligence est qualifié d'adéquat et les lignes directrices sont respectées.

Les entretiens que nous avons eus avec des experts de l'industrie des hedge funds ont fait apparaître que le processus de calcul de la NAV évoqué ci-dessus est conforme à la procédure standard de la branche. On peut constater qu'il n'existe pas de règle d'éthique professionnelle pour les administrateurs et les experts en évaluation et qu'il n'existe pas de réglementation légale sur l'exécution des calculs de NAV par un tiers neutre. L'activité de l'administrateur est réglée dans un mandat entre les deux parties contractantes (administrateur ainsi que hedge fund). Ce rapport contractuel entre les deux parties est soumis au secret professionnel, raison pour laquelle un examen de ces contrats au niveau micro n'est pas possible. Par contre, nous avons eu le droit d'examiner le contrat entre AA Overseas respectivement AA Plus et Citco (administrateur et banque de dépôt) au niveau macro.

Sur la base des analyses et des investigations effectuées par nos soins auprès du cabinet d'audit externe d'Acorn ainsi que de AA Overseas et AA Plus (E&Y) et auprès de nos spécialistes dans la branche audit qui examinent des sociétés similaires dans le secteur des hedge funds, nous pouvons conclure que le processus de valorisation mensuelle chez Acorn est organisé de manière adéquate et correspond à la norme actuellement appliquée dans la branche des hedge funds.

## **2.2 Calculs de la NAV de Torneo au 31 juillet 2006**

La NAV de Torneo au 31 juillet 2006 correspond à environ CHF 143.9 millions (cf. point 1.1), montant préalablement versé par Acorn pour la souscription de parts de fonds Torneo. Acorn a fait parvenir à ses actionnaires des parts de fonds Torneo à hauteur de ce montant. La valeur de l'ordre de CHF 143.9 millions est confirmée par une évaluation du fonds au 31 juillet 2006 effectuée par le comptable du fonds, Balfidor Treuhand SA ("Balfidor"). En outre, Sarasin, en tant que Custodian, a émis une confirmation relative au montant de trésorerie disponible d'environ de CHF 143.9 millions au 31 juillet 2006. Ainsi qu'il l'a déjà été précisé au point 1.1, Torneo s'est, selon le contrat d'achat du 28 juillet 2006, engagé à reprendre, au prix du marché à la date de la vente, 23 investissements en hedge funds de AA Overseas ainsi que de AA Plus définis en détail. La NAV totale de ces 23 investissements en hedge funds au 31 juillet 2006 s'élevait à CHF 114.2 millions. Trois de ces investissements en hedge funds ne peuvent être transférés qu'au 30 septembre 2006 compte tenu des possibilités de transfert trimestrielles. Leur valeur au 31 juillet 2006 s'élevait à CHF 22.0 millions au total. Au 31 juillet et au 30 septembre 2006, les 23 investissements en hedge funds précédemment mentionnés étaient ou sont toujours dans le portefeuille d'Acorn. Acorn s'est toutefois engagée à transférer ces positions de hedge funds à Torneo. La performance de ces investissements en hedge funds à partir du 1<sup>er</sup> août et du 1<sup>er</sup> octobre 2006 revient donc dans le compte de résultats de Torneo. L'évaluation des investissements en hedge funds à reprendre par Torneo a été vérifiée selon l'extrait de dépôt de Citco au 31 juillet 2006. Des données sur la

capitalisation de marché au 31 juillet 2006 de 10 des 23 hedge funds à transférer ont été trouvées sur Bloomberg, avec lesquelles les valeurs de NAV de ces 10 hedge funds au 31 juillet 2006 ont pu être plausibilisées.

D'après nos opérations d'analyse et de contrôle, la valeur de Torneo au 31 juillet 2006 s'élève donc à CHF 143.946 millions, ce qui correspond au montant versé par Acorn pour la souscription des parts de fonds Torneo. En encaissant ces fonds, Torneo s'est engagé à reprendre au moment de la vente 23 positions de hedge funds d'Acorn à la valeur du marché (transfert de ces investissements en hedge funds: 20 au 31 juillet 2006 et 3 au 30 septembre 2006). Le NAV des 23 investissements en hedge funds au 31 juillet 2006 s'élevait à CHF 114.2 millions. La différence après la reprise des 23 hedge funds par Torneo (si tous les titres étaient transférés au 31 juillet 2006, ce montant en cash aurait résulté de la différence entre CHF 143.946 millions et CHF 114.2 millions) sera disponible en cash. Nous avons contrôlé les calculs de la NAV des 23 positions de hedge funds au 31 juillet 2006 selon l'extrait de dépôt. Des données sur la capitalisation de marché au 31 juillet 2006 de 10 des 23 hedge funds à transférer ont été trouvées sur Bloomberg, avec lesquelles les valeurs de NAV de ces 10 hedge funds au 31 juillet 2006 ont pu être plausibilisées. En faisant ceci, nous n'avons constaté aucun signe nécessitant une adaptation des calculs de la NAV qui nous ont été soumis.

### 3. Conclusion

L'appréciation de la valorisation des titres offerts en échange portait en priorité sur l'analyse des calculs de la NAV existants d'Acorn / Torneo. Sur la base du contrôle de tous les documents mis à notre disposition par Sarasin, des entretiens avec le cabinet d'audit externe d'Acorn ainsi que de AA Overseas et AA Plus (E&Y), les experts de l'industrie des hedge funds ainsi que selon nos propres analyses et estimations, nous sommes parvenus aux résultats suivants:

- Le processus de valorisation mensuelle chez Acorn est organisé de manière adéquate et correspond à la norme appliquée dans la branche des hedge funds.
- Selon nos opérations d'analyse et de contrôle, la valeur de Torneo au 31 juillet 2006 ressort à CHF 143.946 millions (respectivement CHF 99 par part), ce qui correspond au montant versé par Acorn pour la souscription de parts de fonds Torneo. Le NAV des 23 investissements en hedge funds au 31 juillet 2006 s'élevait à CHF 114.2 millions. Les calculs de la NAV des 23 positions de hedge funds à reprendre d'Acorn au 31 juillet 2006 par Torneo à l'aide des fonds encaissés ont été contrôlés sur la base de l'extrait de dépôt de Citco. Des données sur la capitalisation de marché au 31 juillet 2006 de 10 des 23 hedge funds à transférer ont été trouvées sur Bloomberg, avec lesquelles les valeurs de NAV de ces 10 hedge funds au 31 juillet 2006 ont pu être plausibilisées. En faisant ceci, nous n'avons constaté aucun signe nécessitant une adaptation des calculs de la NAV qui nous ont été soumis.

La présente expertise est soumise au droit suisse. Le for est à Zurich.

Avec nos salutations les meilleures

PricewaterhouseCoopers SA



Markus Bucher



Martin Schilling