

FAIRNESS OPINION

Zuhanden des Verwaltungsrates der Acorn Alternative Strategies AG

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Umtauschangebotes der Sarabet AG, Basel auf sämtliche nicht bereits von Sarabet AG gehaltenen Namenaktien der Acorn Alternative Strategies AG, Basel, in Anteile des neu gegründeten und in der Schweiz zugelassenen Sarasin Torneo Multistrategy Fund (CHF).

21. September 2006

Swiss Capital Alternative Investments AG

Talacker 41
Postfach 2865
CH-8022 Zürich

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

Inhaltsverzeichnis

1.	Ausgangslage	5
2.	Mandatierung / Aufgabenstellung der Swiss Capital Alternative Investments AG	6
3.	Transaktionsstruktur	8
4.	Liquidation der AAG	9
5.	Durchsicht und Analyse der zur Verfügung gestellten NAV (Torneo und Acorn) -Kalkulationen per 31.7.2006.....	9
6.	Beurteilung der von Sarabet vorgesehenen Bewertung.....	12
7.	Geschäftsbeziehungen zwischen der Swiss Capital Alternative Investments AG und Sarasin & Cie AG	19
8.	Gesamtbeurteilung	20

Anhang 1: Struktur der AAG

Abkürzungen und Definitionen

Die in dieser Fairness Opinion verwendeten Begriffe und Abkürzungen sind wie folgt definiert:

Abschlag	Prozentuale Differenz (negativ) zwischen Umtauschangebot („Offer Price“ oder auch Angebotspreis) und Net Asset Value zu einem bestimmten Zeitpunkt (z.B. Aktienpreis am Vortag der Vorankündigung des Umtauschangebotes und NAV zum letztem publizierten NAV-Datum) oder einer gewissen Periode (z.B. durchschnittlicher Aktienpreis/NAV über eine gewisse Zeitperiode)
Aktienliquidität	Verhältnis (in Prozent) zwischen wöchentlich gehandelten Aktienvolumen zum Total der ausstehenden Titel zu einem gewissen Zeitpunkt (Tag) oder über eine gewisse Periode. Das Verhältnis wird (meist) als Jahresdurchschnitt ein Jahr vor der Publikation der Voranmeldung eines Umtauschangebotes berechnet
Angebotspreis	Offerierter Aktienpreis in CHF pro Namenaktie des Umtauschangebotes
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz) vom 24.3.1995
CHF	Schweizer Franken
Discount / Prämie	Prozentuale Differenz zwischen Net Asset Value und dem Börsenkurs eines Wertpapiers (Aktie) an einem gegebenen Tag oder über eine gegebene Zeitperiode
EUR	Euro
Lock-Up	Frist, während welcher ein Investor – nach initialer Investition – sein Investment nicht verkaufen / dem Fund zurückgeben kann, respektive während welcher der

	entsprechende Fund die ausstehenden Anteile eines Investors nicht zurücknehmen muss
Mio.	Million/-en
NAV	Net Asset Value (gleich Netto-Inventarwert). Der NAV einer Aktie oder eines Fondsanteils entspricht dem Nettovermögen geteilt durch die Anzahl der sich im Umlauf befindenden Aktien oder Fondsanteile. Er bezeichnet somit den fairen Wert einer Aktie oder eines Fondsanteils und wird regelmässig vom Fondsemittenten berechnet
Offer Price	Angebotspreis
p.a.	per annum
Payment-in-kind	Zahlung in Form von Sachleistungen
Prämie	Siehe Discount
SPI	Swiss Performance Index
UEK	Übernahmekommission (Bundesbehörde)
UEV	Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21.7.1997
Umtauschangebot	Öffentliches Umtauschangebot für sämtliche nicht bereits von Sarabet AG gehaltenen Namenaktien
Umtauschverhältnis	Das Umtauschverhältnis legt fest, wie viele neu ausgegebene Fondsanteile ein Aktionär für die Andienung einer Namenaktie erhält
USD	US Dollar

An den Verwaltungsrat
Acorn Alternative Strategies AG
Wallstrasse 7
4051 Basel (Schweiz)

Fairness Opinion

Sehr geehrte Herren

Swiss Capital Alternative Investments AG („Swiss Capital“) wird sich nachstehend in ihrer Fairness Opinion zur Angemessenheit des öffentlichen Umtauschangebotes der Sarabet AG („Sarabet“) an die Aktionäre der Acorn Alternative Strategies AG („Acorn“ oder „AAG“) zum direkten Umtausch der AAG-Aktien in Anlagefondsanteile des neu gegründeten und in der Schweiz zugelassenen Sarasin Torneo Multistrategy Fund (CHF) („Torneo“ oder „Torneo Fund“) äussern.

1. Ausgangslage

Die AAG ist eine an der SWX Swiss Exchange kotierte und in der Struktur eines Fund-of-Hedge-Funds aufgesetzte Beteiligungsgesellschaft mit Sitz in Basel, welche Investitionen über in zwei Cayman Island basierte Tochtergesellschaften (Acorn Alternative Strategies (Overseas) Ltd. und Acorn Alternative Strategies (Plus) Ltd.) tätigt. Die Sarasin Non Traditional AG ist der Investment Manager der beiden Tochtergesellschaften und ist eine 100%-ige Tochtergesellschaft der Bank Sarasin & Cie AG („Sarasin“). Für eine graphische Darstellung der AAG-Struktur siehe Anhang 1.

Die Sarabet AG („Sarabet“) ist ebenfalls eine 100%-ige Tochtergesellschaft der Sarasin. Die Sarabet macht an die Aktionäre der AAG ein öffentliches Umtauschangebot für sämtliche nicht bereits von Sarabet gehaltenen Namenaktien. Die Sarabet bietet für eine Aktie der AAG 1.66 Anlagefondsanteile („Umtauschverhältnis“) des neu gegründeten und in der Schweiz zugelassenen Sarasin Torneo Multistrategy Fund (CHF). Torneo investiert weltweit breit diversifiziert in Hedge Funds und untersteht als Fund-of-Hedge-Funds der Anlagefonds-Gesetzgebung nach schweizerischem Recht in der Kategorie „Übrige Fonds mit besonderem Risiko“. Wir haben die Anlagerichtlinien der AAG und des

Torneo Fund einander gegenübergestellt und sind der Meinung, dass die Anlagerichtlinien vergleichbar sind.

Der Gegenwert des Umtauschangebotes, basierend auf dem NAV des Torneo Fund per 31.7.2006 von CHF 99, entspricht einer Prämie von 15.7% auf dem Börsen-Schlusskurs von Acorn vom 21.9.2006 von CHF 142.0 und einer Prämie von 14.7% auf dem durchschnittlichen Eröffnungskurs der Acorn Aktie in der Zeit vom 2.8.2006 bis 21.9.2006¹.

2. Mandatierung / Aufgabenstellung der Swiss Capital Alternative Investments AG

Die Swiss Capital wurde mit der folgenden Aufgabenstellung betraut:

Erstellen einer Fairness Opinion zu Handen der Verwaltungsräte der AAG, in welcher Swiss Capital Stellung zur Angemessenheit des vorgeschlagenen Umtauschangebotes für die erwähnte Transaktion nimmt:

- Darstellung und Beurteilung der geplanten Transaktionsstruktur
- Beurteilung der von Sarabet vorgesehenen Bewertung zur Festlegung des Umtauschverhältnisses per 31.7.2006 unter Berücksichtigung alternativer Szenarien für die Aktionäre von AAG
- Durchsicht und Analyse der zur Verfügung gestellten Net Asset Value („NAV“)- Kalkulationen von AAG und Torneo per 31.7.2006 sowie der zu Grunde liegenden Annahmen

Das Gutachten stellt insbesondere keine Empfehlung dar, das Umtauschangebot anzunehmen oder abzulehnen. Es enthält auch keine Aussagen oder Einschätzungen darüber, welche Auswirkung der Entscheid einer Annahme oder Ablehnung des Angebotes haben kann. Zudem werden keine Folgerungen oder Beurteilungen über den zukünftigen Verlauf des Wertes der Aktien der AAG (bei Nicht-Annahme) oder der Anteilsscheine am Torneo Fund gemacht und es wurde kein Audit durchgeführt.

Zur Erstellung der Fairness Opinion führte die Swiss Capital Alternative Investments AG folgende Tätigkeiten und Analysen durch:

- Durchsicht des Entwurfs vom 12.9.2006 der Voranmeldung des Umtauschangebotes
- Durchsicht des Entwurfs vom 11.9.2006 des Angebotsprospektes

¹ Quelle: Bloomberg, 21.9.2006

- Durchsicht der Berechnung von Sarabet zur Festlegung Umtauschverhältnis
- Durchsicht des Jahresabschlusses per 31.12.2005 der AAG und der Sarabet AG, sowie des Halbjahresberichtes AAG per 30.6.2006
- Analyse und Beurteilung der gewählten Transaktionsstruktur unter Berücksichtigung von Steuerfolgen für Privataktionäre und institutionelle Aktionäre (Kapitel 3)
- Beurteilung eines Liquidationsszenarios der AAG aus Sicht der Aktionäre (Kapitel 4)
- Durchsicht und Analyse der uns von AAG und Torneo zur Verfügung gestellten Net Asset Value-Berechnungen (Kapitel 5)
- Historische Kurs- und Volumenanalysen (inklusive Analyse Discount) der Namenaktie von AAG mittels öffentlich verfügbarer Marktdaten (Kapitel 6A)
- Analyse des Discounts der ausstehenden AAG-Aktien im Vergleich zu anderen vergleichbaren an der SWX kotierten Investmentgesellschaften (Kapitel 6A)
- Analyse der Marktliquidität der ausstehenden AAG-Aktien im Vergleich zu anderen vergleichbaren an der SWX kotierten Investmentgesellschaften (Kapitel 6A)
- Analyse des Abschlages durch
 - Berechnung der Opportunitätskosten von Sarabet
 - Berechnung der Transaktionskosten von Sarabet
 - Berechnung des Marktrisikos von Sarabet (Kapitel 6B)
- Analyse der öffentlich verfügbaren Informationen über vergleichbare Transaktionen (Kapitel 6C)
- Besprechungen mit Mitarbeitern von Sarasin sowie weiteren Beratern
- Besprechungen mit Mitarbeitern des Fund Administrators Citco zwecks Überprüfung des NAV

3. Transaktionsstruktur

Ziel und Zweck der Transaktion ist die Überführung einer an der SWX Swiss Exchange kotierten Investmentgesellschaft in einen offenen Fund schweizerischen Rechts.

Sarasin wählte dabei folgendes zweistufiges Vorgehen: (a) Überführung von rund CHF 143.9 Mio. von AAG mittels Nennwertreduktion und Auszahlung in Form von Anlagefondsanteilen des Torneo Fund („Payment-in-kind“) und (b) Umtauschangebot von Sarabet für die AAG auch wieder in Form einer Auszahlung von Fondsanteilen.

In einer ersten Phase hat AAG eine Nennwertreduktion beschlossen, welche das Aktienkapital von AAG von CHF 145'400'000 auf CHF 1'454'000 reduzierte. Der Nennwert der Aktien wurde mittels Zuteilung von Anteilen des Sarasin Torneo Multistrategy Fund von CHF 100 auf CHF 1 reduziert. Entsprechend wurde für jede Namenaktie von Acorn ein Fondsanteil Torneo mit NAV von CHF 99 zugeteilt.

Torneo hat sich verpflichtet, mit den durch die Nennwertreduktion von Acorn eingegangenen Mitteln von rund CHF 143.9 Mio. 23 Hedge Fund Positionen von Acorn zum Marktwert im Zeitpunkt des Kaufs zu erwerben.

Mit dem vorliegenden Umtauschangebot soll nun in einer zweiten Phase der Rest des Portfolios von Acorn (abzüglich der gekündigten Hedge Funds und Barmittel/Debitoren) auf den Torneo Fund übertragen werden. Bei Zustandekommen des Umtauschangebotes ist vorgesehen, den Kauf des grössten Teils des Portfolios am 31.10.2006 durchzuführen und den Kauf des restlichen Portfolios am 30.11.2006 zu vollziehen.

Durch die Transaktionsstruktur wird das Umtauschverhältnis zwischen 31.7.2006 und 30.11.2006 (Umtausch der Aktien und Einbuchung der Fondsanteile, falls keine Verlängerung der Angebotsfrist erfolgt) während vier Monaten fixiert.

Wie aus den uns zur Verfügung gestellten Unterlagen hervorgeht wurde dieses Vorgehen gewählt, um insbesondere die Bestimmung über den Mindestpreis gemäss Art. 10 Abs. 5 UEV/UEK i.V.m. Art. 32 BEHG einhalten zu können.

Aus Sicht Privat-Aktionär wurde die Überführung in einen offenen Fund soweit möglich durch eine steuerneutrale Nennwertreduktion von CHF 100 auf CHF 1 getätigt. Für den verbleibenden Teil in der AAG wurde die Lancierung eines Umtauschangebotes gewählt, um die steuerlich negativen Folgen einer Liquidation (insbesondere für die Privat-Aktionäre) zu verhindern: siehe nächstes Kapitel 4.

4. Liquidation der AAG

Bei einer Liquidation der AAG würden die nach der Liquidation der Investments und der Tochtergesellschaften der AAG und der Bezahlung sämtlicher Verbindlichkeiten vorhandenen liquiden Mittel an die Aktionäre ausbezahlt.

Für in der Schweiz steuerlich ansässige Aktionäre, welche die Aktien im Privatvermögen halten, unterliegt die Differenz zwischen dem Nennwert der Aktien und dem Liquidationserlös der Einkommenssteuer. Bei der Höhe der Besteuerung bestehen kantonale Unterschiede. Bei Aktionären, welche die Aktien im Geschäftsvermögen halten, gilt das Buchwertprinzip, d.h. Bemessungsbasis bildet die Differenz zwischen steuerlich massgebendem Buchwert und Liquidationserlös. Je nach Rechtsform des Aktionärs und Höhe der Beteiligung reduziert sich deren Besteuerung durch Beteiligungsabzug und/oder Holdingprivileg.

Die Differenz zwischen dem Nennwert der Aktien und dem Liquidationserlös unterliegt zudem der Verrechnungssteuer von 35 Prozent. Diese Steuer kann von in der Schweiz ansässigen Aktionären grundsätzlich zurückgefordert bzw. an ihre Steuern angerechnet werden. Bei ausländischen Aktionären hängt das Ausmass und die Möglichkeit der Rückforderung vom Bestand und Inhalt eines zwischen deren Residenzstaat und der Schweiz abgeschlossenen Doppelbesteuerungsabkommens ab.

Nach unseren Abklärungen würde ein Liquidationsszenario insbesondere für Privat-Aktionäre und im Ausland ansässige Aktionäre, welche aufgrund der bestehenden Doppelbesteuerungsabkommen nicht sämtliche Verrechnungssteuern zurückfordern oder anrechnen können, mit Bezug auf die durch die Schweiz erhobenen Steuern zu einem Vergleich mit dem Kaufangebot deutlich tieferen Erlös führen².

5. Durchsicht und Analyse der zur Verfügung gestellten NAV (Torneo und Acorn) -Kalkulationen per 31.7.2006

Investmentgesellschaften und Funds werden üblicherweise auf der Basis des NAV's (zu Marktwerten) bewertet. Wesentlichstes Aktivum bei der Berechnung des NAV von AAG und Torneo sind die von ihnen gehaltenen Investitionen in Hedge Fund Anteilen. Für Hedge Fund Anteile bestehen meist keine Marktwerte. Sie werden deshalb – analog zu Investmentgesellschaften – zum NAV bewertet. Dieser NAV entspricht einem Fair Value, welcher von einem Marktwert bei bestehenden liquiden Märkten stark abweichen kann.

² Hinsichtlich möglicher Steuerfolgen von Aktionären bei Annahme des Umtauschangebotes verweisen wir im Weiteren auf Ziff. 1.9. des Umtauschangebotes

Die Berechnung eines solchen NAV erfolgt gemäss den Bestimmungen des Prospektes des einzelnen Hedge Fund und wird in den meisten Fällen an einen vom Hedge Fund Manager unabhängigen Administrator übertragen. Gewisse Jurisdiktionen erlauben jedoch auch, dass der Administrator vom Hedge Fund Manager nicht unabhängig ist. (Gemäss den uns von AAG zur Verfügung gestellten Unterlagen besteht in AAG per 30.6.2006 ein solcher nicht unabhängig administrierter Hedge Fund, dessen Bilanz jedoch jährlich von Ernst&Young revidiert wird. Die Gewichtung dieses Hedge Fund zum gesamten Portfoliowert von AAG beträgt per 30.6.2006 1.43%.) Der Administrator nimmt entsprechend die NAV-Berechnung gemäss den Bewertungsrichtlinien im Prospekt des einzelnen Hedge Fund vor und stellt diese den Investoren zur Verfügung. Hedge Fund Investoren – und so auch AAG und Torneo als typische Fund-of-Hedge-Funds – stützen sich bei der Bewertung der Hedge Fund Anteile, sofern keine Gründe bestehen, dass eine solche Bewertung kein hinreichender Indikator für einen Fair Value ist, auf diese unabhängigen NAV-Berechnungen ab.

Bewertung Torneo

Der NAV von Torneo per 31.7.2006 entspricht dem aus der Kapitalherabsetzung von Acorn überwiesenen Cashbetrag von CHF 143.9 Mio. In diesem Umfang wurden entsprechend Fondsanteile ausgegeben. Es liegt uns eine Fondsbewertung (NAV-Berechnung) per 31.7.2006 vom Fondsbuchhalter Balfidor Treuhand AG, Basel vor, welche diese Werte bestätigt. Ausserdem wurde uns der Cashbestand von CHF 143.9 Mio. per 31.7.2006 durch den Custodian – Bank Sarasin & Cie. AG – bestätigt.

Torneo ist gemäss Kaufvertrag vom 28.7.2006 die Verpflichtung eingegangen, eine bestimmte Anzahl von definierten Hedge Fund Investitionen (Total 23) von der AA Overseas und AA Plus zum Marktpreis im Zeitpunkt des Verkaufs zu erwerben. Drei dieser Hedge Fund Investitionen können erst auf ein Quartalsende, das heisst per 30.9.2006 übertragen, bzw. verkauft werden (Wert rund CHF 22 Mio. per 31.7.2006). Per 31.7.2006 (23 Hedge Fund Positionen), respektive 30.9.2006 (3 Hedge Fund Positionen) sind diese Hedge Fund Investitionen noch im Bestand der AAG, welche sich ihrerseits verpflichtet hat, diese auf den 1.8.2006 (20 Hedge Fund Positionen), respektive 1.10.2006 (3 Hedge Fund Positionen) zu übertragen. Damit fällt die Performance (positiv oder negativ) dieser Hedge Fund Investitionen ab 1.8.2006, respektive 1.10.2006 in die Erfolgsrechnung von Torneo. Betreffend Übertragung der Hedge Fund Anteile sowie deren Bewertung verweisen wir auf unsere Arbeiten im Zusammenhang mit der Überprüfung des Portfolios der AAG sowie unsere einleitenden Ausführungen. Die Übernahme der übrigen Bestände des Hedge Fund Portfolio der AAG erfolgt gemäss Kaufvertrag vom 18./19.9.2006

nach Zustandekommen des Übernahmeangebotes zu Marktwerten, wobei geplant ist, den grössten Teil per 31.10.2006 und den Rest per 30.11.2006 zu übernehmen.

Bewertung AAG

Die AAG investiert via zwei Tochtergesellschaften Acorn Alternative Strategies (Overseas) Ltd. und Acorn Alternative Strategies (Plus) Ltd. in Hedge Funds. Die Bewertungen der einzelnen Hedge Funds erfolgen durch die Administratoren der einzelnen Hedge Funds und werden von diesen an das Pricing Department von Citco Fund Services übermittelt. Citco Group ist einer der weltweit grössten, unabhängigen Dienstleistungsanbieter von Custody und Administration für einzelne Hedge Funds und Fund-of-Hedge-Funds. Citco administriert auch einen Teil der Hedge Funds, in welche AAG und Torneo investiert sind. Citco als Custodian und Administrator von AA Overseas und AA Plus sammelt monatlich die Preise der Hedge Fund Investitionen und erstellt die NAV-Berechnungen von AA Overseas und AA Plus. Diese Werte werden von Citco monatlich an den vom Administrator Sarasin bestimmten Fondsbuchhalter Balconsult AG übermittelt, welcher basierend darauf für die AAG eine konsolidierte NAV-Berechnung vornimmt. Diese wird dem Administrator Sarasin zugestellt, welcher eine weitere Kontrolle vor Publizierung des NAV vornimmt.

Der monatliche Bewertungsprozess entspricht dem in der Hedge Fund Industrie üblichen Ansatz zur Berechnung eines NAV's (=Fair Value) für einen Fund-of-Hedge-Fund. Per 31.7.2006 haben wir die wesentlichsten Bilanzpositionen der AAG sowie deren Tochtergesellschaften mittels der von Balconsult AG und Sarasin erhaltenen Unterlagen plausibilisiert. Zur Plausibilisierung gehören das Kontrollieren von Summen und Totalen aus verschiedenen Teilbilanzen zwecks Berechnung der konsolidierten Werte sowie die Überprüfung der internen Konsistenz, d.h. die Überprüfung, ob Summen aus Detailaufstellungen zu einzelnen Positionen mit Bilanzpositionen übereinstimmen.

Ferner haben wir auf Stichprobenbasis folgende Prüfungen vorgenommen:

- Verifizierung des NAV's einzelner Hedge Funds gemäss Depotauszug und NAV-Berechnung von Citco per 31.7.2006 mittels unabhängiger NAV-Bestätigungen für die relevanten einzelnen Hedge Funds
- Bestätigung der Cashbestände per 31.7.2006 durch Depotbanken
- Bewertung der offenen Terminkontrakte per 31.7.2006 mittels Bloomberg
- Durchsicht der Bestätigungen der Hedge Fund Manager betreffend Übertragbarkeit der bisher durch Acorn gehaltenen Hedge Fund Anteile an

Torneo unter Beibehaltung der bisherigen Investitionskonditionen (insbesondere Lock-Up Bestimmungen)

- Einsicht in die bis zum 31.7.2007 befristete Garantie von Sarasin zur Sicherung der Rückzahlung von bereits gekündigten Hedge Fund Anteilen im Maximalbetrag von USD 6.24 Mio.

Die zur Berechnung des Umtauschverhältnisses verwendeten NAVs von Acorn und Torneo stimmen mit den uns zur Verfügung gestellten NAV-Berechnungsunterlagen überein. Basierend auf den von uns ausgeführten Arbeiten haben wir keine Feststellungen gemacht, welche eine Anpassung der uns vorgelegten NAV-Berechnungen erfordern würde.

6. Beurteilung der von Sarabet vorgesehenen Bewertung

Der Gegenwert des Umtauschangebotes, basierend auf dem NAV des Torneo Fund per 31.7.2006 von CHF 99, entspricht einer Prämie von 15.7% auf dem Börsen-Schlusskurs von Acorn vom 21.9.2006 von CHF 142.0 und einer Prämie von 14.7% auf dem durchschnittlichen Eröffnungskurs der Acorn Aktie in der Zeit vom 2.8.2006 bis 21.9.2006. Der Abschlag zum NAV Acorn per 31.7.2006 entspricht 3.4%³.

Die Beurteilung der Angemessenheit des Umtauschangebotes durch Swiss Capital beinhaltet im Wesentlichen drei Parameter:

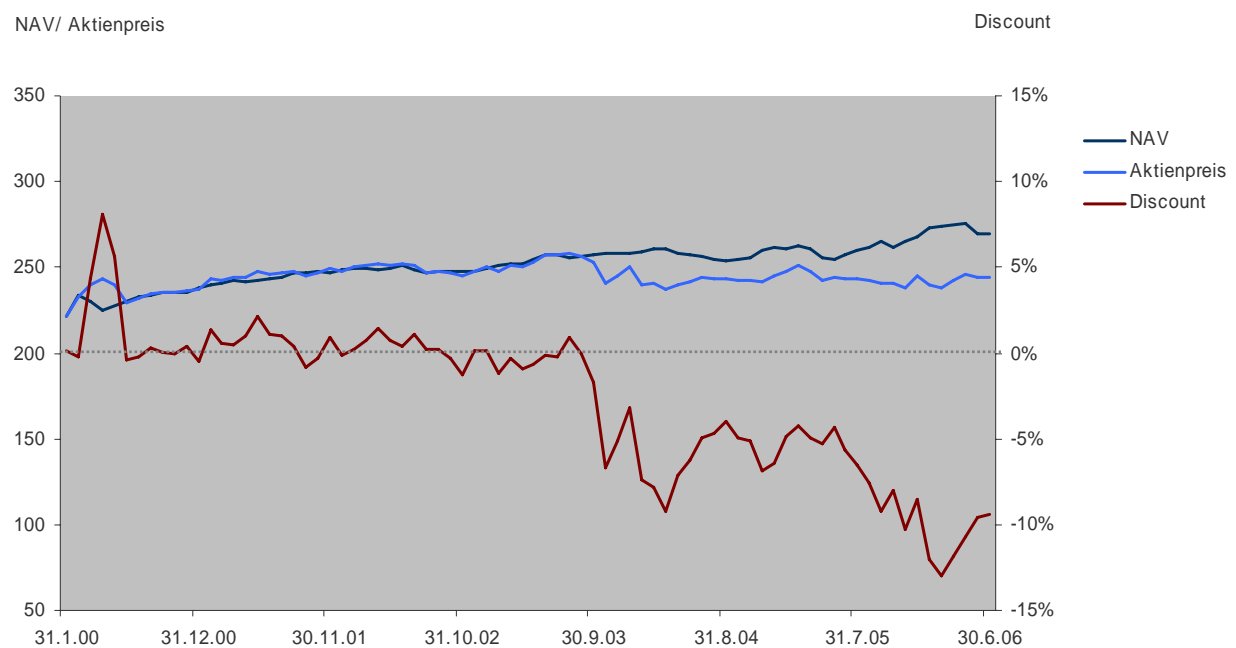
- (A) Aktienpreisanalyse: diese beurteilt die Angemessenheit der Prämie in Hinblick auf die gewählte Transaktionsstruktur (insbesondere unter Discount- und Liquiditätsaspekten);
- (B) Analyse des Abschlages: diese beurteilt die Angemessenheit des Abschlages des Angebotspreises vom NAV und findet insbesondere unter der Optik der Kosten für Sarabet statt;
- (C) Weitere Analyse: zur Plausibilisierung von (A) und (B) wurden ähnliche, vergleichbare Transaktionen hinzugezogen.

³ Quelle: Bloomberg, 21.9.2006

(A) Aktienpreisanalyse

Die Aktien der Investmentgesellschaft Acorn sind seit dem 25.1.2000 an der SWX Swiss Exchange kotiert. Aus Graphik 1 ist ersichtlich, dass sich sowohl der Aktienkurs (10.2%) als auch der Net Asset Value (21.7%) seit Kotierung bis vor Nennwertreduktion positiv entwickelt haben, wobei der Discount über diesen Zeitraum zugenommen hat⁴. Per 31.7.2006 nach Nennwertreduktion betrug der Discount auf dem NAV 14.2%⁵.

Graphik 1: Acorn: NAV/Kurs/Discount seit Kotierung (vor Nennwertreduktion)



Quelle: Bloomberg

Graphik 2 vergleicht den Discount von Acorn mit anderen an der SWX Swiss Exchange kotierten Investmentgesellschaften. Dabei wurden jeweils die Durchschnitte der wöchentlichen Discounts während des letzten Jahres einander gegenübergestellt⁶. Auswahlkriterium der vergleichbaren Investmentgesellschaften war primär dasselbe Geschäftsfeld, also Investmentgesellschaften mit Investments in Alternative Anlagen respektive Hedge Funds⁷. Der Discount von Acorn bewegt

⁴ Analysierte Zeitreihe: 31.01.00 – 30.06.2006 per Monatsende

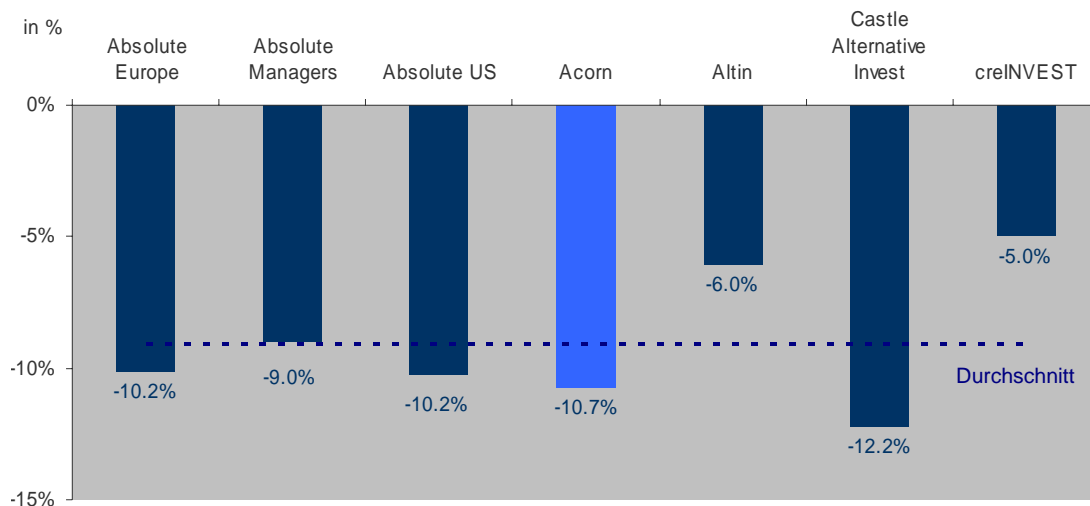
⁵ Quelle: AAG

⁶ Stichtag: 20.9.2006

⁷ An der SWX Swiss Exchange kotierte Investmentgesellschaften, die zwar in der Struktur eines Fund-of-Funds aufgebaut sind, aber hauptsächlich in Private Equity Funds investieren sowie Investmentgesellschaften mit Direct Investments wurden für den Vergleich ausgeschlossen (z.B. Absolute Private Equity, Private Equity Holding, ShaPE Capital)

sich dabei leicht über dem Durchschnitt der Vergleichsgruppe und kann absolut betrachtet mit durchschnittlich 10.7% als hoch beurteilt werden.

Graphik 2: Analyse der Discounts vergleichbarer Unternehmen



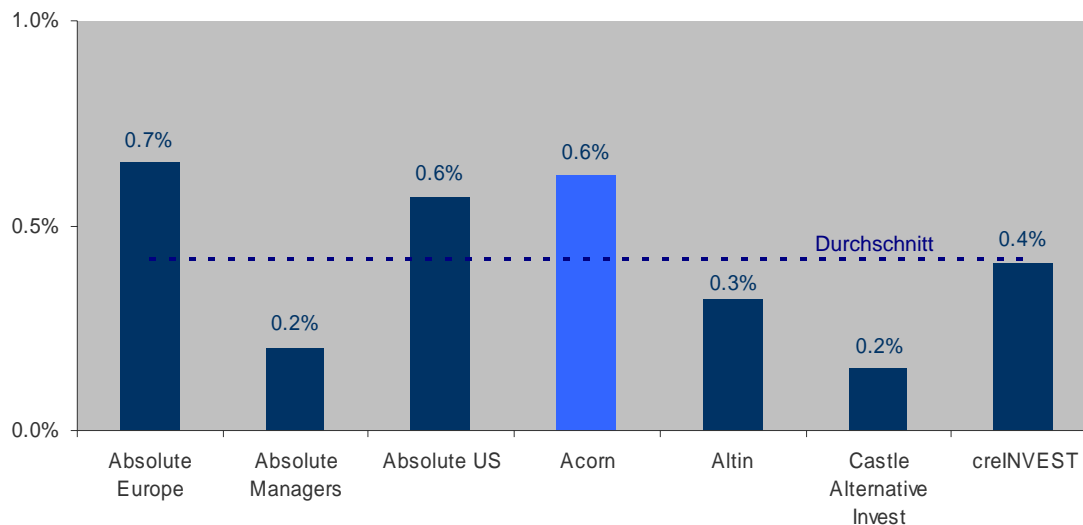
Quelle: Bloomberg, 21.9.2006

In Graphik 3 wurden die wöchentlich gehandelten Volumen in Prozent der total ausstehenden Aktien respektive die Marktliquidität der Acorn Aktie und der Aktien ausgewählter anderer Investmentgesellschaften mit Investments in Hedge Funds während der letzten 12 Monate ermittelt⁸. Die Liquidität der Acorn Titel liegt zwar über dem Durchschnitt der Vergleichsgruppe. Die Vergleichsgruppe handelt aber insgesamt mit einem Discount. Wir führen dies nicht zuletzt auf die beschränkte Liquidität der Titel zurück.

⁸ Stichtag: 15.9.2006

Graphik 3: Liquiditätsanalyse

in %



Quelle: Bloomberg, 21.9.2006

(B) Analyse des Abschlages

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Abschlages von 3.4% zum NAV per 31.7.2006 beinhaltet die Beurteilung folgender Punkte:

- Opportunitätskosten der Sarabet
- Transaktionskosten der Sarabet
- Übernahme Marktrisiko durch Sarabet

Opportunitätskosten der Sarabet AG

Es ist für die Transaktion zentral, dass der Tausch der Aktien an der AAG gegen Anteilsscheine des Torneo für inländische natürliche Personen als Aktionäre der AAG (mit deren Aktien im Privatvermögen) keine sogenannte indirekte Teilliquidation darstellt (siehe auch Kapitel 4).

Um dies sicherzustellen, hat Sarasin ein Steuerruling der ESTV, datiert vom 28.2.06 sowie von der Steuerverwaltung Basel-Stadt, datiert vom 5.4.2006, eingeholt.

Für die Erteilung der Steuerrulings war, inter alia, entscheidend, dass (a) die Kaufpreisfinanzierung nicht zu einer Entreichung der AAG aus bestehender Substanz führt oder (b) die Kaufpreisfinanzierung nicht zu einer Entreichung der AAG aus künftigen Gewinnen führt. Zudem hat sich (c) der Übernehmer Sarabet verpflichtet, dass während fünf Jahren nach Übernahme keine Tochterabsorption erfolgt.

Diesen Bedingungen wird dadurch Rechnung getragen, dass der Umtauschpreis von rund CHF 227 Mio. durch Sarabet gemäss den Auflagen der Steuerrulings folgendermassen finanziert wird:

- Darlehen von Sarasin: rund 45%
- Eigenmittel von Sarabet: rund 55%⁹

Es wäre aus aktueller Steuersicht nicht zulässig, den durch Sarabet beizutragenden Eigenmittelanteil fremdzufinanzieren, da diese Fremdfinanzierung mit hoher Wahrscheinlichkeit als Umgehung der Bestimmung über die indirekte Teilliquidation (siehe oben) beurteilt würde.

Basierend auf dieser Auflage werden in Sarabet über fünf Jahre substantiell Eigenmittel gebunden.

Um die Opportunitätskosten auf den gebundenen Eigenmitteln zu quantifizieren, können verschiedene Benchmarks hinzugezogen werden. Wir glauben, dass die Eigenkapitalrendite von Sarabet, welche per 31.12.2005 bei ca. 8% lag, einen fairen Benchmark darstellt.

Zusätzlich zu den Eigenmitteln stellt Sarasin ein Darlehen (rund 45% des Umtauschpreises) zur Verfügung. Für eine Annäherung an die 5-jährigen Finanzierungskosten von Sarasin scheint uns der 5-jährige Swap, welcher bei 2.6%¹⁰ liegt, zuzüglich einer Kreditmarge von 25 Basispunkten, eine gute Vergleichsgrösse.

Auf gewichteter Basis entstehen Sarasin somit Finanzierungskosten von rund 5.7%.

Diesen Kosten stehen Einnahmen aus dem Investmentportfolio der AAG gegenüber. Grundsätzlich ist Sarabet bezüglich der Anlagepolitik in AAG frei. Zu einem fairen Vergleich der möglichen Einnahmen aus Anlagen mit den oben erwähnten Kosten können unseres Erachtens nur konservative Anlagerenditen hinzugezogen werden, denn Sarasin bietet die vorgeschlagene Transaktion in erster Linie an, um den Acorn-Aktionären auf eine möglichst vorteilhafte Art die Überführung der Aktienanteile in Fondsanteile zu ermöglichen. Sarasin ist bis zu einem bestimmten Masse auch bereit, entsprechende Kosten zu tragen. Es wäre unseres Erachtens jedoch falsch, den entstehenden Kosten Anlagerenditen aus hochrentierenden und entsprechend risikotragenden Wertpapieren

⁹ Gemäss dem uns vorliegenden Abschluss der Sarabet per 31.12.2005 verfügt diese über genügend Eigenmittel

¹⁰ Quelle: Bloomberg, 21.9.2006

gegenüberzustellen, da dieses Risiko nicht im Verhältnis zum Zweck des Umtauschangebotes stehen würde.

Stellt man den Finanzierungskosten von rund 5.7% entsprechend eine sichere Anlage in ein Obligationenportfolio von A/AA-Qualität gegenüber, welches vor Steuern gegenwärtig ca. 2.5%¹¹ rentiert, werden die resultierenden Kosten für Sarasin offensichtlich.

Es besteht die Möglichkeit, dass per 1.1.2007 das Bundesgesetz vom 23.6.2006 über dringende Anpassungen bei der Unternehmensbesteuerung in Kraft tritt. Es ist möglich, dass damit für Sarabet nachträglich gewisse Erleichterungen bezüglich der Finanzierung der Übernahme eintreten, indem zum Beispiel ein Teil der erforderlichen Eigenmittel durch Fremdkapital vor Ablauf der 5-jahres Frist abgelöst werden könnte. Da zum jetzigen Zeitpunkt unklar ist, ob, wann und welche Erleichterungen gewährt werden, scheint es uns nicht sinnvoll, diese zu quantifizieren. Vielmehr muss unseres Erachtens Sarabet in ihrer Betrachtung davon ausgehen, dass allfällige Erleichterungen mit Verzögerung eintreten und nur teilweise den Eigenmittelbedarf ändern werden.

Übernahme von Transaktionskosten durch Sarabet

Sarabet hat uns eine Zusammenstellung der mit der Transaktion bei Sarabet anfallenden Kosten offengelegt, wie zum Beispiel Umsatzabgaben, Insertions- und Druckkosten, Anwaltskosten, etc. Diese Zusammenstellung und die einzelnen Positionen sind plausibel und machen ca. 1% des Angebotswertes aus.

Übernahme Marktrisiko durch Sarabet

Indem Sarabet den Acorn-Aktionären ein Umtauschangebot basierend auf den NAV's von AAG und Torneo per 31.7.2006 offeriert, besteht für Sarasin das Risiko wie auch die Chance, dass sich die beiden NAV's gegenläufig entwickeln und Sarabet je nach Verlauf einen Gewinn oder Verlust realisieren wird. Da die beiden Anlagevehikel grundsätzlich über ein sehr ähnliches Investmentportfolio mit tiefer Volatilität verfügen, erachten wir eine massive gegenläufige Entwicklung als unwahrscheinlich.

Die theoretische Herleitung des Marktrisikos kann folgendermassen zusammengefasst werden:

¹¹ Quelle: Bloomberg, 21.9.2006

Sarasin verpflichtet sich, am 31.7.2006 in vier Monaten (30.11.2006) eine Anlage AT zum Preis P^{AT}_0 vom Acorn-Aktionär zu übernehmen¹². Die Transaktion wird am 30.11.2006 beglichen.

Das Marktrisiko ist symmetrisch und der Kontrakt beinhaltet keine Optionalität. Sarabet geht ein Marktrisiko ein. Ist der Preis der Anlage am Ende der Laufzeit kleiner als der heutige Preis, beträgt der Verlust $P^{AT}_0 - P^{AT}_T$. Notiert der Preis der Anlage am Ende der Laufzeit höher als der heutige Preis, kann ein Gewinn von $P^{AT}_T - P^{AT}_0$ realisiert werden.

Aufgrund der gewählten Struktur handelt es sich bei der beschriebenen Transaktion jedoch um einen einfachen Terminkontrakt, dessen Bewertung folgendermassen hergeleitet werden kann:

Der Preis eines Terminkontraktes T^{AT}_0 wird typischerweise mittels Arbitrage-Bewertung ermittelt, d.h. es muss keine Prämie zur Übernahme von Marktrisiko verwendet werden. Dabei wird im Kern angenommen, dass die Anlage AT bereits heute gekauft und bis zum Verfallsdatum aufbewahrt werden kann. Diesbezüglich ergibt sich für den Terminkontrakt T^{AT}_0 ein theoretischer Preis von $P^{AT}_0 \exp(r_{0,T})$. Im Vergleich zum festgelegten Preis von P^{AT}_0 liegt der theoretische Preis bei $P^{AT}_0 \exp(r_{0,T})$, d.h. unter der Annahme eines Vier-Monat-LIBOR Satzes von 1.8%¹³ wird der Kontrakt in etwa um 0.6% zu tief bewertet.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass der Wert des Terminkontraktes verglichen mit den oben erwähnten Kosten nicht ins Gewicht fällt.

(C) Weitere Analysen zur Plausibilisierung

Vergleich mit anderen, ähnlichen Transaktionen

Grafik 4 stellt die Abschlüsse ähnlicher Transaktionen dar. Bei der Analyse der vergleichbaren Transaktionen wurden lediglich öffentliche Übernahmeangebote von Investmentgesellschaften berücksichtigt, welche wie Acorn in Hedge Funds investiert sind. Bei der ersten der beiden vergleichbaren Transaktionen zwischen Absolute Invest und Absolute US vom 22.10.2003 veröffentlichte die Absolute US ein öffentliches Kauf- respektive Umtauschangebot für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der Absolute Invest. Dabei entsprach das Angebot einem Abschlag von 11.6% auf dem NAV vom 30.9.2003¹⁴. Bei der zweiten aufgeführten Transaktion unterbreitete die Absolute Private Equity am 28.11.2005

¹² Der heutige Preis P^{AT}_0 wird als Verhältnis NAV^A_0 / NAV^T_0 definiert. Dabei bezeichnet NAV^A_0 den heutigen Net Asset Value des FoF A und NAV^T_0 den heutigen Net Asset Value des FoF T

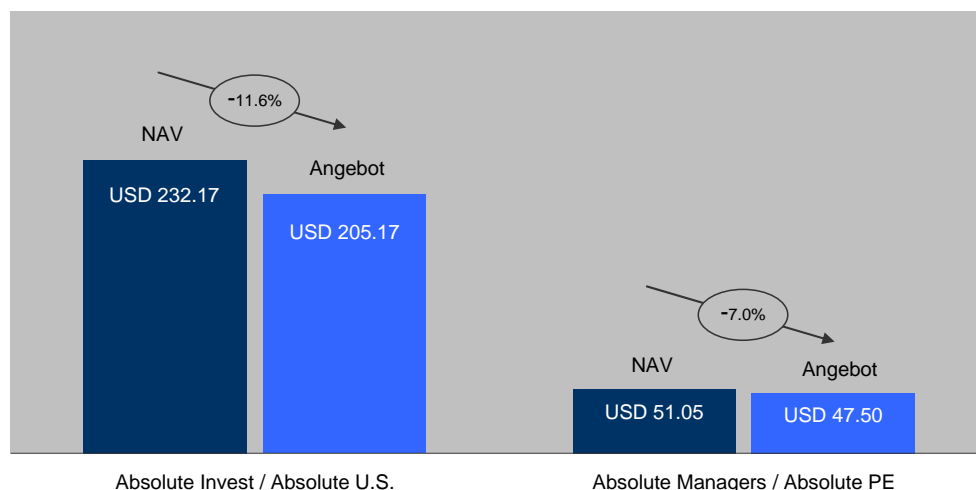
¹³ Quelle: Bloomberg: 21.9.2006

¹⁴ Quelle: Angebotsprospekt

ein öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der Absolute Managers AG. Der Angebotspreis betrug USD 47.5 netto je Inhaberaktie (abzüglich des Bruttobetrages allfälliger Verwässerungseffekte, die vor dem Vollzug des Kaufangebots eintreten würden). Dies entsprach einem Abschlag von 7.0% auf dem NAV vom 25.11.2005¹⁵.

Im Vergleich liegt der dem Angebotspreis zugrunde liegende Abschlag von Acorn mit 3.4% wesentlich tiefer als die Abschläge der Angebotspreise der beiden erwähnten Transaktionen. Es ist jedoch zu beachten, dass bei den beiden erwähnten Transaktionen dem Aktionär im Gegensatz zur vorliegenden Transaktion auch ein Barangebot gemacht wurde. Der Acorn-Aktionär, der seine Aktien in Fondsanteile umtauscht, könnte diese erst mit 90-tägiger Kündigungsfrist (respektive 45-tägiger Kündigungsfrist mit einer 2% Liquidationskommission) liquidieren.

Graphik 4: Vergleichbare Transaktionen



Quellen: Angebotsprospekte, Bloomberg

7. Geschäftsbeziehungen zwischen der Swiss Capital Alternative Investments AG und Sarasin & Cie AG

Swiss Capital strukturiert, vertreibt und verwaltet verschiedene Fund-of-Hedge-Funds. Diese Funds werden an institutionelle Investoren wie Pensionskassen, Versicherungen, Vermögensverwalter und Banken vertrieben. Im Rahmen ihrer normalen Geschäftstätigkeiten hat Swiss Capital eine Vielzahl von Vertriebsvereinbarungen mit verschiedenen Vermögensverwaltern und Banken abgeschlossen, unter anderem auch mit Sarasin. Diese Geschäftsbeziehung ist nicht wesentlich. Ansonsten bestehen keine weiteren Geschäftsbeziehungen.

¹⁵ Quelle: Bloomberg

8. Gesamtbeurteilung

Nach der eingehenden Prüfung aller durch Sarasin zur Verfügung gestellten Unterlagen und durch eigenständige Analysen und Beurteilungen ist Swiss Capital zu folgendem Ergebnis gekommen:

- Die vorgenommene Transaktionsstruktur ist unter den möglichen Alternativen vorteilhaft, um den Investoren die Möglichkeiten zu bieten, ihre Anlagen in eine neue Struktur ohne Discount und mit erhöhter Liquidität überzuführen.
- Aufgrund der gewählten Transaktionsstruktur entstehen für inländische natürliche Personen (mit deren Aktien im Privatvermögen) keine Steuerfolgen aus der sogenannten indirekten Teilliquidation.
- Der Abschlag von 3.4% ist unter Würdigung der Transaktions- und insbesondere der Opportunitätskosten auf den von Sarabet aus Steuergründen zur Finanzierung benötigten Eigenmitteln gerechtfertigt.

Aus all diesen Gründen erachtet Swiss Capital das Umtauschangebot für die Acorn-Aktionäre zum Tausch ihrer Aktien in Anteile am Torneo Fund als finanziell angemessen und fair.

Das Gutachten untersteht schweizerischem Recht unter Ausschluss des Bundesgesetzes über das Internationale Privatrecht (IPRG). Ausschliesslicher Gerichtsstand für sämtliche Streitigkeiten ist Zürich.

Mit freundlichen Grüssen

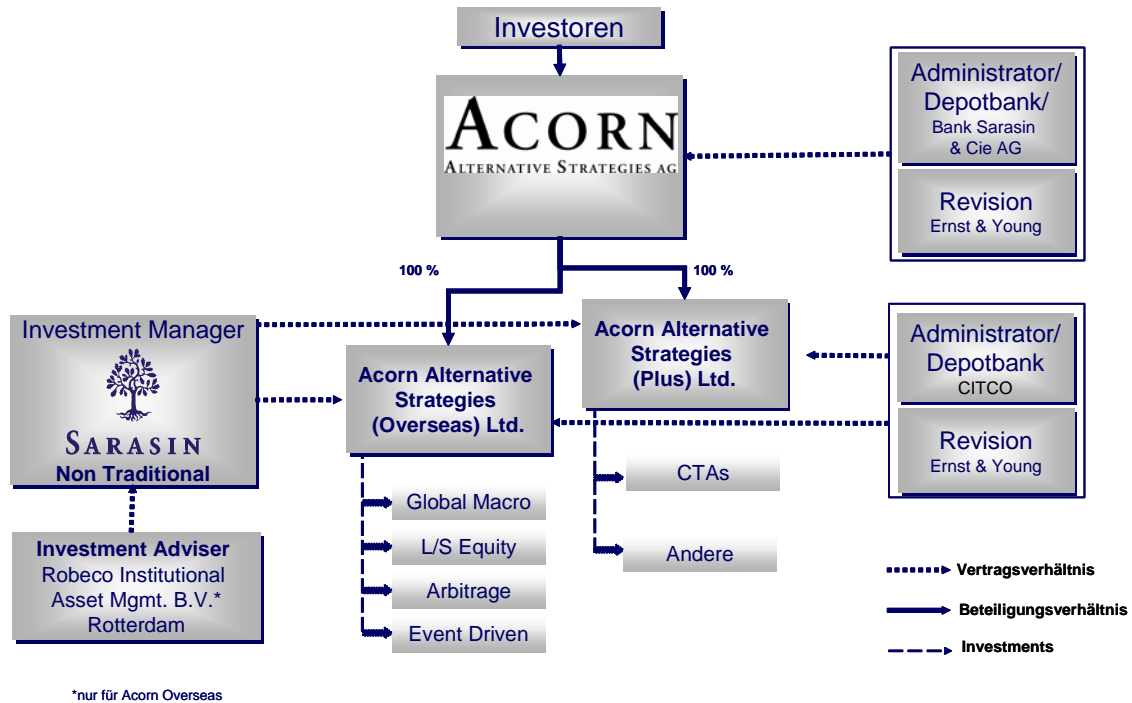
Swiss Capital Alternative Investments AG

Zürich, 21. September 2006

Martin Menzi
Partner

Adrian Kalt, CFA
Associate Director

Anhang 1: Struktur der AAG



Quelle: Sarasin