

PRIVILEGED INVESTORS

Beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal

Statutaire zetel: Avenue J.F. Kennedy 50, L-2951 Luxemburg

Groothertogdom Luxemburg

Vraag en antwoord document
maart 2009



Uitsluitend voor professionele beleggers

Tenzij anders aangegeven, verwijst 'MNF' in dit gehele document zowel naar het Cadogan Market Neutral EUR Fund als naar het Cadogan Market Neutral USD Fund.

Heeft een van de Cadogan-fondsen posities bij Madoff gehad?

De fondsen en managed accounts van Cadogan hebben noch nu, noch in het verleden beleggingen in fondsen van Madoff gehad. Uitzondering hierop is MNF dat in een aan Madoff gelieerd "feeder fund" belegde, waarvan Tremont het beheer en de distributie verzorgde. Deze positie werd in 2007 geheel door MNF verzilverd, nog voordat Cadogan de vermogensbeheerder van MNF werd.

Hebben MNF en MDF ooit posities bij Madoff gehad?

Het MDF heeft geen posities bij Madoff gehad.

MNF heeft echter in een fonds belegd waarvan Tremont (Bermuda) Limited het beheer en de distributie verzorgde. Die onderneming was en is gelieerd aan Bernard Madoff.

Wanneer en hoe werd bij Madoff belegd en waarom werd die belegging weer verzilverd?

Het Market Neutral Fund ('MNF') heeft nooit direct bij Madoff belegd. Spoedig nadat MNF in november 2001 werd gelanceerd, belegde MNF in een fonds waarvan Tremont het beheer en de distributie verzorgde. Dat fonds belegde in Madoff. Het fonds heet Rye Select Broad Market Fund (Rye Select Fund). Tussen 2001 en 2007 varieerde de omvang van de beleggingen van MNF in het Rye Select Fund.

Na een gedegen evaluatie van de portefeuille van MNF in 2006 en 2007 werd bepaald dat diverse beleggingen, waaronder het Rye Select Fund, geheel verzilverd dienden te worden. MNF ontving vervolgens per 31 maart 2007 de volledige opbrengst op de inname van deze aandelen.

Dit besluit werd genomen omdat MNF niet voldoende transparantie werd geboden om de beleggingen in de drie vervolgens verkochte fondsen goed te kunnen beoordelen.

Waarom is transparantie belangrijk?

De belegging in Rye Select voldeed, samen met andere toenmalige posities in de MNF-portefeuille, niet aan de minimale transparantiestandaarden van Cadogan.

Portefeuilletransparantie vormt een centraal vereiste binnen het beleggingsproces van Cadogan en dient de volgende informatie te verschaffen:

- inzicht in de factoren die het rendement bepalen en in het rendementspotentieel
- inzicht in hoe de portefeuille reageert onder verschillende marktomstandigheden
- een bevestiging dat de manager doet wat hij zegt dat hij doet.

Diverse andere posities binnen MNF waarvan destijds werd vastgesteld dat transparantie ontbrak, werden op de eerstvolgende innamedatum eveneens volledig te gelde gemaakt.



Zijn aan deze posities uit het verleden risico's verbonden?

De belegging van MNF in Rye Select werd bijna twee jaar geleden in zijn geheel verkocht en de volledige opbrengst werd door het fonds ontvangen.

De vraag is echter of hier sprake is van 'frauduleuze overdracht'. Dit concept heeft betrekking op de uitbetalingen (in het geval van MNF, de verkoopopbrengst) die uit een Ponzi-systeem voortvloeien. In dit concept staat centraal dat beleggers die de opbrengst uit de inname van aandelen ontvangen, mogelijk betaald zijn met het geld van iemand anders binnen een dergelijk frauduleus stelsel.

De kwestie van frauduleuze overdracht en de mogelijkheid van de bewindvoerder van een gefailleerde entiteit om activa terug te vorderen ("claw back") die buiten de failliete boedel om frauduleus zijn overgedragen, bestaat al lang. Maar de toepassing op Ponzi-systemen binnen hedgefondsen is van recentere datum en minder duidelijk en definitief in de jurisprudentie vastgelegd. Zo oordeelde een Amerikaanse rechtbank in een niet-gerelateerd geval van hedgefondsfraude waar sprake was van een Ponzi-constructie dat ontvangers van inkoopopbrengsten "frauduleuze overdrachten" hadden ontvangen en dat de bewindvoerder van de failliete boedel van het fonds tot terugvordering gerechtigd was. De rechtbank oordeelde dat de hedgefondsen niet gerechtigd waren om de "winsten" op de beleggingen die zij als uitbetaling hadden ontvangen te behouden. Voorts oordeelde de rechtbank dat de bewindvoerder tevens gerechtigd was om de "hoofdsom" van de belegging terug te vorderen, tenzij het tenzij het fund of fundsovertuigende nieuwe argumenten ter verdediging (affirmative defence) kon aanvoeren. De rechtbank paste de Amerikaanse faillissementswetgeving en de wetgeving van de staat New York toe.

Vanaf het moment dat de Madoff-fraude op 11 december 2008 aan het licht kwam, heeft de Raad van Bestuur van MNF met zijn juridische adviseurs in Luxemburg en de VS samengewerkt om het risico dat voor MNF aan de voormalige beleggingen in een Madoff-fonds kleeft te beoordelen.

De Raad van Bestuur kwam tot de conclusie dat het risico dat tegen MNF procedures worden aangespannen in verband met de Rye Select Fund/Madoff-kwestie onmogelijk kan worden uitgesloten.

De mogelijkheid bestaat in wezen dat curatoren van het Rye Select Fund, de boedel van Madoff en/of andere slachtoffers van de vermeende Madoff-fraude zullen trachten om het geïnvesteerde bedrag en/of eventuele daaruit resulterende winsten terug te vorderen.

Hoe luidde het besluit van de Raad van bestuur van MNF?

Op basis van het juridisch advies is de Raad van Bestuur van mening dat er een mogelijkheid bestaat dat rechtbanken MNF zullen dwingen om schadeclaims uit de boedel van Madoff of van zijn slachtoffers te honoreren. Derhalve is het prudent om nu te handelen door een voorziening te treffen.

De Raad heeft in het bijzonder de volgende maatregelen getroffen:

- In het Cadogan Market Neutral USD Fund wordt circa USD 3,1 miljoen in een 'side-pocket'-voorziening opzijgezet. Dat bedrag vertegenwoordigt de volledige hoofdsom en de winst van CMNF USD op zijn beleggingen in het Rye Select Fund tussen 2001 en begin 2007, plus een voorziening voor mogelijke juridische kosten. De hoofdsom van de belegging gedurende deze jaren was circa USD 2,1 miljoen en de winst bedroeg bijna USD 0,6 miljoen. Dat is gelijk aan circa 10,93% van de intrinsieke waarde van CMNF USD per 31 december 2008.



- In het Cadogan Market Neutral EUR Fund wordt circa USD 96,2 miljoen in een 'side-pocket'-voorziening opzijgezet. Dat bedrag vertegenwoordigt de volledige hoofdsom en de winst van CMNF EUR op zijn beleggingen in het Rye Select Fund tussen 2001 en begin 2007, plus een voorziening voor mogelijke juridische kosten. De voorziening houdt bovendien rekening met eventuele winsten en/of verliezen die kunnen voortvloeien uit de afwikkeling van valutahedges die op het moment dat de side pockets zijn opgezet nog liepen. De hoofdsom van de belegging gedurende deze jaren bedroeg circa USD 64,9 miljoen en de winst bedroeg USD 19,4 miljoen. Dat is gelijk aan 10,81% van de intrinsieke waarde van CMNF EUR per 31 december 2008.

Waarom doet de Raad dit nú?

De Madoff-fraude kwam op 11 december 2008 aan het licht. Gezien de substantiële omvang van de innameopdrachten voor MNF in december, en om te voorkomen dat beleggers die in het fonds blijven zitten worden benadeeld, heeft de Raad van Bestuur besloten om de voorziening te treffen op het moment dat de intrinsieke waarde over december 2008 berekend wordt.

Wat gaat er precies gebeuren?

Een bepaald aantal van de aandelen die u in MNF houdt, worden nu aangemerkt als aandelen van een speciale klasse (de 'side pocket'). Dat betekent dat een bedrag aan liquide middelen dat door de Raad van Bestuur wordt bepaald, wordt afgezonderd van de overige activa en als een afzonderlijke pool, een 'side pocket', binnen MNF EUR, en afzonderlijk binnen MNF USD, wordt aangehouden.

De side pocket belegt in geldmarktfondsen van hoge kwaliteit luidend in USD waaraan door Moody's of Standard & Poor's een rating van AAA- is toegekend, of in deposito's van eersteklas kredietinstellingen.

Hoe werkt zo'n side pocket-voorziening in de praktijk?

De Madoff-fraude kwam op 11 december 2008 aan het licht. De side pocket is op 31 december 2008 opgezet, de datum waarop de intrinsieke waarde voor de maand december is bepaald. Dat betekent dat alle aandeelhouders die op basis van de intrinsieke waarde van december 2008 of daarna hun aandelen ter inname hebben aangeboden, of daarna zullen aanbieden, samen met de zittende aandeelhouders van MNF gelijkelijk in de side pocket zullen participeren. Zodoende wordt een eerlijke en gelijke behandeling van alle aandeelhouders van MNF gewaarborgd. Deze stappen dienen ervoor te zorgen dat nieuwe beleggingen door bestaande aandeelhouders of nieuwe aandeelhouders niet nadelig door het verleden van MNF beïnvloed worden.

Een praktisch overzicht:

- **Inschrijvingen tegen de intrinsieke waarde van december 2008 en daarna – geen** deelname in de side pocket
- **Inname van aandelen tegen de intrinsieke waarde van december 2008 – wel** deelname in de side pocket
- **Inschrijvingen na de vaststelling van de intrinsieke waarde van december 2008 – geen** deelname in de side pocket; twee mogelijke scenario's:

1) Inname van aandelen die betrekking hebben op beleggingen die vóór de vaststelling van de intrinsieke waarde van december 2008 zijn verricht – wél deelname in de side pocket. Beleggers hebben dan twee soorten aandelen in bezit: de reguliere aandelen kunnen ter inname worden aangeboden; de aandelen in de side pocket echter niet.



2) Inname van aandelen die betrekking hebben op beleggingen die tegen de intrinsieke waarde van december 2008 en daarna zijn verricht – geen deelname in de side pocket.

De aandelen in de side pocket kunnen niet worden verzilverd. Zodra de Raad van Bestuur echter zekerheid heeft gekregen dat MNF in de Madoff-zaak niet zal worden gedaagd, zullen de participanten in de side pocket de contante liquidatieopbrengst ontvangen op basis van het aantal aandelen dat ieder van hen in bezit heeft.

Ik heb na april 2007 belegd, waarom word ik dan toch door de ‘side pocket’ getroffen?

In alle besluiten met betrekking tot het fonds streeft de Raad van Bestuur naar een eerlijke en gelijke behandeling van alle huidige aandeelhouders van MNF. Het is voor de Raad van Bestuur niet mogelijk onderscheid te maken tussen beleggers van vóór en na april 2007.

Heeft de voorziening invloed op de intrinsieke waarde van MNF?

Nee, buiten de side pocket-voorziening zijn er geen gevolgen voor de intrinsieke waarde van het fonds. De side pocket zal als een inname van aandelen worden verwerkt die leidt tot een afname van het beheerd vermogen van MNF.

De waardering van de side pocket van MNF EUR houdt rekening met eventuele winsten en/of verliezen die voortvloeien uit de afwikkeling van de valutahedges die op het moment dat de side pocket werd opgezet nog liepen. De positie van de side pocket was tot en met de laatste handelsdag van februari afgedekt. De afwikkeling van deze hedge zal tot uitdrukking komen in de intrinsieke waarde van de side pocket van MNF EUR over januari en februari (zie tevens het antwoord op de vraag “Wordt het valutarisico van de side pocket afgedekt?”).

Wanneer wordt de intrinsieke waarde van MNF over december 2008 bekendgemaakt en de inname van aandelen tegen de intrinsieke waarde van december uitbetaald? De intrinsieke waarde voor de maand december wordt naar verwachting op 24 maart 2009 bekendgemaakt. De uitbetaling op de inname van aandelen zal binnen drie werkdagen na de berekening van de intrinsieke waarde worden verricht.

Wanneer wordt de intrinsieke waarde van MNF over januari 2009 bekendgemaakt en de inname van aandelen tegen de intrinsieke waarde van januari uitbetaald?

De intrinsieke waarde voor de maand januari wordt uiterlijk 31 maart 2009 bekendgemaakt. De uitbetaling op de inname van aandelen zal binnen drie werkdagen na de berekening van de intrinsieke waarde worden verricht.

Ontvangen beleggers een vergoeding voor de niet-tijdige betaling van de ingenomen aandelen tegen de intrinsieke waarde van december 2008 en januari 2009?

De buitengewone omstandigheden hebben tot een aanzienlijke vertraging in de berekening van de intrinsieke waarde geleid. Derhalve heeft de Raad van Bestuur van MNF besloten om aan aandeelhouders die hun aandelen tegen de intrinsieke waarde van december en januari ter inname hadden aangeboden een vergoeding voor niet-tijdige betaling uit te keren. De hiervoor in aanmerking komende aandeelhouders worden gecompenseerd via een proportionele verlaging van de innamekosten op basis van het aangegroeide rentebedrag over de desbetreffende periode, daarbij rekening houdend met de data waarop de afwikkeling van de inname van aandelen volgens het prospectus diende plaats te vinden ten opzichte van de feitelijke uitbetalingsdatum.

Worden op de side pocket beheer- en prestatievergoedingen in rekening gebracht?

Op de side pocket worden geen beheer- en prestatievergoedingen berekend.

**Vindt op de side pocket een intrinsiekewaardeberekening plaats?**

Voor informatie- en verslaggevingsdoeleinden zal de waardering van de side pocket afzonderlijk van de CMNF EUR en CMNF USD fondsen op maandbasis plaatsvinden. De Raad van Bestuur streeft ernaar de intrinsieke waarde per aandeel voor het einde van de maand maart te publiceren. Daarnaast zullen de aandeelhouders een maandelijks overzicht ontvangen van hun participaties in de side pocket en de waarde daarvan. Tenminste eenmaal per kwartaal zullen wij rapporteren over de Speciale Pool en de posities die daarin worden aangehouden.

In welke valuta wordt de intrinsieke waarde van de side pocket berekend?

De side pocket van MNF luidt in USD.

Wordt het valutarisico van de side pocket afgedekt?

De side pocket van MNF EUR werd tot en met de laatste handelsdag van februari afgedekt. Vanaf dat moment vindt er echter op het niveau van de side pocket geen extra afdekking meer plaats. De beleggingen worden aangehouden in USD aangezien de mogelijke verplichtingen zeer waarschijnlijk ook in deze valuta zullen luiden. In de waardering van de side pocket wordt rekening gehouden met eventuele winsten en/of verliezen die voortvloeien uit de afwikkeling van de valutahedges die ten tijde van de opzet van de side pocket nog liepen.

Krijgt de side pocket een ISIN-code?

Het is niet mogelijk om een afzonderlijke ISIN-code te krijgen voor een side pocket van het type dat binnen MNF is gecreëerd.

Hoe krijg ik bericht over mijn participatie in de side pocket?

De aandeelhouders van MNF die in de side pocket participeren krijgen van de Transfer Agent de volgende documentatie toegestuurd, waarin gegevens zijn opgenomen over hun pro rata participatie in de side pocket:

- bij het opzetten van de side pocket: een bevestiging van de conversie van een deel van hun bestaande belegging in MNF naar aandelen in de side pocket (zie voor bijzonderheden de volgende vraag);
- voor alle verzoeken om inname van/inschrijving op aandelen, de gebruikelijke sluitnota;
- een overzicht (maandelijks beleggingsoverzicht)

Wat wordt na het opzetten van de side pocket in de 'sluitnota' vermeld?

De sluitnota toont een inname van aandelen die gelijk is aan de waarde van uw participatie in de side pocket. Op dezelfde sluitnota ziet u een inschrijving in de desbetreffende side pocket van MNF. De waarde van deze inschrijving is gelijk aan de inname van aandelen. Uw participatie in de side pocket van MNF EUR zal in USD worden omgezet tegen de wisselkoers van 31 december 2008, zijnde de intrinsieke waarde die geldt bij het opzetten van de side pocket van MNF EUR.

Hoe wordt de inname van aandelen over december 2008 verwerkt?

Alle innames van aandelen tegen de intrinsieke waarde van december 2008 zullen deels in contanten (circa 90%, afhankelijk van het soort aandeel) en deels in aandelen in de side pocket (circa 10%; afhankelijk van het soort aandeel) worden uitbetaald.

Hoe wordt de inname van aandelen tegen de intrinsieke waarde van januari, februari, maart, april of mei 2009 verwerkt?

U was zich bij het opgeven van uw order tot inname van aandelen niet bewust van het opzetten van de side pocket. Indien uw order uw bezit aan liquide aandelen overstijgt (d.w.z. exclusief de aandelen in de side pocket), zult u een afrekening ontvangen die alleen de liquide aandelen betreft en zal het restant in de side pocket worden aangehouden. Om boekhoudkundige redenen zal de Transfer Agent u verzoeken uw oorspronkelijke order aan te passen tot het aantal liquide



aandelen die ter inname zijn aangeboden. Dit verzoek heeft geen invloed op het tijdstip van afwikkeling van de inname van uw aandelen.

Hoe wordt de inname van aandelen na mei 2009 verwerkt?

Beleggers dienen ervoor te zorgen dat bij die orders rekening wordt gehouden met hun participatie in de side pocket, die niet kan worden ingenomen. Dat betekent dat indien de order tot inname van aandelen uw participatie in de liquide aandelen overstijgt, deze order niet in behandeling wordt genomen en aan u wordt geretourneerd.

Ik beheer een 'nominee' (aandeelhouder-in-naam) rekening voor mijn klanten; wat moet ik doen na het opzetten van de side pocket?

- Na bekendmaking van het besluit van de Raad van Bestuur om een side pocket in MNF op te zetten, zullen alle 'nominees' deze side pocket per 31 december 2008 voor alle onderliggende houders moeten weergeven op basis van de transactiebevestigingen die van de Transfer Agent zijn ontvangen en de daaropvolgende brieven met verzoeken voor het herzien en opnieuw indienen van orders;
- 'Nominees' dienen eveneens hun klanten te informeren over het opzetten van de side pocket;
- Alle orders tot inname van aandelen tegen de intrinsieke waarde van december 2008 zullen deels in contanten (circa 90%, afhankelijk van het soort aandeel) en deels in aandelen in de side pocket (circa 10%; afhankelijk van het soort aandeel) worden uitbetaald;
- Voor daaropvolgende orders dient de 'nominee' ervoor te zorgen dat de order niet meer bedraagt dan het bedrag van de liquide beleggingen bij zowel de 'nominee' als de onderliggende rekeninghouder. Dit voorkomt reconciliatieproblemen bij de 'nominee', aangezien de 'nominee' de volledige opbrengst van de inname van aandelen in contanten zal ontvangen behalve wanneer de order het bezit aan liquide aandelen overstijgt.

Hoe lang wordt de voorziening aangehouden?

De voorziening wordt aangehouden totdat het mogelijke risico van schadeclaims gerelateerd aan Rye Select en andere Madoff-fondsen geëlimineerd is. Op dit moment kan onmogelijk voorspeld worden hoe lang dat gaat duren.

De Raad en zijn adviseurs zullen de ontwikkelingen in de zaak Madoff nauwgezet blijven volgen en de noodzaak tot voortzetting van de voorziening steeds opnieuw beoordelen. Indien de Raad in de toekomst mocht besluiten dat een kleinere voorziening volstaat, dan zal de Raad de voorziening verkleinen en liquide middelen ten gunste van MNF of aandeelhouders die daarvoor in aanmerking komen laten vrijvallen.

Bestaat de kans dat de voorziening in omvang vergroot moet worden?

Gezien het feit dat het volledige beleggingsbedrag in het Rye Select Fund (hoofdsom plus winst) in de side pocket is geplaatst, is het hoogst onwaarschijnlijk dat in dit kader in de toekomst nog aanvullende voorzieningen vereist zijn.

Hoe kom ik erachter of de voorziening is vrijgefallen?

De Raad zal de aandeelhouders van MNF die in de side pocket deelnemen van alle wezenlijke ontwikkelingen op de hoogte stellen.

Hoe ontvang ik mijn rechtmatige deel van de voorziening?

De participanten in de side pocket ontvangen hun pro rata recht op de opbrengst uit de liquidatie van de voorziening in contanten.



Bestaat het risico dat MDF door de voormalige posities in Madoff getroffen wordt?

Nee, MDF is een afzonderlijk subfonds onder de paraplu van Privileged Investors dat in het verleden geen posities had in Rye Select of in andere aan Madoff gelieerde entiteiten of gerelateerde beleggingen.

This document has been prepared solely for informational purposes and is only made available upon explicit request from the potential investor and can not be relied upon by any third party. It is intended for the sole use of the addressee and should not be disclosed to any other potential investor.

This document is only intended for qualified investors and it does not constitute 1) an offer to buy, sell or a solicitation of an offer to buy or sell any security or instrument mentioned herein or 2) any investment advice.

This document is not directed to, or intended for use by any person or entity located in a jurisdiction where such availability or use would be contrary to law or regulation or which would subject Fortis Investments* to any licensing or registration requirement within such jurisdiction

Any decision to invest in the hedge funds described herein should be made after reviewing the relevant prospectus. Prospective investors should conduct such investigations as the investor deems necessary and should seek their own legal, accounting and tax advice in order to make an independent determination of the suitability and consequences of an investment in the funds.

Investing in hedge funds can be speculative, unsuitable for some investors, and is intended for experienced and sophisticated investors who are willing to bear the high economic risks of the investment. Given the economic and market risks, there can be no assurance that the hedge fund will achieve its investment objectives.

Nothing contained herein shall be relied upon as a promise, representation or warranty as to past or future performance. Past performance or achievements are not indicative of future returns.

Fortis Investments does not make any representation or warranty, express or implied, of any nature nor accepts any responsibility or liability of any kind with respect to the accuracy or completeness of the information contained herein. This information or opinions contained herein are subject to change without notice. Fortis Investments has no obligation to update or amend any information or opinions contained herein.

For more information, please contact:

* Fortis Investments is the trade name for all entities within the group of Fortis Investment Management. This document has been issued by Fortis Investment Management Belgium N.V. /S.A. (address: Avenue de l'Astronomie 14, 1210 Brussels, Belgium, RPM/RPR 0882 221 433).