

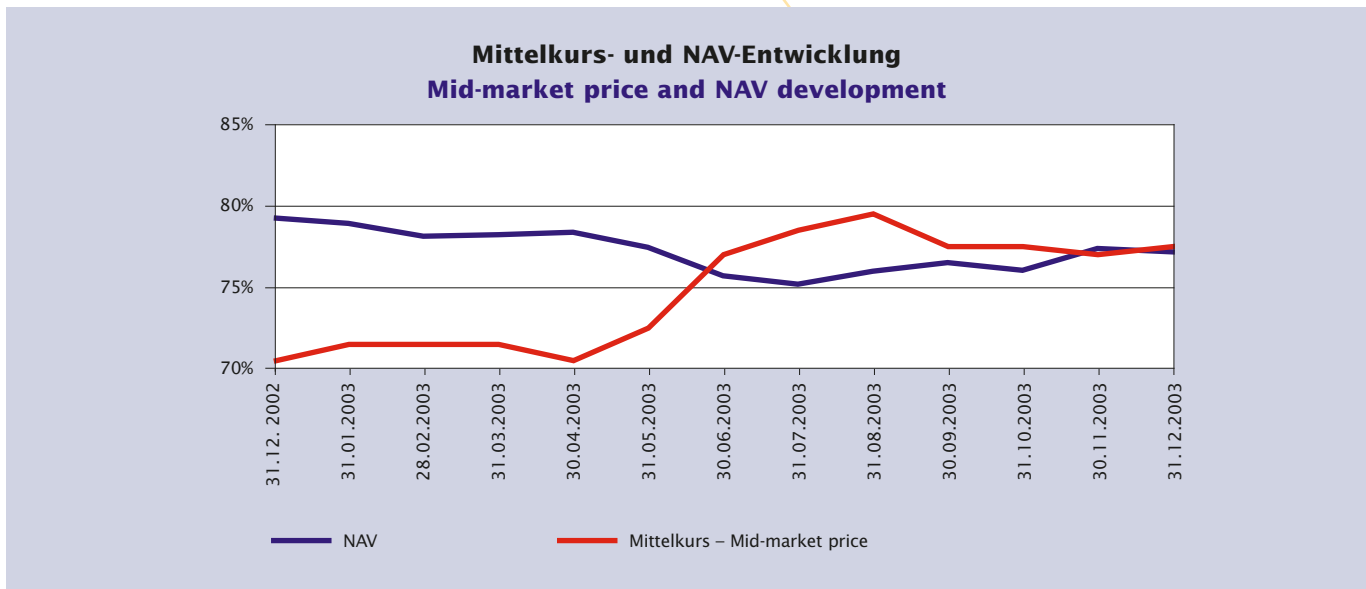


*Geschäftsbericht
Annual Report
2003*

 **Princess**

Kurs- und Performance-Information

Price and performance information



Firmenprofil

Princess Private Equity Holding Limited ist eine Private Equity-Investmentgesellschaft mit Sitz in Guernsey. Die von der Princess Holding emittierte Wandelanleihe eröffnet sowohl institutionellen als auch privaten Investoren die Möglichkeit, an einem professionell betreuten und breit diversifizierten Portfolio aus Beteiligungen an Private Equity-Partnerships zu partizipieren. Mit dem Emissionserlös von USD 700 Mio. wurde seit Juni 1999 ein Portfolio von nicht-börsennotierten Unternehmen aufgebaut. Durch eine Rückversicherung der Swiss Re ist die deckungsstockfähige Wandelanleihe mit einem vollen Kapitalschutz bis zur Wandlung und einem AA-Rating von Standard & Poor's ausgestattet.

Company profile

Princess Private Equity Holding Limited is a Guernsey-registered private equity investment company. The Princess Holding convertible bond enables institutional and private investors to participate in a professionally managed, broadly diversified portfolio of investments in private equity partnerships. Since June 1999, the total issue amount of USD 700m has been progressively invested, by such partnerships, in unlisted companies. By means of re-insurance cover provided by Swiss Re, the capital of the convertible bond, which is eligible in Germany for investment of prime stock reserves, is fully protected until maturity and the issue has been assigned an AA rating by Standard & Poor's.

	Wert per 31. Dez. 2002 Value as of 31 Dec. 2002	Wert per 31. März 2003 Value as of 31 March 2003	Wert per 30. Juni 2003 Value as of 30 June 2003	Wert per 30. Sept. 2003 Value as of 30 Sept. 2003	Wert per 31. Dez. 2003 Value as of 31 Dec. 2003	Wertentwicklung 2003 Performance 2003
NAV	78.66%	78.21%	75.69%	76.50%	78.05%	-0.78%
Mittelkurs Mid-market price	70.50%	71.50%	77.00%	77.50%	77.50%	+9.93%

Übersicht 2003	Seite 3
Daten und Fakten	Seite 6
Princess Private Equity Holding Limited	Seite 7
Vorwort des Verwaltungsrates	Seite 8
Vereinfachte Strukturdarstellung	Seite 10
Revidiertes Rating	Seite 11
Änderung in den Anlagerichtlinien	Seite 12
Bericht des Investment Managers	Seite 13
Rückblick auf die Private Equity-Industrie 2003	Seite 14
Investitionsaktivitäten	Seite 21
Wertentwicklung	Seite 22
Portfolio-Allokation	Seite 23
Portfolio-Übersicht	Seite 26
Ausgewählte Investitionen im Jahr 2003	Seite 28
Ausgewählte Realisierungen im Jahr 2003	Seite 32
Ausblick auf das Jahr 2004	Seite 36
Finanzzahlen	Seite 39
Bericht der Wirtschaftsprüfer	Seite 42
Finanzzahlen	Seite 43
Kurs- und Performance-Information	Seite 63

Dieses Dokument stellt weder einen Verkaufsprospekt noch eine direkte oder indirekte Verkaufsförderung dar. Sofern nicht explizit angegeben, beziehen sich alle Zahlen und Grafiken zum Princess Portfolio – mit Ausnahme des Inneren Wertes (NAV) – auf den Monatsbericht zum 31. Dezember 2003. Die sich eventuell dadurch ergebenden Abweichungen von den IFRS-geprüften Zahlen sind geringfügig und vernachlässigbar. Der IFRS-geprüfte Abschluss ist im Kapitel «Finanzzahlen» aufgeführt.

Overview 2003 **Page 3****Facts and figures** **Page 6****Princess Private Equity Holding Limited** **Page 7**Statement of the Board of Directors **Page 8**Structural overview **Page 10**Revised rating **Page 11**Change in investment guidelines **Page 12****Investment Manager's report** **Page 13**Review of the private equity industry in 2003 **Page 14**Investment activities **Page 21**Performance **Page 22**Portfolio allocation **Page 23**Portfolio overview **Page 26**Selected investments in 2003 **Page 28**Selected realizations in 2003 **Page 32**Outlook for 2004 **Page 36****Financial figures** **Page 39**Statement of the auditors **Page 42**Financial figures **Page 43****Price and performance information** **Page 63**

This document is neither a sales prospectus nor a direct or indirect sales promotion instrument. Unless explicitly mentioned, all the financial numbers and diagrams concerning the Princess portfolio, with the exception of the Net Asset Value (NAV), relate to the monthly report as per 31 December 2003. Any resulting variations from the IFRS audited financial numbers are negligible. The IFRS audited financial statement is listed in the chapter "Financial Numbers".

*Daten und Fakten***Princess Wandelanleihe**

Emittent der Wandelanleihe	Princess Private Equity Holding Limited, Guernsey
Kapitalschutz	Kapitalgarantie auf den Nominalwert bei Fälligkeit durch Princess Management & Insurance Limited, Guernsey, rückversichert durch Swiss Re
Erstmission	30. Juni 1999
Emissionsvolumen	USD 700 Mio.
Zinssatz	0%
Fälligkeit	31. Dezember 2010
Rückzahlung bei Fälligkeit	100%
Wandelprämie bei Emission	0%
Wandlungsfrist	1. Januar 2007 bis 30. November 2010
Rating	AA-Rating von Standard & Poor's
Status	Deckungsstockfähig
Börse	Notierung an den Börsen in Frankfurt und Luxemburg
Kennnummern	Schweiz 813.917 Deutschland 313.965
Settlement	Euroclear/Clearstream ISIN XS0098576563

Princess Private Equity Holding Limited

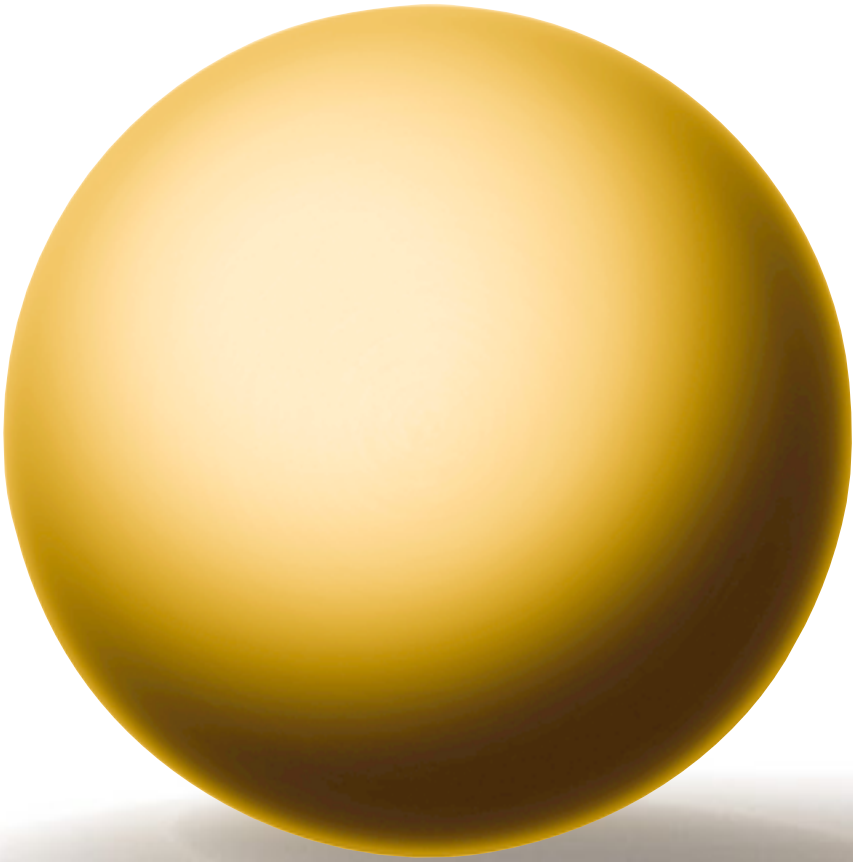
Gebühren	Management-Gebühr: 1.5% p.a. Versicherungsprämie: 1.5% p.a.
Berichte	Monatsbericht Quartalsbericht Jahresbericht

*Facts and figures***Princess convertible bond**

Issuer of the convertible bond	Princess Private Equity Holding Limited, Guernsey
Capital protection	Principal of the Bond protected at maturity under insurance arrangements by Princess Management & Insurance Limited, Guernsey, reinsured by Swiss Re
Launch date	30 June 1999
Issue size	USD 700m
Coupon	0%
Maturity	31 December 2010
Redemption	100%
Initial conversion premium	0%
Conversion period	1 January 2007 until 30 November 2010
Rating	AA rating by Standard & Poor's
Status	Fulfills stringent investment regulations for German investors
Stock exchange	Listed on the Frankfurt and Luxembourg Stock Exchanges
Security numbers	Switzerland 813.917 Germany 313.965
Settlement	Euroclear/Clearstream ISIN XS0098576563

Princess Private Equity Holding Limited

Fees	Management fee: 1.5% p.a. Insurance fee: 1.5% p.a.
Reporting	Monthly Report Quarterly Report Annual Report



Vorwort des Verwaltungsrates

Sehr geehrte Investoren

Nach drei Jahren haben die internationalen Finanzmärkte im letzten Frühjahr ihre Talfahrt beendet und in der Folge den globalen Aktienmärkten zu einem sehr positiven Jahr 2003 verholfen. Die Private Equity-Märkte allerdings konnten bei dieser rasanten Markterholung nicht mithalten. Da sie weniger volatil sind als die Aktienmärkte und eher mit den Änderungen der Realwirtschaft reagieren, benötigen sie meist mehr Zeit für einen Umschwung und tendieren eher dazu, Abstürze und Höhenflüge auszugleichen. Allerdings zeigte auch die Private Equity-Industrie, vor allem in der zweiten Jahreshälfte, erste Anzeichen einer Erholung. Investitionsaktivitäten, noch sehr zögerlich zu Jahresbeginn, nahmen im Jahresverlauf zu. Auch das Exit-Umfeld gestaltete sich anfangs noch sehr schwierig, wies aber in der zweiten Jahreshälfte erste Anzeichen einer Erholung auf, als sich die Bedingungen für so genannte traditionelle Exit-Routen wie Börsengänge (IPOs) und Unternehmensverkäufe verbesserten. Nachdem das IPO-Fenster im Jahresverlauf nahezu geschlossen war und sich erst im vierten Quartal etwas zu öffnen begann und sich auch industrielle Investoren für viele Monate im Abseits hielten, stellten im Jahresablauf vor allem alternative Exit-Routen wie Secondary Buyouts und Rekapitalisierungen wichtige Exit-Varianten dar.

Genauso wie die gesamte Private Equity-Branche schaffte auch Princess ab Sommer 2003 die Trendwende. Obwohl der Innere Wert (NAV) von Princess geringfügig von 78.66% im Dezember 2002 auf 78.05% im Dezember 2003 zurückging, ist ein Aufwärtstrend deutlich sichtbar. Seit dem Tief im Juli 2003 hat der NAV fast 300 Basispunkte gutgemacht: dabei profitierte er vom insgesamt sehr guten Marktumfeld, den zunehmenden Exit-Aktivitäten und steigenden Bewertungen von Portfoliounternehmen im Princess Portfolio.

Bitte beachten Sie, dass der Monatsbericht per 31. Dezember 2003 einen NAV von 77.16% auswies. Dieser Wert basierte auf den letzten verfügbaren, durch die General Partner berichteten und auf Folgeereignisse angepassten Bewertungen. Einige General Partner berichten nicht nach IFRS, sondern nach einem anderen Standard (z.B. UK GAAP, US GAAP, HGB, etc.). Um Bewertungen anderer Standards dem «fairen Wert» nach IAS 39 anzupassen, wurde eine tiefgreifende Portfolio Analyse durchgeführt. Bedingt durch diese Analyse wurde ein geprüfter NAV von 78.05% per 31. Dezember 2003 errechnet.

Im Jahresablauf haben die Princess Partnerships weiter investiert und dabei das Buyout-Segment bevorzugt. Kapitalabrufe in Höhe von USD 115 Mio. haben den Investitionsgrad auf

100% ansteigen lassen. Damit ist das Princess Portfolio nun voll investiert. Im Dezember 2003 erreichten die Rückflüsse die USD 200 Mio.-Grenze: USD 69 Mio. davon flossen alleine im Jahr 2003 in das Portfolio zurück. Mehr und mehr stammen diese Rückflüsse mittlerweile von den Primärinvestitionen, was den zunehmenden Reifegrad des Princess Portfolios unterstreicht. Im Jahr 2003 mussten einige Abwertungen im Venture-Bereich vorgenommen werden, insgesamt überwiegen im Princess Portfolio aber die Aufwertungen.

Im Rahmen von zwei Telefonkonferenzen im März und September konnten sich die Anleger – in deutsch und in englisch – über den aktuellen Stand von Princess informieren. Die Referenten präsentierten sowohl aktuelle Trends der Private Equity-Branche als auch den Status des Princess Portfolios. Darüber hinaus wurde ein Ausblick auf die zukünftige Entwicklung von Princess gegeben. Auf die Präsentation folgte eine Frage-und-Antwort-Runde, während der Anleger die Möglichkeit hatten, selbst Fragen zu stellen. Diskutiert wurden Themen wie die Overcommitment-Strategie, die Kreditlinie und aktuelle Transaktionen im Portfolio (Investitionen und Realisierungen). Diese Telefonkonferenzen werden auch in Zukunft weiterhin regelmässig im Frühjahr und Herbst stattfinden.

Der Verwaltungsrat ist überzeugt, dass Princess ein breit diversifiziertes Portfolio aufgebaut hat und gut positioniert ist, um von der Wiederbelebung der Weltwirtschaft und den sich öffnenden Exit-Märkten zu profitieren. Dies sollte in einem langfristigen Wertzuwachs resultieren. Das Princess Portfolio hält eine Anzahl reifer Partnerships mit Portfoliounternehmen, die bereit sind für den Exit. Angesichts der positiven Aussichten sowohl auf Investitionsaktivitäten wie auch auf das Exit-Umfeld im Jahr 2004, ist das qualitativ hochwertige Princess Portfolio sehr gut positioniert, um von diesem Umfeld zu profitieren.

Wir setzen uns in den kommenden zwölf Monaten wie auch in den vergangenen Jahren weiterhin ein, Ihren hohen Ansprüchen und dem uns entgegengebrachten Vertrauen zu entsprechen.

Der Verwaltungsrat

Statement of the Board of Directors

Dear valued investor

After three years of decline, stock markets finally picked up last spring resulting in a very positive year for global public equity markets. Private equity markets are less volatile and react more slowly to changes in the economy, they take longer to turn around and tend to smoothen out peaks and troughs. However, in the second half of 2003 in particular, the first signs of a turnaround emerged. Investment activity, after a slow start, gradually picked up during the course of the year. The exit environment continued to be difficult at the beginning of the year, but showed signs of recovery in the second half, when conditions for realizations via the "traditional" exit routes such as IPOs and trade sales improved. Since the IPO window had been largely closed and only started to open in the fourth quarter and trade buyers had also remained on the sidelines for several months, alternative exit routes such as secondary buyouts and recapitalizations have been important exit channels throughout the year.

Like the private equity industry as a whole, starting in the summer of 2003 Princess experienced a turnaround. Although the net asset value (NAV) of Princess declined marginally from 78.66% in December 2002 to 78.05% at the end of 2003, an upward trend is evident. Since bottoming out in July 2003, the NAV has regained almost 300 basis points, having profited from the overall positive market sentiment, increased exit activity and rising valuations for Princess portfolio companies.

Please note that an NAV of 77.16% was quoted in the monthly report as per 31 December 2003. This figure was based on the latest valuations, as reported by the general partners, and adjusted for subsequent capital activity. A number of general partners do not use International Financial Reporting Standards (IFRS) in their reporting but a different accounting standard such as UK GAAP, US GAAP, HGB, etc. To render the valuations compatible with IAS 39 and fair market value, a detailed analysis at portfolio level was carried out. The analysis resulted in the audited NAV being adjusted to 78.05%.

Throughout the year under review, the Princess partnerships kept up their investment activity, especially in the buyout segment. Capital calls totaled USD 115m, pushing the investment level up to 100% such that the portfolio is now fully invested. Total distributions accruing to Princess reached USD 202m in December, of which USD 69m was received in 2003. As the Princess portfolio is maturing, the proceeds are increasingly coming from primary partnership investments. In 2003, while some valuation adjustments had to be made to

venture investments, overall the portfolio was revalued upwards.

In March and September, Princess held two investor telephone conferences, providing product updates in German and English. The speakers at the conference gave an overview of private equity trends in general as well as an update on the current status of the Princess portfolio and the outlook for the future development of Princess. Among the issues discussed at greater length were Princess's commitment strategy, the credit line and recent exits and investments in the portfolio. Princess will continue to hold this investor update on a regular basis in the spring and autumn.

The Board of Directors considers the Princess portfolio to be well diversified and thus well positioned to profit from a global economic recovery and the re-opening of the exit markets, which will reposition it on the path of long-term growth and value creation. The Princess portfolio includes a number of mature partnerships with underlying companies that are ready for exiting. Given the positive outlook for investment activity and exit opportunities in 2004, Princess's high-quality private equity portfolio is well positioned to benefit in this environment.

Over the next 12 months, as in the previous years, we will continue to be fully dedicated to justifying the trust and confidence you have placed in us.

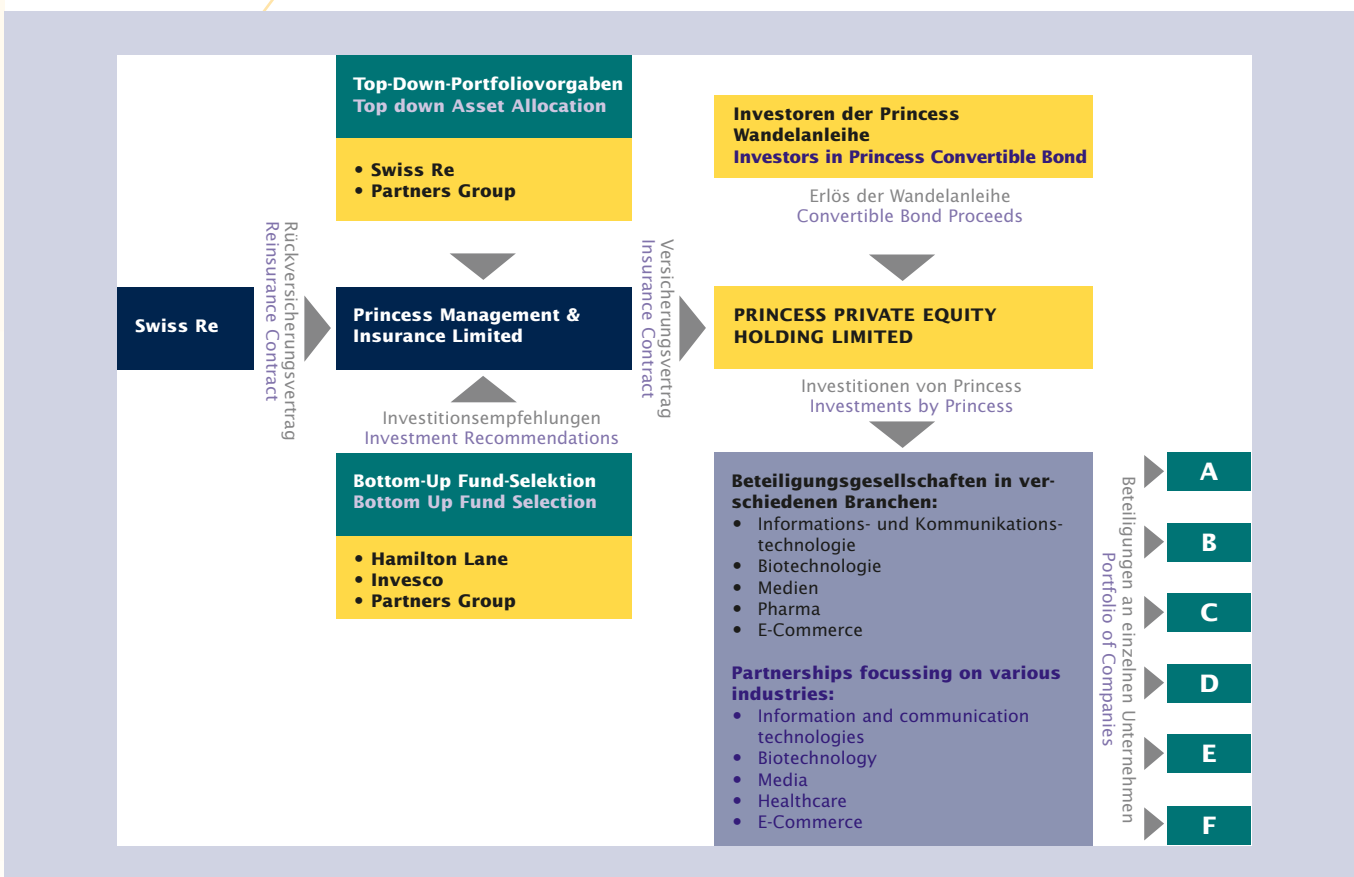
The Board of Directors

Vereinfachte Strukturdarstellung

Die Princess Holding investiert den Emissionserlös der Wandelanleihe über Zahlungsverprechen an sorgfältig ausgewählte Private Equity-Partnerships in private Unternehmen.

Structural overview

Princess Holding passes on the capital, raised through the issuance of its convertible bond, in the form of commitments to professional private equity partnerships.



Das Portfolio der Princess Holding umfasste Ende 2003 101 solcher Partnerships. Diese bauen ein eigenes Portfolio aus direkten Beteiligungen an nicht-börsennotierten Firmen auf. Diese Portfolios wiederum können nach Abschluss der durchschnittlich drei bis fünf Jahre dauernden Investitionsphase zwischen 20 und 30 Beteiligungen enthalten. Auf diese Weise ist schon jetzt ein Gesamtportfolio von über 2'500 Direktbeteiligungen entstanden, an dessen Potenzial die Investoren der Princess Holding partizipieren können.

Die Auswahl derjenigen Partnerships, an die Zahlungsverprechen abgegeben werden, wird vom Investment-Manager, der Princess Management & Insurance Limited, getroffen. Diese Gesellschaft, die ihren Sitz ebenfalls in Guernsey hat, wurde als Joint Venture zwischen Swiss Re, der zweitgrößten Rückversicherung weltweit, und Partners Group, einem der weltweit größten, unabhängigen Private Equity-Manager, gegründet.

The Princess portfolio contained 101 partnerships at the end of 2003. The latter build up their own portfolio of direct investments in unlisted companies. Once the investment phase is completed, these portfolios can themselves contain between 20 and 30 holdings. Thus, a total portfolio of more than 2'500 direct investments is created, in whose potential Princess Holding's investors are able to participate.

The selection of the partnerships, to which the commitments are made, is undertaken by the Investment Manager, Princess Management & Insurance Limited. This company, which is also registered in Guernsey, was set up as a joint venture between Swiss Re, the second-largest re-insurance company in the world, and Partners Group, one of the world's leading independent private equity managers.

Princess Management & Insurance Limited tritt als Erstversicherer des im Rahmen der Emission einbezahlten Nominalkapitals gegenüber den Investoren der Princess Holding auf. Diese Erstversicherung wird von einer Versicherungspolice der Swiss Re bis zur Fälligkeit im Jahr 2010 rückversichert. Auf diese Weise entstand erstmalig eine Wandelanleihe, die das Gewinnpotential eines breit diversifizierten, professionell verwalteten Private Equity-Portfolios bei gleichzeitiger Garantie des Nominalkapitals bei Fälligkeit bietet. Die Princess Wandelanleihe ist deckungsstockfähig und hat ein AA-Rating von Standard & Poor's.

Die Investitionsentscheidungen werden im Rahmen eines klar definierten und strukturierten Auswahlprozesses getroffen. Hierbei verfolgt Princess Management & Insurance Limited grundsätzlich zwei integrierte Ansätze. Im Rahmen der «Top Down»-Allokation wurden umfassende Diversifikationsrichtlinien festgelegt, die für eine optimale Streuung der Mittel und damit des Risikos sorgen. Im Verlaufe des Investitionsprozesses und des einsetzenden Re-Investitionsprozesses der zu einem späteren Zeitpunkt zurückfließenden Mittel, werden diese Richtlinien kontinuierlich überwacht und dynamisch an die unterschiedlichen Cash-Flows angepasst.

Der «Bottom Up»-Ansatz ist ein strukturierter Prozess zur Auswahl von Partnerships. Dabei wird angestrebt, nur in diejenigen Partnerships zu investieren, die in der Vergangenheit überdurchschnittliche Ergebnisse für ihre Investoren ausweisen konnten und dies auch für die Zukunft erwarten lassen. In mehreren Phasen werden im Rahmen eines aufwendigen Analyseprozesses Team, Struktur und Strategie der Partnerships an unterschiedlichen Kriterien gemessen. Durchgeführt wird die Auswahl von zusammen weit über 50 Private Equity-Professionals der Partners Group, Hamilton Lane und Invesco. Mit diesen Sub-Advisors hat Princess Holding Zugriff auf ein globales Team mit eindrucksvoller Private Equity-Expertise und einem breiten Netzwerk.

Revidiertes Rating

Standard & Poor's AAAr*-Rating der Princess Wandelanleihe entstand im Juni 1999 und ist auf die *Financial Strength Ratings* der Swiss Re, dem Rückversicherer der Anleihe, zurückzuführen. Das Rating der Swiss Re zu diesem Zeitpunkt war AAA/stabil/-. Nachdem Standard & Poor's im Oktober 2002 das *Longterm Counterparty Credit* und *Insurer Financial Strength Ratings* der Swiss Re auf AA+ mit einem stabilen Ausblick revidierte, folgte im dritten Quartal 2003 eine Neueinstufung auf AA. Als Ergebnis der Revision des Swiss Re Ratings wurde das Rating der Princess Wandelanleihe ent-

Princess Management & Insurance Limited is also the primary insurer of Princess Holding's paid-up nominal issuance amount. This primary insurance is reinsured at maturity in 2010 by means of a reinsurance policy with Swiss Re. As such, the Princess Holding bond offers the return potential of a broadly diversified, professionally managed private equity portfolio while limiting the downside risk through the nominal capital protection at maturity. For the first time ever, a convertible bond was created that is eligible in Germany for the investment of prime stock reserves and is rated AA by Standard & Poor's.

The investment decisions are taken according to a clearly defined and structured selection process. As such, Princess Management & Insurance Limited follows two basically inter-related approaches.

Within the top-down approach, comprehensive diversification guidelines have been set, which ensure the optimal spread of the funds and, therefore, of any risk. These guidelines are constantly monitored in the course of the investment of the original funds and the re-investment process of partnership distributions as they later flow back, and are adapted dynamically to the differing cash flows.

The bottom-up approach is a structured process by which the partnerships are selected, aiming to invest in those partnerships which have in the past shown their investors above-average performance and are expected to do so also in the future. The team, structure and strategy of the partnerships are measured against different criteria in the course of a detailed analysis process, which is divided into several stages. The selection is carried out by over 50 private equity professionals from Partners Group, Hamilton Lane and Invesco. With these sub-advisors, Princess Holding has access to a global team that brings together impressive private equity expertise and a broad network.

Revised rating

When Standard & Poor's initially rated the Princess convertible bond as AAAr* in June 1999, it indicated that this rating for the bond drew on the *financial strength ratings* of Swiss Re as the reinsurer of the bond. The Swiss Re rating at that time was AAA/stable/-. Standard & Poor's revision of the *long-term counterparty credit* and *insurer financial strength ratings* on Swiss Re to AA+ with a stable outlook in October 2002 was followed by a further revision to AA in the third quarter of 2003. As a result of the Swiss Re rating being so revised, the rating of the Princess convertible bond has been amended to

sprechend angepasst. Wie im Verkaufsprospekt vom 25. Juni 1999 beschrieben, stellt das Rating eines Wertpapiers weder eine Empfehlung zum Kauf noch eine Empfehlung zum Verkauf eines Wertpapiers dar. Des Weiteren behält sich Standard & Poor's das Recht vor, ein Wertpapier-Rating zu überarbeiten, zu suspendieren oder zurückzuziehen.

Änderung in den Anlagerichtlinien

Im November ratifizierten die Direktoren der Princess Private Equity Holding eine Änderungen der Anlagerichtlinien. Es handelt sich dabei nicht um wesentliche Änderungen, sondern lediglich um kleinere, technische Anpassungen (wie die Verdeutlichung einiger Definitionen und Berechnungen). Diese vorgenommenen Änderungen sind Ausdruck einer laufenden Überprüfung der Richtlinien hinsichtlich Industriestandards sowie der bis dato gemachten Erfahrungen der Princess Management & Insurance Limited. Eine vollständige Aufstellung der Anlagerichtlinien kann bei der Citibank in London, dem Registrator, der Zahlstelle und dem Conversion Agent der Princess Wandelanleihe sowie in den Büroräumen der Princess Private Equity Holding Limited eingesehen werden.

reflect that level. As stated in the Offering Circular dated 25 June 1999, a security rating is not a recommendation to buy, sell or hold securities and may be subject to revision, suspension or withdrawal at any time by Standard & Poor's.

Change in investment guidelines

In November 2003, the Directors of Princess Holding ratified certain changes to the Investment Guidelines. The changes are not substantive but rather of a minor, technical nature (e.g. clarification of certain definitions and calculations). These changes reflect the ongoing refinement of the guidelines in light of current industry practice and the actual experience of Princess Management & Insurance Limited to date. A full set of the amended Investment Guidelines can be found with Citibank, London, the Princess bonds' Registrar, Paying and Conversion agent, and at the offices of Princess Private Equity Holding Limited.



Rückblick auf die Private Equity-Industrie 2003

Trotz eines schwachen Startes im Januar haben die Aktienmärkte im Frühjahr unerwartet gedreht und nach drei Jahren des Abschwunges die Kehrtwende geschafft. Zu Jahresbeginn drohte 2003 wiederum ein Jahr weltweit schwacher Aktienmärkte zu werden: der auf sich warten lassende Wirtschaftsaufschwung, die Unsicherheiten im Irak und die Lungenkrankheit Sars drückten die globalen Aktienmärkte Mitte März 2003 auf einen neuen Tiefpunkt. Doch kurz darauf, als der Sieg der alliierten Truppen im Irak zu nahen schien, drehte die Stimmung und die internationalen Aktienmärkte erholten sich von ihren Tiefstwerten. Manch ein Aktienmarkt schloss das Jahr mit einem Plus von 20% und mehr. Weder der schwache US-Dollar noch der sich laufend verzögernde Wirtschaftsaufschwung konnten diese rasante Markterholung aufhalten. Seit Sommer gab es vermehrt positive Nachrichten sowohl aus den Unternehmen – viele schafften im Jahresverlauf die Kehrtwende – wie auch von Ökonomen, was das Anlegervertrauen in die Aktienmärkte wieder stärkte, obwohl die Weltwirtschaft ihr Tief erst im Herbst zu überwinden schien. Trotz des weltweiten Aufwärtstrends waren die globalen Aktienmärkte das ganze Jahr hindurch von Nervosität gekennzeichnet, welche die Investoren von allzu grosser Euphorie abhielt.

Die Private Equity-Industrie konnte im Jahr 2003 nicht mit der rasanten Markterholung an den weltweiten Aktienmärkten mithalten. Blickt man auf die Geschichte, so ist dies allerdings keine Überraschung. Private Equity-Märkte sind typischerweise weniger volatil als Aktienmärkte und reagieren eher synchron zur Realwirtschaft. Entsprechend scheinen sie den Aktienmärkten um einige Monate hinterher zu hinken, gleichen allerdings auch Übertreibungen oft aus. In der zweiten Jahreshälfte konnten wir auch im Private Equity-Markt erste Anzeichen einer Trendwende erkennen.

Fundraising

In einem durch Unsicherheit geprägten wirtschaftlichen Umfeld, das sich erst ab der zweiten Jahreshälfte 2003 erholte, gestaltete sich die Aufnahme neuer Gelder, das «Fundraising», im Jahresverlauf für die meisten Private Equity-Unternehmen schwierig. Die Summe der insgesamt neu aufgenommenen Gelder nahm nochmals stärker ab als in den vorhergehenden Jahren, obwohl das Fundraising-Ergebnis dieser Jahre ebenfalls bereits relativ bescheiden ausfiel. In 2003 wurden in Europa in 37 so genannten «Final Closings» EUR 17.6 Mrd. an neuen Geldern aufgenommen. Gegenüber dem Vorjahr entspricht dies einem Rückgang von 40%, wurden in 2002 doch in 72 Closings noch EUR 29.3 Mrd. aufgenommen. Insgesamt verzeichnete das Jahr 2003 das niedrigste Fundraising-Ergebnis seit 1996. Zahlen für den US-Markt zeigen, dass auch amerikanische Private Equity-Unternehmen Mühe hatten und

Review of the private equity industry in 2003

Despite a bad start in January, stock markets picked up in the spring and managed a rebound after having seen three years of decline. Initially, 2003 threatened to be another bearish year for global stock markets, with the sluggish economic recovery, the uncertainties in Iraq and the lung disease SARS taking the public markets to lower until mid-March. Shortly after – and at the same time as the allied troops' success in Iraq became evident, sentiment on the international stock markets turned and stock markets worldwide recovered from their lows, many of them closing up 20% and more on the year. Neither the weak US dollar nor the lagging economy could stop the rally. The summer witnessed an increase in positive news from companies – many of them managed to turn around during the year – as well as from economists, which strengthened confidence in the public markets, although the world economy only bottomed out in autumn. However, despite the global upward trend, nervousness continued to affect the public markets throughout the year.

The private equity markets could not keep pace with the strong recovery in the public markets during 2003. If you look at history, this is not surprising. Private equity markets are typically less volatile than public markets and move in sync with real economic activity. They tend to lag public market trends by several months and often smoothen out market exaggerations. However, in the second half of the year in particular, the first strong signs of a turnaround emerged in the private equity market, too.

Fundraising

In an environment affected by economic uncertainty and with a recovery only becoming evident in the second half of the year, fundraising remained challenging for most private equity groups. Fundraising fell more steeply in 2003 than in the preceding years, which were also relatively subdued. In 2003, a total of 37 final closings worth EUR 17.6bn were held in Europe. Compared to the EUR 29.3bn raised in 72 final closings in 2002, this is a significant 40% decrease in terms of value. At the same time, this is the lowest amount raised since 1996. US fundraising figures show that US groups also struggled, with the number of final closings falling from 133 (worth USD 65.4bn) in 2002 to 66 (USD 26.9bn) in 2003.

The private equity fundraising environment in 2003 proved to be very heterogeneous. While high-quality funds with a long track record were often heavily oversubscribed, funds of mediocre quality and pure first-time funds faced considerable difficulties raising capital, with many not succeeding. Of the best funds, even the large-cap funds attracted tremendous interest. Access to these groups continues to be essential for investors. Moreover, this issue is growing in importance since

einen Rückgang der «Final Closings» von 133 (mit einem Volumen von USD 65.4 Mrd.) in 2002 auf 66 (USD 26.9 Mrd.) in 2003 hinnehmen mussten.

Insgesamt war das Fundraising-Umfeld in 2003 sehr heterogen. Während erstklassige Private Equity-Unternehmen mit einem langjährigen Leistungsausweis oft stark überzeichnet waren, hatten Unternehmen von mittlerer Qualität und neu aufgelegte Fonds Mühe, Gelder aufzunehmen, und viele blieben in ihren Fundraising-Bemühungen erfolglos. Selbst auf grosskapitalisierte Transaktionen spezialisierte Fonds, sofern von einem erstklassigen Manager verwaltet, stiessen auf reges Interesse. Aufgrund der markanten Renditeunterschiede bleibt der Zugang zu den besten Private Equity-Unternehmen für die Investoren weiterhin entscheidend. Diese Tatsache wird in Zukunft weiter an Bedeutung gewinnen, da viele der besten Private Equity-Unternehmen – insbesondere Venture Capital-Unternehmen – die Grösse ihrer neu aufgelegten Fonds auf knapp die Hälfte der zuletzt aufgenommenen Gelder reduzieren werden. Neue oder zum ersten Mal aufgelegte Fonds, die von erfahrenen Managern oder von neuen Teams, die früher in einem Finanzinstitut Private Equity-Portfolios verwaltet haben, gemanagt werden, sind ebenfalls auf Investoreninteresse gestossen. Die Investoren erhoffen sich von diesen neuen und hoch motivierten Teams die Erzielung höherer Renditen.

Investitionen

Obwohl die Investitionsaktivität der Private Equity-Unternehmen im Jahr 2003 weltweit zunahm, zeigten sich unterschiedliche Trends in den verschiedenen Private Equity-Segmenten wie auch geografischen Regionen.

In Europa nahm die Investitionsaktivität der Private Equity-Industrie sowohl anzahl- wie auch wertmässig zu. In 2003 investierten europäische Private Equity-Unternehmen in 3'773 Transaktionen USD 37.3 Mrd., während es im Vorjahr USD 25.9 Mrd. in 2'168 Transaktionen waren. Die Investitionen in das Buyout-Segment nahmen im Vergleich zum Vorjahr zu: während in 2002 USD 19.3 Mrd. in 764 Transaktionen investiert wurden, zeigen die Statistiken für 2003 1'254 Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von USD 27.3 Mrd. Die leichte Abnahme im durchschnittlichen Transaktionsvolumen ist hauptsächlich auf die kleinere Anzahl in 2003 abgeschlossener Transaktionen mit einem Volumen von über EUR 1 Mrd. zurückzuführen. Beispiele für solche grosskapitalisierte Transaktionen sind die Übernahme des italienischen „Gelbe Seiten“-Verlegers SEAT Pagine Gialle durch ein Syndikat bestehend aus CVC Capital Partners, Investitori Associati, Permira und BC Partners für EUR 3.03 Mrd. und die Akquisition der Scottish & Newcastle Pub-Kette durch Texas Pacific, Blackstone Capital Partners, CVC Capital Partners und Merrill Lynch für EUR 3.6 Mrd. Diese zwei Transaktionen gehören zu den

many top-tier – in particular venture capital – funds have downsized their new funds, raising, on average, roughly only half the amount they had raised for their predecessor funds. New or first-time funds founded by experienced teams and captives also succeeded in attracting interest from investors looking for higher returns with new, highly motivated teams.

Investments

Although investment activity generally picked up in 2003, investment trends varied in the different private equity segments and geographical regions.

In Europe the investment activity of the private equity industry increased in 2003 in terms of both the value and number of deals. European private equity firms invested USD 37.3bn in 3,773 transactions in 2003. This compares with USD 25.9bn and 2'168 deals in 2002.

The investment activity in the buyout segment increased in 2003. While USD 19.3bn were invested in 764 transactions in 2002, the statistics for 2003 show 1,254 deals with a total transaction value of USD 27.3bn. The slight decrease in the average transaction volume is largely due to fewer transactions with volumes in excess of EUR 1bn closing in 2003. Examples of such so-called “large-cap” transactions closed in 2003 include the buyout of Italian yellow pages publisher SEAT Pagine Gialle by a syndicate comprising CVC Capital Partners, Investitori Associati, Permira and BC Partners for EUR 3.03bn as well as the EUR 3.6bn acquisition of the Scottish & Newcastle pub chain by Texas Pacific, Blackstone Capital Partners, CVC Capital Partners and Merrill Lynch. These transactions are two of the largest buyout deals ever completed in Europe. Many of the large-cap transactions were syndicated between several private equity players in order to diversify the risks involved in such large investments. Deal flow in the buyout segment has generally picked up, with transactions stemming mainly from corporate restructurings, the sale of family-owned businesses and distressed opportunities.

The investment volume in the European venture capital segment has experienced a steady decline since 2000 with USD 19.3bn of investments and has reached a volume of USD 6.7bn in 2002. In 2003, European venture capital investments increased for the first time again with USD 10.03bn invested during the year. In addition to the investment volume, the number of venture capital transactions also increased to 2,519 compared to last year's 1,404. Due to difficult exit markets and the challenging fundraising environment for European venture capital groups, the hurdles set by private equity investors for initial investments were raised significantly above those in the record years of 1999 and 2000 and deals were closed very selectively.

grössten Buyout-Transaktionen, die je in Europa abgeschlossen wurden. Viele dieser grosskapitalisierten Transaktionen wurden zwischen mehreren Private Equity-Häusern syndiziert, um das mit solchen kapitalintensiven Transaktionen verbundene Risiko zu diversifizieren. Der Dealflow im europäischen Buyout-Segment hat generell zugenommen. Dabei entstanden die meisten Transaktionen aus Restrukturierungssituationen, Unternehmensausgliederungen, Nachfolgeregelungen in Familienunternehmen und Unternehmen in finanzieller Bedrängnis.

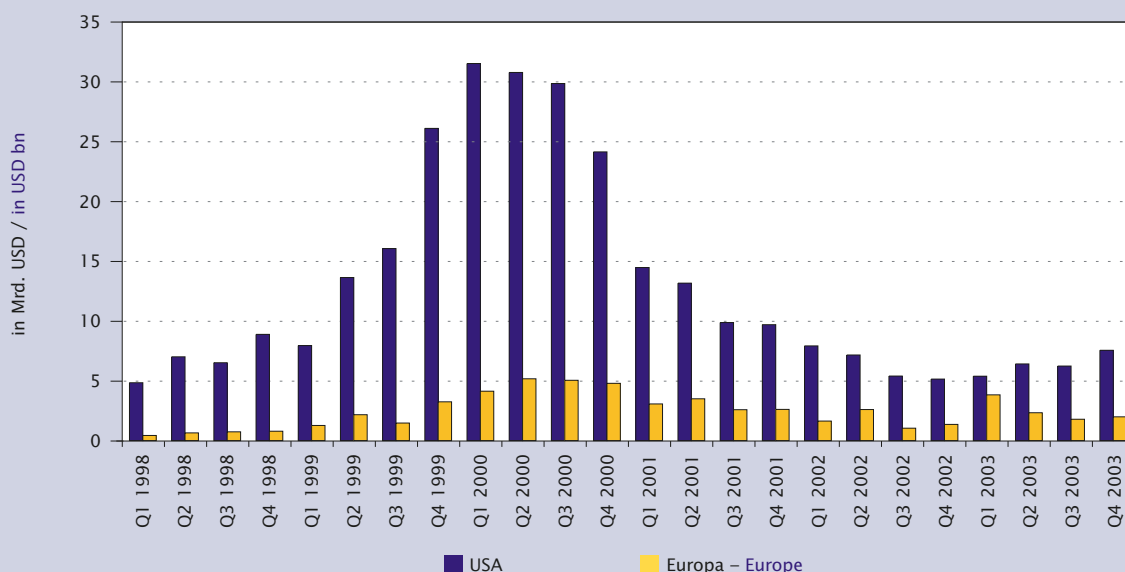
Das Investitionsvolumen im europäischen Venture Capital-Bereich hat seit dem Jahr 2000 (USD 19.3 Mrd.) stetig abgenommen und betrug im Jahr 2002 noch USD 6.7 Mrd. Im Jahr 2003 haben Venture Capital-Finanzierungen in Europa erstmals wieder zugenommen und erreichten USD 10.03 Mrd. Dabei konnte im Vergleich zum Vorjahr auch ein Anstieg von 1'404 auf 2'519 Transaktionen festgestellt werden. Aufgrund des für europäische Venture Capital-Unternehmen schwierigen Umfeldes für Realisierungen und das Fundraising sind die Hürden, eine Erstfinanzierung von Private Equity-Investoren zu erhalten, im Vergleich zu den Boomjahren 1999 und 2000 bedeutend höher geworden und Transaktionen werden nur sehr selektiv abgeschlossen.

In den USA waren die Hürden für Finanzierungen durch Venture Capital-Unternehmen ähnlich hoch wie in Europa. Verglichen mit dem Höhepunkt des Marktes im Jahr 2000, als

In the USA, the hurdles for new venture capital investing were equally as in Europe. And – like in Europe – the investment pace slowed down significantly compared to the peak of the market in 2000, when USD 117.6bn were invested in venture capital transactions in the USA. However, with USD 25.9bn invested in 3,652 deals in 2003, the pace of US investment has remained stable for six consecutive quarters. Since the third quarter of 2002, venture firms have invested between USD 5bn and 7bn per quarter, sustaining a healthy pace of investment in new and existing portfolio companies. For the first time in seven years, life sciences (biotechnology and medical devices) was the number one industry in terms of funding, replacing software as the leading category. This clearly demonstrates that venture capitalists believe that innovations in the life science sector will translate into profitable new products and services in the future. Despite this preference for life science companies, the diversification of venture capital investments over different industry segments has overall remained broad and there is no clear trend towards any specific industry or “next big thing”.

Buyout firms in the USA invested USD 43.2bn in 928 transactions in 2003, compared to 1,049 transactions worth USD 21.3bn in 2002. One of the reasons for the doubling of the average transaction size is the high number of large buyout funds raised around the year 2000 that are now investing. On the other hand, while the US economy picked up towards the end of 2003, companies were still recovering from the high

Venture Capital-Investitionen (USA und Europa) 1998–2003
Venture capital investments (USA and Europe) 1998–2003



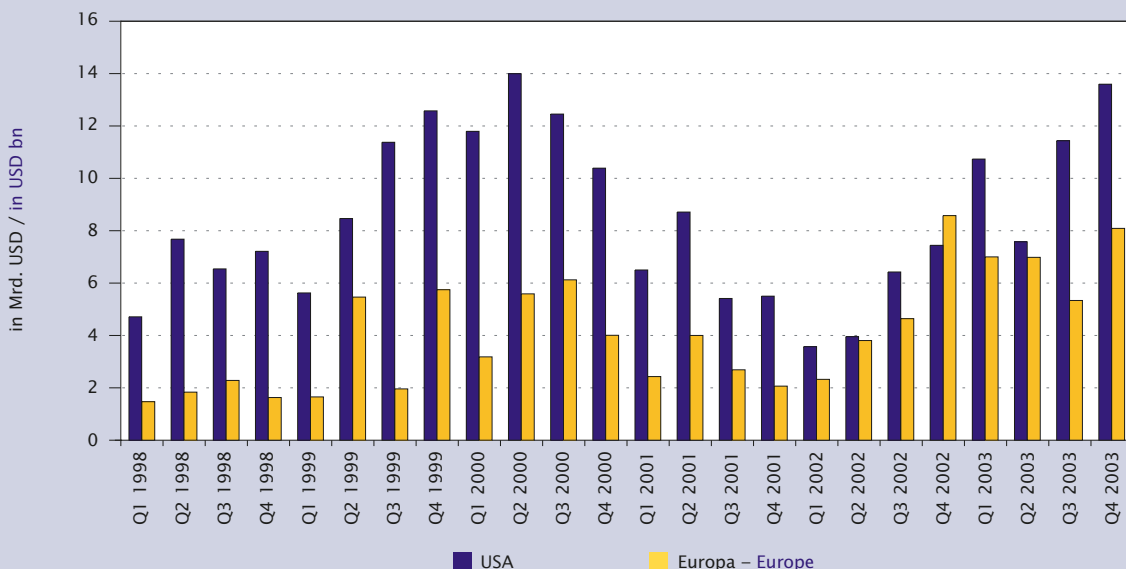
Quelle / Source: Thomson Venture Economics Investment Analytics Report 1998–2003 by company location (zum 17. März 2004 / as per 17 March 2004)

USD 117.6 Mrd. in Venture Capital-Transaktionen investiert wurden, hat sich das Volumen stark zurückentwickelt. Allerdings blieb die Investitionsaktivität in 2003 mit einem Investitionsvolumen von USD 25.9 Mrd. in 3'652 Transaktionen gegenüber dem Vorjahr stabil. Seit nunmehr sechs aufeinander folgenden Quartalen investierten amerikanische Venture Capital-Unternehmen zwischen USD fünf und sieben Mrd. pro Quartal in bestehende und neue Portfolio-Unternehmen und die Investitionen haben sich damit auf einem angemessenen Niveau stabilisiert. Zum ersten Mal seit sieben Jahren war „Life Sciences“ (Biotechnologie und medizinische Instrumente) das bevorzugte Industrie-segment, d.h. der grösste Teil des in 2003 investierten Kapitals entfiel auf in diesem Segment tätige Unternehmen. Life Sciences hat dabei den Software-Sektor als führende Branche abgelöst. Dies wird als Indiz dafür gewertet, dass Venture Capital-Spezialisten überzeugt sind, dass die Innovationen im Life Sciences-Bereich in Zukunft zu neuen, profitablen Produkten und Dienstleistungen führen werden. Trotz dieser Bevorzugung des Life Sciences-Sektors blieb die Gesamtallokation der Venture Capital-Gelder breit gestreut und es gab keinen klaren Trend zu einer spezifischen Industrie oder einem „next big thing“ hin.

Buyout-Unternehmen in den USA investierten USD 43.2 Mrd. in 928 Transaktionen in 2003, im Vergleich zu 1'049 Transaktionen in Höhe von USD 21.3 Mrd. in 2002. Die Verdoppelung der durchschnittlichen Transaktionsgrösse be-

levels of debt accumulated between 1998 and 2000. Many large conglomerates were therefore forced to spin off larger divisions. The combination of a growing economy and corporations with restructuring needs has provided many attractive buying opportunities, especially for the best private equity managers as they have the experience, size and muscle to buy large assets from complex restructuring situations at favorable terms. Due to the proliferation of funds active in the mid-size segment, this sector faced a more competitive deal flow environment. Small buyouts were more attractive again since smaller companies suffered from a lack of access to other sources of capital, leading to more proprietary situations for the private equity houses.

Buyout-Investitionen (USA und Europa) 1998–2003
Buyout investments (USA and Europe) 1998–2003



Quelle / Source: Thomson Venture Economics Investment Analytics Report 1998–2003 by company location
(zum 17. März 2004 / as per 17 March 2004)

gründet sich erstens mit der hohen Anzahl an grossen Buyout-Fonds, die um das Jahr 2000 aufgelegt wurden und jetzt Investitionen tätigen. Zweitens müssen sich viele amerikanische Unternehmen noch immer von den hohen Schuldenbergen erholen, die sie zwischen 1998 und 2000 angehäuft haben, was viele Konglomerate dazu zwingt, auch grössere Unternehmensteile abzuspalten. Die Kombination aus wachsender Wirtschaft und Unternehmen mit Restrukturierungsbedürfnissen hat den besten Private Equity-Unternehmen im Jahresverlauf viele attraktive Investitionsmöglichkeiten beschert. Diese Investoren haben die Grösse, das Kapital und die Erfahrung, um zu günstigen Bedingungen in komplexe Restrukturierungssituationen zu investieren. Da die Anzahl der Private Equity-Unternehmen, die im mittelkapitalisierten Buyout-Bereich aktiv sind, steigt, hat sich auch der Wettbewerb in diesem Segment erhöht. Kleinkapitalisierte Buyout-Transaktionen hingegen sind attraktiver, weil sich aufgrund mangelnder Finanzierungsalternativen für viele kleinere Unternehmen ein stattlicher Dealflow für Private Equity-Investoren ergibt.

Exits

In den vergangenen Monaten war das IPO-Fenster (Initial Public Offerings) weitestgehend geschlossen und auch strategische Käufer haben sich grösstenteils in Zurückhaltung geübt. Alternative Realisationsmöglichkeiten wie «Secondary Buyouts» (ein professioneller Finanzinvestor kauft eine Beteiligung von einem anderen spezialisierten Investor) oder Rekapitalisierungen gewannen deshalb für Private Equity-Unternehmen zunehmend an Bedeutung. Secondary Buyouts haben im Vergleich zu anderen Realisierungsmöglichkeiten den Vorteil, dass der Verkäufer die Transaktionssumme vollständig und in Cash erhält, und dass nicht – wie zum Beispiel bei einem IPO – ein Teil des Kapitals nach dem Börsengang für eine gewisse Periode gebunden bleibt.

Das Umfeld für Realisierungen über traditionelle Exit-Routen während des Jahres 2003 war hingegen schwierig, obwohl es im zweiten Halbjahr Anzeichen für eine Verbesserung gab und sich das Umfeld für Börsengänge sowie Unternehmensveräusserungen etwas erholte. Trotz des verstärkten Optimismus gegen Ende des Jahres nahm die Anzahl der weltweiten Fusionen und Übernahmen im Jahresvergleich um 25% und das entsprechende Transaktionsvolumen um 15% ab. Während in den USA sowohl das Volumen wie auch die Anzahl der Transaktionen um 22% zurückgingen, war das Volumen in Europa stabiler und nahm nur um 8% ab. Professionelle Investoren spielten im Bereich der Fusionen und Übernahmen eine wichtige Rolle. Sie schlossen 2003 928 Transaktionen mit einem Volumen von USD 101 Mrd. ab und beteiligten sich somit anzahlmässig an 10% und wertmässig an 6% aller Transaktionen. Die Private Equity-Industrie hat so vom schwachen ökonomi-

Exits

With the initial public offering (IPO) window largely closed and trade buyers remaining on the sidelines during 2003, alternative exit routes, such as secondary buyouts (i.e. where one financial sponsor buys an asset from another financial investor) and recapitalizations, have become increasingly important for private equity funds. Besides providing private equity funds with liquidity, secondary buyouts have the advantage of a full cash consideration over other exit routes, such as an IPO where usually a certain amount of value remains locked up post-flotation.

The environment for divestments via the traditional routes, on the other hand, was difficult throughout 2003 but showed signs of recovery in the second half of the year, with conditions for realizations via IPOs and trade sales improving. Despite renewed optimism towards the end of the year, the overall number of mergers and acquisitions worldwide fell by 25% and the transaction value declined by 15% in 2003. While both the number and value of transactions were off 22% in the USA, deal value in Europe was more stable and decreased by only 8% compared to the previous year. Professional financial investors continued to play an important role in deal activity. Globally, financial investors closed 928 deals worth a total of USD 101bn, accounting for 10% of all deals by value (compared to 2% in 2000) and 6% by volume (3%). Thus the private equity community has taken advantage of the weakened economy and the absence of many trade buyers during that time. With the economic climate and the trade buyers' confidence improving, M&A activity could well increase again next year.

Flotation activity is also expected to increase in 2004. The year under review will go down as one of the slowest on record in terms of both deal volume and proceeds raised through IPOs. While there was only limited activity at the beginning of the year, the number of IPOs increased significantly towards the end of the year, and reached levels not seen since the internet bubble burst in late 2000.

In overall numbers, 68 companies went public in 2003, which was only slightly lower than in the previous year with 70 flotations but represented the lowest IPO tally since 1979. On the bright side, the share prices of those companies that went public during the year rose on average by 28%, representing the best performing IPO market in four years. Strong returns were seen across the board, with over 70% of last year's IPOs above their IPO prices at year-end. While the best-performing companies operated in a variety of industries, the financial services sector stood out as one of the IPO market's best sectors. Financial services IPOs put in an average performance of 52%, while companies from the biotechnology sector performed worst. The investors' appetite for IPOs is clearly grow-

schen Umfeld sowie der Zurückhaltung der strategischen Käufer während des Jahres profitieren können. Mit der zunehmenden Verbesserung des wirtschaftlichen Klimas sowie dem zurückkehrenden Vertrauen der strategischen Käufer wird erwartet, dass die Aktivitäten im Bereich der Fusionen und Übernahmen im nächsten Jahr wieder zunehmen werden.

Mit einer Zunahme wird ebenfalls im Bereich der Börsengänge für 2004 gerechnet, während 2003 als eines der schwächsten Jahre in Bezug auf das Transaktionsvolumen und die Höhe des durch Börsengänge aufgenommenen Kapitals in Erinnerung bleiben wird. Während das Jahr eher schleppend begann, nahmen gegen Ende des Jahres die Aktivitäten deutlich zu und erreichten ein Niveau, das der Markt für Börsengänge seit dem Platzen der Technologieblase im Jahr 2000 nicht mehr erreicht hatte.

Im Jahresverlauf 2003 gingen 68 Unternehmen an die Börse. Obwohl dies im Vergleich zum Vorjahr mit 70 Börsengängen nur eine geringe Abnahme bedeutet, stellt diese Zahl den geringsten Wert seit 1979 dar. Als viel versprechendes Anzeichen ist zu werten, dass die Aktienpreise der Unternehmen, die 2003 an die Börse gingen, nach dem IPO durchschnittlich um 28% anstiegen und so die beste Performance des IPO-Marktes seit vier Jahren erreichten. Über 70% der Unternehmen notierten zum Jahresende höher als zum Zeitpunkt ihres Börsengangs. Die Unternehmen mit der besten Kursentwicklung stammten aus verschiedenen Industriesektoren, wobei der Finanzdienstleistungssektor mit einer durchschnittlichen Performance von 52% hervorsticht, während

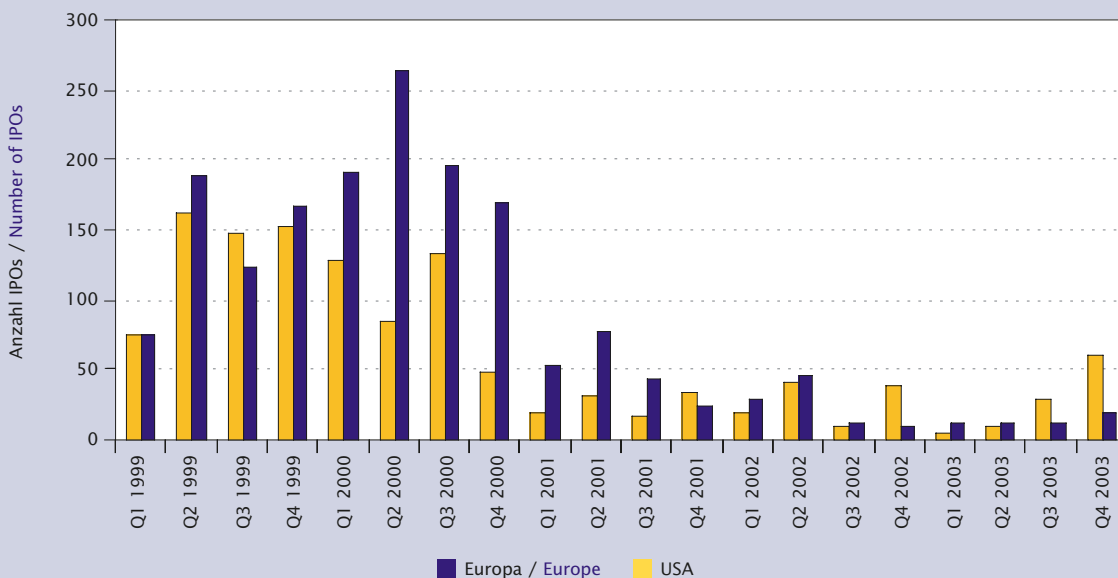
ing. The IPO market is expected to return to more normal levels in 2004; normal levels meaning around 200 IPOs raising approximately USD 35–50bn in proceeds. This is still down by half on the levels seen during the 1999–2000 bubble, but double the level of activity of in 2001–2003.

Long-term private equity performance

Despite not keeping pace with public market returns and performance during the year, the private equity asset class continued in 2003 to be a strong long-term investment. Long-term performance figures – the best indicator of fund performance – remained solid at 13.3% p.a. in the USA and 12.4% in Europe over 10 years for the entire asset class, ranging from 25.4% for venture capital in the USA and 10% in Europe to 8.1% for buyouts in the USA and 12.8% in Europe. Special situations returned 7.9% in the USA over the past 10 years*. By spreading the risk over the different phases of the business cycle, such as venture capital, buyouts and special situations, private equity funds have been able to consistently outperform the public markets over the long term. Public markets returned just 4.40% (MSCI World index) over the same 10-year period. Private equity thus constitutes a valid asset class for enhancing portfolio returns over the long term.

*Data as at 30 September 2003. Source: Thompson Venture Economics

Börsengänge (USA und Europa) 1999–2003
IPOs (USA and Europe) 1999–2003



Quelle / Source: Bloomberg

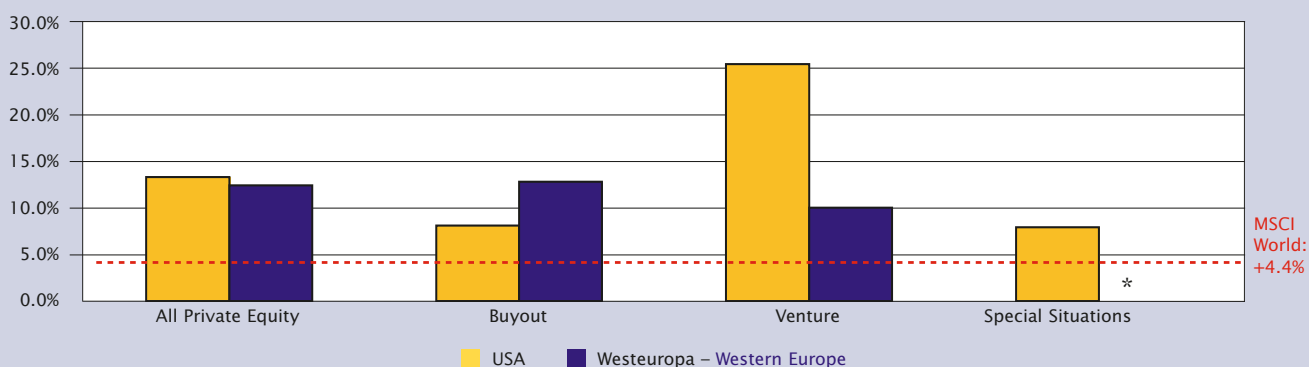
Börsengänge von Unternehmen aus dem Biotechnologie-Sektor am schlechtesten abschnitten. Der Appetit der Investoren nach Börsengängen hat gegen Ende des Jahres klar zugenommen und es wird erwartet, dass der IPO-Markt sich 2004 wieder einem normalen Niveau annähert. Ein solches «normales Niveau» würde bedeuten, dass der IPO-Markt in 2004 ca. 200 Börsengänge mit einem Volumen von ungefähr USD 35–50 Mrd. erreichen könnte. Diese Zahlen würden zwar nur ca. 50% im Vergleich zu den Jahren 1999/2000 ausmachen, entsprächen gegenüber den Aktivitäten der Jahre 2001 bis 2003 jedoch einer Verdoppelung.

Langfristige Private Equity-Performance

Trotz der im Jahresverlauf schlechteren Entwicklung im Vergleich zu den Aktienmärkten, bleibt Private Equity als Anlageklasse eine attraktive langfristige Investition. Die langfristige Rendite – die aussagekräftigste Zahl für Performance – beträgt für die gesamte Anlageklasse über die letzten zehn Jahre solide 13.3% p.a. in den USA und 12.4% p.a. in Europa. Sie reicht von 25.4% p.a. für Venture Capital in den USA und 10.0% p.a. in Europa bis hin zu 8.1% p.a. für Buyouts in den USA und 12.8% p.a. in Europa. Special Situations erbrachten 7.9% p.a. in den USA über die letzten 10 Jahre*. Verteilt man das Risiko über mehrere Finanzierungsphasen – wie Venture Capital, Buyout und Special Situations – so waren Private Equity-Anlagen konstant in der Lage, die Rendite von Aktienmärkten im Langzeitvergleich zu übertreffen. Aktienmärkte (MSCI World Index) rentierten nämlich nur 4.4% über denselben Zeitraum von zehn Jahren. Daher ist die Anlageklasse Private Equity eine attraktive Ergänzung, um die Rendite des Gesamtportfolios langfristig zu verbessern und dessen Volatilität zu verringern.

* Zahlen per 30. September 2003. Quelle: Thompson Venture Economics

Langfristige Private Equity-Performance Long-term private equity performance



* ungenügende Datenmenge / insufficient database

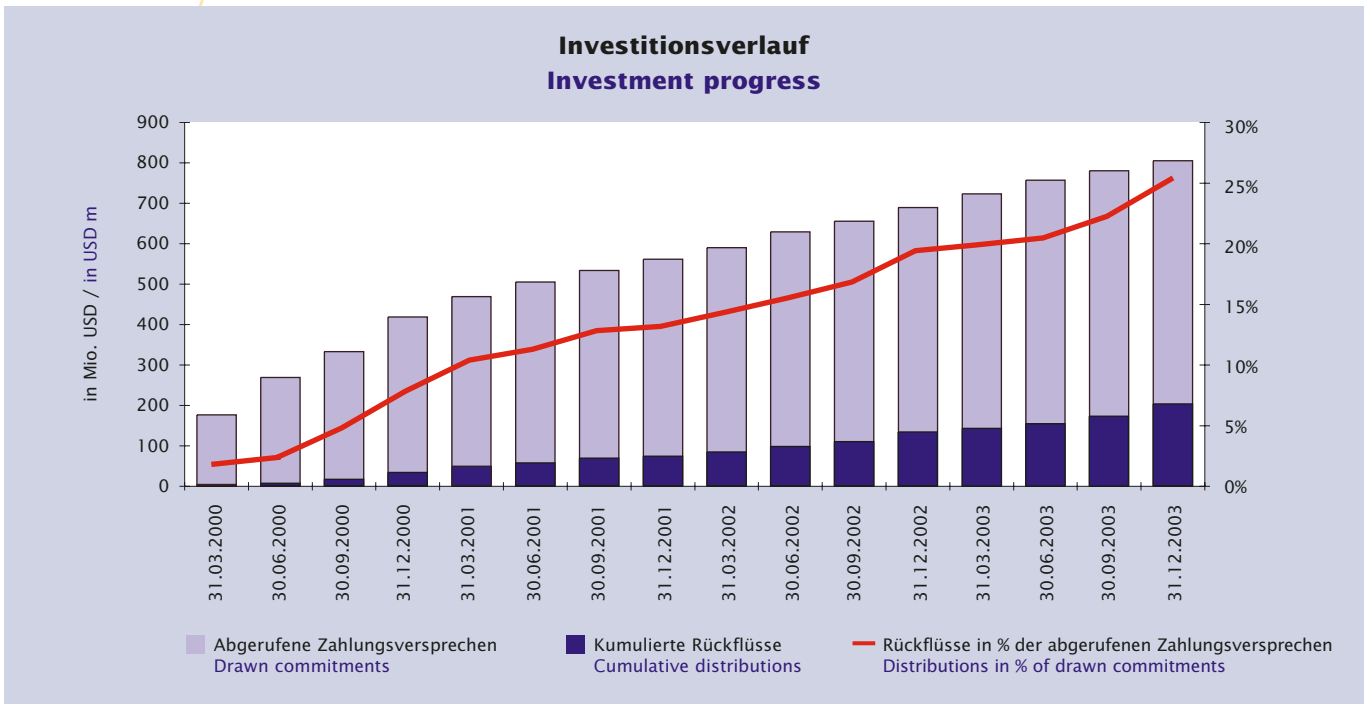
Quelle / Source: Thompson Venture Economics & Bloomberg, analysiert von / analysed by Partners Group
Zeitraum / Period: 30.09.1993–30.09.2003

Investitionsaktivitäten

Im Geschäftsjahr 2003 stieg der Investitionsgrad des Princess Portfolios auf 100% an. Damit ist das Portfolio nun – vier Jahre nach der Lancierung – voll investiert. Die Investitionen durch die Princess Partnerships haben um 17% von USD 690 Mio. im Vorjahr auf USD 805 Mio. zugenommen. Investiert wurde dabei vorwiegend im Buyout-Bereich, in welchen rund die Hälfte aller Gelder flossen. 37% der Mittel wurden im Venture-Segment und 17% im Special Situations-Bereich investiert. Dies entspricht dem allgemeinen Markttrend, der im Jahresverlauf ebenfalls eine Bevorzugung des Buyout-Bereiches gesehen hat.

Investment activities

The investment level of the Princess portfolio rose during the course of the year to 100%: the portfolio is now – four years after inception – fully invested. Investments made by the partnerships increased by 17% to USD 805m, compared to USD 690m in the previous year. Investments were made primarily in the buyout sector, which accounted for roughly half of all new investments, whereas only 37% of the capital was invested in venture-backed companies and 17% went to the special situations segment. This was in line with the general market trend last year, when buyout investments attracted the most interest.



Bis Ende Dezember 2003 flossen USD 202 Mio. in das Princess Portfolio zurück. Rund ein Drittel all dieser Rückflüsse – in etwa USD 69 Mio. – stammen aus dem Jahr 2003. Sie kamen vor allem vom erfolgreichen Börsengang von Yell, der Platzierung einer zweiten Aktientranche von Alfa Laval, Seagate und Ameritrade, sowie von den erfolgreichen Verkäufen von Frans Bonhomme, Hilding Anders und Hotwire. Interessanterweise stammen 63% aller bisherigen Rückflüsse von Primärinvestitionen, die seit 1999 getätigt wurden. Dieser Anteil stieg in den letzten Jahren kontinuierlich an. Princess ist gegenwärtig zudem in vielen Unternehmen investiert, welche sich in den letzten zwei bis vier Jahren gut entwickeln konnten und die jetzt in einem sich öffnenden Exit-Markt gut positioniert sind. All das ist ein Beweis dafür, dass Princess sich zu einem reifen Portfolio entwickelt hat.

By December 2003, the Princess portfolio had received some USD 202m in distributions. Approximately one third of all proceeds generated – ie USD 69m – were received just in 2003. These proceeds stemmed mainly from the successful IPO of Yell, the secondary share offerings of Alfa Laval, Seagate and Ameritrade, as well as the successful sale of Frans Bonhomme, Hilding Anders and Hotwire. As at December 2003, 63% of all proceeds had come from primary investments undertaken since 1999. Over the past few years, this percentage has been continuously rising. In addition, Princess is now invested in companies that have been developing over the past two to four years and that are now well positioned for when the exit markets open up. This is further evidence that Princess is now a mature portfolio.

Wertentwicklung

Die Performance des Princess Portfolios konnte im Jahresverlauf nicht mit der Entwicklung an den internationalen Aktienmärkten mithalten. Während der Innere Wert von Princess 2003 mit 78.05% um 61 Basispunkte tiefer schloss als Ende 2002, konnte der Dow Jones um 25%, der Nasdaq um 50%, der SMI um 12% und der Dax um 28% zulegen. Das ist allerdings keine Überraschung, scheint doch der Private Equity-Markt typischerweise zusammen mit der Realwirtschaft den volatileren Aktienmärkten hinterherzuhinken. Entsprechend ist es wichtig – trotz der leicht negativen Jahresperformance – auf die positive Trendwende im Princess NAV hinzuweisen: seit dem Tief im Juli 2003 bei 75.18% hat der NAV 287 Basispunkte zugelegt und dabei vor allem von der positiven Marktstimmung, den zunehmenden Exit-Aktivitäten und den steigenden Bewertungen von Portfoliounternehmen profitiert.

Die Zeichen stehen gut, dass sich dieser Aufwärtstrend weiter fortsetzen wird. Betrachtet man die Veränderungen in den vierteljährlichen NAV-Durchschnitten, so sieht man, dass sich die NAV-Rückgänge im Jahresverlauf deutlich abgeschwächt haben und wieder in den positiven Bereich zurückgekehrt sind. Wir gehen davon aus, dass der NAV – sofern sich die Weltwirtschaft nicht wieder verschlechtert, sondern ihren eingeschlagenen Weg fortsetzt – im Jahr 2003 sein Tief erreicht hat.

Im Gegensatz zum NAV stieg der Mittelkurs im Jahresverlauf kontinuierlich von 70.50% auf 77.50% an und reduzierte dadurch den Abschlag, zu dem die Princess Wandelanleihe seit September 2000 gehandelt wurde. Dies ist Ausdruck der allgemein positiven Marktstimmung, aber auch des wiedergewonnenen Vertrauens in die Private Equity-Industrie. Der Mittelkurs nahm zudem den Anstieg im NAV um einige Monate vorweg.

Zusätzlich stieg der Bond Floor der Princess Wandelanleihe auf 74.50% an. Die Prämie des Mittelkurses über dem Bond Floor nahm zu, was dem Upside-Potenzial des zugrunde liegenden Portfolios Rechnung trägt. Die Rendite bis Fälligkeit basierend auf dem Mittelkurs von 77.50% betrug zum Jahresende weiterhin attraktive 3.71%.

Princess hat im Berichtsjahr die Investitionen, die nicht in US-Dollar denominated sind, regelmässig gegen den US-Dollar abgesichert. Dies geschah, um das Währungsrisiko für die Investoren so gering wie möglich zu halten und den NAV nicht zusätzlicher Volatilität auszusetzen. Der Investment Manager wird den Bedarf nach einer Währungsabsicherung im Jahr 2004 neu beurteilen.

Performance

During the year under review, the Princess portfolio could not match the performance of the global public markets. At 78.05%, the NAV closed 61 basis points (or 0.78%) down on the previous year, while the Dow Jones Industrial Average closed up 25%, the Nasdaq up 50%, the SMI up 12% and the Dax up 28%. This, however, is hardly surprising, since private equity markets and real economic activity typically lag the more volatile public markets. Although its year-on-year performance was slightly negative, more importantly, the trend in the Princess NAV was positive. Since its low of 75.18% in July 2003, the NAV has regained 287 basis points, having benefited from the positive general market sentiment, increased exit activity and rising valuations for Princess portfolio companies.

All the signs point to a continuation of this upward trend. An analysis of the changes in the quarterly NAV average shows that the NAV declines slowed significantly in 2003 and the changes even moved towards positive ground. Provided the global economic recovery remains on track, we assume that the NAV did bottom out in 2003.

During the year, the mid-market price rose from 70.50% to 77.50%, reducing the discount at which Princess has been trading since September 2000. This reflects the positive general sentiment on the public markets, but also the restoration of investors' confidence in the private equity industry. The increase in the mid-market price anticipated the rise in the NAV by a few months.

The bond floor had also risen by the end of the year to 74.40%. The premium of the Princess year-end mid-market price over the bond floor increased as well, valuing the upside potential of the underlying private equity. The implied inherent yield to maturity was – based on the mid-market price of 77.50% – 3.71% p.a. at year-end.

Princess has adopted a consistent policy of hedging the non-US dollar exposure back into US dollars. This has been done so as to ensure that the bondholders' exposure to currency risk is minimized and that the NAV is not unduly volatile. The Investment Manager will continue to assess the benefits of hedging throughout 2004.

Portfolio-Allokation

Der Investment Manager zielt darauf ab, ein global-diversifiziertes Private Equity-Portfolio für Princess Private Equity Holding aufzubauen. Dadurch, dass Princess ihre Zahlungsverprechen (Commitments) optimal nach verschiedenen festgelegten Parametern abgibt, deckt das Princess Portfolio alle Private Equity-Diversifizierungsdimensionen ab, d.h. Finanzierungsstadien, geografische Regionen, Industriesektoren, Lancierungsjahre und Stil der Investition (Primary gegenüber Secondary-Commitments). Das Ziel dieser breiten Diversifikation ist es, die Risiken der Anlageklasse Private Equity zu minimieren.

Das Princess Portfolio umfasst eine grosse Anzahl Fonds aus verschiedenen Lancierungsjahren. Aufgrund der im Sommer 2001 vorherrschenden Investitions- und Realisierungsaktivitäten bei den Princess Partnerships und der Abweichung vom erwarteten Aktivitätsniveau (basierend auf empirischen Beobachtungen von ähnlich reifen und breitdiversifizierten Portfolios) wurde in 2001 die Entscheidung gefällt, keine weiteren Zahlungsverprechen mehr abzugeben, bis eine nachhaltige Erholung der Märkte zu erkennen ist.

So wurden auch im Berichtsjahr keine weiteren Zahlungsverprechen abgegeben, da die Marktaktivitäten auch im Jahr 2003 noch nicht zu durchschnittlichen Werten zurückgekehrt sind. Princess hat, wie auch die gesamte Private Equity-Branche, weiterhin ein tiefes Niveau an Kapitalabrufen und Kapitalrückflüssen erlebt (auch wenn das Umfeld gegen Jahresende hin wieder etwas anzog).

Während der Investment Manager die Bedeutung der Diversifikation nach Lancierungsjahren immer betont hat, wirkt sich das Auslassen der Lancierungsjahre 2002 und 2003 nur unwesentlich auf das Princess Portfolio aus: obwohl keine neuen Zahlungsverprechen abgegeben wurden, haben

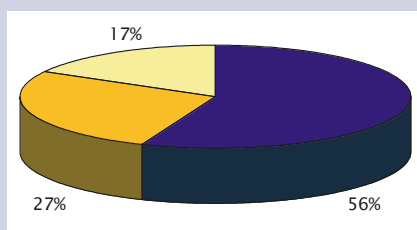
Portfolio allocation

The Investment Manager aims to build a globally diversified private equity portfolio for Princess Private Equity Holding. Through allocating its commitments optimally according to various set parameters, the Princess portfolio is able to cover all the main dimensions of private equity, i.e. financing stages, geographical regions, industry sectors, vintage years and investment styles, e.g. primary versus secondary commitments. The purpose of this broad diversification is to minimize the risks inherent in the private equity asset class.

The Princess portfolio comprises several vintage years. Based on the then prevailing level of investment and exit activity in the Princess partnerships and the deviation from the expected level of activity (based on empirical observations for similarly mature and well-diversified portfolios), the decision was taken in the summer of 2001 to stop making anymore commitments until clear signs of a market recovery emerged.

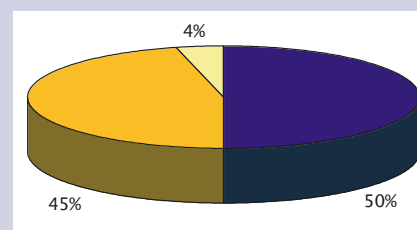
Based on this decision, no further commitments were allocated to the 2002 and 2003 vintage years. Market activity did not return to average levels in 2003. During the year, Princess, in common with the entire private equity industry, continued to experience rather slow drawdown and distribution rates (though these accelerated towards the end of the year). While the Investment Manager has always stressed the importance of vintage year diversification, omitting the 2002 and 2003 vintages is expected to have only a marginal effect on the Princess portfolio: although no new commitments were made, the partnerships in which Princess is invested continued to make investments in 2002 and 2003. In terms of 2003 investment opportunities, Princess will benefit from low company valuations through the USD 115m invested by its portfolio partnerships in 2003 and given the approximately USD 328m in undrawn commitments through future investments.

Wert der Investitionen nach Finanzierungsstadien
Value of investments by financing stages



Buyout
Venture Capital
Special Situations

Wert der Investition nach Geografischen Regionen
Value of investments by geographic regions



USA
Europa / Europe
Rest der Welt / Rest of the World

die Princess Partnerships in den Jahren 2002 und 2003 weiterhin investiert. In Bezug auf Investitions-Opportunitäten in 2003 wird Princess durch seine Investitionen in Höhe von USD 115 Mio. profitieren können. Zusätzlich stehen weitere, noch nicht abgerufene Zahlungsverprechen von rund USD 328 Mio. für Investitionen zu derzeit tiefen Bewertungen zur Verfügung.

Angesichts des Erreichens des vollen Investitionsgrades hat der Investment Manager USD 30 Mio. der seit 2002 bestehenden USD 130 Mio. Kreditlinie abgerufen. Zweck dieser Kreditlinie ist keineswegs, irgendeine Form von systematischem oder langfristigem Leverage zu schaffen. Vielmehr geht es darum, die Geldflüsse der bereits wieder steigenden Investitionsaktivitäten und jene der noch etwas zurückhaltenden Realisierungen – besser ausgleichen zu können. Trotz der Zunahme bei den Investitionen – 2003 erlebte zum ersten Mal seit drei Jahren wieder einen Anstieg – war die Höhe der Rückflüsse aus den Investitionen vor allem im ersten Halbjahr noch gering.

Princess' Portfolio-Allokation in Bezug auf Finanzierungsstadien (basierend auf Investitionen) erlebte im Jahresverlauf eine geringe Verschiebung von Venture Capital zu Buyout. Während der Anteil von Buyout von 56% auf 57% und der von Special Situations von 16% auf 17% anstieg, fiel der Venture-Anteil von 28% auf 26% zurück. Dies entspricht dem allgemeinen Trend im Private Equity-Markt, wo ebenfalls der Löwenanteil an Neuinvestitionen an den Buyout-Sektor ging. Das Buyout-Segment im Princess Portfolio profitierte neben dem beachtlichen Anteil an neuen Investitionen von substantiellen Aufwertungen der Portfoliounternehmen. Diese Aufwertungen tragen währungsbereinigt per Jahresende ungefähr 5% zum NAV bei. Knapp über 30% der Kapitalabrufe gingen an den Venture-Bereich im Princess Portfolio, aber aufgrund einzelner Abschreibungen nahm der Venture-Anteil im Portfolios verhältnismässig ab. Insgesamt konnte im Jahr 2003 in Bezug auf Bewertungen jedoch eine Aufwertung des Portfolio vorgenommen werden.

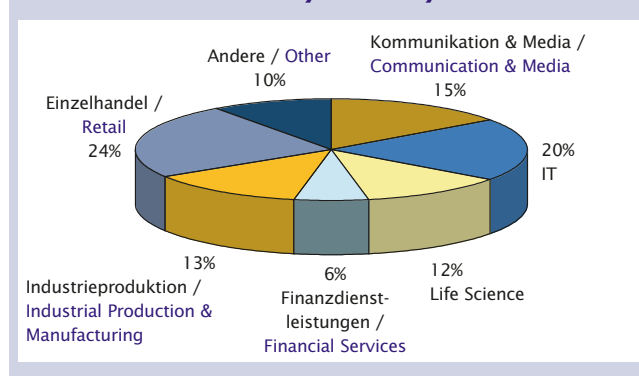
Im Vergleich zum Vorjahr hat sich die geografische Allokation in Princess – basierend auf Investitionen – nicht wesentlich geändert. Zum Jahresende war das Portfolio zu 51% in Nordamerika, zu 45% in Europa und zu 4% im Rest der Welt (vorwiegend in Südamerika und Asien) investiert. Wie bereits in den vorangegangenen Jahren entfiel wiederum der grösste Betrag an neuen Investitionen auf die USA.

Die Diversifikation nach Industriesektoren verschob sich leicht in Richtung der so genannten «old economy»-Branchen wie Industriegüter, Produktion, Finanzdienstleistungen und Einzelhandel. Diese sahen insgesamt einen leichten Anstieg in der Portfolioallokation (basierend auf Investitionen) und machen nun etwas mehr als 50% des gesamten Portfolios aus.

Given the full investment level reached in summer 2003 and the overcommitment strategy, the Investment Manager has used USD 30m of the USD 130m credit facility for cash management. The purpose of the credit facility is not to create any systematic or long-term leverage, but rather to cope, especially in the first half of the year, with the upturn in investment activity and still closed exit markets. Despite the pick-up in investment activity – 2003 saw an increase in the investment pace for the first time in three years – investors still saw low levels of distributions from their fund investments.

In 2003, portfolio allocation by financing stage (based on the total value of investments) saw a slight shift away from the venture capital to the buyout segment. Buyout exposure increased from 56% to 57% and special situations exposure from 16% to 17%, whereas venture capital exposure decreased from 28% to 26%. This is in line with the general trend in the private equity market, with buyout transactions accounting for the lion's share of the amounts invested. The buyout portion in Princess profited from the large proportion of new investment that was dedicated to it and it also profited from substantial revaluations of the portfolio companies, which accounted – adjusted for hedging– for roughly 5% of the Princess year-end NAV. Just over a third of all new investments were dedicated to the venture segment, but due to write-downs the venture portion of the portfolio decreased. Overall, 2003 was a good year for Princess with many portfolio company valuations closing with a positive balance.

Investitionen nach Industriesektoren Investments by industry sectors



The geographical allocation of the portfolio remained virtually unchanged compared to the previous year. At year-end, 51% of the portfolio was invested in Northern America, 45% in Europe and 4% in the rest of the world, mainly in Southern America and Asia. As in previous years, in terms of value most new investments were made in the USA.

Der IT-Anteil nahm leicht ab. Da die «old economy»-Unternehmen traditionell eher im Buyout-Sektor zu finden sind, haben sie von den relativ höheren Investitionen wie auch von den Aufwertungen profitiert.

Die nachfolgenden Seiten zeigen eine detaillierte Übersicht über das Princess Portfolio und beschreiben einige der interessantesten Transaktionen, an denen Princess Portfoliounternehmen im Jahr 2003 beteiligt waren.

Diversification by industry shifted towards the so-called “old economy” industries, such as industrial products, manufacturing, financial services and retailing. These saw a marginal increase in the proportion of capital invested and now account for just over 50% of total portfolio investment. IT exposure decreased slightly in the buyout sector and have therefore profited from relatively higher investment as well as from upvaluations in the segment.

In the following pages, an overview of the Princess portfolio partnership by partnership is given along with a description of some of the most interesting transactions in which the Princess portfolio participated during the past 12 months.

Portfolio-Übersicht
Portfolio overview

Partnerships	Partnership Name Fund name	Fondsvolumen in USD Fund size in USD	Zahlungsver- sprechen in USD Amount com- mitted in USD	Beteiligung in % % owned	Abrufe in % % drawn down	Lancie- rungsjahr Vintage year
Europa – Buyout						
Europe – Buyout						
3i Plc	3i Europartners IIIA, L.P.	1'253'202'500	25'190'000	2.0	87.8	1999
Suez Capital Partenaires SAS	Astorg II, FCPR	234'172'538	11'839'300	5.1	97.0	1998
Botts & Company Limited	Botts Capital Partners, L.P.	230'682'746	35'660'000	15.5	100.0	1998
Bridgepoint Capital Limited	Bridgepoint Europe I "D", L.P.	373'649'938	35'660'000	9.5	92.1	1998
Coller Capital Limited	Coller International Partners III NW1, L.P.	202'619'327	23'179'000	11.4	79.4	1994
Coller Capital Limited	Coller International Partners III NW2, L.P.	205'151'627	27'636'500	13.5	91.1	1996
Doughty Hanson & Co	Doughty Hanson & Co. Fund III, L.P.	2'660'000'000	6'784'269	0.3	85.9	1997
Graphite Capital Management Limited	Graphite Capital Partners V "A", L.P.	326'734'750	9'806'500	3.0	82.9	1999
Graphite Capital Management Limited	Graphite Capital Partners V "F", L.P.	326'734'750	8'023'500	2.5	82.7	1999
Industri Kapital 2000 Limited	Industri Kapital 2000, L.P.	2'644'950'000	12'595'000	0.5	83.7	1999
B & S Investments Limited	Italian Private Equity Fund III, L.P.	377'857'557	5'038'000	1.3	88.6	2000
Mercapital Servicios Financieros	Mercapital Spanish Private Equity Fund II, L.P.	755'700'000	8'816'500	1.2	53.3	2000
Nordic Capital	Nordic Capital IV, L.P.	858'247'000	18'778'500	2.2	83.5	2000
Palamon Capital Partners	Palamon European Equity "C", L.P.	553'775'701	12'595'000	2.3	66.1	1999
Partners Private Equity Management Inc.	Partners Private Equity, L.P.	121'050'000	8'651'040	7.1	100.0	1998
Permira Europe	Permira Europe II, L.P.	4'156'350'000	25'190'000	0.6	80.0	2000
Quadriga Capital Limited	Quadriga Capital Private Equity Fund II, L.P.	334'865'698	9'015'609	2.7	49.0	1999
Cinven	Quadriga Cinven Fund (No.2), L.P.	1'613'615'000	9'137'875	0.6	92.6	1998
Segulah Management II Limited	Segulah II, L.P.	118'235'000	11'823'500	10.0	44.5	1999
Warburg Pincus International Partners	Warburg Pincus International Partners, L.P.	2'500'000'000	5'000'000	0.2	43.0	2000
Europa – Special Situations						
Europe – Special Situations						
Coller Capital Limited	Coller International Partners III, L.P.	444'880'980	12'000'000	2.7	94.7	1999
Doughty Hanson & Co	Doughty Hanson & Co. European Real Estate Fund	616'350'000	10'000'000	1.6	42.1	1999
Intermediate Capital Group	ICG Mezzanine Fund 2000 L.P. No. 2	210'966'250	12'595'000	6.0	94.9	2000
Mezzanine Management Limited	Mezzanine Management Fund III, L.P.	528'926'900	15'000'000	2.8	80.3	1999
Rutland Fund Management Limited	The Rutland Fund	373'863'006	11'589'500	3.1	44.9	2000
Europa – Venture Capital						
Europe – Venture Capital						
Abingworth Management Limited	Abingworth Bioventures III, L.P.	225'000'000	2'500'000	1.1	68.8	2001
Elderstreet Investments Limited	Elderstreet Capital Partners, L.P.	101'629'217	12'481'000	12.3	79.4	1999
Zouk Ventures Limited	European E-Commerce Fund	75'800'000	5'000'000	6.6	94.0	1999
EEP Managers Limited	European Equity Partners (III), L.P.	34'699'225	3'778'500	10.9	78.0	1999
GMT Communications Partners Limited	GMT Communications Partners II, L.P.	455'506'614	17'633'000	3.9	51.4	1999
Galileo Partners	Galileo III, L.P.	198'945'897	7'934'850	6.3	47.9	2000
Index Ventures	Index Ventures I (Jersey), L.P.	183'453'456	10'000'000	5.5	93.6	1998
Merlin Capital Partners	Merlin Biosciences Fund, L.P.	311'032'266	6'297'500	2.0	78.4	2000
SVLS Management Advisers Inc.	Schroder Ventures Int'l Life Science Fund II, L.P.	279'964'000	20'000'000	7.1	97.5	1998
Wellington Partners Verwaltungs GmbH	Wellington Partners II, L.P.	139'804'500	5'038'000	3.6	70.0	2000
USA – Buyout						
American Securities Associates	American Securities Partners III, L.P.	650'000'000	5'000'000	0.8	46.6	2001
Apollo Management, L.P.	Apollo Overseas Partners V, L.P.	3'750'000'000	10'000'000	0.3	61.3	2001
The Blackstone Group	Blackstone Communications Partners I, L.P.	2'018'600'000	10'000'000	0.5	25.5	2000
Bruckmann, Rosser, Sherrill & Co., Inc.	Bruckmann, Rosser, Sherrill & Co. II, L.P.	767'200'000	15'000'000	2.0	48.8	1999
Carlyle Group	Carlyle Partners III, L.P.	3'800'000'000	10'000'000	0.3	65.4	1999
Fenway Partners, Inc.	Fenway Partners Capital Fund II, L.P.	909'090'909	30'500'000	3.4	67.7	1998
Heritage Partners, Inc.	Heritage Fund III, L.P.	843'434'343	10'000'000	1.2	60.8	1999
INVESCO Private Capital, Inc.	INVESCO U.S. Buyout Partnership Fund II, L.P.	87'897'373	30'000'000	34.1	60.3	2000
Kohlberg & Company, L.L.C.	Kohlberg TE Investors IV, L.P.	576'044'250	10'000'000	1.7	62.3	2000
Partners Group	Partners Group SPPI Limited	310'219'000	40'000'000	12.9	90.0	1996
Silver Lake Partners	Silver Lake Partners, L.P.	2'247'940'000	30'000'000	1.3	67.3	1999
Texas Pacific Group	T3 Partners, L.P.	486'842'106	7'000'000	1.4	76.8	2000
Texas Pacific Group	TPG Partners III, L.P.	3'413'684'209	4'000'000	0.1	72.1	2000
Thomas H. Lee Company	Thomas H. Lee Parallel Fund V, L.P.	1'207'817'197	10'000'000	0.8	34.8	2000
Thomas Weisel Capital Partners	Thomas Weisel Capital Partners, L.P.	1'070'741'483	10'000'000	0.9	77.3	1999
Vestar Capital Partners	Vestar Capital Partners IV, L.P.	2'480'350'000	5'000'000	0.2	47.6	1999
William Blair & Company LLC	William Blair Capital Partners VI, L.P.	269'655'000	2'000'000	0.7	94.2	1998

Partnerships	Partnership Name Fund name	Fondsvolumen in USD Fund size in USD	Zahlungsver- sprechen in USD Amount com- mitted in USD	Beteiligung in % % owned	Abrufe in % % drawn down	Lancie- rungsjahr Vintage year
USA – Special Situations						
The Blackstone Group	Blackstone Mezzanine Partners, L.P.	1'141'000'000	4'000'000	0.4	46.4	1999
Canterbury Capital Partners	Canterbury Mezzanine Capital II, L.P.	243'181'818	10'000'000	4.1	84.6	1999
Chase Capital Partners	Chase 1998 Pool Participation Fund, L.P.	252'525'252	20'000'000	7.9	97.5	1998
Levine Leichtman Capital Partners, Inc.	Levine Leichtman Capital Partners II, L.P.	349'455'000	30'000'000	8.6	94.6	1998
Oaktree Capital Management, LLC	OCM Opportunities Fund III, L.P.	2'076'910'000	4'000'000	0.2	100.0	1999
Oaktree Capital Management, LLC	OCM/GFI Power Opportunities Fund, L.P.	449'101'000	4'000'000	0.9	58.7	1999
Pegasus Capital Advisors	Pegasus Partners II, L.P.	561'050'000	4'000'000	0.7	81.5	1999
Providence Equity Partners, Inc.	Providence Equity Partners IV, L.P.	2'755'511'022	10'000'000	0.4	48.8	2000
TCW/Crescent Mezzanine, L.L.C.	TCW/Crescent Mezzanine Partners III, L.P.	979'515'000	10'000'000	1.0	62.6	2001
USA – Venture Capital						
Apax Partners	APAX Excelsior VI, L.P.	926'868'686	5'000'000	0.5	52.1	2000
Access Technology Partners	Access Technology Partners, L.P.	267'676'768	15'000'000	5.6	100.0	1999
Advanced Technology Partners	Advanced Technology Ventures VI, L.P.	400'000'000	5'000'000	1.3	82.5	2000
Austin Ventures	Austin Ventures VII, L.P.	825'000'000	5'000'000	0.6	77.0	1999
Battery Ventures	Battery Ventures VI, L.P.	1'010'101'010	5'000'000	0.5	56.5	2000
Cardinal Health Partners	Cardinal Health Partners II, L.P.	117'474'747	5'000'000	4.3	50.0	2000
Catterton Partners	Catterton Partners IV Offshore, L.P.	400'000'002	15'000'000	3.7	95.8	1999
INVESCO Private Capital, Inc.	Chancellor V, L.P.	225'740'230	20'000'000	8.9	62.0	1999
Columbia Capital	Columbia Capital Equity Partners III (Cayman), L.P.	253'835'100	10'000'000	3.9	56.5	2000
Crescendo Ventures	Crescendo IV, L.P.	585'808'081	7'000'000	1.2	77.5	2000
Dolphin Communications	Dolphin Communications Fund, L.P.	125'606'061	10'000'000	8.0	94.7	1998
Draper Fisher Jurvetson	Draper Fisher Jurvetson Fund VII, L.P.	643'080'808	5'000'000	0.8	39.3	2000
EnerTech Capital Partners	EnerTech Capital Partners II, L.P.	234'194'600	5'000'000	2.1	62.0	2000
Infinity Capital Ventures	Infinity Capital Venture Fund 1999, L.P.	200'000'000	10'000'000	5.0	88.0	1999
INVESCO Private Capital, Inc.	INVESCO Venture Partnership Fund II, L.P.	341'877'575	60'000'000	17.6	74.9	1999
Partners Private Equity Management Inc.	INVESCO Venture Partnership Fund II-A, L.P.	40'404'040	40'000'000	99.0	58.2	2000
Lightspeed Venture Partners	Lightspeed Venture Partners VI, L.P.	880'838'323	10'000'000	1.1	32.6	2000
Menlo Ventures	Menlo Ventures IX, L.P.	1'515'151'515	10'000'000	0.7	35.0	2000
Morgan Stanley Dean Witter & Co	Morgan Stanley Dean Witter Venture Partners IV, L.P.	487'000'000	5'000'000	1.0	81.2	1999
Morgenthaler Partners	Morgenthaler Partners VII, L.P.	868'917'526	3'000'000	0.3	30.0	2001
Prism Venture Partners	Prism Venture Partners IV, L.P.	428'838'388	2'000'000	0.5	39.0	2001
Sevin Rosen Funds	Sevin Rosen VIII, L.P.	600'426'500	3'430'000	0.6	55.2	2000
Sierra Ventures	Sierra Ventures VIII-A, L.P.	495'172'803	10'000'000	2.0	35.0	2000
Summit Partners	Summit Ventures VI-B, L.P.	590'161'626	5'000'000	0.8	25.0	2000
TA Associates	TA IX, L.P.	2'000'100'000	10'000'000	0.5	43.0	2000
TH Lee Internet Partners	TH Lee Putnam Ventures Parallel, L.P.	432'018'616	10'000'000	2.3	65.0	1999
TL Ventures	TL Ventures V, L.P.	685'506'600	10'000'000	1.5	44.0	2000
Vortex Partners	Vortex Corporate Development Fund, L.P.	48'613'540	2'920'000	6.0	83.6	2000
Worldview Technology Partners	Worldview Technology Partners III, L.P.	364'646'465	5'000'000	1.4	99.0	1999
Worldview Technology Partners	Worldview Technology Partners IV, L.P.	512'890'426	3'021'671	0.6	45.6	2000
Rest der Welt – Buyout						
Rest of World – Buyout						
Advent International Corporation	Advent Latin American Private Equity Fund II, L.P.	127'500'000	5'000'000	3.9	30.0	2001
Exxel Group S.A.	Exxel Capital Partners VI, L.P.	441'382'766	5'000'000	1.1	38.5	2000
Texas Pacific Group	Newbridge Asia III, L.P.	724'000'000	5'000'000	0.7	38.6	2000
Enterprise Investors	Polish Enterprise Fund IV, L.P.	216'666'666	5'000'000	2.3	70.0	2000
Unison Capital, Inc.	Unison Capital Partners, L.P.	353'400'000	5'859'000	1.7	74.6	1999
Rest der Welt – Venture Capital						
Rest of World – Venture Capital						
Carmel Ventures	Carmel Software Fund (Cayman), L.P.	171'130'000	10'000'000	5.8	52.5	2000
Crimson Capital	Crimson Velocity Fund, L.P.	313'499'929	5'000'000	1.6	53.0	2000
CIBC World Markets Corp	Genesis Partners II LDC	263'407'775	10'000'000	3.8	69.4	1999
Jerusalem Venture Partners (Israel)	Jerusalem Venture Partners III, L.P.	146'400'000	5'000'000	3.4	100.0	1999
Pitango Venture Capital	Pitango Venture Capital Fund III	283'634'000	12'000'000	4.2	61.0	2000

Ausgewählte Investitionen im Jahr 2003

Nordic Capital IV

Im Januar übernahm Nordic Capital *Maersk Medical A/S*, ein in Dänemark ansässiges Unternehmen, das sterile, medizinische Einweg-Geräte für die Gesundheits-Industrie entwickelt, produziert und vermarktet. Maersk Medical, das im Anschluss an die Übernahme in Unomedical Holding A/S umbenannt wurde, wies in den letzten 10 Jahren ein starkes Wachstum auf und ist heute ein weltweit tätiges Unternehmen mit 4'500 Angestellten. Bo Söderberg, Partner bei Nordic Capital, sagte: «Der zukünftige Fokus wird verstärkt auf Innovation und Produktentwicklung, wie auch auf der Vertiefung der Kundenbeziehungen liegen.» Nordic Capital möchte dies durch organisches Wachstum erreichen, zieht aber auch weitere Akquisitionen in Betracht.

Carlyle III, Providence IV, GMT Communications Partners II

Im Januar beteiligte sich Princess durch ein von Carlyle, Providence Equity Partners und GMT geführtes Konsortium an der Akquisition von *Casema N.V.* Verkauft wurde das Unternehmen von der schuldengeplagten France Telecom für EUR 682 Mio. Casema ist mit rund 1.33 Mio. Kunden in 95 Gemeinden der drittgrößte Kabelfernsehbetreiber der Niederlande. Als sogenannter «end-to-end provider» besitzt das Unternehmen sowohl das Netzwerk als auch den Zugang vom Netz zu den einzelnen Haushalten (last mile). Somit hat Casema vollständige Kontrolle über den Zugang zum Endkunden. Diese Kontrolle ist sehr wertvoll, da Casema so das Angebot an seine Kunden anhand deren Anforderungen und anhand neuer Trends massschneidern kann.

Graphite Capital Partners V

Graphite Capital, ein auf mittelgroße Transaktionen spezialisiertes Private Equity-Unternehmen, hat im Januar das bestehende Management des sehr erfolgreichen Herstellers von Damenbekleidung *Jane Norman* bei dessen GBP 70 Mio.-Management-Buyout unterstützt. Jane Norman vertreibt Mode für modebewusste junge Frauen zwischen 15 und 24 und setzt dabei auf die neusten Trends zu attraktiven Preisen. Das Unternehmen zeichnet sich durch seine Flexibilität und sein schnelles Reagieren auf Änderungen in der Nachfrage aus. Jane Norman ist in ganz Grossbritannien mit 25 Läden und bei 21 Konzessionären (hauptsächlich Debenhams) vertreten. Mit der Unterstützung von Graphite will Jane Norman weiter wachsen und seine Marke durch ein kontrolliertes und stimmgames Expansionsprogramm weiterentwickeln.

Selected investments in 2003

Nordic Capital IV

In January, Nordic Capital completed the acquisition of *Maersk Medical A/S* (subsequently renamed Unomedical Holding A/S), a Denmark-based company, which develops, produces and markets sterile single-use medical devices to the healthcare sector. Maersk Medical has experienced rapid growth in the last ten years and is today a global player with 4'500 employees. Bo Söderberg, Partner at Nordic Capital, said "The future focus will be on further strengthening innovation and product development as well as strengthening the company's customer relations". Nordic Capital aims to grow the company through increased organic growth and add-on acquisitions.

Carlyle III, Providence IV, GMT Communications Partners II

In January, Carlyle Group, Providence Equity Partners and GMT acquired *Casema N.V.* from debt-burdened France Télécom for EUR 682m. Casema is the third-largest cable TV operator in the Netherlands with roughly 1.33m subscribers in 95 municipalities. Casema is an end-to-end provider, meaning that it owns both the backbone network as well as the so-called "last mile", which, in turn, means that it has full access to and discretion over its end-customers. End-customer "ownership" is valuable because it permits Casema to tailor its offerings (and earnings potential) based on customer demand and trends.

Graphite Capital Partners V

Graphite Capital, a mid-market private equity specialist, backed existing management at the successful women's high fashion retailer *Jane Norman* in a GBP 70m management buy-out in January. Jane Norman is a young women's wear retailer that offers high fashion clothing at attractive prices. It is aimed at fashion-conscious, young females primarily in the 15 to 24 year age bracket, providing the latest trends and satisfying changes in customer demands through flexibility and responsiveness. The company operates throughout the UK with 25 stand-alone Jane Norman stores and 21 concessions, primarily with Debenhams. With the support of Graphite, Jane Norman wants to enter its next phase of growth and develop the brand considerably through a controlled and coherent expansion program.

Permira Europe II

Premiere's new shareholder structure was finalized in February. Permira took a 65% stake in Munich-based *Premiere*, while the Bayerische Landesbank and the HypoVereinsbank each acquired a 10% and the Austrian Bank für Arbeit und Wirtschaft (BAWAG) a 3.5% interest. A total of 11.5% of the shares is held by *Premiere's* management. Thomas Krenz,

Permira Europe II

Permira hat im Februar die Finanzierungsbedingungen für die Übernahme eines 65%-igen Anteils am deutschen pay-TV-Unternehmen *Premiere* abgeschlossen. Die Bayerische Landesbank und die HypoVereinsbank übernahmen je 10% und die österreichische Bank für Arbeit und Wirtschaft (BAWAG) 3.5% von Premiere. Ungefähr 11.4% der Anteile werden durch das Management von Premiere gehalten. Thomas Krenz, Managing Director bei Permira, erklärt: «Wir haben eine fundamentale Analyse von Premiere's Geschäftsmodell vorgenommen und glauben an eine erfolgreiche und profitable Zukunft für pay-TV in Deutschland.» Premiere hatte im Mai 2002 nach dem Kollaps der KirchMedia Konkurs angemeldet.

Schroder Ventures International Life Science Fund II, Chancellor V

Das in Heidelberg ansässige Pharmaunternehmen *Cellzome*, ein Portfolio-Unternehmen von ILSF II und Chancellor V, verkündete im März den Abschluss der «Serie C»-Anschlussfinanzierung über insgesamt ca. EUR 30 Mio. Cellzome's Technologie-Ansatz im Bereich der Proteomforschung führte zur Nennung des Unternehmens in der vom TIME Magazine im Mai 2002 veröffentlichten «Hot Company List».

Providence Equity Partners IV

Providence Equity Partners, Apax Partners und Goldman Sachs einigten sich im März, die verbleibenden Kabel-TV-Bereiche der Deutschen Telekom für EUR 1.73 Mrd. zu übernehmen. Das übernommene Kabelunternehmen, die *Kabel Deutschland GmbH*, hat seinen Hauptsitz in Bonn und umfasst das Kabel-Netzwerk der Deutschen Telekom in sechs deutschen Regionen. Im Jahr 1982 startete die Deutsche Telekom damit, ihr TV-Kabel-Netzwerk innerhalb Deutschlands zu vergrössern und 1999 wurden die Anlagewerte in neun separate, regional operierende Unternehmen aufgeteilt. Ein Jahr später verkaufte die Deutsche Telekom die Mehrheit an drei dieser Unternehmen. Der Verkauf der verbleibenden sechs Regionen wurde im Juni 2002 in einer Auktion lanciert. Mit mehr als 15.2 Mio. angeschlossenen Haushalten und über 10.2 Mio. Abonnenten in Deutschland ist Kabel Deutschland der grösste Kabel-Netzwerk-Betreiber in Europa und einer der grössten weltweit.

Levine Leichtman Capital Partners II

Im April hat *Overhill Farms* eine Überbrückungsfinanzierung in Höhe von USD 3 Mio. mit Levine Leichtman Capital Partners II abgeschlossen. Als Teil dieser Überbrückungsfinanzierung verkaufte Overhill Farms zusätzliche Aktien an Levine Leichtman, was deren Anteil an Overhill von 24% auf 36% erhöht. Overhill Farms aus Vernon (USA) produziert Tiefkühlkost für den US-Markt. Das Unternehmen unterhält keine eigenen Marken, sondern verpackt seine Waren für Einzelhändler, Restaurantketten und den Diätspezialisten Jenny Craig.

managing director of Permira, explained: "We have undertaken a serious, in-depth analysis of Premiere's business model. We believe in a successful and profitable future for pay-TV in Germany." Premiere had filed for insolvency in May 2002, following the collapse of KirchMedia.

Schroder Ventures International Life Science Fund II, Chancellor V

In March, Heidelberg-based pharmaceutical company *Cellzome*, a portfolio company of ILSF II and Chancellor V, announced the completion of a Series C funding at a total of approximately EUR 30m. Cellzome's integrated technology approach in the field of large-scale proteomics earned the company a listing on Time Magazine's Hot Company List in May 2002.

Providence Equity Partners IV

Providence Equity Partners, Apax Partners and Goldman Sachs agreed to acquire the remaining cable TV operations from Deutsche Telekom for EUR 1.73bn in March. The acquired cable business, *Kabel Deutschland GmbH*, is headquartered in Bonn and comprises Deutsche Telekom's cable network in six German regions. In 1982, Deutsche Telekom started to extend its TV cable network throughout Germany. In 1999, the assets were separated into nine regional operating businesses. In 2000, Deutsche Telekom sold off majority stakes in three of them. The sale of the remaining six regions was launched in June 2002. With more than 15.2m homes passed and over 10.2m subscribers in Germany, Kabel Deutschland is the largest cable operator in Europe.

Levine Leichtman Capital Partners II

In April, *Overhill Farms* completed a USD 3m bridge financing arrangement with Levine Leichtman Capital Partners II. As part of the bridge financing, Overhill sold additional shares of common stock to Levine Leichtman, which gives the private equity firm a 36% equity stake in Overhill (up from a 24% pre-transaction stake). Vernon-based Overhill Farms has US-wide operations in the frozen food industry. The company has no brands of its own but does private labels and co-packing for retailers, restaurant chains and the Jenny Craig weight-loss company.

Permira Europe II

In June, a consortium formed by Permira, BC Partners, CVC Capital Partners and Investitori Associati agreed to acquire Telecom Italia's 61.5% stake in *New SEAT* for EUR 3.03bn, making it Europe's largest buyout transaction ever. The agreed price is equal to EUR 0.598 per New SEAT ordinary share, which equates to an enterprise value of approximately EUR 5.65bn. New SEAT will own the directories and directories assistance business in Italy, following completion of the previously announced de-merger of SEAT Pagine Gialle.

Permira Europe II

Ein Konsortium bestehend aus BC Partners, CVC Capital Partners, Investitori Associati und Permira hat im Juni beschlossen, den 61.5%-Anteil von Telecom Italia an *New SEAT* für EUR 3.03 Mrd. zu erwerben. Dies war Europas grösste Buyout-Transaktion der Geschichte. Beim vereinbarten Preis von EUR 0.598 pro Aktie weist New SEAT einen Unternehmenswert von EUR 5.65 Mrd. aus. Nach dem De-Merger von SEAT Pagine Gialle wird New SEAT die Gelben Seiten und die Telefonauskunft in Italien betreiben.

Carlyle Partners III

Die Carlyle Group hat im Juni für USD 800 Mio. den amerikanischen, in New Jersey ansässigen Autoteile-Hersteller *UIS* übernommen, der nach Abschluss der Transaktion in United Components, Inc. umbenannt wurde. Das Unternehmen ist einer der grössten und am breitesten diversifizierten Autoteile-Produzenten Amerikas. Die Angebotspalette reicht von Filtrations-Produkten, Kraftstoff- und Kühlungssystemen, Motoren-Leitsystemen, Antriebskomponenten zu Lichtsystemen. Die von UIS produzierten Ersatzteile werden über spezialisierte Originalausrüstungs-Kanäle vertrieben. In einer Pressemitteilung sagte die Carlyle Group, dass United Components, Inc. dank seines grossen Kundenstammes und Betriebsnetzwerks, seines exzellenten Managements und aufgrund der grossen und weiter wachsenden Anzahl an zugelassenen Fahrzeugen innerhalb der Automobilindustrie sehr gut positioniert ist.

Permira Europe II

Die *Rodenstock Gruppe*, einer der weltgrössten Hersteller von Brillen und Brillengläsern mit Sitz in München, hat – im Rahmen eines möglichen zukünftigen Börsenganges – im Juni beschlossen, sich mit Permira als Finanzinvestor zu binden. Permira und das Management von Rodenstock halten 49% am Unternehmen. Die Familienholding Optische Werke G. Rodenstock KG behält mit 51% weiterhin die Mehrheit. Verkaufssumme und Transaktionsdetails wurden nicht bekannt gegeben.

Carlyle Partners III

Die Carlyle Group, ein amerikanisches Private Equity-Unternehmen, hat im Juli für EUR 1.5 Mrd. von Fiat, dem mit Problemen belasteten italienischen Industriekonzern, *Fiat Avio*, den Unternehmensbereich, der Flugzeugturbinen herstellt, übernommen. Die Beteiligung wird über das Spezialvehikel Avio Holding SpA erfolgen, das zu 70% im Besitz von Carlyle ist und an dem Finmeccanica, ein italienisches Rüstungsunternehmen, die restlichen 30% hält. Die Carlyle Group sieht in Fiat Avio grosses Potenzial und wird das Management des Unternehmens dabei unterstützen, die Aktivitäten des Unternehmens weiterzuentwickeln und weitere Wachstumsmöglichkeiten zu identifizieren.

Carlyle Partners III

In June, the Carlyle Group purchased the automotive assets of Jersey City-based auto parts maker *UIS* for approximately USD 800m in cash. Following the acquisition, the new company was renamed United Components, Inc. The company is one of the largest and most diversified US manufacturers and distributors of automotive parts and components, supplying a broad range of filtration products, fuel and cooling systems, engine management systems, driveline components and lighting systems to the aftermarket and specialized original equipment channels. The Carlyle Group said in a press statement, that United Components, Inc. was well positioned given its diverse base of customers and distribution channels, its excellent management, and the industry's large and growing installed base of vehicles.

Permira Europe II

The *Rodenstock Group*, Munich, one of the world's leading spectacle manufacturers, has set the course for a potential IPO in June by taking a new outside shareholder on board – Permira. The Permira Funds and the Rodenstock management hold a total of 49% in Rodenstock going forward; at 51%, the family holding of Optische Werke G. Rodenstock KG continues to hold the majority of the shares. Both parties agreed to keep the transaction volume and the details confidential.

Carlyle Partners III

The US private equity firm Carlyle Group acquired *Fiat Avio*, the aircraft engine manufacturing unit of troubled Italian industrial Fiat, for EUR 1.5bn in July. The acquisition will be carried out through a special purpose vehicle called Avio Holding SpA, of which Carlyle will have 70% ownership and the Italian defense group Finmeccanica 30%. The Carlyle Group said that Fiat Avio had great potential and that Carlyle would support the management in developing Avio's activities further and in finding new opportunities for growth.

ICG Mezzanine Fund 2000

In June, Intermediate Capital Group participated in Spain's largest ever mezzanine financing, investing a total of EUR 75 m in *Codere*, an amusement machines operator in Madrid. In total, Codere received EUR 210m in new funds from ICG, Bank of Scotland and Credit Suisse First Boston. Codere is one of the leading Spanish operators of slot machines with more than 7'000 employees. The company operates in Spain and in South America.

Providence Equity Partners IV, Thomas H. Lee Parallel Fund V

In August, a private equity consortium comprising Thomas H. Lee Partners, Bain Capital, Hellmann & Friedman, Providence Equity Partners and Quadrangle Group joined up with Saban

ICG Mezzanine Fund 2000

Die Intermediate Capital Group partizipierte im Juni an der bis heute grössten Mezzanine-Transaktion in Spanien, indem sie EUR 75 Mio. in *Codere*, einen in Madrid ansässigen Betreiber von Glücksspiel-Automaten investierte. Insgesamt konnte Codere neue Mittel in Höhe von EUR 210 Mio. von ICG, der Bank of Scotland und Credit Suisse First Boston aufnehmen. Codere ist einer der führenden spanischen Betreiber von Glücksspiel-Automaten und beschäftigt über 7000 Angestellte. Das Unternehmen operiert in Spanien und in Südamerika.

Providence Equity Partners IV, Thomas H. Lee Parallel Fund V

Ein Private Equity-Konsortium um Thomas H. Lee Partners, Bain Capital, Hellmann & Friedman, Providence Equity Partners und Quadrangle Group hat sich im August mit Saban Capital Group am Kauf der deutschen Fernsehgruppe *ProSiebenSat.1 Media AG* beteiligt. Die *ProSiebenSat.1 Media AG* produziert und sendet Fernsehprogramme über seine vier deutschsprachigen TV-Sender. Das Unternehmen ist Marktführer und einer der beiden grossen deutschen Privatsender. Die Transaktion wird mit über EUR 1 Mrd. bewertet. Das Private Equity-Konsortium hat die Mediengruppe von der insolventen KirchMedia übernommen.

Newbridge Asia III

Im November 2003 haben Newbridge Capital und AIG für USD 500 Mio. den Mehrheitsanteil an *Hanaro Telecom* erworben. Unter Berücksichtigung einiger kleinerer Anteilseigner verfügt das Konsortium nun über 39.6% an Hanaro, wobei Newbridge 10.7% am Unternehmen hält. Hanaro ist einer der grössten High-speed Internet- und Telefonanbieter in Korea. Mit rund 3 Mio. Abonnenten hält Hanaro einen Marktanteil von 28.3% im Breitband-Internetmarkt.

Apollo Overseas Partners V

Ein Konsortium aus Apollo, Blackstone und Goldman Sachs Capital Partners erwarb im November für USD 4.2 Mrd. von Suez, S.A. die *Ondeo Nalco Company*. *Ondeo Nalco*, gegründet 1928, ist ein führender Anbieter von integrierter Wasseraufbereitung sowie Prozesschemikalien für die industrielle Anwendung. Das Unternehmen bedient gegenwärtig mit 10'000 Mitarbeitern in 130 Ländern mehr als 60'000 Kunden weltweit.

Capital Group to acquire German television network conglomerate *ProSieben-Sat.1 Media AG*. The company produces and broadcasts television programs through its four wholly-owned German language television channels. *ProSieben-Sat.1 Media AG* is a market leader and one of two large private television groups in Germany. The transaction was valued at over EUR 1bn. The consortium acquired the television group from the insolvent KirchMedia.

Newbridge Asia III

In November, a Newbridge Capital and AIG acquired a governing stake in *Hanaro Telecom* for USD 500m. With the payment, the consortium – counting on several other friendly minor overseas stakeholders – now controls 39.6% of Hanaro. Newbridge's stake amounts to 10.7% of the company. Hanaro is one of Korea's largest high-speed Internet service and local telecommunications providers. With some 3m subscribers, Hanaro has a 28.3% share of South Korea's broadband Internet market.

Apollo Overseas Partners V

In November, a consortium formed by Blackstone, Apollo and Goldman Sachs Capital Partners acquired *Ondeo Nalco Company* from Suez, S.A. for USD 4.2bn. US-based Nalco was founded in 1928 and is transitioning to private ownership in its 75th year of operation. Nalco is the leading provider of integrated water treatment and process improvement services, chemicals and equipment programs for industrial and institutional applications. The company currently serves more than 60'000 customer locations. It has established a global presence with more than 10'000 employees operating in 130 countries.

Ausgewählte Realisierungen im Jahr 2003

Coller International Partners III NW2

Die *Huurre Group*, das führende europäische Unternehmen im Bereich von Kühlsystemen, wurde im März von der Kaupthing Bank und dem eigenen Management-Team erworben. Huurre war davor im Besitz von Bridgepoint Capital, einem pan-europäischen Private Equity-Unternehmen, Foinco A/A, einer norwegischen Investitionsgesellschaft, Tapiola, einer finnischen Versicherungsgruppe und dem Management des Unternehmens. «Huurre hat während unseres Engagements durch eine Kombination von organischem Wachstum und Akquisitionen ein beachtliches Wachstum aufweisen können. Dies brachte dem Unternehmen eine marktführende Position in Skandinavien ein, wo es sich unter der Führung der neuen Besitzer weiterentwickeln wird», sagte Chris Busby, Investment Director bei Bridgepoint Capital.

Coller International Partners III NW2

Bridgepoint Capital, eine Portfolio-Partnership von Coller International Partners III NW2, verkaufte im April ihren gesamten Mehrheitsanteil an *Lloyd Werft*, einem der weltweit führenden Spezialisten im Bereich der Schiffsreparatur und des Schiffumbaus, für eine nicht genannte Summe an das Management des Unternehmens. Das Unternehmen wurde im Jahr 1862 in Bremerhaven, Deutschland, gegründet und war ab 1984 Teil des Bremer Vulkan Verbundes, der im Jahr 1996 Konkurs anmelden musste. Das Unternehmen zählt 570 Beschäftigte und weist einen jährlichen Umsatz von EUR 400 Mio. aus.

TCW/Crescent Mezzanine Partners III, T3 Partners, TPG Partners III

Im Mai hat eine Investorengruppe rund um die Texas Pacific Group (TPG) in einer öffentlichen Platzierung 15.3 Mio. *MEMC*-Aktien für rund USD 145.7 Mio. verkauft. Nach dieser Transaktion hält die Investorengruppe, die *MEMC* im November 2001 von der deutschen E.ON erworben hat, immer noch an die 79% des Unternehmens. Die Gruppe plant, weitere 50 Mio. Aktien zu verkaufen. Dies könnte (bei einem Aktienkurs von USD 9.62 per Ende Dezember 2003) nochmals USD 480 Mio. einbringen. *MEMC* ist mit mehr als 10% Marktanteil ein weltweit führender Anbieter von Scheiben für die Halbleiterindustrie. Das Unternehmen hat Produktionsstandorte in Europa, Japan, Malaysia, Südkorea und den USA.

Silver Lake Partners, T3 Partners, TPG Partners III

Im Juli haben Silver Lake Partners und Texas Pacific Group in einer zweiten Aktienplatzierung Anteile an *Seagate Technology* im Gegenwert von ca. USD 1.1 Mrd. veräußert. Diese Transaktion trug maßgeblich zu Princess' NAV-Anstieg im August bei. *Seagate* ging ursprünglich im Dezember 2002 an

Selected realizations in 2003

Coller International Partners III NW2

In March, *Huurre Group*, the leading European refrigeration company, was sold to Kaupthing Bank and the Huurre management team led by Lars Lindell, the Group managing director. Huurre was previously owned by Bridgepoint, a pan-European private equity investor, Foinco A/S, a Norwegian investment company, Tapiola, a Finnish mutual insurance group, and the company management. "Huurre has grown significantly under our ownership from a combination of organic growth and bolt-on acquisitions. This has taken the company to a market-leading position in Scandinavia where it is poised for further development under its new owner," said Chris Busby, investment director at Bridgepoint.

Coller International Partners III NW2

In April, Bridgepoint Capital, a portfolio partnership of Coller International Partners NW2, has sold its majority stake in *Lloyd Werft*, one of the world's leading specialists in ship repair and conversion, to its management for an undisclosed sum. Founded in 1862 in Bremerhaven, Germany, the company had from 1984 been part of Bremer Vulkan Verbund, which went bankrupt in 1996, with Lloyd Werft going into receivership in 1997. Lloyd Werft currently employs 570 people and has an annual turnover of EUR 400m.

TCW/Crescent Mezzanine Partners III, T3 Partners, TPG Partners III

In May, an investor group led by Texas Pacific Group (TPG), sold 15.3m of *MEMC*'s shares for about USD 145.7m in a public offering. Following this transaction, the investor group, who acquired *MEMC* in November 2001 from German E.ON, still owns nearly 79% of the company and plans to sell up to 50m shares in a secondary offering that could raise another USD 480m, based on the 31 December 2003 closing price of USD 9.62 a share. *MEMC* is a leading global supplier of wafers to the semiconductor industry with more than 10% of the overall market. The company operates manufacturing facilities in Europe, Japan, Malaysia, South Korea and the USA.

Silver Lake Partners, T3 Partners, TPG Partners III

In July, in a secondary share offering Silver Lake Partners and Texas Pacific Group sold shares of *Seagate Technology* totaling USD 1.1bn. This transaction was mainly responsible for Princess's NAV increase during August. *Seagate* originally went public in December 2002 and was the biggest stock offering by a technology company in 2002. *Seagate* is the world's largest manufacturer of disc drives, magnetic discs and read-write heads, and a leader in Storage Area Network (SAN) solutions.

die Börse und war die grösste Aktienplatzierung eines Technologieunternehmens im Jahr 2002. Das Unternehmen ist der weltweit grösste Hersteller von Diskettenlaufwerken, Magnetdisketten und Schreibköpfen für die Datenspeicherung sowie Marktführer für Speichernetzwerke (Storage Area Network, SAN).

Apax Excelsior VI

Yell Group plc, aus dem Besitz der Private Equity-Unternehmen Apax Partners und Hicks Muse Tate & Furst, hat ihren erfolgreichen Börsengang an der London Stock Exchange am 10. Juli 2003 abgeschlossen und dabei Kapital in Höhe von GBP 1.1 Mrd. aufgenommen. Dies war die grösste Aktienemission in Grossbritannien in den letzten beiden Jahren und die erste grössere Börsenzulassung eines Private Equity-gestützten Unternehmens an der London Stock Exchange seit über einem Jahr. *Yell Group plc* veröffentlicht Telefonbücher in Grossbritannien und in den USA. Apax Partners und Hicks Muse Tate & Furst haben den Wert ihrer ursprünglichen Investition mehr als verdoppelt, seit sie *Yell* im Mai 2001 erworben haben. Nach dem Börsengang sind die beiden Private Equity-Häuser noch im Besitz von je 19% der *Yell* Aktien.

Cinven II, Astorg II

Das Konsortium PAI Partners, Cinven und Astorg Partners hat im Juli seinen kontrollierenden Anteil in *Frans Bonhomme*, welchen es im Februar 2000 erworben hat, an Apax Partners verkauft. *Frans Bonhomme* ist Frankreichs Marktführer für den Vertrieb von Kunststoffrohren und Armaturen für die Bauindustrie. Die Transaktion im Wert von EUR 520 Mio. wurde durch eine Kombination von Aktien, Schuldverschreibungen und einer Mezzanine-Tranche finanziert.

Silver Lake Partners, T3 Partners, TPG Partners III

Im Juli hat Silver Lake Partner *Crystal Decisions* für USD 830 Mio. an Business Objectives SA. verkauft. *Crystal Decisions* ist auf «Business-Intelligence»-Software spezialisiert, die Unternehmen hilft, aus Datenbanken und anderen Programmen generierte Informationen zu analysieren. *Crystal Decisions* konnte bereits mehr als 15 Mio. Lizenzen seiner Software verkaufen.

Doughty Hanson & Co Fund III

Im September hat Doughty Hanson den Verkauf des italienischen Herstellers von Motorenölen *FL Selenia SpA* an Vestar Capital Partners, ebenfalls eine Princess Partnership, für EUR 670 Mio. bekannt gegeben. Doughty Hanson hatte *FL Selenia* im Jahr 2000 von Fiat erworben und – gemäss einer Pressemitteilung des Unternehmens – ein Multiple von rund 2.4x auf seine ursprüngliche Investition erzielt.

Apax Excelsior IV

Yell Group plc, owned by private equity firms Apax Partners and Hicks Muse Tate & Furst, completed a successful IPO on the London Stock Exchange on 10 July 2003, raising GBP 1.1bn. It was the biggest share offering in the UK in over two years and the first major listing of a private equity-backed company on the London Stock Exchange in over a year. *Yell Group plc* publishes directories in the UK and the US. Apax Partners and Hicks Muse Tate & Furst more than doubled the value of their original investment since first acquiring *Yell* back in May 2001. Following the offer, the two private equity houses each hold approximately 19% of *Yell's* ordinary shares.

Cinven II, Astorg II

In July, a consortium comprising Cinven, Astorg Partners and PAI Partners sold its stake in *Frans Bonhomme*, which it had acquired in February 2000, to Apax Partners. *Frans Bonhomme* is the leader in the distribution of plastic pipes and fittings for the building industry in France. The value of the transaction was EUR 520m. It was financed through a combination of equity, senior and mezzanine debt.

Silver Lake Partners, T3 Partners, TPG Partners III

In July, Silver Lake Partner sold *Crystal Decisions* in a USD 830m trade sale to Business Objects SA. *Crystal Decisions* specializes in business-intelligence software and services with more than 15m licenses shipped. The software helps companies analyze information generated by databases and other programs.

Doughty Hanson & Co Fund III

In September, Doughty Hanson agreed to sell *FL Selenia SpA*, an Italian maker of automotive lubricants, for EUR 670m to Vestar Capital Partners, a private equity firm headquartered in New York and also a Princess portfolio partnership. Doughty Hanson acquired *FL Selenia* in 2000 from Fiat. According to the company's press release, it made roughly a 2.4x multiple on its initial investment.

Chancellor V

SigmaTel, a Chancellor V portfolio company, completed a USD 150m IPO in September. Chancellor V held an 11% pre-IPO stake in the company. *SigmaTel*, a Texas-based semiconductor company, offers a wide range of mixed-signal integrated circuits that convert real world analog signals, such as music and voice, to digital signals required by personal computers (PCs) and other digital devices for processing and playback. Founded in 1993, the company has about 100 employees.

Chancellor V

SigmaTel hat im September den Börsengang im Wert von USD 150 Mio. (10 Mio. Aktien à USD 15) erfolgreich abgeschlossen. Chancellor V hielt vor dem Börsengang einen 11%-Anteil am Unternehmen. SigmaTel, ein Halbleiter-Unternehmen aus Texas, bietet eine breite Palette von integrierten Schaltungen für Mischsignale an, welche analoge Signale wie Musik oder Sprache in digitale Signale wandelt. Diese können von PCs und anderen digitalen Geräten zur Weiterverarbeitung bzw. zur Wiedergabe genutzt werden. Das Unternehmen wurde 1993 gegründet und zählt rund 100 Mitarbeiter.

Fenway Partners Capital Fund II

Im November hat Fenway den Verkauf des Matratzenherstellers *Simmons* an Thomas H. Lee Partners bekannt gegeben. Fenway wird aus dieser Transaktion einen Erlös von USD 148 Mio. erzielen, was dem Vierfachen der ursprünglichen Investition entspricht. Simmons ist der zweitgrösste Matratzenhersteller in den USA. Der Markt für Matratzen ist in den USA in den letzten 20 Jahren jährlich um durchschnittlich 6% gewachsen. Laut Thomas H. Lee Partners weist Simmons eine interessante Erfolgsgeschichte auf und hat gute Aussichten auf ein weiteres Wachstum auch in der Zukunft.

Industri Kapital 2000

Industri Kapital hat im November ihren Anteil in *Alfa Laval* von 26.9% auf 17.9% reduziert und dabei einen Erlös in Höhe von EUR 109 Mio. erzielt. Von den ursprünglich in Alfa Laval investierten EUR 280 Mio. sind bereits EUR 277 Mio. an Industri Kapital zurückgeflossen. Ihr noch verbleibender Anteil wird bei einem Aktienkurs von SEK 100 auf ca. EUR 222 Mio. geschätzt, was einem Multiple von 1.8x für die gesamte Transaktion entspricht.

T3 Partners, TPG Partners III

Texas Pacific Group verkaufte im November das Internet-Reiseportal *Hotwire.com* für USD 685 Mio. an InterActiveCorp und landete damit einen wahren Glückstreffer. Hotwire ist Marktführer für Reisen, bei denen der Online-Kunde erst nach Kauf einer Reise den anbietenden Reiseveranstalter sieht. Dieses Modell erlaubt es Hotwire, Flugpreise um bis zu 45% und Hotelzimmer um bis zu 75% vergünstigt anzubieten. Obwohl Internet-basierende Konsumentenlösungen in letzter Zeit kein gutes Pflaster für Investitionen waren, hat die Texas Pacific Group mit dieser Transaktion gemäss einer dem Unternehmen nahe stehenden Quelle seine Investition nahezu verdreifacht.

Silver Lake Partners

Silver Lake Partners, TA Associates und Bain Capital haben in einer zweiten Aktienplatzierung im November 40.9 Mio. ihrer

Fenway Partners Capital Fund II

In November, New York private equity firm Fenway Partners sold Atlanta-based mattress company *Simmons Co.* to Thomas H. Lee Partners, also a Princess partnership. Fenway Partners more than quadrupled its original investment on this deal. Simmons is the second-largest mattress manufacturer in the USA, a market that has grown at an average of 6% per year for the past 20 years. Fenway will retain a 10% stake in Simmons. According to Thomas H. Lee Partners, Simmons has a very fine track record of growth, and real opportunities for growth in the future.

Industri Kapital 2000

Industri Kapital, the Swedish-based pan-European buy-out firm, generated EUR 109m in proceeds after reducing its stake in portfolio company *Alfa Laval* from 26.9% to 17.9% in November. Of the EUR 280m it originally invested in Alfa Laval, Industri Kapital has already realized some EUR 277m. Industri Kapital's remaining stake is estimated at EUR 222m (at SEK 100 per share), which would result in a total multiple on the transaction of 1.8x.

T3 Partners, TPG Partners III

Private equity firm Texas Pacific Group struck gold in an unlikely place in November, when Internet travel portal *Hotwire.com* was sold to InterActiveCorp for USD 685m. Hotwire is an industry leader in "opaque" travel, a service that enables online consumers to see and choose a specific fare or rate without knowing the brand of the supplier until after the item is purchased. This model enables Hotwire to offer discounts of up to 45 percent on airfares, and up to 75 percent on hotel rooms. Consumer Internet plays have been a sinkhole for investment capital in recent years, but a source close to the deal said TPG nearly tripled its investment in Hotwire.

Silver Lake Partners

In November, Silver Lake Partners, TA Associates and Bain Capital collectively sold in a secondary share offering approximately 40.9m of their 127m shares in *Ameritrade* at a price of USD 12.60 per share. This transaction accounted for almost 20% of all proceeds in the Princess portfolio received during November. Ameritrade develops and provides innovative brokerage products and services tailored to meet the varying investing and portfolio management needs of individual investors and institutional distribution partners.

Nordic Capital IV, L.P.

In November, the owners of *Hilding Anders AB*, Swedish private equity firms Nordic Capital and Ratos Capital, signed an agreement for the sale of 100% of the shares of Hilding Anders to Investcorp, a Bahrain-based private equity firm for

127 Mio. Aktien von *Ameritrade* zum Kurs von USD 12.60 verkauft. Diese Transaktion macht fast 20% der gesamten Rückflüsse für Princess im November aus. Ameritrade bietet selbst entwickelte, innovative Brokerage-Produkte und -Dienstleistungen an, die auf die Anlage- und Portfoliomanagement-Bedürfnisse von Privatanlegern und institutionellen Vertriebspartnern zugeschnitten sind.

Nordic Capital IV

Im November unterzeichneten die schwedischen Private Equity-Unternehmen Nordic Capital und Ratos Capital eine Vereinbarung über den Verkauf von 100% der Anteile an *Hilding Anders AB* an Investcorp, einer Private Equity-Gesellschaft mit Sitz in Bahrain, für einen nicht genannten Betrag. Die in Schweden ansässige Hilding Anders wurde im Jahr 1939 gegründet und ist heute einer der führenden Hersteller von Betten und Matratzen in Europa. Das Unternehmen besitzt ein einzigartiges Produktions-Know-how und eine ausgeglichene Produkte-Palette. Neben der Produktion von Betten und Matratzen unter eigenem Markennamen stellt Hilding Anders auch Güter unter Produktnamen führender gesamteuropäischer Möbelketten wie z.B. IKEA her. Im Jahr 2002 lieferte Hilding Anders in Europa über vier Millionen Betten an Kunden aus. Das Unternehmen hat in den letzten fünf Jahren durch organisches Wachstum und Akquisitionen eine Wachstumsstrategie in Europa verfolgt und konnte ihr Einkommen während dieser Zeit verachtfachen.

TA IX

Tempur-Pedic International debütierte am 18. Dezember an der New York Stock Exchange. Der Eröffnungskurs von USD 14 pro Aktie bedeutet für die Investoren – darunter TA Associates – ein Multiple von fast 8x in nur 14 Monaten. Auch wenn ein Grossteil des Gewinnes nicht direkt an die Private Equity-Unternehmen ausgeschüttet wird – TA Associates und Friedman Fleischer & Lowe halten nach dem Börsengang weiterhin einen Anteil von 65.4% an Tempur-Pedic – so kann doch von einem überragenden Investitionsergebnis gesprochen werden. Es handelt sich um einen der besten Private Equity-Deals im Jahr 2003. Tempur produziert Matratzen, Kissen und andere Produkte aus einem Material, das in den 70er Jahren von der NASA entwickelt wurde, um den Sitzkomfort und den Schutz gegen den Druck beim Start in Raumfahrzeugen zu verbessern. Nach dem Börsengang halten TA Associates und Friedman Fleischer & Lowe weiterhin einen Anteil von 65.4% am Unternehmen.

an undisclosed price. Sweden-based Hilding Anders was founded in 1939 and is today one of Europe's leading bed and mattress manufacturers. Hilding Anders has a unique production know-how as well as a well-balanced product mix, selling beds and mattresses under its own brands as well as under private labels for major pan-European furniture chains such as IKEA. In 2002, Hilding Anders delivered more than four million beds across Europe. During the past five years, the company has embarked on a program of European expansion through organic growth as well as through acquisitions, increasing its revenues eightfold in five years.

TA IX

Tempur-Pedic International Inc.'s initial public offering in December at the New York Stock Exchange (NYSE) at USD 14 per share gave its largest shareholders – TA Associates and Friedman Fleischer & Lowe LLC – a multiple of nearly 8 times cost in just 14 months. Even if much of that profit remains in stock holdings – TA Associates and Friedman Fleischer & Lowe will continue to own approximately 65.4% of the outstanding common stock – this was definitely one of the best private equity deals of the year. Tempur-Pedic produces mattresses, pillows and other products using cushion technology developed by NASA in the 1970s to relieve astronauts of g-forces during lift-off. After the IPO, TA Associates and Friedman Fleischer & Lowe will continue to own approximately 65.4% of the outstanding common stock of Tempur-Pedic International.

Ausblick auf das Jahr 2004

Der Ausblick auf die Weltwirtschaft für das Jahr 2004 ist – ausgehend von einem nachhaltigen, von den USA angeführten Aufschwung – positiv. Nach Jahren der Übertreibungen sagen Analysten eine Rückkehr der Aktienmarktrenditen auf ein Normalniveau um den langfristigen Durchschnitt von 6–8% voraus. Dieser Optimismus gründet sich vorwiegend auf gute Gewinnaussichten, die überdurchschnittliche Liquidität im Markt und die anstehenden Präsidentschaftswahlen in den USA, die historisch die Aktienmärkte antreiben. Das grösste Risiko für dieses optimistische Szenario bleibt der unkontrollierte Fall des US-Dollars. Dieser könnte nicht nur das Konsumentenvertrauen dämpfen, sondern auch die globalen Kredit- und Aktienmärkte beeinflussen.

Wie die Geschichte zeigt, folgen Private Equity-Märkte dem Trend der Realwirtschaft und reagieren auf Änderungen viel behäbiger als Aktienmärkte. Angesichts der aktuellen Wirtschaftstrends und dem wiedergefundenen Vertrauen in den Technologiesektor, ist es angebracht davon auszugehen, dass die Private Equity-Performance ihre ersten Anzeichen einer Erholung im Jahr 2004 weiter festigen kann.

Im Buyout-Segment werden die ansteigende Wirtschaft und Unternehmen mit Restrukturierungsbedarf den Private Equity-Investoren in den nächsten 12 bis 18 Monaten beidseits des Atlantiks viele interessante Kaufgelegenheiten bieten. Während Bewertungen für Buyout-Transaktionen in den USA in naher Zukunft relativ tief blieben sollten – im Restrukturierungsprozess liegt die Verhandlungsmacht beim Käufer –, dürften die Preise mittelfristig, sobald die strategischen Käufer wieder in den Markt zurückkommen, etwas anziehen. In Europa geht man aufgrund einer Ausgewogenheit von neuen Deals, attraktiven Finanzierungsmöglichkeiten und Kapitalzuflüssen von einem stabilen Preisniveau für das Large- und Small-Cap-Segment aus. Im Mid-Cap-Bereich, wo ein verstärktes Interesse von Vermittlern spürbar ist, könnten die Preise ansteigen.

Fundraising wird im Jahr 2004 sowohl in den USA wie auch in Europa zwar höher sein als 2003, aber weit unter den Werten der Jahre 1999 bis 2001 verharren. Vor allem erstklassige Partnerships werden Gelder aufnehmen, wobei aber die Fonds kleiner sein werden als noch in der Vergangenheit. Daher wird der Zugang zu diesen erstklassigen Partnerships mit langjährigem Track Record eine Schlüsselrolle spielen.

Eine steigende Anzahl von Realisierungen in der zweiten Jahreshälfte 2003 unterstreichen unsere Einschätzung, dass sich das Exit-Umfeld für Buyouts zu verbessern begonnen hat. Sekundärtransaktionen und Rekapitalisierungen werden weiterhin die gängigsten Realisierungsarten bleiben, obwohl Unternehmensverkäufe und Börsengänge sich von ihren Tiefst-

Outlook for 2004

The global economic outlook for the year 2004 is positive, with a sustained, US-led economic recovery forecast. Analysts are predicting that public markets will see a return to normality, with price gains around the long-term average of 6–8%. This optimism is based primarily on good earnings prospects, above-average liquidity in the market as well as the forthcoming presidential elections in the USA, which historically have driven public markets up. The biggest risk to this optimistic scenario remains an uncontrolled fall in the US dollar. This would not only damp consumer confidence in the USA, but also affect global credit and stock markets.

History shows that private equity performance tends to follow trends in the public markets, but reacts more slowly to changes in those trends. Given the current trends in the global economy and the new-found optimism in the technology sector, private equity performance could well continue to build in 2004 on the first signs of improvement evident in 2003.

In the buyout segment, the combination of a growing economy and corporations' restructuring needs will provide private equity buyers with a raft of interesting buying opportunities over the next 12 to 18 months on both sides of the Atlantic. In the USA, whereas in the near term valuations are expected to remain relatively low for buyout transactions – since in restructuring opportunities the negotiating power lies with the buyer – in the mid-term valuations will rise as soon as strategic buyers return. In Europe, pricing levels are expected to remain stable in the large and small cap segments, as new deals, attractive lending available and the inflow of capital will be balanced. Prices could rise in the mid-cap sector, where intermediaries have taken a greater interest.

Fundraising levels for buyouts in the USA as well as in Europe will be higher in 2004 than in 2003, but still below the levels seen in 1999 to 2001. Quality groups will continue to raise capital, but fund sizes will generally be smaller. Access to these high-quality funds with a long track record will therefore become an important issue.

The steady increase in the number of liquidity events in the second half of 2003 underpins our belief that the exit environment for buyouts has started to improve. Secondary buyouts and recapitalizations continue to be the most common exit routes, though trade sales and IPOs have recovered – albeit at a low level – and are expected to gain momentum in a friendly exit environment in the second half of 2004.

In the venture capital market on both sides of the Atlantic, the times of simply “cherry picking” are over. The hurdles that venture capitalists have set for initial investments will remain

punkten erholt haben. Letztere dürften in einem freundlichen Umfeld, jedoch ausgehend von einem tiefen Niveau, 2004 weiter an Fahrt gewinnen.

Im Venture Capital-Markt beidseits des Atlantiks ist die Zeit, in der Investitionen fast wahllos getätigt wurden, seit langem vorüber. Die Hürden, die Venture Capital-Investoren für eine Anfangsinvestition setzten, bleiben hoch. Dies bedeutet, dass Venture-Kapitalgeber ihre Geschäfte sehr selektiv auswählen und abschliessen. Während Bewertungen in den USA ihr tiefstes Niveau nach den Höchstständen im Jahr 2000 erreicht haben, besteht bei den Preisen in der europäischen Venture Capital-Industrie, welche derjenigen in den USA um durchschnittlich drei bis vier Monate hinterherhinkt, durchaus noch ein leichtes Potential nach unten.

Venture Capital-Investitionsaktivitäten dürften sich in den USA auf dem gegenwärtigen Niveau von ungefähr USD 4 Mrd. pro Quartal einpendeln, während Investitionsaktivitäten in Europa weiterhin auf einem sehr tiefen Niveau bleiben werden.

Angesichts der hohen Anzahl neuer Anträge auf Börsenlistings ist mit einer zunehmenden Anzahl von Börsengängen (IPOs) venture-finanzierter Unternehmen in den USA zu rechnen. Zudem dürften auch die strategischen Käufer aktiver werden, sodass der Markt wieder eine steigende Anzahl von Realisierungen über Fusionen und Übernahmen (M&A) sehen wird. Eine steigende Anzahl von Börsengängen und eine höhere M&A-Aktivität sollten den Limited Partners höhere Rückflüsse bringen. Der europäische Exit-Markt wird allerdings weiterhin sehr schwierig bleiben, da der IPO-Markt für Technologiewerte so gut wie nicht vorhanden ist und es nur sehr sporadisch zu Fusionen und Übernahmen kommen wird.

Das reife Princess Portfolio ist in diesem Umfeld sehr gut positioniert. Princess wird stärker und auch früher auf positive Marktbewegungen reagieren als jüngere Portfolios. Das Buyout- und Special Situations-lastige Portfolio enthält viele Portfoliounternehmen aus der «old economy»-Branche. Viele dieser Unternehmen konnten sich in den letzten zwei bis vier Jahren gut entwickeln und sind für einen sich öffnenden Exit-Markt gut positioniert. Mit ihren guten Finanzzahlen und soliden Erträgen können sie getrost zuwarten, bis die Märkte freundlich genug sind, um dort den Wert zu erzielen, den sie sich auch verdienen. Grössere Abwertungen, vor allem für Venture-Investitionen aus der Zeit vor 2001, wurden bereits vorgenommen und sind im NAV berücksichtigt. All dies spricht für eine nachhaltige Verbesserung des Princess NAVs. Sofern sich die Weltwirtschaft nicht wieder verschlechtert, sondern ihren eingeschlagenen Weg fortsetzt, sollte der Tiefpunkt im Jahr 2003 erreicht worden sein.

high which means that they will only close deals on a very selective basis. While entry valuations in the USA are believed to have reached their lowest levels after having peaked in 2000, valuations in the European venture capital industry, which lags the USA on average by at least three to four quarters, may well see further slight declines yet.

Venture capital investment activity is expected to stabilize in the USA around current levels (approximately USD 4bn per quarter), while investment activity by European venture capitalists will remain slow.

Given the abundance of new IPO filings, the number of venture-backed IPOs is likely to increase in the USA. Strategic buyers are also expected to become more active than they have been in the recent past, which should lead to a greater number of exits of venture capital portfolio companies via the M&A route. Increased IPO and M&A activity will raise the level of distributions to the Limited Partners. The European exit market, however, will remain difficult, with the technology IPO market being virtually non-existent and M&A transactions occurring only sporadically.

Given the environment, the Princess portfolio is well positioned. Being a more mature private equity product, it reacts more strongly and faster to positive market movements than a younger portfolio might well do. Princess is a portfolio with a bias towards the stable buyout and special situations segments and with a large number of so-called "old economy" portfolio companies. Many of these companies have been developing over the last two to four years and are now ready for exiting. With their strong financials and solid earnings, they are able to wait for a more friendly exit market in order to get the value they deserve. Substantial valuation adjustments, especially for venture investments made prior to 2001, have already been made in the Princess portfolio and are reflected in the current NAV. All of these factors speak for a continued improvement in the NAV. Provided global economic growth is sustained, the bottom is likely to have been reached in 2003.





Finanzzahlen
Financial figures

Directors: **B. Human** (appointed 19 November 2003)
P. Gujer
G. Hall
F. Meyer
S. Scherling
U. Wietlisbach

M. Giannini (resigned 19 November 2003)

Secretary: **Aon Insurance Managers**
(Guernsey) Limited

Registered Office: **Elizabeth House**
PO Box 477
St Peter Port
Guernsey
GY1 6BD

Directors' report

The directors present their report and consolidated audited financial statements for the year ended 31 December 2003.

Incorporation

Princess Private Equity Holding Limited (the "Company") and Princess Private Equity Subholding Limited ("Subholding" and together with Company, "Group") are limited liability companies, incorporated and domiciled in Guernsey, Channel Islands.

Principal activity

The principal activity of the Group is the holding of investments for the purpose of capital appreciation.

Dividends

The directors do not propose a dividend for the year ended 31 December 2003.

Results

The results for the year are shown in the statement of income on page 43.

Directors

The directors of Princess Private Equity Holding Limited are detailed on page 40.

The sole director of Princess Private Equity Subholding Limited, who held office during the period was Princess Private Equity Holding Limited.

Directors' report (continued)

Directors' responsibilities

The directors are responsible for preparing financial statements for each financial year in accordance with the applicable laws. In preparing those financial statements the directors are required to:

- select suitable accounting policies and then apply them consistently;
- make judgements and estimates that are reasonable and prudent;
- state whether applicable accounting standards have been followed subject to any material departures disclosed and explained in the financial statements; and
- prepare the financial statements on the going concern basis unless it is inappropriate to presume that the Group will continue in business.

The maintenance and integrity of the Company's website is the responsibility of the directors. The work carried out by the auditors does not involve consideration of these matters and accordingly, the auditors accept no responsibility for any changes that may have occurred to the financial statements since they were initially presented on the website.

Legislation in Guernsey governing the preparation and dissemination of financial statements may differ from legislation in other jurisdictions.

The directors are responsible for keeping proper accounting records which disclose with reasonable accuracy at any time the financial position of the Group and to enable them to ensure that the financial statements comply with The Companies (Guernsey) Law 1994. They are also responsible for safeguarding the assets of the Group and hence for taking reasonable steps for the prevention and detection of fraud and other irregularities.

Secretary

The secretary of the Company at 31 December 2003 was Aon Insurance Managers (Guernsey) Limited.

Auditors

During the year PricewaterhouseCoopers were the auditors of the Company, and a resolution to reappoint them as the Company's auditors will be proposed at the Annual General Meeting.

B. Human
Director

G. Hall
Director

13 February 2004

Independent auditor's report to the members of Princess Private Equity Holding Limited

We have audited the financial statements which comprise the consolidated statement of income, the consolidated balance sheet, the consolidated statement of changes in shareholder's equity, the consolidated cash flow statement and the related notes which have been prepared under the historical cost convention (as modified by the revaluation of certain fixed assets) and the accounting policies set out in the statement of accounting policies.

Respective responsibilities of directors and auditors

The directors' responsibilities for preparing the annual report and the financial statements in accordance with applicable Guernsey law and International Financial Reporting Standards are set out in the statement of directors' responsibilities.

Our responsibility is to audit the financial statements in accordance with relevant legal and regulatory requirements and International Standards on Auditing. This report, including the opinion, has been prepared for and only for the company's members as a body in accordance with Section 64 of The Companies (Guernsey) Law, 1994 and for no other purpose. We do not, in giving this opinion, accept or assume responsibility for any other purpose or to any other person to whom this report is shown or in to whose hands it may come save where expressly agreed by our prior consent in writing.

We report to you our opinion as to whether the financial statements give a true and fair view and have been properly prepared in accordance with The Companies (Guernsey) Law, 1994 and International Financial Reporting Standards. We also report to you if, in our opinion, the directors' report is not consistent with the financial statements, if the company has not kept proper accounting records, or if we have not received all the information and explanations we require for our audit.

We read the other information contained in the Annual Report and consider the implications for our report if we become aware of any apparent misstatements or material inconsistencies with the financial statements. The other information comprises only the directors' report.

Basis of audit opinion

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. An audit includes examination, on a test basis, of evidence relevant to the amounts and disclo-

tures in the financial statements. It also includes an assessment of the significant estimates and judgements made by the directors in the preparation of the financial statements, and of whether the accounting policies are appropriate to the company's circumstances, consistently applied and adequately disclosed.

We planned and performed our audit so as to obtain all the information and explanations which we considered necessary in order to provide us with sufficient evidence to give reasonable assurance that the financial statements are free from material misstatement, whether caused by fraud or other irregularity or error. In forming our opinion we also evaluated the overall adequacy of the presentation of information in the financial statements.

Opinion

In our opinion the financial statements give a true and fair view of the state of the company's affairs at 31 December 2003 and of its loss and cash flows for the year then ended in accordance with International Financial Reporting Standards and have been properly prepared in accordance with The Companies (Guernsey) Law, 1994.

Without qualifying our opinion, we draw attention to Note 5 to the financial statements. As indicated in Note 5, the financial statements include unquoted investments (funds and direct investments) stated at their fair value of USD 577'115'116. Because of the inherent uncertainty associated with the valuation of such investments and the absence of a liquid market, these fair values may differ from their realisable values, and the differences could be material.

PricewaterhouseCoopers
Chartered Accountants
Guernsey, Channel Islands

19 February 2004

Consolidated audited statement of income

for the period from 01 January 2003 to 31 December 2003

	Notes	01.01.2003– 31.12.2003 USD	01.01.2002– 31.12.2002 USD
Net income from limited partnerships and directly held investments		20'391'401	(72'180'452)
Dividend and interest income	5&12	4'858'192	2'864'378
Revaluation	5&14	17'199'710	(73'716'731)
Foreign exchange gains and losses	5&13	(1'666'501)	(1'328'099)
Net income from short-term investments		–	1'132'370
Gains and losses	6	–	1'132'370
Net income from cash and cash equivalents		320'189	983'674
Interest income	8&12	160'077	995'407
Gains and losses	8	161'017	
Foreign exchange gains and losses	13	(905)	(11'733)
Operating income		20'711'590	(70'064'408)
Operating expenses		(22'530'305)	(24'380'559)
Management fee		(13'566'546)	(14'526'568)
Insurance fee		(8'130'720)	(9'107'402)
Administration fee		(271'025)	(303'579)
Tax exemption fees		(1'847)	(1'732)
Other operating expenses		(560'167)	(441'278)
Financing cost		(36'751'031)	(32'486'453)
Finance cost on convertible bond	10	(32'736'428)	(30'919'382)
Amortisation of transaction costs	10	(1'567'071)	(1'567'071)
Interest expense	12	(895'271)	–
Other finance cost		(1'552'261)	–
Surplus / (loss) for the financial year		(38'569'746)	(126'931'420)

Consolidated audited balance sheet

as at 31 December 2003

	Notes	31.12.2003 USD	31.12.2002 USD
Assets			
Non-current assets			
Investments in limited partnerships and directly held investments	1&5	577'115'116	481'527'060
Current assets			
Short-term investments	1&6	–	–
Other short-term receivables	7	68'449	90'061
Hedging assets	5	–	–
Cash and cash equivalents	8	18'790'091	78'526'819
		18'858'540	78'616'880
Total assets		595'973'656	560'143'940
Equity and Liabilities			
Capital and reserves			
Issued capital	9	100	100
Reserves		(37'956'889)	612'857
		(37'956'789)	612'957
Liabilities falling due after more than one year			
Convertible bond	10	585'087'652	550'784'154
Liabilities falling due within one year			
Hedging liabilities	5	17'777'313	8'516'481
Other short-term payables	11	1'065'480	230'348
Credit facility	17	30'000'000	–
Rounding		–	–
		48'842'793	8'746'829
Total liabilities		595'973'656	560'143'940

The financial statements on pages 43 to 61 were approved by the board of directors on 13 February 2004 and are signed on its behalf by:

B. Human
Director

G. Hall
Director

Consolidated audited statement of changes in equity

for the year from 01 January 2003 to 31 December 2003

(all amounts in USD)

	Share capital	Share premium	Accumulated surplus/(loss)	Total
Equity at beginning of reporting year	100	241'028'914	(240'416'057)	612'957
Surplus / (loss) for the financial year	–	–	(38'569'746)	(38'569'746)
Rounding	–	–	–	–
Equity at end of reporting year	100	241'028'914	(278'985'803)	(37'956'789)

Consolidated audited statement of changes in equity

for the year from 01 January 2002 to 31 December 2002

(all amounts in USD)

	Share capital	Share premium	Accumulated surplus/(loss)	Total
Equity at beginning of reporting year	100	241'028'914	(113'484'637)	127'544'377
Surplus / (loss) for the financial year –	–	(126'931'420)	(126'931'420)	
Equity at end of reporting year	100	241'028'914	(240'416'057)	612'957

Consolidated audited cash flow statement
for the year from 01 January 2003 to 31 December 2003

	Notes	01.01.2003– 31.12.2003 USD	01.01.2002– 31.12.2002 USD
Cash flow from operating activities			
Management fee		(13'566'546)	(14'526'568)
Administration fee		(271'025)	(303'579)
Insurance fee		(8'130'720)	(9'107'402)
Tax exemption fee		(1'847)	(1'732)
Other operating expenses		(560'167)	(441'278)
Proceeds from hedging activities	5	(19'917'601)	(15'418'624)
(Increase) / decrease in other short-term receivables		21'612	98'820
Increase / (decrease) in other short-term payables		(60'139)	189'765
Interest and dividends received from limited partnerships and directly held investments	5	4'858'192	2'864'378
Purchase of limited partnerships and directly held investments	5	(116'287'455)	(119'849'809)
Distributions of limited partnerships and directly held investments	5	65'411'041	49'447'332
Purchase of short-term investments	6	–	(154'190'387)
Repayment of short-term investments	6	–	284'996'968
Cash inflow from cash and cash equivalents	8	321'094	995'407
Financing cost / credit line charges		(1'552'261)	–
Net cash from / (used in) operating activities		(89'735'822)	24'753'291
Cash flow from financing activities			
Increase / (decrease) in credit facility	17	30'000'000	–
Net increase / (decrease) in cash and cash equivalents		(59'735'822)	24'753'291
Cash and cash equivalents at beginning of reporting year	8	78'526'819	53'785'261
Effects on cash and cash equivalents			
– movement in exchange rates		(905)	(11'733)
– rounding		(1)	–
Cash and cash equivalents at end of reporting year	8	18'790'091	78'526'819

Notes to the consolidated audited financial statements

1 Principal accounting policies

The following accounting policies have been applied consistently in dealing with items which are considered material in relation to the Group's financial statements:

Basis of preparation

The consolidated financial statements have been prepared in accordance with International Financial Reporting Standards (IFRS) and under the historical cost convention as modified by the revaluation of available-for-sale investments, financial assets and financial liabilities held for trading and all derivative contracts. Recognised assets and liabilities that are hedged are stated at fair value in respect of the risk that is hedged.

The preparation of financial statements in conformity with generally accepted accounting principles require the use of estimates and assumptions that affect the reported amounts of assets and liabilities and disclosure of contingent assets and liabilities at the date of the financial statements and the reported amounts of revenues and expenses during the reporting period. Although these estimates are based on management's best knowledge of current events and actions, actual results ultimately may differ from those estimates.

Income

Income from bank deposits is included on an accruals basis. Gains and losses from short-term investments and gains and losses from cash and cash equivalents also include the increase in value of bonds purchased at a discount. All realised and unrealised surpluses and losses are recognised in the statement of income.

Expenditure

The expenditure is included in the accounts on an accruals basis.

Reporting currency

As US dollars reflect the economic substance of the underlying events and circumstances relevant to the Group and US dollars are used to a significant extent in, or has a significant impact on, the Group, US dollars are the appropriate currency to be used as the measurement currency and accordingly the reporting currency in these financial statements. All transactions in currencies other than the measurement currency are treated as transactions in foreign currencies.

Investments in limited partnerships and directly held investments

International Accounting Standard 39 ("IAS 39"), "Financial Instruments: Recognition and Measurement" requires investments treated as "available for sale" to be held at fair value, or at cost less provision for diminution in value, where no reasonable range of fair values can be determined. Fair value is the amount for which an asset could be exchanged between knowledgeable willing parties in an arms length transaction.

Investments in limited partnerships are being treated as "available-for-sale" and therefore disclosed at fair value. Initially they are valued at cost. For the ongoing valuation of such investments the directors review information provided by underlying partnerships and other business partners and apply widely recognised valuation methods to estimate a fair value as per the balance sheet date.

Notes to the consolidated audited financial statements (continued)

1 Principal accounting policies (continued)

Investments in limited partnerships and directly held investments (continued)

In selecting investments the Directors have taken into consideration the accounting and valuation basis of the underlying partnership and selected only those investments, which adopt an internationally recognised standard.

The Directors also review management information provided by underlying partnerships on a regular basis. In those cases where the management information is limited, the Directors work with the underlying partnership in an attempt to obtain more meaningful information.

Notwithstanding the above, the variety of valuation bases adopted and quality of management information provided by the underlying partnerships and the lack of liquid markets for the investments held mean that there are inherent difficulties in determining the fair values of these investments that cannot be eliminated.

Amounts realised on the sale of investments will differ from the values reflected in these financial statements and the difference may be significant.

The directly held investments are being treated as “available-for-sale” and are therefore disclosed at fair value. For determining the fair value, the Directors refer to the most recent available information provided by the lead investor of the investment with any changes resulting from additional financing rounds or a permanent diminution in value.

Any changes in the fair value of the investments are shown within “Net income from limited partnerships and directly held investments-Revaluation”.

The Group recognises the funding of the limited partnerships and directly held investments on the date funds are transferred to the partnership. Any distributions, including return of principal of investment, received from the underlying limited partnerships and directly held investments are recognised on the distribution date.

Short-term investments

Short-term investments are defined as investments with maturity between three and twelve months from the date of purchase and are being treated as “available-for-sale”.

The short-term investments purchased at par are included in the balance sheet at market values ruling at the balance sheet date. The changes in the fair value are included within “Net income from short-term investments – Gains and losses”.

The short-term investments purchased at a discount are included in the balance sheet at market values ruling at the balance sheet date. The changes in the fair value and the interest received at maturity are included within “Net income from short-term investments – Gains and losses”.

Upon maturity of the short-term investments purchased at a discount the difference between the last reported fair value and the maturity amount are included within “Realised gains and losses”.

All transactions relating to short-term investments are recognised on the settlement date.

Notes to the consolidated audited financial statements (continued)

1 Principal accounting policies (continued)

Cash and cash equivalents

The cash and cash equivalents consist of cash at bank and cash invested in money market instruments with a maturity of up to three months from the date of purchase. The cash equivalent investments purchased at a discount are included in the balance sheet at market values ruling at the balance sheet date. The changes in the fair value and the interest received at maturity are included within "Net income from cash and cash equivalents".

Credit Facility / Loans

All loans are stated at amortised cost.

Foreign exchange

Transactions in foreign currencies are translated into US dollars at the exchange rate prevailing at the date of the transaction. Monetary assets and liabilities denominated in foreign currencies are translated into US dollars at the exchange rate prevailing at the balance sheet date. Exchange gains and losses are included in the statement of income.

Accounting for hedging activities

The Group's policy of hedging the value of non-US dollar investments in limited partnerships and directly held investments against the US dollar does not qualify as hedge accounting as defined in IAS 39. As a result the unrealised changes in the fair value of these derivatives and the realised net gains / losses on the derivatives that matured during the year are recognised in the statement of income under the heading of "Net income from limited partnerships and directly held investments – foreign exchange gains and losses".

Consolidation

Subsidiary undertakings, which are those companies in which the Group, directly or indirectly, has an interest of more than one half of the voting rights or otherwise has the power to exercise control over the operations, have been consolidated. All inter-company transactions, balances and unrealised surplus and deficits on transactions between group companies have been eliminated. A listing of the Group's subsidiaries is set out in Note 21.

2 Expenses

Management fee

The management fee is paid quarterly in advance pursuant to the Investment Management Agreement between Princess Private Equity Holding Limited and Princess Management & Insurance Limited. The quarterly management fee is calculated as 0.375% of the higher of the sum of Private Equity Net Assets and the undrawn commitments or the Net Assets of Princess.

Notes to the consolidated audited financial statements (continued)

2 Expenses (continued)

Administration fee

The administration fee is paid quarterly in advance pursuant to the Administration Agreement between Princess Private Equity Holding Limited and Partners Group (Guernsey) Limited. The quarterly administration fee is calculated as 0.0125% of the first USD 1 billion of Net Assets and 0.005% of the amount by which such Net Assets exceed USD 1 billion.

Insurance fee

The insurance fee is paid quarterly in advance pursuant to the Insurance Trust Agreement between Princess Private Equity Holding Limited and Princess Management & Insurance Limited. The quarterly insurance premium is calculated as 0.375% of Net Assets.

3 Taxation status

The companies are exempt from Guernsey income tax under the Income Tax (Exempt Bodies) (Guernsey) Ordinances 1989 and 1992 and they are each charged an annual exemption fee of GBP 600.

4 Financial risk management

Financial risk factors

The Group's activities expose it to a variety of financial risks, including the effects of changes in debt and equity market prices, foreign currency exchange rates and interest rates. The Group's overall risk management programme focuses on the unpredictability of financial markets and seeks to minimise potential adverse effects on the financial performance of the Group. The Group uses derivative financial instruments such as foreign exchange contracts to hedge certain exposures.

(a) Foreign exchange risk

The Group operates and invests internationally and is exposed to foreign exchange risk arising from various currency exposures primarily with respect to EUR, GBP, SEK and JPY. The Group uses forward contracts to hedge their exposure to foreign currency risk in connection with the measurement currency.

(b) Interest rate risk

The Group's income and operating cash flows are substantially independent of changes in market interest rates. The Group has no significant interest-bearing assets.

(c) Credit risk

The Group has no significant concentration of credit risk. Derivative counterparties and cash transactions are limited to high credit quality financial institutions.

(d) Liquidity risk

Prudent liquidity risk management implies maintaining sufficient cash and marketable securities, the availability of funding through an adequate amount of committed credit facilities and the ability to close out market positions. Due to the dynamic nature of the underlying business, the Group aims at maintaining flexibility in funding by keeping committed credit lines available.

*Notes to the consolidated audited financial statements (continued)***4 Financial risk management (continued)*****Accounting for derivative financial instruments and hedging activities***

Derivative financial instruments are initially recognised in the balance sheet at cost and subsequently are remeasured at their fair value. Changes in the fair value of any derivative instruments are recognised immediately in the income statement. The fair values of various derivative instruments used for hedging purposes are disclosed in Note 5.

Fair value estimation

The fair value of publicly traded derivatives and trading and available-for-sale securities is based on quoted market prices at the balance sheet date. The fair value of forward foreign exchange contracts is determined using forward exchange market rates at the balance sheet date.

In assessing the fair value of non-traded derivatives and other financial instruments, the Group uses a variety of methods and makes assumptions that are based on market conditions existing at each balance sheet date. Quoted market prices or dealer quotes for the specific or similar instruments are used for long-term debt. Other techniques, such as option pricing models and estimated discounted value of future cash flows, are used to determine fair value for the remaining financial instruments.

Notes to the consolidated audited financial statements (continued)

	31.12.2003	31.12.2002
5 Limited partnerships and directly held investments		
5.1 Investments		
Balance at beginning of reporting year	481'527'060	461'574'349
Capital activity recorded at the transaction rate	116'287'455	119'849'809
Distributions	(65'411'041)	(49'447'332)
Revaluation	17'199'710	(73'716'731)
Foreign exchange gains / (losses)	27'511'932	23'266'965
Rounding	-	-
Balance at end of reporting year	577'115'116	481'527'060
5.2 Distributions		
	01.01.2003– 31.12.2003	01.01.2002– 31.12.2002
Dividends	2'330'371	1'669'375
Interest income	2'527'822	1'195'003
Rounding	(1)	-
	4'858'192	2'864'378
Return of investment	65'411'041	49'460'254
Total distributions	70'269'233	52'324'632

*Notes to the consolidated audited financial statements (continued)***5 Limited partnerships and directly held investments (continued)****5.3 Foreign exchange**

	01.01.2003– 31.12.2003	01.01.2002– 31.12.2002
Foreign exchange revaluation	27'511'932	23'266'965
Revaluation of foreign exchange hedges relating to investments in limited partnerships and directly held investments	(9'260'832)	(9'176'440)
Realised gains / (losses) from foreign exchange hedges relating to investments in limited partnerships and directly held investments	(19'917'601)	(15'418'624)
Rounding	–	–
	(1'666'501)	(1'328'099)

At the balance sheet date, Princess Private Equity Holding Ltd. had the following forward foreign exchange contracts in place. The contracts were entered into to hedge against changes in the foreign exchange value of the investments of Princess Private Equity Subholding Limited. The unrealised surplus / (loss) at the end of the reporting period is detailed below:

	USD	Rate	Value date	Surplus / (loss) 31.12.2003	Surplus / (loss) 31.12.2002
Buy USD against GBP	80'000'000	1.5460	29.01.2003	–	(3'151'358)
Buy USD against EUR	54'000'000	0.9740	29.01.2003	–	(4'069'405)
Buy USD against CHF	6'000'000	1.4966	29.01.2003	–	(493'781)
Buy USD against SEK	10'000'000	9.4100	29.01.2003	–	(801'937)
Buy USD against GBP	87'000'000	1.6397	25.03.2004	(7'072'190)	–
Buy USD against EUR	89'000'000	1.1410	25.03.2004	(9'057'313)	–
Buy USD against CHF	3'000'000	1.3373	25.03.2004	(244'039)	–
Buy USD against SEK	14'000'000	7.8764	25.03.2004	(1'285'911)	–
Buy USD against JPY	3'000'000	111.4325	25.03.2004	(117'860)	–
				(17'777'313)	(8'516'481)

Notes to the consolidated audited financial statements (continued)

6 Short-term investments		
6.1 Investments	31.12.2003	31.12.2002
At beginning of reporting year	–	128'945'901
Additions	–	154'190'387
Redemptions	–	(283'864'598)
Unrealised gains / (losses)	–	728'310
Rounding	–	–
At end of reporting year	–	–
6.2 Income	01.01.2003– 31.12.2003	01.01.2002– 31.12.2002
Gains and losses		
Realised gains and losses from investments issued at a discount	–	1'860'680
Unrealised gains and losses from investments issued at a discount	–	(728'310)
Interest received from investments issued at par	–	–
Net interest accrued from investments issued at par	–	–
Total gains and losses from short-term investments	–	1'132'370

Notes to the consolidated audited financial statements (continued)

7 Other short-term receivables	31.12.2003	31.12.2002
Bank deposit interest receivable	–	1'647
Distributions receivable	68'449	–
Stock distributions	–	60'869
Sundry prepayments	–	27'545
	68'449	90'061
8 Cash and cash equivalents		
8.1 Balance	31.12.2003	31.12.2002
Cash equivalents at beginning of reporting year	49'929'322	–
Additions	69'909'661	229'128'404
Redemptions	(120'000'000)	(179'263'179)
Realised gains and losses	161'017	64'097
Cash equivalents at end of reporting year	–	49'929'322
Cash at banks	18'790'091	28'597'497
Rounding	–	–
Total cash and cash equivalents	18'790'091	78'526'819
8.2 Interest income	01.01.2003– 31.12.2003	01.01.2002– 31.12.2002
Interest received from cash at banks	160'077	995'407
Rounding	–	–
Total interest income from cash and cash equivalents	160'077	995'407

Notes to the consolidated financial statements (continued)

9 Share capital	31.12.2003	31.12.2002
Authorised		
20,000,000 Class A shares of USD 0.01 each	200'000	200'000
10,000 Class B shares of USD 0.01 each	100	100
	200'100	200'100
Issued and fully paid		
10,000 Class B shares of USD 0.01 each	100	100

Bondholders have the right to convert bonds into shares. Shares issued and allotted on conversion of the bonds will be fully paid Class A shares ("Ordinary shares") and will rank pari passu in all respects with all other Ordinary Shares in issue on the relevant conversion date, save that the earlier of the date upon which 95 per cent of the principal amount of the bonds have been converted or final maturity ("Specified Date"), Ordinary Shares will not confer voting rights.

The holders of the Class B shares will be entitled to attend and vote at any general meetings. Following the Specified Date, each Class B share issued and outstanding will be automatically converted into a similar number of Ordinary shares without the holders thereof being obliged to make any payment therefor.

10 Convertible bond	31.12.2003	31.12.2002
Balance at beginning of reporting year	550'784'154	518'297'701
Amortisation of transaction costs	1'567'071	1'567'071
Finance cost on convertible bond	32'736'428	30'919'382
Rounding	(1)	-
Balance at end of reporting year	585'087'652	550'784'154

As at the balance sheet date the nominal value of the convertible bond outstanding was USD 700,000,000. The bond is not convertible into shares until on or after 1 January 2007, at the option of the investor, using the relevant conversion price. Princess Private Equity Holding Limited has entered into an insurance policy to ensure that it is provided with sufficient funds for the repayment of the principal upon redemption of the bond on 31 December 2010.

In accordance with IAS 32, Financial Instruments: Disclosure and Presentation, the net proceeds of the bond have been split between the liability and equity option components. The fair value of the equity component has been calculated as USD 242,200,000 using an accepted option valuation model. This amount is classified as share premium and will remain part of the permanent equity of the Company. The remaining net proceeds, after the allocation of the liability related transaction costs, of USD 446,135,767 are allocated to the liability component. The liability, including transaction costs, is therefore stated at a discount of 1.4379% per quarter to the maturity value.

*Notes to the consolidated audited financial statements (continued)***10 Convertible bond (continued)**

The result of this technical requirement in IAS 32 is that the discount is amortised through the income statement as a finance cost, on a yield to maturity basis, over the 7.5-year life of the bonds until the first conversion at 1 January 2007. This accounting treatment has no effect on either the economic position or the net asset value (as defined in the prospectus) of the Company. The cumulative finance cost in retained earnings is offset by the equivalent credit in share premium. However, the required treatment clearly does have a significant impact on the net surplus or loss reported in the income statement over the period to the conversion of the bond.

11 Other short-term payables

	31.12.2003	31.12.2002
Accrued interest	895'271	–
Other accruals	170'209	230'348
Sundry	–	–
	1'065'480	230'348

12 Dividend and interest income and expense

	01.01.2003– 31.12.2003	01.01.2002– 31.12.2002
Interest income:		
– Dividend and interest income from limited partnerships and directly held investments	4'858'192	2'864'378
– Interest income from cash and cash equivalents	160'077	995'407
Total dividend and interest income	5'018'269	3'859'785
Total interest expense	(895'271)	–

13 Foreign exchange gains and losses

	01.01.2003– 31.12.2003	01.01.2002– 31.12.2002
Foreign exchange gains and losses on:		
– limited partnerships and directly held investments	(1'666'501)	(1'328'099)
– cash and cash equivalents	(905)	(11'733)
	(1'667'406)	(1'339'832)

Notes to the consolidated financial statements (continued)

14 Revaluation	01.01.2003– 31.12.2003	01.01.2002– 31.12.2002
Revaluation of:		
– limited partnerships and directly held investments	17'199'710	(73'716'731)

15 Commitments	31.12.2003	31.12.2002
Total committed translated at the rate prevailing at the balance sheet date	1'175'998'114	1'132'528'051
Unutilised commitments translated at the rate prevailing at the balance sheet date	327'917'025	432'957'120

16 Diluted net assets per ordinary share

The net assets are calculated by deducting the Current Liabilities from the Gross Assets. The 700,000 convertible bonds at a par value of USD 1,000 each, if converted at USD 100 per share would result in 7,000,000 shares.

	31.12.2003	31.12.2002
Net assets of the company	547'130'863	551'397'111
Outstanding shares at the balance sheet date	10'000	10'000
Additional shares due to conversion	7'000'000	7'000'000
Net assets per share after conversion	78.0501	78.6586

17 Credit line facility

Princess Private Equity Holding Limited has entered into a revolving credit facility with Bank of Scotland on 31 December 2002 for a maximum of US\$ 130,000,000. Security is inter alia, by way of a security agreement over the entire issued share capital of Princess Private Equity Subholding Limited.

Interest is calculated using a LIBOR rate on the day of the advance plus a margin. The margin depends on the total drawdown amount. An additional margin may be added if the ratio of Net Asset Value divided by the drawn down facility (including capitalised interest) is less than 5:1.

There is a non utilisation fee which is payable yearly in arrears and this is calculated at 0.40% per annum on the average undrawn amount of the revolving credit during the year.

In addition, an arrangement fee of US\$ 1,170,000 was paid to Bank of Scotland on entering into the facility.

*Notes to the consolidated audited financial statements (continued)***18 Insurance Policy**

On 29 June 1999, Princess Private Equity Holding Limited has entered into an Insurance Agreement with Princess Management & Insurance Limited, to ensure that it will be provided with sufficient funds to be able to pay the principal amount of the Bond at maturity on 31 December 2010.

19 Number of employees

At the balance sheet date no persons were employed by the Group.

20 Related party transactions

Partners Group Holding owns 19.9% of the share capital of GE & W AG who in turn holds 80.1% of the Class B shares of Princess Private Equity Holding Limited.

GE & W AG, a majority of whose shares are held by the founding partners of Partners Group, and Swiss Reinsurance Company hold 8,010 and 1,090 Class B Shares respectively. Mr Wietlisbach, a Director of Princess Private Equity Holding Limited and a partner of Partners Group, controls 26.7% of the issued share capital of GE & W AG.

Partners Group and all its subsidiaries and affiliates are considered to be related parties to the Group. The directors as disclosed in the Directors Report are also considered to be related parties to the Group.

Transactions with related parties

The following transactions were carried out with related parties:

i) Services	Notes	01.01.2003– 31.12.2003	01.01.2002– 31.12.2002
Management fee paid to:			
– Princess Management & Insurance Limited	2	13'566'546	14'526'568
Insurance fee paid to:			
– Princess Management & Insurance Limited	2	8'130'720	9'107'402
Administration fee paid to:			
– Partners Group Private Equity Administration Limited	2	271'025	303'579
IFRS Valuation advice:			
– Princess Management & Insurance Limited		200'000	–
Directors fees paid		15'227	7'749

Princess Management & Insurance Limited is a company incorporated in Guernsey and owned by Partners Group and Swiss Reinsurance Company. Partners Group Private Equity Administration Limited is a company incorporated in Guernsey and owned by Partners Group.

Notes to the consolidated financial statements (continued)

20 Related party transactions (continued)		31.12.2003	31.12.2002
ii) Year-end balances			
Accruals to related parties:			
– Princess Management & Insurance Limited		100'000	–

21 Group enterprises - significant subsidiaries		Ownership interest	
	Country of incorporation	31.12.2003	31.12.2002
Princess Private Equity Subholding Limited	Guernsey	100%	100%

22 Parent company and ultimate controlling party

GE & W AG, a company organised by Swiss law holds the majority of the Class B shares. The majority of the shares of GE & W AG are held by the founding partners of Partners Group.

23 Risks

It is expected that a large proportion of the Group's investments will be made by investing in private equity funds (including affiliated funds). Many of the private equity funds may be wholly unregulated investment vehicles. In addition, certain of the private equity funds may have limited or no operational history and have no proven track record in achieving their stated investment objective.

The value of the investments in the private equity funds and the income from them may fluctuate significantly.

The Group's over-commitment strategy could result in periods in which the Group has inadequate liquidity to fund its investments or to pay other amounts payable by the Group.

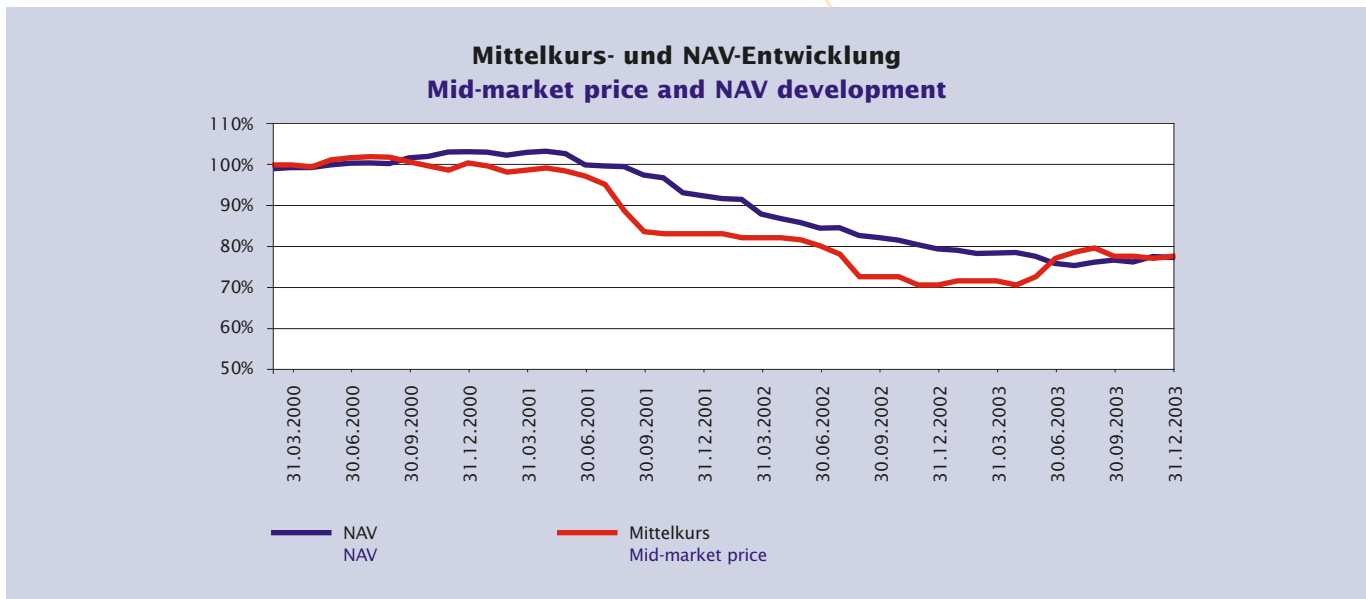
The Group expects that a portion of the private equity investments to be made by the Group will be in a number of different countries and denominated in a number of different currencies. Any returns on and value of, such portion of the private equity investments made by the Group may, therefore, be materially affected by exchange rate fluctuations, local exchange control and other restrictions, including restrictions on the convertibility of the currencies in question and also by political and economic developments in the relevant countries.

DEVELOPMENT
SINCE ISSUANCE

ENTWICKLUNG
SEIT EMISSION

Kurs- und Performance-Information

Price and performance information



	Wert bei Ausgabe	Wert per 31. Dez. 1999	Wert per 31. Dez. 2000	Wert per 31. Dez. 2001	Wert per 31. Dez. 2002	Wert per 31. Dez. 2003	Annualisierte Wertentwicklung seit Ausgabe bis 31. Dez. 2003
	Value as at issuance	Value as of 31 Dec. 1999	Value as of 31 Dec. 2000	Value as of 31 Dec. 2001	Value as of 31 Dec. 2002	Value as of 31 Dec. 2003	Annualized Performance since inception until 31 Dec. 2003
NAV	100%	98.62%	102.89%	92.13%	78.66%	78.05%	-4.87%
Mittelkurs Mid-market price	100%	100.75%	100.25%	83.00%	70.50%	77.50%	-5.00%

Adressen

List of addresses

Sitz der Gesellschaft – Registered office
Princess Private Equity Holding Limited
Elizabeth House
Les Ruettes Braye
St Peter Port, Guernsey
Channel Islands
Tel.: +44 1481 730 946
Fax: +44 1481 730 947

Email: princess@partnersgroup.net
Info: www.princess-privateequity.net

Investment Manager
Princess Management & Insurance Limited
Guernsey, Channel Islands

Investor Relations
Marlis Morin
princess@partnersgroup.net

Registrar – Registrar
Citibank, N.A
5 Carmelite Street
London EC4Y 0PA
United Kingdom

Revisionsstelle – Auditors
PricewaterhouseCoopers

Handelsinformation

Trading information

Preisinformation – Price information

Reuters	DBSTRUK03
Bloomberg	PRINEQ <<Corp>> <go>
Telekurs, Investdata	CH813917

Market Maker

Deutsche Bank AG
Frankfurt, Germany
Tel. +49 69 910 34441

ABN Amro Rothschild
London, United Kingdom
Tel. +44 207 6785 992
Zurich, Switzerland
Tel. +41 1 631 64 90