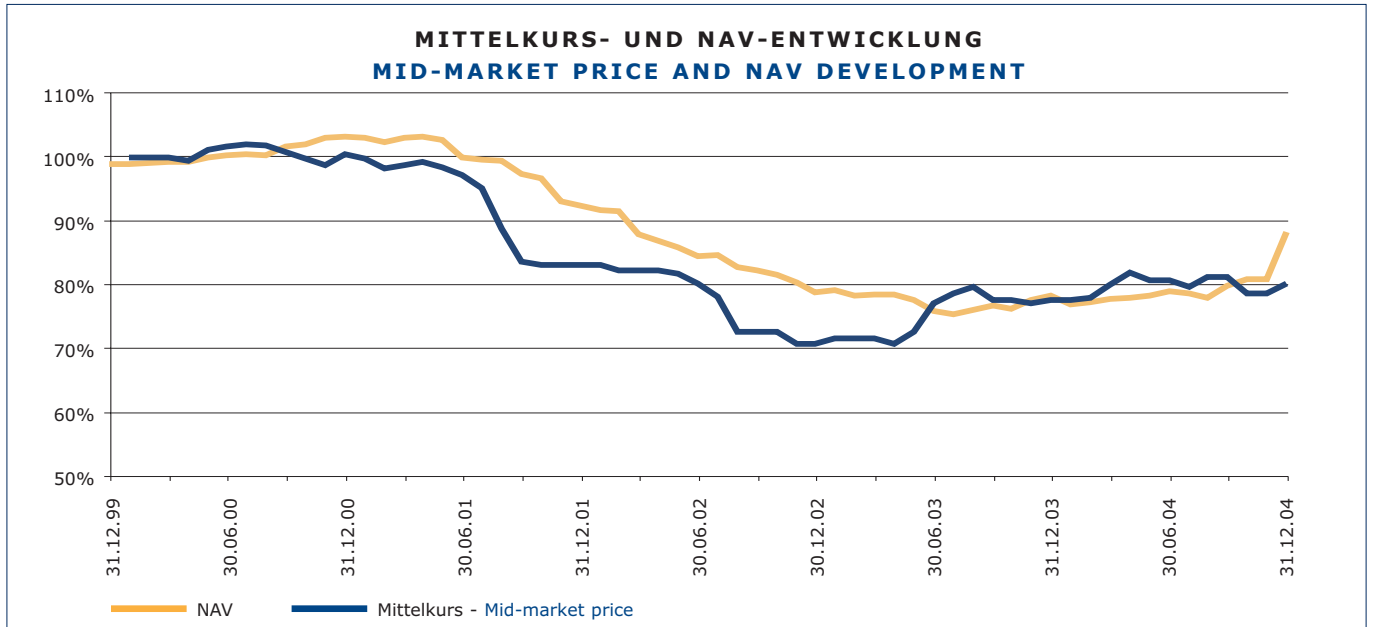


GESCHÄFTSBERICHT 2004
ANNUAL REPORT 2004



ÜBERSICHT 2004
OVERVIEW 2004



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.

Kennzahlen Key Figures	31.12.2004	31.12.2003
Geprüfter Innerer Wert (NAV) Audited Net Asset Value (NAV)	88.07%	78.05%
Mittelkurs Mid-market Price	80.00%	77.50%
Prämie über NAV Premium over NAV	-9.16%	-0.70%
Flüssige und geldähnliche Mittel Cash and Cash Equivalents	-USD 2,635,548	USD 15,747
Beanspruchung Kreditlimite Use of Credit Facility	USD 10,000,000	USD 30,000,000
Geprüfter Wert der Private Equity-Investitionen Audited Value of Private Equity Investments	USD 629,976,924	USD 577,115,116
Nicht abgerufene Zahlungsverprechen Undrawn Commitments	USD 222,820,371	USD 327,917,025
Investitionsgrad Investment Level	100.00%	100.00%
Overcommitment	38.14%	46.48%

INHALTSVERZEICHNIS

Übersicht 2004	Seite 2
Daten und Fakten	Seite 6
Princess Private Equity Holding Limited	Seite 7
Vorwort des Verwaltungsrates	Seite 8
Vereinfachte Strukturdarstellung	Seite 10
Bericht des Investment Managers	Seite 13
Rückblick auf die Private Equity-Industrie 2004	Seite 14
Wertentwicklung des Princess Portfolios	Seite 21
Investitionsaktivitäten im Princess Portfolio	Seite 22
Portfolio-Allokation	Seite 25
Portfolio-Übersicht	Seite 28
Ausgewählte Investitionen im Jahr 2004	Seite 30
Ausgewählte Realisierungen im Jahr 2004	Seite 35
Ausblick auf das Jahr 2005	Seite 39
Finanzzahlen	Seite 43
Bericht der Wirtschaftsprüfer	Seite 46
Finanzzahlen	Seite 47
Kurs- und Performance-Entwicklung	Seite 67

Dieses Dokument stellt weder einen Verkaufsprospekt noch eine direkte oder indirekte Verkaufsförderung dar. Die Gesellschaft übernimmt keine Haftung für die Folgen von Handlungen, welche auf die zur Verfügung gestellten Informationen zurückgeführt werden sowie für etwaige in diesem Dokument enthaltenen Irrtümer oder fehlenden Angaben. Sofern nicht explizit angegeben, beziehen sich alle Zahlen und Grafiken zum Princess Portfolio – mit Ausnahme des Inneren Wertes (NAV) und der Kennzahlen auf Seite 3 – auf den revidierten Monatsbericht zum 31.12.2004. Die sich eventuell dadurch ergebenden Abweichungen von den IFRS-geprüften Zahlen sind geringfügig. Der IFRS-geprüfte Abschluss ist im Kapitel «Finanzzahlen» aufgeführt.

TABLE OF CONTENTS

Overview 2004	Page 2
Facts and Figures	Page 6
Princess Private Equity Holding Limited	Page 7
Statement of the Board of Directors	Page 8
Structural Overview	Page 10
Investment Manager's Report	Page 13
Review of the Private Equity Industry in 2004	Page 14
Performance of the Princess Portfolio	Page 21
Investment Activity	Page 22
Portfolio Allocation	Page 25
Portfolio Overview	Page 28
Selected Investments in 2004	Page 30
Selected Realizations in 2004	Page 35
Outlook for 2005	Page 39
Financial Figures	Page 43
Statement of the Auditors	Page 46
Financial Figures	Page 47
Price and Performance Development	Page 67

This document is neither a sales prospectus nor a direct or indirect sales promotion instrument. The company does not accept liability for the results of any action taken on the basis of the information provided or for any errors or omissions contained therein. Unless explicitly mentioned, all the financial numbers and diagrams concerning the Princess portfolio, with the exception of the net asset value (NAV) and key figures on page 3, relate to the revised monthly report as per 31 December 2004. Any resulting variations from the IFRS audited financial numbers are not material. The IFRS audited financial statement is listed in the chapter "Financial Figures".

DATEN UND FAKTEN FACTS AND FIGURES

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%
Anfänglicher Wandelpreis	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 ISIN XS0098576563
Settlement	Euroclear/Clearstream

Princess Private Equity Holding Limited

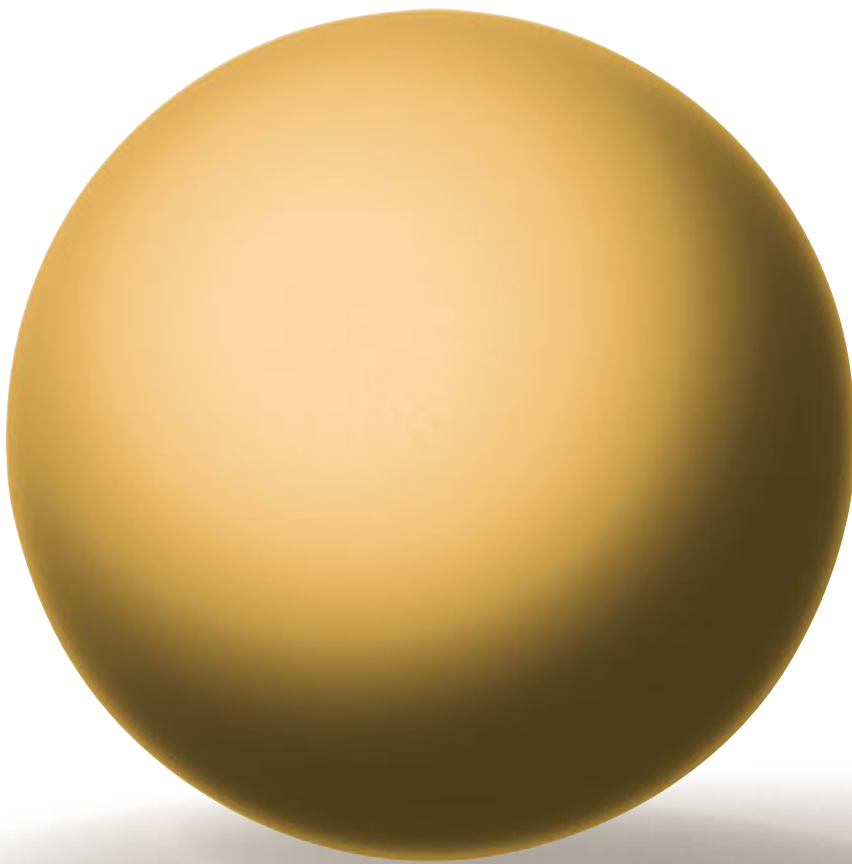
Gebühren	Management-Gebühr: 1.5% p.a. Versicherungsprämie: 1.5% p.a.
Berichte	Monatsbericht Quartalsbericht Jahresbericht

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 Price	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 ISIN XS0098576563
Settlement	Euroclear/Clearstream

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 STATEMENT OF THE BOARD OF DIRECTORS

Sehr geehrte Investoren

Die Weltwirtschaft legte im Jahr 2004 unterstützt durch die Wirtschaftspolitik der grössten Volkswirtschaften deutlich zu. Sie ist 2004 um geschätzte 5% gewachsen, wobei die beiden grössten Volkswirtschaften – die USA und Japan – eine breit abgestützte Erholung erlebten. Dies wirkte sich positiv auf andere Regionen wie Südostasien und Lateinamerika aus. Der steigende Ölpreis war eine grosse Herausforderung, dessen Auswirkung aber teilweise mit zusätzlichen steuerlichen Anreizen ausgeglichen wurde. Für 2005 wird mit einem Wirtschaftswachstum von 3-4% gerechnet, was deutlich über den 2% liegt, die eine globale Rezession bedeuten würden. Eine weitere Abschwächung des US-Dollars würde diese Vorhersage am ehesten gefährden.

Private Equity-Märkte korrelieren mit der Realwirtschaft und haben dadurch 2004 vom guten makroökonomischen Umfeld profitiert. Während die Aktienmärkte im Jahresverlauf seitwärts tendierten, haben die deutlich besseren globalen IPO-Märkte und ein deutlich höheres Akquisitions- und Fusionsaufkommen günstige Bedingungen für Private Equity geschaffen und vor allem das Umfeld für Realisierungen verbessert.

Die Erholung des Inneren Wertes (NAV) von Princess, die im Sommer 2003 begann, setzte sich im Jahresverlauf weiter fort. Am Jahresende stand der geprüfte Innere Wert bei 88.07%, um 12.83% höher als nach Ende 2003. Der NAV stieg das ganze Jahr hindurch konstant an, da Princess vom besseren Realisierungsumfeld sowohl bei den Börsengängen wie auch bei Akquisitionen und Fusionen profitierte, was sich auf die Bewertungen der zugrunde liegenden Portfoliounternehmen durchschlug. Der Venture Capital-Bereich zeigte nach einigen schwierigen Jahren eine deutliche Verbesserung. Von den Lancierungsjahren brachten die Jahre 1999 und 2000 die grössten Gewinne.

Bitte beachten Sie, dass der revidierte Monatsbericht per 31. Dezember 2004 einen NAV von 81.17% auswies. Dieser Wert basierte auf den letzten verfügbaren, durch die General Partner berichteten und auf Folgeereignisse angepassten Bewertungen. Einige General Partner berichten nicht nach den International Financial Reporting Standards (IFRS), sondern nach einem anderen Standard (z.B. UK GAAP, US GAAP, HGB, etc.). Um Bewertungen anderer Standards dem «fairem Wert» nach IAS 39 anzupassen, wurde eine tiefgreifende Portfolio-Analyse durchgeführt. Bedingt durch diese Analyse wurde ein geprüfter NAV von 88.07% per 31. Dezember 2004 errechnet. Über 85% dieser Wertberichtigung ist auf notierte Unternehmen im Princess Portfolio zurückzuführen, welche von den

Dear Valued Investor

The world economy expanded at a robust pace in 2004, aided by the highly supportive stance of macroeconomic policy in the major economies. Global GDP is estimated to have grown by 5% in 2004, with the world's two largest economies - the United States and Japan - both having experienced broadly based upturns. This benefited other regions such as South-East Asia and Latin America. Higher oil prices were the major challenge but their impact was partially offset by additional fiscal stimulus. At 3-4%, the forecast growth rate for 2005 is well above the 2% that would constitute a global recession. A further weakening of the US dollar is seen as the main threat to this forecast outcome.

Private equity markets are correlated with real economic activity and thus benefited in 2004 from the prevailing macroeconomic conditions. In addition, while the world's stock markets tended to drift sideways during the year, the recovery of the global IPO market and the significantly higher level of merger and acquisition activity created favorable market conditions for private equity and a much improved exit environment in particular.

The recovery in the Princess net asset value (NAV), which has been evident since the summer of 2003, continued through 2004. By the end of the year, the NAV, based on the audited accounts, stood at 88.07%, which represents an annual increase of 12.83%. The NAV showed a steady rise throughout the year, with Princess benefiting from the more buoyant conditions in the key exit markets, i.e. IPOs and mergers and acquisitions, and which flowed through into the valuations of the underlying investments in the portfolio companies. The venture sector, after several difficult years, showed a significant improvement, whereby in terms of vintage the 1999 and 2000 years recorded the largest gains.

Please note that in the revised monthly report as per 31 December 2004 an NAV of 81.17% was quoted. This figure was based on the latest valuations 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 at the end of the year. The analysis resulted in the audited NAV being adjusted to 88.07%. Over 85% of the revaluation is attributable to companies that have been taken public by Princess

Partnerships an die Börse gebracht wurden, aber noch immer – meist aufgrund der Sperrfrist – im Portfolio gehalten werden.

Investitionsaktivitäten im Princess Portfolio waren im Vergleich zum Vorjahr mit insgesamt USD 114 Mio. an Kapitalabrufen weitgehend unverändert. Der überwiegende Teil der Gelder war für Investitionen im Buyout-Bereich und in Nordamerika bestimmt. Venture Capital-Investitionen machten rund ein Drittel aus, was etwas mehr als der Anteil dieses Sektors am Gesamtportfolio ist. Die Rückflüsse ins Princess Portfolio waren 2004 mit USD 174 Mio. deutlich höher als im Vorjahr und zum ersten Mal überhaupt überstiegen sie die Kapitalabrufe. Wie von der Overcommitment-Strategie vorhergesehen, konnte Princess diese Rückflüsse zur Bedienung neuer Kapitalabrufe verwenden.

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. Diese Telefonkonferenzen werden auch in Zukunft weiterhin regelmässig im Frühjahr und Herbst stattfinden.

Der Verwaltungsrat ist überzeugt, dass das Princess Portfolio gut positioniert ist, um im Jahr 2005 vom erwarteten weiteren Wirtschaftsaufschwung sowie vom guten Ausblick für Investitionen und Realisierungen im Private Equity-Bereich zu profitieren. Das Princess Portfolio ist breit diversifiziert und hält eine Anzahl reifer Partnerships, die in den kommenden Monaten attraktive Realisierungsmöglichkeiten suchen werden. Die gegen Jahresende hin positiven Cashflows sollten auch 2005 anhalten und Princess wird auch weiterhin im Rahmen der bestehenden Zahlungsverprechen neue Investitionen tätigen.

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

partnerships but primarily due to lock-up periods are still held in the portfolio.

The level of investment activity was broadly unchanged from the previous year, with USD 114m in capital calls being received in 2004. The majority of capital calls were made to fund investments in the buyout sector and in the North America region. The venture capital sector accounted for nearly one third of all new investments, which was slightly above the sector's overall share in the total portfolio. The value of distributions received increased significantly to USD 174m and exceeded new investments for the first time. As anticipated in the overcommitment strategy, Princess was able to use these proceeds to fund new investments.

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. 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 placed to profit from the expected continued growth of the world economy and the positive outlook for investment activity and exit opportunities in 2005. The portfolio is well diversified and includes a number of mature partnerships that will be seeking to develop attractive exit opportunities over the months to come. The positive cash flow seen in the latter part of 2004 should to be maintained through 2005 and Princess will continue to undertake new investments under existing commitments to partnerships.

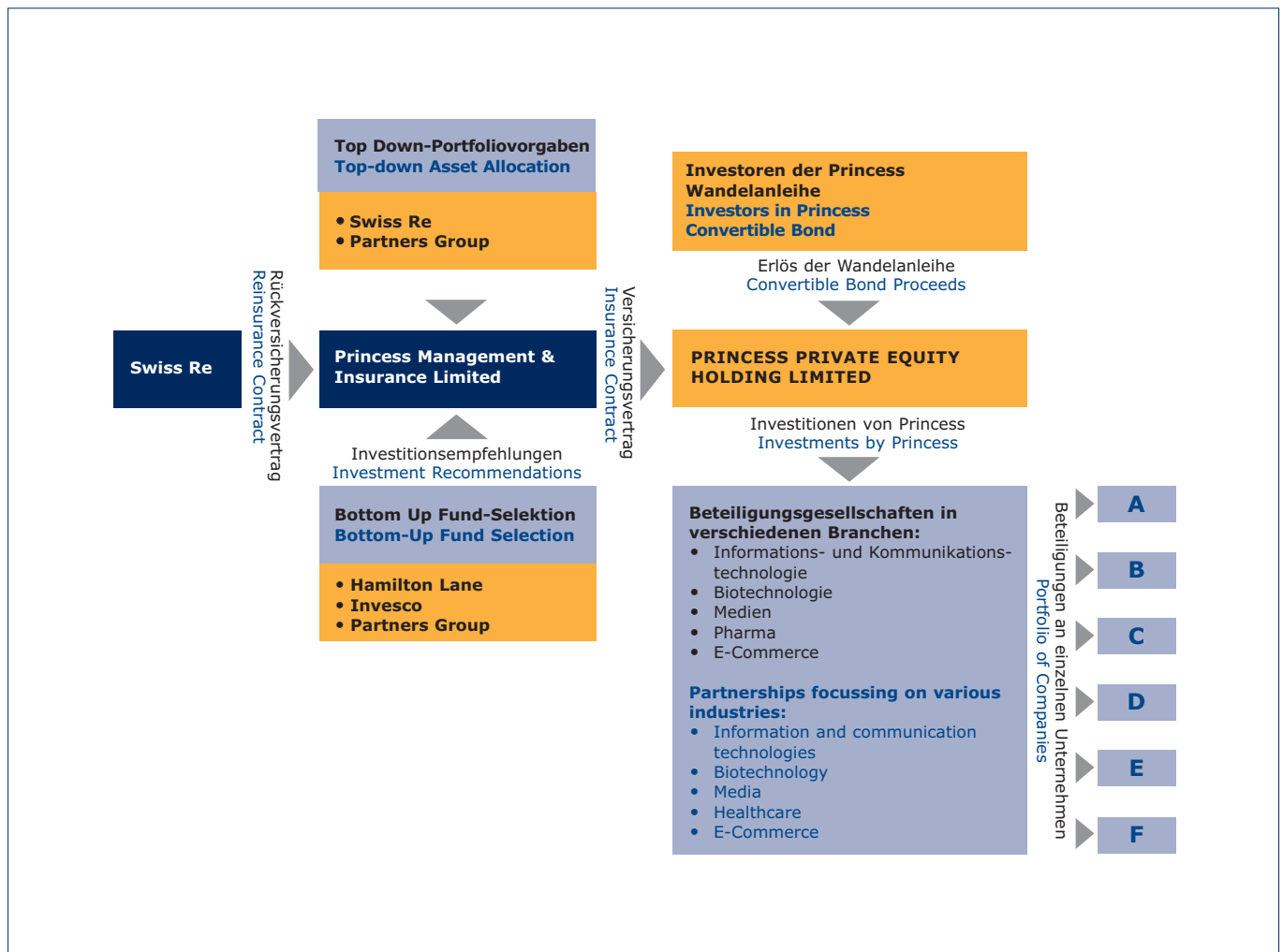
Over the next 12 months, as in the previous years, we will continue to be fully dedicated to justifying the trust and confidence you have placed in us.

The Board of Directors

VEREINFACHTE STRUKTURDARSTELLUNG STRUCTURAL OVERVIEW

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

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 2004 102 solcher Partnerschaften. Diese bauen ein eigenes Portfolio aus direkten Beteiligungen an nicht börsennotierten Firmen auf. Diese Portfolios wiederum können nach Abschluss der Investitionsphase zwischen 20 und 30 Beteiligungen enthalten. Auf diese Weise ist ein Gesamtportfolio von über 2'500 Direktbeteiligungen entstanden, an dessen Potenzial die Investoren der Princess Holding partizipieren können.

The Princess portfolio contained 102 partnerships at the end of 2004. 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.

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

The Investment Manager, Princess Management & Insurance Limited, undertakes the selection of the partnerships to which the commitments are made. This company, which is 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. The investment Manager is permitted to delegate some or all of its obliga-

Manager, gegründet. Der Investment Manager kann einen Teil oder alle seine Verpflichtungen an Dritte delegieren und hat in diesem Zusammenhang Vereinbarungen mit Partners Group, Hamilton Lane und Invesco abgeschlossen.

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 Cashflows 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 aufwändigen Analyseprozesses Team, Struktur und Strategie der Partnerships an unterschiedlichen Kriterien gemessen. Durchgeführt wurde die Erstauswahl von zusammen weit über 50 Private Equity-Professionals der Partners Group, Hamilton Lane und Invesco. Mit diesen Sub-Advisers hat die Princess Holding Zugriff auf ein globales Team mit einflussvollem Private Equity-Fachwissen und einem breiten Netzwerk.

Partners Group wirkt weiterhin als Investment Sub-Manager, während die beiden Sub-Advisers Hamilton Lane und Invesco jetzt Überwachungs- und Kontrollfunktionen über die Wertentwicklung ihrer Investitionen ausüben.

tions and has entered into such agreements with Partners Group, Hamilton Lane and Invesco.

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 interrelated 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. Over 50 private equity professionals from sub manager Partners Group and from the sub advisors, Hamilton Lane and Invesco, carried out the initial selection.

Partners Group continues to be retained as an investment sub manager while the two sub advisors now provide monitoring services covering the performance of the underlying investments.



**BERICHT DES INVESTMENT MANAGERS
INVESTMENT MANAGER'S REPORT**



RÜCKBLICK AUF DIE PRIVATE EQUITY-INDUSTRIE 2004 REVIEW ON THE PRIVATE EQUITY INDUSTRY IN 2004

Die Weltwirtschaft mit Rekordwachstum

Angetrieben von den hohen Wachstumsraten in Asien, in den USA und in Osteuropa ist die Weltwirtschaft im Jahr 2004 real um geschätzte 5% angestiegen – das höchste Wachstum in 20 Jahren. Obwohl der starke Ölpreisanstieg in den Sommermonaten das globale Wachstum etwas verlangsamt, konnte er es nicht stoppen.

Die meisten Aktienmärkte weltweit zeigten 2004 positive, wenn auch nur moderate Kursanstiege verglichen mit den hohen Gewinnen von 2003. Geopolitische Risiken, vor allem im Mittleren Osten, und der damit einhergehende Anstieg des Ölpreises führten zur Unsicherheit darüber, wie stark die Weltwirtschaft wirklich ist. Die globalen Finanzmärkte bewegten sich lange seitwärts und zeigten weder klare positive noch klare negative Trends. Dennoch wird das Jahr 2004 in Erinnerung bleiben: Börsengänge kamen wieder in Fahrt und weltweit erreichten Akquisitions- und Fusionsaktivitäten die höchsten Werte seit Mitte 2000.

Da sich Private Equity-Märkte typischerweise synchron zur Realwirtschaft entwickeln und zu einem grossen Teil auch von einem freundlichen Umfeld für Realisierungsmöglichkeiten abhängen, standen 2004 die Vorzeichen für ein erfolgreiches Private Equity-Jahr sehr gut.

Private Equity-Gesellschaften werben verstärkt um Anlegerkapital

Weltweit haben Buyout- und Venture Capital-Fonds 2004 wieder verstärkt Anlegerkapital aufgenommen, dabei allerdings noch nicht die Werte aus den Jahren 1999 bis 2001 erreicht. Amerikanische Private Equity-Fonds haben 2004 insgesamt USD 63 Mrd. aufgenommen, 58% mehr als noch im Vorjahr. Rund ein Drittel des Kapitals ging an Venture Capital-Fonds. Das grösste Closing des Jahres in den USA war der Buyout-Fonds Carlyle Partners IV, der im September bei USD 4.9 Mrd. schloss. In Europa nahmen Buyout- und Venture Capital-Fonds 2004 insgesamt rund EUR 25 Mrd. auf: 2003 waren es dank eines starken vierten Quartals noch EUR 27 Mrd. Die Werte sind aber noch weit unter den EUR 48 Mrd. aus dem Jahr 2000. Die Kapitalbeschaffung, das so genannte Fundraising, war in Europa 2004 weitgehend von einigen sehr grossen Buyout-Fonds dominiert, darunter der 3i Eurofund IV mit EUR 3 Mrd. und EQT IV mit EUR 2.5 Mrd.

Buyout-Investitionen heizen Private Equity-Aktivitäten an

2004 war weltweit ein rekordverdächtiges Jahr für Buyout-

A year of record economic growth

Driven by high GDP growth rates in Asia, the USA and Eastern Europe, the world economy expanded by an estimated 5% in real terms in 2004 – the fastest rate of growth in 20 years. Although the sharp rise in oil prices during the summer months slowed global economic growth down, it did not bring it to a halt.

Most of the stock exchanges around the globe closed the year having managed positive, albeit modest, performances when compared to the recovery year 2003. Geopolitical risks, especially in the Middle East, and the concomitant rise in the oil price caused uncertainty about the strength of the global economy. Global financial markets were locked in a sideways movement, with no clear positive or negative trends for most of the year. 2004 will, nevertheless, go down as marking the re-opening and, indeed, recovery of the IPO market, while global merger and acquisition activity reached its highest level since mid-2000.

As private equity markets typically move in sync with real economic activity and also depend to a large extent on a friendly exit environment, 2004 offered all the conditions necessary for a successful private equity year.

Private equity fundraising on the increase

Although fundraising by both buyout and venture capital funds showed increased strength in 2004, it still fell short of the levels seen in 1999 to 2001. At USD 63bn, the amount of US private equity funds raised in 2004 was 58% higher than in 2003. Venture capital funds accounted for roughly a third of the money raised. On the buyout side, in September Carlyle Partners IV closed at USD 4.9bn, making it the biggest closing in the USA in 2004. In Europe, a total of around EUR 25bn was raised during the year by buyout and venture capital funds. This compares with the EUR 27bn raised in 2003 (thanks to a strong fourth quarter), but is still well short of the record EUR 48bn raised in 2000. Fundraising in Europe was dominated by several very large buyout funds, among others 3i Eurofund IV (EUR 3bn) and EQT IV (EUR 2.5bn).

Buyout investing powers private equity activity

2004 was a record-breaking year worldwide for buyout investment activity. In the USA, during the course of the year buyout transactions worth USD 135.5bn were disclosed, a 45% increase on the previous year and almost six times higher than the 2001 tally. For the European buyout industry, both volume and value data for 2004 were ahead

Investitionen. In den USA wurden Transaktionen im Wert von USD 135.5 Mrd. bekannt gegeben, ein Anstieg von 45% gegenüber dem Vorjahr und fast sechs mal so viel als noch 2001. In Europa sind sowohl Volumen wie auch Anzahl von Buyout-Investitionen höher als im Vorjahr. Im Verlauf von 2004 ist der europäische Buyout-Markt um 18% auf EUR 78.5 Mrd. gestiegen. Mehrere Deals mit einem Wert von über EUR 1 Mrd. haben wesentlich zu diesem Anstieg beigetragen. Grosse Buyout-Transaktionen gab es überall in Europa: so unter anderem Grohe Holding, Dynamit Nobel, Auto-Teile Unger und Celanese in Deutschland, Vivarte in Frankreich, VNU World Directories und Vendex in den Niederlanden, The Automobile Association und Four Seasons Healthcare in Grossbritannien. Viele der grossen Deals weltweit waren so genannte Club-Deals, bei denen sich Private Equity-Gesellschaften zusammenschliessen, um Mitbewerber zu überbieten und um gleichzeitig das Risiko gemeinsam zu tragen.

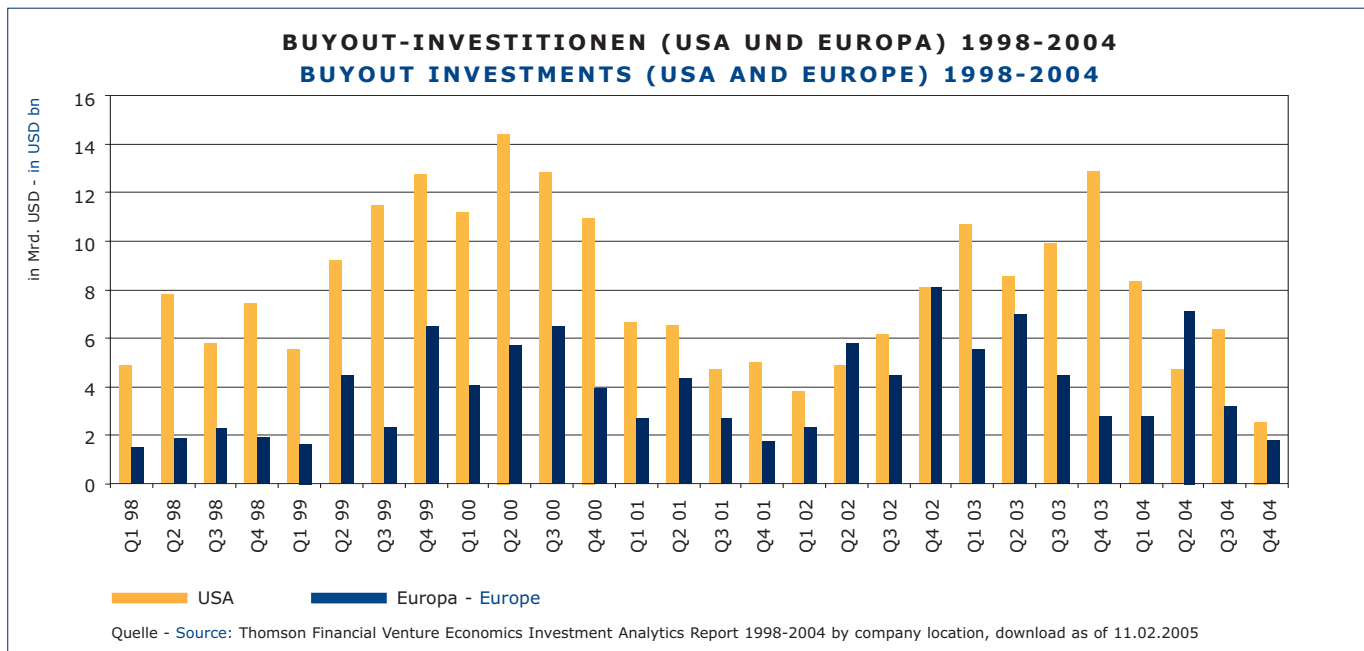
Die Quellen für mögliche Deals waren dieselben wie auch schon im Vorjahr. So boten Unternehmensabsplattungen laufend Investitionsmöglichkeiten. Wohl am bedeutendsten waren aber die so genannten Secondary-Buyouts, die eine beständige Quelle für neue Deals waren. Damit wurde ein Trend fortgesetzt, denn gerade im schwierigen Umfeld in den letzten Jahren fanden Investoren in den Secondary-Aktivitäten vermehrt alternative Realisierungsmöglichkeiten.

Die gute Qualität von möglichen Deals war einer der Hauptgründe für den Ansturm bei Buyout-Investitionen im Jahr

of the previous year's. In terms of annual comparison, the market, i.e. the total value of all transactions, grew by 18% to EUR 78.5bn. Several EUR 1bn+ buyout deals were a significant factor in this growth. These large private-equity-backed buyouts were seen all across Europe and included: Grohe Holding, Dynamit Nobel, Auto-Teile Unger and Celanese in Germany; Vivarte in France; VNU World Directories and Vendex in the Netherlands; and The Automobile Association and Four Seasons Healthcare in the UK. Further, most of the large deals were so-called club deals, where private equity groups team up with peers to outbid their opponents and to share the risk.

The sources of deal flow were largely the same as in the previous year, with corporate divestitures providing a steady stream of buyout opportunities. Most significant were the sponsor-to-sponsor deals, or secondary buyouts, which have become a more consistent source of deal flow. They also mark the continuation of a trend towards increased secondary activity, spurred by investors looking for alternative exit routes in the more difficult exit environment of the past few years.

The good quality of the deal flow was one of the driving factors behind the rush of buyout activity in 2004. Another factor was certainly the increased liquidity in the financing markets. Total debt levels in leveraged buyout transactions have been increasing ever since bottoming out in 2001 in the US and in 2002 in Europe. Over the past 18 months, the lending environment has improved even further, with the banks now proving very aggressive in generating new



2004. Ein weiterer wichtiger Faktor war sicherlich auch die zunehmende Liquidität am Finanzierungsmarkt. Der Verschuldungsgrad in fremdkapitalfinanzierten Buyout-Transaktionen, so genannten Leveraged Buyouts (LBOs), steigt seit dem Tief im Jahr 2001 in den USA und 2002 in Europa wieder an. In den letzten 18 Monaten hat sich das Finanzierungsumfeld weiter verbessert, wobei sich die Banken in der Bereitstellung von Fremdkapital als sehr aggressiv erwiesen, um sich so neue Geschäfte zu ermöglichen. Die Kombination von noch immer tiefen Zinsen und Enthusiasmus auf der Kreditgeberseite führte zu kleineren Eigenkapital- und höheren Fremdkapitalanteilen bei der Unternehmensfinanzierung. Insgesamt erreicht der Fremdkapitalanteil mittlerweile wieder ein Niveau, das wir zuletzt um die Jahrtausendwende gesehen haben.

Buyout-Trends

Der Buyout-Markt war im Jahr 2004 so vielschichtig, dass es schwieriger ist als noch in vergangenen Jahren, einen allumfassenden Trend zu erkennen. Hinsichtlich Industrien stand bei einigen Private Equity-Firmen der Gesundheitsbereich (Healthcare) wieder hoch im Kurs, während bei anderen Energiedeals und Outsourcingmöglichkeiten das Interesse weckten. Satellitenbetreiber faszinierten liquiditätsstarke Käufer, während die Unterhaltungsindustrie das Interesse von kleinen und grossen Private Equity-Firmen gleichermaßen auf sich zog. Der Ansturm auf Transaktionen rund um Satellitenbetreiber erinnerte an den Run auf die Anbieter von Gelben Seiten vor einigen Jahren und Private Equity-Gesellschaften wie Blackstone Group, Apollo Management, Texas Pacific Group, Madison Dearborn Partners und auch Apax Partners sind in diesen Bereich vorgeprescht. In der Unterhaltungsindustrie hat der Kauf von *Metro-Goldwyn-Meyer* durch Texas Pacific Group, Providence, DLJ Merchant Banking Partners und Sony Corp. Aufsehen erregt. Daneben gab es noch eine Reihe von beachtenswerten Kinodeals, wie Loews und Cinemark. Der Einfluss von Asiens Wachstum spielte weiterhin eine grosse Rolle im Private Equity, wobei Private Equity-Gesellschaften ein immer stärkeres und aktives Interesse an und in der Region zeigten.

Buyout-Bewertungen ziehen an

Preise für Buyout-Transaktionen waren in den abgelaufenen 24 Monaten attraktiv, speziell in Europa, wo das Verhältnis zwischen Unternehmenswert und Betriebsergebnis vor Steuern, Zinsen, Abschreibung, Amortisation (EV/EBITDA) deutlich unter den Werten der späten Neunzigerjahre lag. Auch in den USA boten sich attraktive Einstiegspreise unterhalb der Werte der späten 90er. Bewertungen für

business. The combination of continued low interest rates and lender enthusiasm has led to smaller equity stakes and rising debt multiples. Total debt packages now being offered are approaching levels last seen around the millennium.

Buyout market trends

Given the breadth of the buyout market in 2004, identifying one all-encompassing trend was more difficult than in the past. As far as industry preferences are concerned, health-care continued to be popular among many firms, while energy deals and outsourcing opportunities attracted other pockets of interest. Satellite companies intrigued buyers in the large market, while the entertainment sector seemed to draw interest from firms both big and small. The rush to do satellite transactions represented a similar sprint to yellow-page assets in recent years, and firms such as Blackstone Group, Apollo Management, Texas Pacific Group, Madison Dearborn Partners and Apax Partners all made inroads in the sector. Among the entertainment deals, the purchase of *Metro-Goldwyn-Meyer* by Texas Pacific Group, Providence, DLJ Merchant Banking Partners and Sony Corp. stood out as the most notable, but there were a number of movie theatre buyouts, such as Loews and Cinemark, that made waves as well. The impact of Asian economic growth continued to play a major role in private equity, with private equity firms becoming increasingly active in the region.

Buyout valuations on the rise

On the valuation side, buyout transactions have been attractively priced for buyers over the past 24 months, particularly in Europe where EV/EBITDA levels have remained significantly below those of the late 1990s. The USA has also been offering attractive entry multiples below late 90s' levels. Prices, especially for larger companies, however, have been rising over the past 24 months.

Re-opening of buyout exit routes

2004 brought a substantial improvement in the buyout exit market, after several difficult years. Supported by a healthy economic outlook and stable stock market conditions, confidence returned to the merger and acquisitions (M&A) market. It closed the year at levels last seen in the record-breaking market of 2000. A jump in mega-deals and private company transactions, greater access to the lending markets, and a return of corporate buying interest to late-1990s levels spelled the end of the recession-era markets for M&A, which, by most accounts, began in 2001 and carried on through much of 2003. Adding to the generally more positive exit environment, 2004 saw the return of the

grosse Unternehmen sind aber in den letzten 24 Monaten wieder angestiegen.

Buyout-Realisierungsmöglichkeiten kehren zurück

Nach einigen Schwierigkeiten in den vorangegangenen Jahren verbesserte sich 2004 das Exit-Umfeld im Buyout-Bereich deutlich. Mit dem soliden Wirtschaftsausblick und stabilen Aktienmärkten kehrte auch das Vertrauen in den Akquisitions- und Fusionsbereich zurück, der schliesslich das Jahr auf einem Niveau beendete, das zuletzt im rekordverdächtigen Jahr 2000 gesehen wurde. Ein deutlicher Anstieg bei den Mega-Deals und bei Transaktionen mit Privatunternehmen, ein breiterer Zugang zu den Finanzierungsmärkten und die Rückkehr des Kaufinteresses durch Unternehmen auf Niveaus der späten Neunzigerjahre läuteten das Ende der Akquisitions- und Fusionsflaute ein, die 2001 begann und sich bis weit ins Jahr 2003 zog. Zusätzlich hat 2004 auch die Rückkehr der Buyout-Börsengänge (IPOs) erlebt. In den USA betrug das Emissionsvolumen für 53 Buyout-finanzierte IPOs über USD 10 Mrd. Dieses Volumen übertrifft die an amerikanischen Börsen neu aufgenommenen Mittel der Jahre 2001, 2002 und 2003 zusammen.

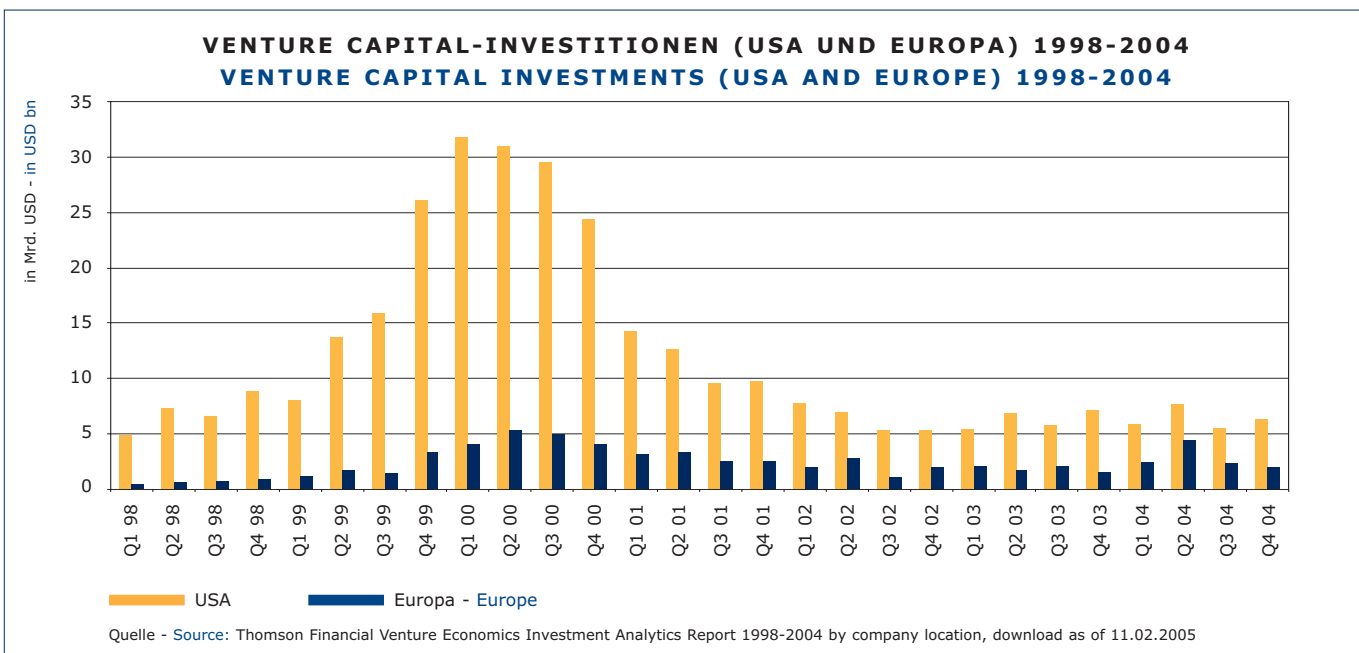
2004 war ausserdem das Jahr der Rekapitalisierungen. Mit dem verbesserten Finanzierungsumfeld stürzten sich Private Equity-Firmen in den Markt, nicht nur um Deals zu finanzieren, sondern auch, um im Anschluss an die Eigen-

buyout IPO. In the USA, over USD 10bn was raised by 53 buyout-backed companies on US exchanges, which represents more buyout-backed IPO activity than was seen in 2001, 2002 and 2003 combined.

2004 has also been the year for recapitalizations. With the much improved lending environment, private equity firms jumped into the market, not just to finance deals but also to raise debt finance post their original equity investment, then paying themselves a special dividend to reimburse a portion of the equity that they had put into their portfolio companies.

Clear signs of venture capital recovery worldwide

In 2004, the venture capital sector enjoyed its first sustained period of growth on both the investing and liquidity fronts since the implosion of the technology bubble in 2000. Worldwide venture financing increased in 2004 to over USD 20m. The downturn in investment that has been evident since 2000 and the fall-out of the bubble reached its lowest point in 2003 and, moreover, marked the end of a venture capital cycle that had begun in 1995. 2004 marks the start of a new investment cycle for the venture capital industry. One of the clearest signs of this being renewed early-stage investing activity, which represented 32% of the venture rounds completed in 2004. Up until 2004, early-stage investing had mostly been on a downward trend since 2000. Another sign is the fact that the median time bet-



kapitalinvestition eine Fremdfinanzierung aufzunehmen, sich eine Spezialdividende zu zahlen und einen Teil des ursprünglichen Eigenkapitals wieder zurückzuzahlen.

Klare Signale der weltweiten Erholung von Venture Capital

Im Jahr 2004 erlebte der Venture Capital-Bereich erstmals seit Platzen der Technologieblase 2000 sowohl bei Investitionen wie auch bei Realisierungen wieder eine anhaltende Wachstumsphase. Weltweit stiegen Venture Capital-Finanzierungen im Jahr 2004 auf über USD 20 Mrd. an. Der Investitionsrückgang nach 2000 erreichte seinen Tiefpunkt im Jahr 2003, was gleichzeitig das Ende eines Venture Capital-Zyklus war, der 1995 begann. 2004 ist für die Venture Capital-Industrie der Startpunkt in einen neuen Investitionszyklus. Eines der klarsten Zeichen hierfür sind die wieder vermehrt auftretenden Frühphasenfinanzierungen (early-stage), die 32% aller Finanzierungsrunden im Jahr 2004 ausmachten. Seit dem Jahr 2000 waren Frühphasenfinanzierungen laufend rückläufig. Ein weiteres Signal ist die Tatsache, dass sich die durchschnittliche Zeit zwischen den Finanzierungsrunden zu verlängern scheint. Investoren verlangen von den Portfoliounternehmen, dass sie signifikante Meilensteine in ihrem Wachstum erreichen, und warten beinahe doppelt so lange für eine zweite Finanzierungsrunde wie noch während der Technologieblase.

IPO-Tätigkeit übertrifft die drei vorhergehenden Jahre zusammen

Die Rückkehr von Realisierungsmöglichkeiten unterstützte die Venture Capital-Industrie ebenfalls sehr: das Interesse institutioneller Anleger an der Anlageklasse erwachte wieder und kurbelte das Vertrauen der Venture-Investoren an.

Börsengänge waren in den drei vorherigen Jahren fast unmöglich, erlebten im Jahr 2004 allerdings eine Rückkehr, als europäische und amerikanische Venture-finanzierte Unternehmen USD 5.7 Mrd. im Rahmen von Börsengängen aufnahmen, den höchsten Betrag seit der Technologieblase. In den USA haben Unternehmen aus dem Gesundheitsbereich mit 39 von den insgesamt 67 Venture-finanzierten IPOs dominiert. In Europa hingegen stellten Unternehmen aus dem IT-Bereich die meisten Börsengänge.

Fusions- und Akquisitionsaktivitäten blieben in den letzten Jahren stabil, wobei die Preise, die für Venture-finanzierte Unternehmen bezahlt wurden, kontinuierlich stiegen. Unternehmen aus dem IT-Bereich stellten sowohl in den USA wie auch in Europa die grösste Anzahl an Veräusserungen via Fusion oder Akquisition.

ween financing rounds appears to be lengthening. Investors now require portfolio companies to reach significant milestones in their development and to wait nearly twice as long for a series B round of investment than was the case during the bubble.

IPO activity exceeds prior three years combined

The re-opening of exit routes also proved enormously supportive to the venture industry in 2004, reawakening institutional interest in the asset class and boosting the confidence of venture investors.

The IPO window had been virtually shut for the previous three years, but 2004 marked its return for exits with USD 5.7bn being raised by venture-backed US and European companies - the highest amount since the bubble. In the USA, healthcare companies dominated IPO exits in 2004, with 39 out of the 67 venture-backed IPOs completed coming from that particular industry. In Europe, on the other hand, information-technology (IT) companies dominated the IPO scene.

Merger and acquisition activity has remained steady over the past few years. The amounts being paid for these venture-backed companies are steadily improving. Information-technology companies represent the majority of the exits via M&As in Europe as well as in the USA.

Capital efficiency supports liquidity

VentureOne and Ernst&Young L.L.P. in a study on recent exits compared the total amount invested prior to exit to the sale price, in the case of an M&A, and the pre-money valuation, in the case of an initial public offering. Among those companies that achieved liquidity in 2004, capital efficiency proved to be a relatively important requirement. The most successful exit ratios for investors were for those companies that had received less investment and reached liquidity in the shortest time, clearly proving that the rewards are greater for those companies that are able to conduct their operations efficiently with limited capital.

Venture valuations on the rise

The valuations of venture-backed companies in Europe and the USA that received financing in 2004 crept up. Later-stage healthcare companies were among the most highly valued companies in the USA in the first half of year. In the second half, early-stage biopharmaceutical and software companies saw valuations rise to their highest levels in two years. In Europe, German companies were the most highly

Kapitaleffizienz unterstützt Liquidität

VentureOne und Ernst&Young LLP haben in einer Studie zu jüngsten Veräusserungen die Beträge, die vor einem Exit investiert wurden, mit dem jeweiligen Verkaufspreis (im Falle einer Fusion oder Akquisition) bzw. mit der Bewertung unmittelbar vor dem Börsengang verglichen. Unter all den Unternehmen, die 2004 veräussert wurden, hat sich Kapitaleffizienz als eine wichtige Anforderung herauskristallisiert. Die erfolgreichsten Veräusserungsgewinne wurden für jene Unternehmen erzielt, die die niedrigsten Investitionen erhalten hatten und in kürzester Zeit veräussert wurden: ein klares Zeichen dafür, dass jene Unternehmen mehr belohnt werden, die effizient mit begrenztem Kapital arbeiten.

Venture Capital-Bewertungen ziehen an

Bewertungen von Venture Capital-Unternehmen, die 2004 in den USA oder in Europa finanziert wurden, zogen im Jahresverlauf an. Unternehmen aus dem Gesundheitsbereich in der Spätphasenentwicklung (later-stage) waren in der ersten Jahreshälfte die am Höchsten bewerteten in den USA. In der zweiten Jahreshälfte stiegen die Bewertungen der Biopharma- und Softwarefirmen in der Frühphasenentwicklung (early-stage) auf die höchsten Werte seit zwei Jahren an. In Europa waren die deutschen Unternehmen am Höchsten bewertet, aber auch die Bewertungen der britischen Unternehmen waren höher als noch im Vorjahr.

Langfristiger Blick auf die Anlageklasse Private Equity

Private Equity als Anlageklasse war auch im Jahr 2004 wieder eine attraktive langfristige Investition. Die langfristige Rendite – die aussagekräftigste Zahl für Performance – beträgt für die gesamte Anlageklasse über die letzten zehn Jahre solide 12.8% p.a. in den USA und 10.5% p.a. in Europa. Sie reicht von 26.7% p.a. für Venture Capital in den USA und 6.9% p.a. in Europa bis hin zu 8.4% p.a. für Buyouts in den USA und 11.9% p.a. in Europa*. 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 5.6% 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.

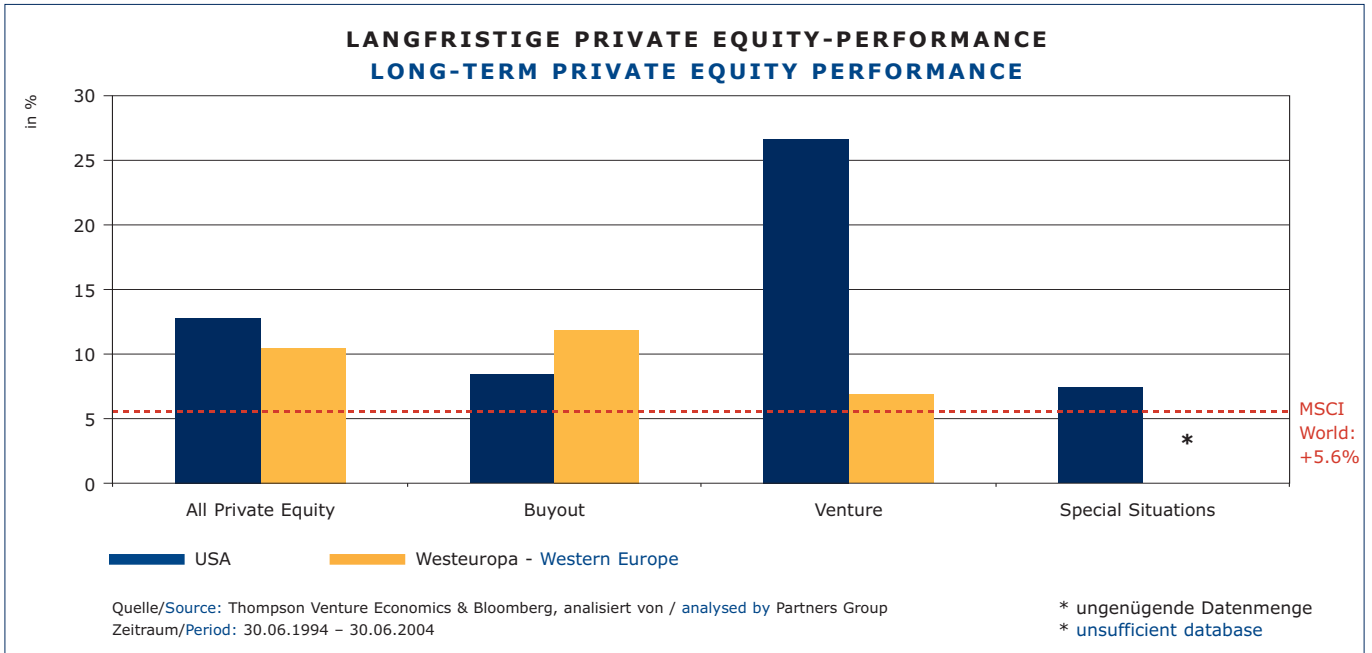
* Zahlen per 30. Juni 2004. Quelle: Thompson Venture Economics

valued in 2004, though valuations for UK companies were up as well compared to the previous year.

Long-term view on private equity

The private equity asset class continued to be a strong long-term investment in 2004. Long-term performance figures - the best indicator of fund performance - remained solid at 12.8% p.a. in the USA and 10.5% in Europe over a 10-year period for the entire asset class. Returns range from 26.7% for venture capital in the USA and 6.9% in Europe to 8.4% for buyouts in the USA and 11.9% in Europe*. By spreading the risk over the different phases of the business cycle, such as venture capital, buyouts and special situations, private equity has been able to consistently outperform the public markets over the long term. Public markets returned just 5.6% (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 June 2004. Source: Thompson Venture Economics



WERTENTWICKLUNG DES PRINCESS PORTFOLIOS PERFORMANCE OF THE PRINCESS PORTFOLIO

Der geprüfte Innere Wert (NAV) des Princess Portfolios erzielte im Jahr 2004 ein Plus von 12.83% und schloss bei 88.07%. Der NAV entwickelte sich während des ganzen Jahres über konstant nach oben und führte damit den positiven Trend seit dem Tiefstand Mitte 2003 weiter. Seither hat der Innere Wert um 17% zulegen können. Der NAV verzeichnete am Jahresende im Zusammenhang mit der Erstellung des geprüften Jahresabschlusses einen deutlichen Sprung nach oben: wie im Vorwort des Verwaltungsrates zu diesem Bericht detailliert dargestellt, ist dies die Folge der Anwendung der *International Financial Reporting Standards* auf die Unternehmen im Princess Portfolio.

Die Monats- und Quartalsberichte werden 2005 weiterhin auf den letzten verfügbaren, durch die Partnership berichteten und um Folgeereignisse angepassten Bewertungen basieren. Daher werden diese ungeprüften Berichte auch voraussichtlich einen Inneren Wert ausweisen, der unter dem geprüften NAV per Ende 2004 liegt. Dennoch wird erwartet, dass der Innere Wert – ausgehend vom ungeprüften NAV per Dezember 2004 bei 81.17% – weiterhin aufwärts tendieren wird, da aktuellere Bewertungen der zugrundeliegenden Partnerships eintreffen. Der Wert der börsennotierten Gesellschaften in deren Portfolios ist dann entweder bereits über einen Verkauf an der Börse realisiert oder auf ein Niveau näher am Jahresultimo-Preis 2004 aufgeschrieben.

Im Berichtszeitraum stieg der Mittelkurs der Princess Wandelanleihe von 77.50% auf 80.00% an. Für die meiste Zeit des Jahres notierte die Wandelanleihe mit einem kleinen Aufschlag (Prämie) zum NAV. Das änderte sich im letzten Quartal des Jahres, als der Anstieg im NAV sich nicht im Preis der Wandelanleihe widerspiegelte.

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 2005 neu beurteilen.

The audited NAV of the Princess portfolio closed the year at 88.07%, an increase of 12.83% compared to the end of 2003. The NAV showed a steady upward trend throughout 2004, continuing a trend that had been observable since reaching a low in July 2003. Since then, the NAV has recovered by 17%. There was a significant increase in the NAV at the end of the year when the audited accounts were produced, as detailed in the Report of the Board of Directors, as a result of the application of IFRS accounting standards to the Princess portfolio companies.

The monthly and quarterly accounts for 2005 will continue to be produced based on the latest valuations provided by the general partners adjusted for subsequent capital activity. It is anticipated that these accounts will initially show a lower NAV than that in the audited accounts. However, the NAV is expected to continue to trend upwards from the unaudited December monthly figure of 81.17% as more current valuations are received from the general partners and the value of the quoted equities held in their portfolios is either realized through open market sales or revalued at a level closer to the end-2004 market price.

During the year, the mid-market price of the Princess convertible bond rose from 77.50% to 80.00%. For most of the year, the Bond was quoted at a small premium to the NAV, but this was reversed in the final quarter when the NAV increase was not reflected in the Bond price.

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 2005.

INVESTITIONSAKTIVITÄTEN INVESTMENT ACTIVITY

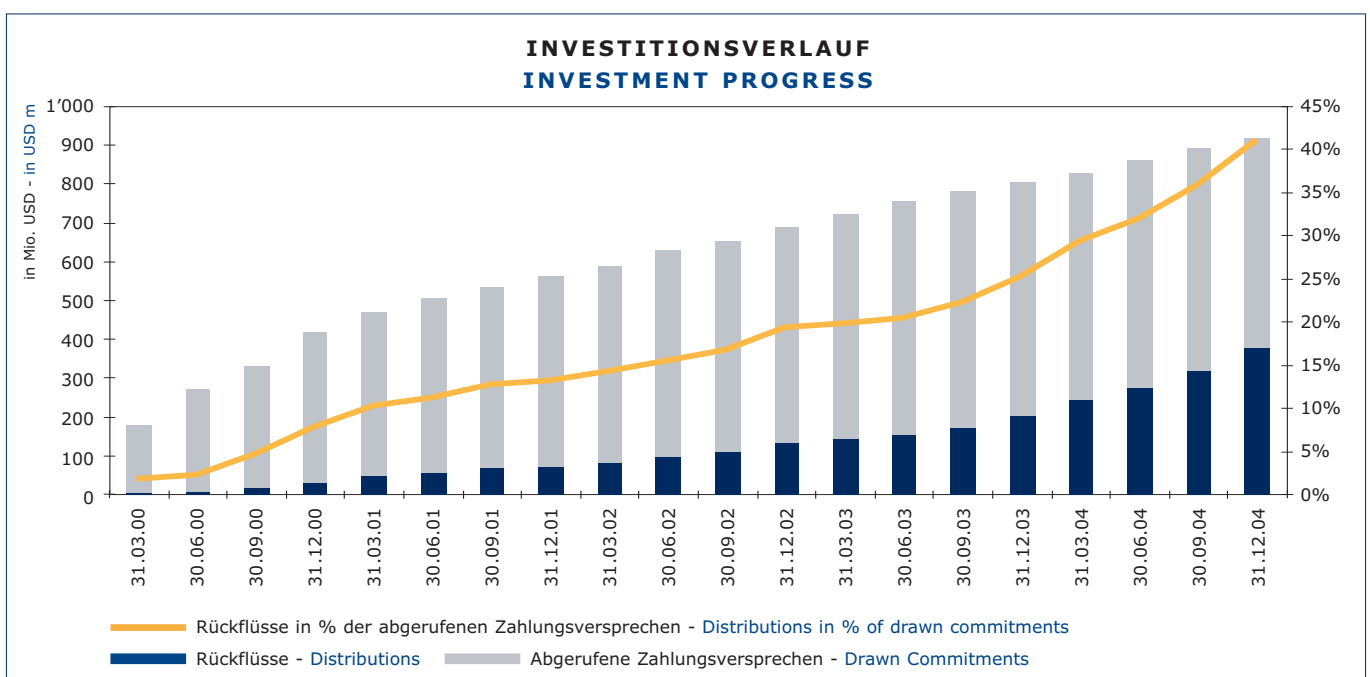
Das Princess Portfolio blieb im Berichtsjahr, nachdem es im Jahr 2003 einen Investitionsgrad von 100% erreicht hatte, weiterhin voll investiert. 2004 bediente Princess Kapitalabrufe von Partnerships in Höhe von USD 114 Mio.; 2003 waren es im selben Zeitraum USD 115 Mio. Damit steigen die von Princess getätigten Investitionen auf insgesamt USD 919 Mio. an, während ausstehende Zahlungsverprechen auf USD 223 Mio. zurückgingen. Neue Investitionen wurden vorwiegend im Buyout-Bereich getätigt, auf den insgesamt USD 63 Mio. oder 55% aller neuen Investitionen fielen (47% im Vorjahr). Venture Capital-Investitionen machten 32% des abgerufenen Kapitals aus, während in den Special Situations-Bereich 2004 nur noch 13% (im Vorjahr 18%) der Kapitalabrufe investiert wurden.

Nachdem Princess die Commitment-Tätigkeit 2001 eingestellt hatte, wurde 2004 wieder ein neues Zahlungsverprechen, und zwar an European Equity Partners (IV), abgegeben. Dies ist im wesentlichen ein Zusatzfonds, der aufgesetzt wurde, um einen zukünftigen Finanzierungsbedarf bestehender Portfoliounternehmen im European Equity Partners (III) zu bedienen und sicherzustellen, dass die Beteiligung der bestehenden Investoren am European Equity Partners (III) nicht durch fehlendes Kapital oder die Unfähigkeit, an weiteren Finanzierungsrunden teilzunehmen, unnötig verwässert wird. European Equity Partners (IV) erteilt Früh- und Spätphasenfinanzierung an Wachstumsunternehmen in Nordeuropa.

The investment level of the Princess portfolio reached 100% in 2003 and it remained fully invested over the past year. Princess funded capital calls from the partnerships to the tune of USD 114m in 2004, compared to USD 115m in 2003. This brings the total value of investments made by the Princess partnerships to USD 919m. Undrawn commitments correspondingly declined to USD 223m. New investments were made primarily in the buyout sector, which at USD 63m accounted for 55% of new investments, as compared to 47% in the previous year. Investments in venture-backed companies accounted for 32% of the total, and special situations (including mezzanine) declined from 18% to 13%.

Having halted its commitment activity in 2001, Princess made a new commitment in 2004, namely to European Equity Partners (IV). This is essentially an annex fund that has been raised to finance the future investment requirements of the existing portfolio companies in the European Equity Partners (III) fund in order to ensure that the interests of European Equity Partners (III) investors are not unnecessarily diluted due to lack of capital or an inability to participate in potential future funding rounds. European Equity Partners (IV) provides early- and later-stage capital to growth companies in Northern Europe.

Princess received around USD 174m in distributions in 2004, compared to USD 72m in 2003, bringing total distributions to date to USD 377m. Some 80% of Princess partnerships



Im Verlauf von 2004 erhielt Princess Rückflüsse aus erfolgreichen Veräußerungen in Höhe von USD 174 Mio. 2003 waren es nur USD 72 Mio. Damit sind nun insgesamt USD 377 Mio. aus Veräußerungen wieder in das Princess Portfolio zurückgeflossen. Im Berichtsjahr haben 80% der Partnerships Gelder ausgeschüttet, was ein Gradmesser für die Stärke und die Ausgeglichenheit des Princess Portfolios ist.

Special Situations-Investitionen machen zwar nur 15% des Inneren Wertes von Princess aus, haben aber 22% aller Rückflüsse im Jahr 2004 beigesteuert. Einen bedeutenden Beitrag dazu haben Chase 1998 Pool Participation Fund und Levine Leichtman Capital Partners II geleistet. Buyout-Partnerships lieferten 62% der Rückflüsse mit beachtlichen Beiträgen von Fenway Partners Capital Fund II (*Simmons Co.*), Bridgepoint Europe I «D» (*ALcontrol BV*), Silver Lake Partners (*Seagate Technology*), Graphite Capital Partners V (*Maplin Electronics*) und 3i Europartners IIIA (*Westminster Health Care*). Auf der Venture Capital-Seite kamen die meisten Rückflüsse von Schrodgers Ventures International Life Science Fund II.

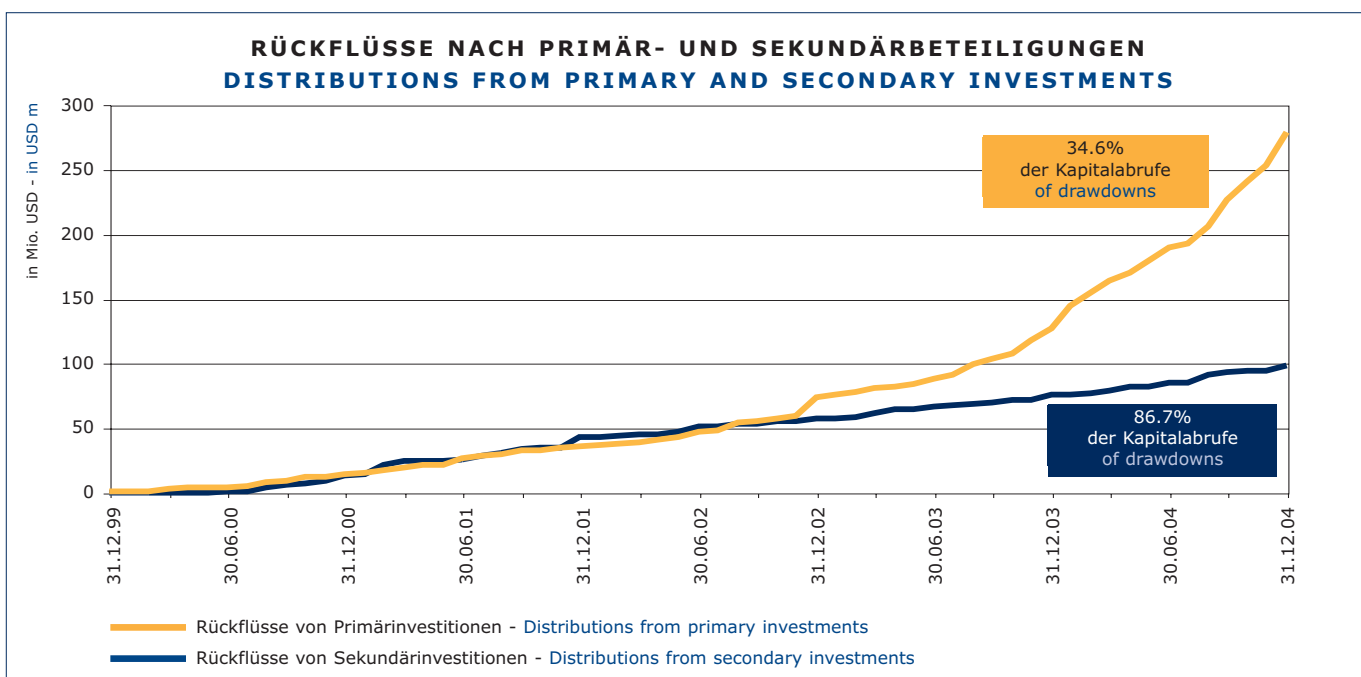
Seit Ende 2002 stammt der überwiegende Teil der Rückflüsse von Primär- und nicht mehr von Sekundärbeteiligungen. Dieser Trend hat sich 2004 sogar beschleunigt, da 87% aller Rückflüsse von Primärbeteiligungen kamen. Das ist ein weiteres Zeichen für die zunehmende Reife des Princess Portfolios.

made distributions in 2004, which serves to demonstrate the strength and diversity of the portfolio.

Special situations, which accounts for 15% of the portfolio as based on the current NAV, generated 22% of all distributions. Significant contributions came from Chase 1998 Pool Participation Fund and Levine Leichtman Capital Partners II. Buyout accounted for 62% of all distributions, with major contributions coming from Fenway Partners Capital Fund II (*Simmons Co.*), Bridgepoint Europe I "D" (*ALcontrol BV*), Silver Lake Partners (*Seagate Technology*), Graphite Capital Partners V (*Maplin Electronics*) and 3i Europartners IIIA (*Westminster Health Care*). Schrodgers Ventures International Life Science Fund II was the main source of distributions for Princess in the venture capital sector.

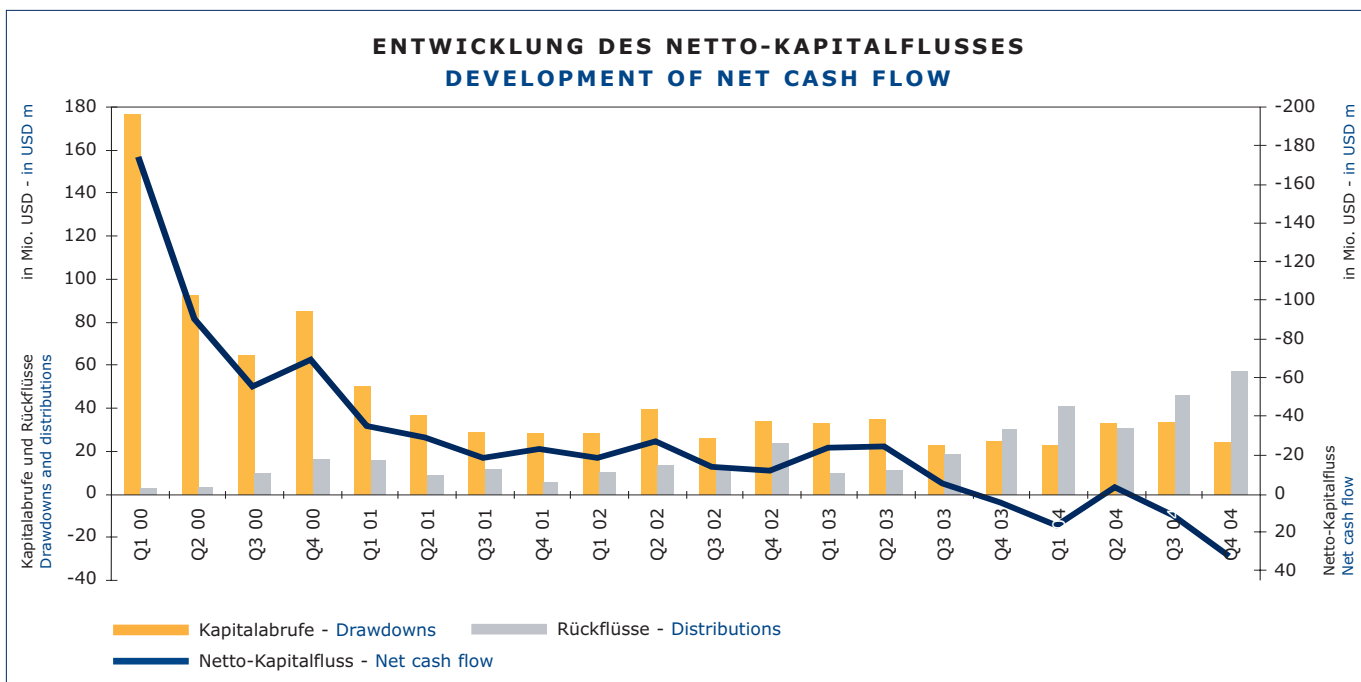
Since the end of 2002, the majority of distributions have come from primary, rather than secondary, investments. This trend accelerated in 2004 when 87% of distributions originated from primary investments. This is further evidence of the growing maturity of the Princess portfolio.

Princess has a credit facility of USD 130m available. The purpose of the credit facility is not to create any systematic or long-term leverage, but rather to cope with investment and exit flows, which normally do not perfectly coincide in time. The credit facility ensures capital calls are met and any short-term liquidity issues are avoided. At the end of 2003,



Princess steht eine Kreditlinie in Höhe von USD 130 Mio. zur Verfügung. Zweck dieser Kreditlinie ist es keineswegs, irgendeine Form von systematischem oder langfristigem Leverage zu schaffen. Vielmehr geht es darum, die Geldflüsse aus Realisierungen und Kapitalabrufen, die normalerweise zeitlich nicht zusammenfallen, auszugleichen. Die Kreditlinie stellt sicher, dass Kapitalabrufe sofort bedient werden können, ohne dass die Princess Holding kurzfristig in Liquiditätsengpässe gerät. Ende 2003 hatte der Investment Manager USD 30 Mio. der Kreditlinie für das Liquiditätsmanagement ausgenutzt. Die Ausnutzung der Kreditlinie stieg bis August 2004 auf USD 49 Mio. an, konnte im Anschluss aufgrund des sehr starken, positiven Cashflows aus den Private Equity-Investitionen bis zum Jahresende auf USD 10 Mio. zurückgefahren werden. Die gesamte Kreditlinie bleibt weiterhin verfügbar.

the Investment Manager had used USD 30m of the credit facility for cash management purposes. Credit utilization peaked at USD 49m in August 2004, thereafter the strong positive cash flow from private equity realizations enabled repayment of some of the facility so that by the end of the year just USD 10m was outstanding. The full credit facility is available if required.



PORTFOLIO-ALLOKATION

PORTFOLIO ALLOCATION

Der Investment Manager zielt darauf ab, ein global diversifiziertes Private Equity-Portfolio für die 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 Investitionsstile. 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 breit diversifizierten Portfolios) wurde 2001 die Entscheidung gefällt, keine weiteren Zahlungsverprechen mehr abzugeben, bis eine nachhaltige Erholung der Märkte zu erkennen ist.

So wurden auch in den Jahren 2002 und 2003 keine weiteren Zahlungsverprechen abgegeben und 2004 lediglich ein neues Commitment gesprochen, dieses allerdings an einen Zusatzfonds, um Folgeinvestitionen in einem früheren Fonds zu finanzieren. Während der Investment Manager die Bedeutung der Diversifikation nach Lancierungsjahren immer betont hat, wirkt sich das Auslassen der Lancierungsjahre 2002, 2003 und eines Grossteils von 2004 nur unwesentlich auf das Princess Portfolio aus: obwohl keine neuen Zahlungsverprechen abgegeben wurden, haben die Princess Partnerships weiterhin investiert. In Bezug auf Investitionsmöglichkeiten im Jahr 2004 wird Princess von den attraktiven Bewertungen durch Neuinvestitionen in Höhe von USD 114 Mio. profitieren können. Zusätzlich stehen weitere, noch nicht abgerufene Zahlungsverprechen von rund USD 223 Mio. für Investitionen im Jahr 2005 und darüber hinaus zur Verfügung.

Einige Partnerships aus frühen Lancierungsjahren nähern sich dem Ende ihres Investitionszeitraumes. In manchen Fällen haben die Partnerships um eine Verlängerung desselben ersucht, da es in früheren Jahren zum Teil schwierig war, geeignete Investitionsmöglichkeiten zu identifizieren. Auf Vorschlag von seinen Sub-Managern und Sub-Advisern wird der Investment Manager diese Ersuchen von Fall zu Fall prüfen.

Im Jahr 2004 hat sich die Portfolio-Allokation nach Finanzierungsstadien – basierend auf dem Wert der Private Equity-Investitionen – leicht vom Special Situations-

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, geographic regions, industry sectors, vintage years and investment styles. 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 any more 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 and only one commitment, essentially an annex fund to finance follow-on investments in an earlier fund, was made in 2004. While the Investment Manager has always stressed the importance of vintage year diversification, omitting the 2002, 2003 and the bulk of 2004 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 during these years. In terms of 2004 investment opportunities, Princess will benefit from the attractive company valuations through the USD 114m invested by its portfolio partnerships. With approximately USD 223m remaining in undrawn commitments, Princess will continue to fund new investments through its existing commitments to partnerships in 2005 and beyond.

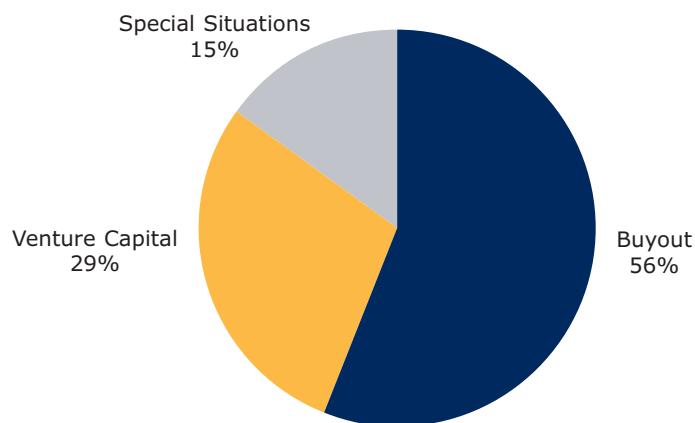
A number of the older vintage partnerships are approaching the end of their investment periods. In several instances, the general partners have sought to extend the investment period on the grounds that at the beginning it had proved difficult to identify suitable investment opportunities. Following advice from its sub-managers and sub-advisors, the Investment Manager will consider such extensions on a case-by-case basis.

In 2004, portfolio allocation by financing stage (based on the total value of investments) saw a slight shift towards the venture capital and away from the special situations sector. Venture exposure increased from 26% to 29%, while special situations exposure declined from 17% to 15%. The buyout sector remains dominant but unchanged

Bereich in Richtung Venture Capital verschoben. Dessen Anteil stieg von 26% auf 29%, während jener von Special Situations-Investitionen von 17% auf 15% abnahm. Der Buyout-Bereich blieb unverändert bei 56%. Der Venture Capital-Bereich profitierte von der Neubewertung vieler Portfoliounternehmen und hat ausserdem einen verhältnismässig höheren Anteil von Neuinvestitionen erhalten.

at 56%. The venture capital sector gained from portfolio company revaluations and received a proportionally higher share of the new investment made in 2005.

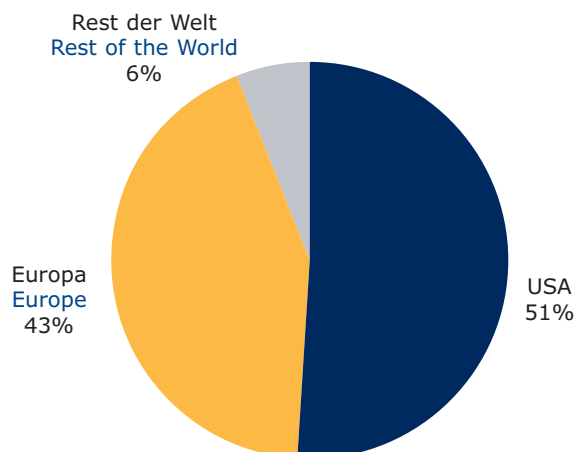
WERT DER INVESTITIONEN NACH FINANZIERUNGSSTADIEN VALUE OF INVESTMENTS BY FINANCING STAGES



Die geografische Allokation des Portfolios blieb im Vergleich zu 2003 nahezu unverändert. Ende 2004 waren 51% des Portfolios in Nordamerika, 43% in Europa und 6% (im Vorjahr noch 4%) im Rest der Welt, unter anderem in Asien und Lateinamerika, investiert.

The geographical allocation of the portfolio remained broadly unchanged compared to the previous year. At year-end, 51% of the portfolio was invested in Northern America, 43% in Europe and 6% – up from 4% a year ago – in the rest of the world, including Asia and Latin America.

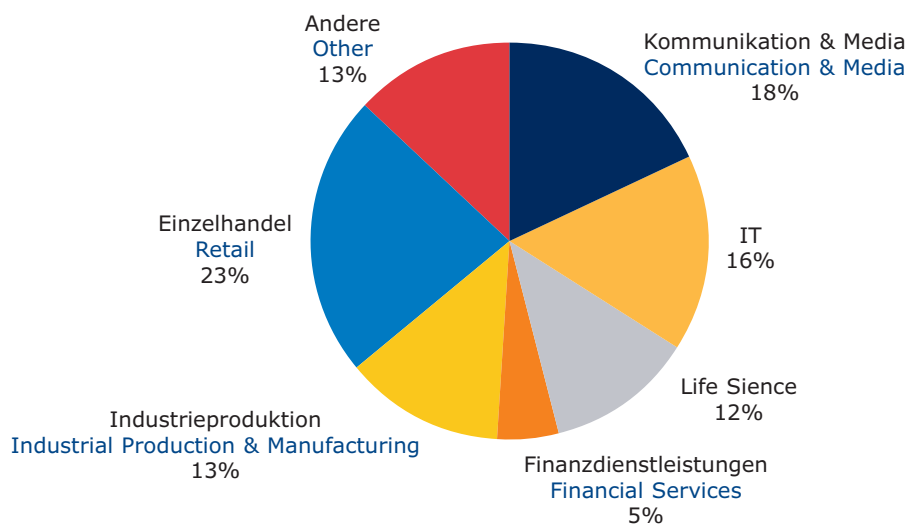
WERT DER INVESTITION NACH GEOGRAFISCHEN REGIONEN VALUE OF INVESTMENTS BY GEOGRAPHIC REGIONS



Das Princess Portfolio ist nach Industriesektoren breit diversifiziert: diese Diversifikation vergrösserte sich im Jahr 2004 nochmals, da der grösste Sektor, Einzelhandel, zu Gunsten von Kommunikation & Medien etwas einbüsste. Die Partnerships, in die Princess investiert ist, sind ihrerseits an über 2'500 Unternehmen beteiligt. Somit ist das Portfolio nicht übermässig, weder einem Einbruch in einem einzelnen Industriesektor noch der schwachen Entwicklung eines einzelnen Unternehmens ausgesetzt ist.

The Princess portfolio is broadly diversified by industry, however, the degree of diversification increased still further in 2004 when exposure to the largest sector, i.e. retail, declined slightly and that to communication and media increased. The partnerships in which Princess is invested have, in turn, invested in around 2,500 companies. In this way, the portfolio is not unduly exposed to a downturn in any particular sector or to poor performance by any individual company.

WERT DER INVESTITIONEN NACH INDUSTRIESEKTOREN
VALUE OF INVESTMENTS BY INDUSTRY SECTORS



Die nachfolgenden Seiten zeigen eine detaillierte Übersicht über das Princess Portfolio und beschreiben einige der interessantesten Transaktionen, an denen Princess Portfolio-unternehmen im Jahr 2004 beteiligt waren.

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

in USD

Manager	Partnership	Fondvolumen/ Fund Size	Zahlungs- versprechen/ Amount Committed	Beteiligung in %/ % owned	Abrufe in % / % Drawn Down	Lancierungs- jahr / Vintage Year
PRIMÄRINVESTITIONEN						
PRIMARY INVESTMENTS						
Europa - Buyout						
Europe - Buyout						
3i Plc	3i Europartners IIIA, L.P.	1,348,623,000	27,108,000	2.0	89.0	1999
Suez Capital Partenaires SAS	Astorg II, FCPR	252,002,745	12,740,760	5.1	97.0	1998
Botts & Company Limited	Botts Capital Partners, L.P.	248,161,848	38,362,000	15.5	100.0	1998
Bridgepoint Capital Limited	Bridgepoint Europe I 'D', L.P.	401,961,831	38,362,000	9.5	94.6	1998
Graphite Capital Management Limited	Graphite Capital Partners V "A", L.P.	351,491,825	10,549,550	3.0	84.5	1999
Graphite Capital Management Limited	Graphite Capital Partners V "F", L.P.	351,491,825	8,631,450	2.5	84.2	1999
Industri Kapital 2000 Limited	Industri Kapital 2000, L.P.	2,846,340,000	13,554,000	0.5	92.5	1999
B & S Investments Limited	Italian Private Equity Fund III, L.P.	406,620,000	5,421,600	1.3	92.1	2000
Mercapital Servicios Financieros	Mercapital Spanish Private Equity Fund II, L.P.	813,240,000	9,487,800	1.2	68.0	2000
Nordic Capital	Nordic Capital IV, L.P.	926,789,530	20,278,215	2.2	91.9	2000
Palamon Capital Partners	Palamon European Equity 'C', L.P.	595,940,917	13,554,000	2.3	94.0	1999
Partners Private Equity Management Inc.	Partners Private Equity, L.P.	131,625,000	9,406,800	7.1	100.0	1998
Permira Europe	Permira Europe II, L.P.	4,472,820,000	27,108,000	0.6	86.9	2000
Quadriga Capital Limited	Quadriga Capital Private Equity Fund II, L.P.	360,362,817	9,702,070	2.7	78.0	1999
Segulah Management II Limited	Segulah II, L.P.	127,677,650	12,767,765	10.0	85.6	1999
Warburg Pincus International Partners	Warburg Pincus International Partners, L.P.	2,500,000,000	5,000,000	0.2	74.0	2000
Europa - Venture Capital						
Europe - Venture Capital						
Abingworth Management Limited	Abingworth Bioventures III, L.P.	225,000,000	2,500,000	1.1	77.1	2001
Elderstreet Investments Limited	Elderstreet Capital Partners, L.P.	109,329,782	13,426,700	12.3	85.6	1999
Zouk Ventures Limited	European E-Commerce Fund	75,800,000	5,000,000	6.6	98.4	1999
EEP Managers Limited	European Equity Partners (III), L.P.	41,407,470	4,066,200	9.8	92.3	1999
EEP Managers Limited	European Equity Partners (IV), L.P.	14,231,700	813,240	5.7	35.0	2004
GMT Communications Partners Limited	GMT Communications Partners II, L.P.	490,189,491	18,975,600	3.9	56.9	2000
Galileo Partners	Galileo III, L.P.	214,093,901	5,692,680	2.7	53.4	2000
Index Ventures	Index Ventures I (Jersey), L.P.	183,453,456	10,000,000	5.5	98.7	1998
Merlin Capital Partners	Merlin Biosciences Fund, L.P.	334,714,675	6,777,000	2.0	87.3	2000
SVLS Management Advisers Inc.	Schroder Ventures Int'l Life Science Fund II, L.P.	279,964,000	20,000,000	7.1	99.0	1998
Wellington Partners Verwaltungs GmbH	Wellington Partners II, L.P.	150,449,400	5,421,600	3.6	76.0	2000
Europa - Special Situations						
Europe - Special Situations						
Coller Capital Limited	Coller International Partners III, L.P.	444,880,980	12,000,000	2.7	96.4	1999
Doughty Hanson & Co	Doughty Hanson & Co. European Real Estate Fund	616,350,000	10,000,000	1.6	56.3	1999
Intermediate Capital Group plc	ICG Mezzanine Fund 2000 L.P. No. 2	227,029,500	13,554,000	6.0	97.6	2000
Mezzanine Management Limited	Mezzanine Management Fund III, L.P.	528,926,900	15,000,000	2.8	90.6	1999
Rutland Fund Management Limited	The Rutland Fund	402,191,044	12,467,650	3.1	66.6	2000
Nordamerika - Buyout						
North America - Buyout						
American Securities Associates	American Securities Partners III, L.P.	650,000,000	5,000,000	0.8	58.1	2001
Apollo Management, L.P.	Apollo Investment Fund V, L.P.	3,741,951,000	10,000,000	0.3	87.6	2001
The Blackstone Group	Blackstone Communications Partners I, L.P.	2,018,600,000	10,000,000	0.5	42.0	2000
Bruckmann, Rosser, Sherrill & Co., Inc.	Bruckmann, Rosser, Sherrill & Co. II, L.P.	767,200,000	15,000,000	2.0	67.9	1999
Carlyle Group	Carlyle Partners III, L.P.	3,800,000,000	10,000,000	0.3	91.0	1999
Fenway Partners, Inc.	Fenway Partners Capital Fund II, L.P.	909,090,909	30,500,000	3.4	88.6	1998
Heritage Partners, Inc.	Heritage Fund III, L.P.	843,434,343	10,000,000	1.2	69.6	1999
INVESCO Private Capital, Inc.	INVESCO U.S. Buyout Partnership Fund II, L.P.	87,897,373	30,000,000	34.1	69.4	2000
Kohlberg & Company, L.L.C.	Kohlberg TE Investors IV, L.P.	576,044,250	10,000,000	1.7	84.5	2000
Silver Lake Partners	Silver Lake Partners, L.P.	2,247,940,000	30,000,000	1.3	90.6	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	79.4	2000
Thomas H. Lee Company	Thomas H. Lee Parallel Fund V, L.P.	1,207,817,197	10,000,000	0.8	61.8	2000
Tailwind Capital Partners	Thomas Weisel Capital Partners, L.P.	1,070,741,483	10,000,000	0.9	99.3	1999
Vestar Capital Partners	Vestar Capital Partners IV, L.P.	2,480,350,000	5,000,000	0.2	67.6	1999
Nordamerika - Venture Capital						
North America - Venture Capital						
Apax Partners	APAX Excelsior VI, L.P.	926,868,686	5,000,000	0.5	72.4	2000
Access Technology Partners	Access Technology Partners, L.P.	272,676,768	15,000,000	5.5	100.0	1999
Advanced Technology Partners	Advanced Technology Ventures VI, L.P.	400,000,000	5,000,000	1.3	90.0	2000
Austin Ventures	Austin Ventures VII, L.P.	825,000,000	5,000,000	0.6	88.5	1999
Battery Ventures	Battery Ventures VI, L.P.	845,474,497	4,207,500	0.5	87.1	2000
Cardinal Health Partners	Cardinal Health Partners II, L.P.	117,474,747	5,000,000	4.3	63.6	2000
Catterton Partners	Catterton Partners IV Offshore, L.P.	400,000,002	15,000,000	3.7	100.0	1999
INVESCO Private Capital, Inc.	Chancellor V, L.P.	225,740,230	20,000,000	8.9	68.7	1999

Columbia Capital	Columbia Capital Equity Partners III (Cayman), L.P.	253,835,100	10,000,000	3.9	70.5	2000
Crescendo Ventures	Crescendo IV, L.P.	585,808,081	7,000,000	1.2	82.5	2000
Dolphin Communications	Dolphin Communications Fund, L.P.	125,606,061	10,000,000	8.0	98.2	1998
Draper Fisher Jurvetson	Draper Fisher Jurvetson Fund VII, L.P.	643,080,808	5,000,000	0.8	60.3	2000
EnerTech Capital Partners	EnerTech Capital Partners II, L.P.	234,194,600	5,000,000	2.1	70.0	2000
INVESCO Private Capital, Inc.	INVESCO Venture Partnership Fund II, L.P.	341,877,575	60,000,000	17.6	78.4	1999
Partners Private Equity Management Inc.	INVESCO Venture Partnership Fund II-A, L.P.	40,404,040	34,356,456	99.0	67.7	2000
Infinity Capital Ventures	Infinity Capital Venture Fund 1999, L.P.	199,013,258	10,000,000	5.0	91.5	1999
Lightspeed Venture Partners	Lightspeed Venture Partners VI, L.P.	880,838,323	8,000,000	0.9	55.4	2000
Menlo Ventures	Menlo Ventures IX, L.P.	1,515,151,515	10,000,000	0.7	55.0	2000
Morgan Stanley Dean Witter & Co	Morgan Stanley Dean Witter Venture Partners IV, L.	487,000,000	5,000,000	1.0	88.7	1999
Morgenthaler Partners	Morgenthaler Partners VII, L.P.	868,917,526	3,000,000	0.3	50.0	2001
Prism Venture Partners	Prism Venture Partners IV, L.P.	428,838,388	2,000,000	0.5	57.0	2001
Sevin Rosen Funds	Sevin Rosen VIII, L.P.	600,426,500	3,430,000	0.6	67.2	2000
Sierra Ventures	Sierra Ventures VIII-A, L.P.	495,172,803	10,000,000	2.0	50.0	2000
Summit Partners	Summit Ventures VI-B, L.P.	590,161,626	5,000,000	0.8	48.5	2000
TA Associates	TA IX, L.P.	2,000,100,000	10,000,000	0.5	63.5	2000
TH Lee Internet Partners	TH Lee Putnam Ventures Parallel, L.P.	432,018,616	10,000,000	2.3	81.1	1999
TL Ventures	TL Ventures V, L.P.	685,506,000	10,000,000	1.5	57.0	2000
Vortex Partners	Vortex Corporate Development Fund, L.P.	46,230,400	2,920,000	8.7	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	62.9	2000
Nordamerika - Special Situations						
North America - Special Situations						
The Blackstone Group	Blackstone Mezzanine Partners, L.P.	1,141,000,000	4,000,000	0.4	62.8	1999
Canterbury Capital Partners	Canterbury Mezzanine Capital II, L.P.	243,181,818	10,000,000	4.1	87.8	1999
Levine Leichtman Capital Partners II, Inc.	Levine Leichtman Capital Partners II, L.P.	349,455,000	30,000,000	8.6	100.0	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	84.7	1999
Pegasus Capital Advisors	Pegasus Partners II, L.P.	561,050,000	4,000,000	0.7	95.9	1999
Providence Equity Partners, Inc.	Providence Equity Partners IV, L.P.	2,755,511,022	10,000,000	0.4	77.8	2000
TCW/Crescent Mezzanine, L.L.C.	TCW/Crescent Mezzanine Partners III, L.P.	979,515,000	10,000,000	1.0	75.2	2001
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	67.0	2001
The Exxel Group S.A.	Exxel Capital Partners VI, L.P.	441,382,766	5,000,000	1.1	51.3	2000
Newbridge Capital Ltd	Newbridge Asia III, L.P.	724,000,000	5,000,000	0.7	83.4	2000
Enterprise Investors	Polish Enterprise Fund IV, L.P.	216,666,666	5,000,000	2.3	94.8	2000
Unison Capital, Inc.	Unison Capital Partners, L.P.	370,279,600	6,138,859	1.7	76.9	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	67.5	2000
Crimson Capital	Crimson Velocity Fund, L.P.	313,499,929	5,000,000	1.6	71.6	2000
Genesis Partners	Genesis Partners II LDC	263,407,775	10,000,000	3.8	76.0	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	284,090,909	12,000,000	4.2	78.0	2000
Manager	Partnership	Fondvolumen/ Fund Size	Zahlungs- versprechen/ Amount Committed	Beteiligung in %/ % owned	Abrufe in % / % Drawn Down	Lancierungs- jahr / Vintage Year
SEKUNDÄRINVESTITIONEN						
SECONDARY INVESTMENTS						
Chase Capital Partners	Chase 1998 Pool Participation Fund, L.P.	252,525,252	20,000,000	7.9	98.4	1998
Coller Capital Limited	Coller International Partners III NW1, L.P.	217,972,030	24,935,300	11.4	79.8	1994
Coller Capital Limited	Coller International Partners III NW2, L.P.	220,696,206	29,730,550	13.5	91.6	1996
Doughty Hanson & Co	Doughty Hanson & Co. Fund III, L.P.	2,660,000,000	6,784,269	0.3	91.7	1997
Partners Group	Partners Group SPP1 Limited	310,219,000	40,000,000	12.9	92.8	1996
Cinven	Second Cinven Fund (No.2), L.P.	1,735,880,500	9,830,263	0.6	96.1	1998
William Blair & Company LLC	William Blair Capital Partners VI, L.P.	269,655,000	2,000,000	0.7	96.2	1998

AUSGEWÄHLTE INVESTITIONEN IM JAHR 2004

SELECTED INVESTMENTS IN 2004

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

Im Januar hat ein Private Equity-Konsortium bestehend aus Thomas H. Lee Partners, Providence Equity Partners und Bain Capital die *Warner Music Group (WMG)* für USD 2.6 Mrd. von Time Warner, dem weltweit führenden Medien- und Unterhaltungskonzern, übernommen. WMG ist der weltweit grösste unabhängige Musikkonzern und die Muttergesellschaft einiger der bekanntesten Plattenfirmen wie z.B. Atlantic, Elektra, Maverick, Warner Bros. und Word. Bereits Anfang März wurden erste Restrukturierungsmaßnahmen bekannt gegeben, die darauf zielen, die Organisation des Unternehmens effizienter zu gestalten und die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens in der Musikbranche auch im heutigen Umfeld zu gewährleisten.

Polish Enterprise Fund IV, L.P.

Eine internationale Investorengruppe, darunter Enterprise Investors, der Manager von Polish Enterprise, hat im Februar ein Abkommen mit der bulgarischen Regierung geschlossen, 65% der *Bulgarian Telecommunications (BTC)* für EUR 280 Mio. zu erwerben. Dies ist eine der grössten je in Osteuropa durchgeführten Private Equity-Transaktionen. Das Geschäft wird als Test für Bulgariens Offenheit gegenüber Auslandsinvestitionen im Hinblick auf den angestrebten EU-Beitritt 2007 gewertet. BTC betreiben momentan 2.9 Mio. Telefonleitungen, davon 85% in Wohnvierteln. Die Investoren planen, ein modernisiertes Telefonsystem und die Digitalisierung der Telefonleitungen zu realisieren. Ausserdem wollen sie das Angebot an Firmenkunden mit Daten- und Internet-Dienstleistungen erweitern, Nicht-Kerngeschäfte aufgliedern und ein moderneres Fakturierungssystem einrichten.

Advent Latin American Private Equity Fund II, L.P.

Im Februar hat Advent International sämtliche Aktien von *OCA S.A.*, Argentinien's grösstem Privatkurier und Postdienstleister, für einen nicht genannten Betrag erworben. Die Transaktion war eine der ersten Private Equity-Transaktionen in Argentinien nach der Währungsabwertung zwei Jahre zuvor. OCA wurde 1961 als erster Privatkurier in Argentinien gegründet, einem der wenigen Länder, die einen deregulierten Postmarkt kennen. Heute beschäftigt die Firma 5'500 Angestellte und zählt über 8'000 Geschäftskunden. «OCA hat ein überzeugendes Geschäftsmodell, ein erfahrenes Management, einen möglicherweise stabilen Cashflow und eine attraktive Ertragslage», sagte der CEO von Advent Lateinamerika.

Fenway Partners Capital Fund II, L.P.

Im März hat Fenway Partners die *American Achievement Corp. (AAC)* von Castle Harlan erworben. AAC ist

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

In January, a private equity consortium that included Thomas H. Lee Partners, Providence Equity Partners and Bain Capital acquired *Warner Music Group (WMG)* for USD 2.6bn from Time Warner, the world's leading media and entertainment company. WMG is the largest privately-held independent music company and is home to a collection of the best-known record labels in the music industry including Atlantic, Elektra, Maverick, Warner Bros. and Word. At the beginning of March, WMG announced a series of restructuring initiatives aimed at creating a more efficient organization better able to compete in the challenging business environment of today's music industry.

Polish Enterprise Fund IV, L.P.

In February, an international group of investors, including Enterprise Investors, the manager of the Polish Enterprise fund, reached a deal with the Bulgarian government to acquire 65% of state-run *Bulgarian Telecommunications (BTC)* for EUR 280m. This investment is one of Eastern Europe's biggest-ever private equity deals. The transaction has also been seen as a test of Bulgaria's openness to foreign investment in connection with their aspirations to join the European Union in 2007. The investors' plan for the company includes upgraded telephone access and the digitization of phone lines. BTC currently operates 2.9m phone lines, 85% of which are residential. The investors aim to expand the company's offerings into the corporate and commercial markets by including data and internet services, to outsource non-core functions of the company and institute a more modern billing system.

Advent Latin American Private Equity Fund II, L.P.

In February, Boston-based Advent International acquired 100% of the shares of *OCA S.A.*, the largest private courier and postal services company in Argentina for an undisclosed amount. The transaction is one of the first major investments by a private equity firm in Argentina since the currency devaluation in January 2002. OCA was founded in 1961 as the first private courier company in Argentina, one of the few countries in the world with a deregulated postal market. Currently the company has 5,500 employees that serve more than 8,000 corporate customers. "OCA has a compelling business model, experienced management, and potentially attractive profitability and cash flow," said the chief executive of Advent's Latin American operations.

Fenway Partners Capital Fund II, L.P.

In March, Fenway Partners completed the secondary buy-out of *American Achievement Corporation (AAC)* for approximately USD 420m from Castle Harlan. AAC is a leader in

Marktführer für Produkte rund um die Schule, darunter Klassenringe und Schuljahresbücher sowie andere einmalige Produkte, die an die Schul- und Universitätszeit erinnern. Die Branche ist stabil und hat hohe Eintrittsbarrieren, welche AAC mit ihrer starken Marktposition und hohen Kapitalrendite zu einer attraktiven Investition machen. Seit der Übernahme durch Fenway hat AAC ihre Kostenstruktur deutlich reduziert und ihre operative Leistung wesentlich verbessert. All dies hat es Fenway erlaubt, im November eine Umschuldung vorzunehmen und dadurch 80% der ursprünglichen USD 101 Mio. Eigenkapitalinvestition unter Beibehaltung der vollen Eigentümerschaft zurückzuholen.

Warburg Pincus International Partners, L.P.

Silver Lake Partners L.P.

Im Mai haben Warburg Pincus und Silver Lake Partners gemeinsam mit Bain Capital LLC *UGS PLM Solutions* von Electronic Data Systems übernommen. UGS PLM Solutions ist der weltweit führende Anbieter von Software für das Management von Produkt-Lebenszyklen (PLM). PLM wird von Organisationen weltweit zur digitalen Verwaltung von kompletten Produkt-Lebenszyklen verwendet, um so Entwicklungs- und Herstellungskosten zu reduzieren. UGS PLM Solutions hat weltweit ungefähr 42'000 Kunden und hat für das Jahr 2003 einen Nettogewinn von USD 150 Mio. bekannt gegeben. Das Unternehmen ist überzeugt, dass es als unabhängiges Unternehmen optimal positioniert ist, um vom erwarteten starken Wachstum im PLM-Markt profitieren zu können. Mit einem Transaktionsvolumen von USD 2.05 Mrd. ist dies die grösste Private Equity-Investition, die weltweit je in ein Technologie-Unternehmen getätigt wurde.

Thomas H. Lee Parallel Fund V, L.P.

Im Juni hat Thomas H. Lee Partners eine Beteiligung am Derivate- und Futures-Händler *Refco Group Ltd.* erworben. Refco ist in 14 Ländern tätig, verwaltet ein Vermögen von USD 20 Mrd. und hat 3'000 Mitarbeiter sowie 250'000 Kunden sowohl im institutionellen wie auch im Retailbereich. Refcos Tochterunternehmen sind Mitglieder an den grossen US-amerikanischen und internationalen Börsen und gehören zu den aktivsten Teilnehmern des Futures-Handels in Chicago, New York, London, Frankfurt, Paris und Singapur. «Wir gehen davon aus, dass Refco weiterhin organisch in einem gesunden Mass wachsen wird und wir werden Refco dabei unterstützen, weltweit strategische Akquisitionen zu tätigen», meint Scott Schoen von Thomas H. Lee.

Carlyle Partners III, L.P.

Gemeinsam mit Kyocera Corp. hat die Carlyle Group im Juni *DDI Pocket* von KDDI für USD 2 Mrd. übernommen. DDI Pocket ist Japan's Marktführer für die Lieferung von

school-related affinity products including yearbooks, class rings and other once-in-a-lifetime products that commemorate a student's high school or collegiate years. The industry is stable with high barriers to entry which – when combined with AAC's strong market position and high return on capital – made it an attractive investment. Since the acquisition, AAC has aggressively reduced its cost structure and materially improved its operating performance, allowing Fenway to complete a debt offering in November that resulted in the recovery of 80% of its USD 101m equity investment while retaining full ownership.

Warburg Pincus International Partners, L.P.

Silver Lake Partners L.P.

In May, Warburg Pincus and Silver Lake Partners, together with Bain Capital LLC, purchased *UGS PLM Solutions* from Electronic Data Systems. UGS is a leading global provider of product lifecycle management (PLM) software. PLM is used by organizations around the world to digitally manage a product's complete lifecycle and thereby reduce development and manufacturing costs. UGS has approximately 42,000 clients and reported a net income of USD 140m for 2003. The company believes that as an independent software company it will be optimally placed to benefit from the strong growth expected in the PLM market. At USD 2.05bn, the transaction is the largest private equity investment ever made in a technology company.

Thomas H. Lee Parallel Fund V, L.P.

In June, Thomas H. Lee Partners acquired an ownership stake in derivatives and futures broker *Refco Group Ltd.* Refco has operations in 14 countries, USD 20bn in total assets, approximately 3,000 employees and an extensive global client base of 250,000 institutional and retail customers. Refco's worldwide subsidiaries are members of principal US and international exchanges, and are among the most active members of futures exchanges in Chicago, New York, London, Frankfurt, Paris and Singapore. "Our expectation is that it will continue to grow organically at a healthy rate," Scott Schoen from Thomas H. Lee said, "and we will support Refco as it pursues strategic acquisitions on a global basis."

Carlyle Partners III, L.P.

The Carlyle Group, in partnership with Kyocera Corp., acquired *DDI Pocket* from KDDI for USD 2bn in June. DDI Pocket is Japan's market leader in the provision of wireless voice and data services to corporate and individual customers, with some 3m customers and a network of more than 160,000 base stations. As the market leader, Carlyle sees DDI Pocket as being well positioned to benefit from the growth in demand for corporate mobile data services.

drahtlosen Sprach- und Datendiensten an Unternehmen und Privatpersonen. Das Unternehmen hat um die drei Millionen Kunden und ein Netzwerk von über 160'000 Basisstationen. Als Marktführer erachtet die Carlyle Group DDI Pocket gut positioniert, um von der wachsenden Nachfrage nach mobilen Datendiensten für Unternehmen zu profitieren.

The Rutland Fund

Rutland hat im Juli für rund GBP 40 Mio. den Kohlekraftwerkbesitzer *Uskmouth Power Company* übernommen. Das Unternehmen stand zum Zeitpunkt der Übernahme unter Konkursverwaltung und war nicht in Betrieb. Rutland war in der Vergangenheit erfolgreich darin, wenig rentierende Unternehmen zu erwerben und gemeinsam mit dem Management wieder Wert zu schaffen. Im November hat Rutland von der Turnaround Finance Group die Auszeichnung als «Bester Eigenkapitalgeber» erhalten.

TPG Partners III, L.P.

Silver Lake Partners, L.P.

Im Juli haben die Princess Partnerships Texas Pacific Group und Silver Lake Partners den Technologiebereich Sniffer Technologies, welchen sie als eigenständiges Unternehmen unter dem Namen *Network General Corporation* weiterführen werden, für USD 235 Mio. von Network Associates erworben. Network General wird Sniffer-Produkte entwickeln und verkaufen. Für die neuen Investoren ist Network General gut positioniert, um Marktführer im wachsenden Weltmarkt für Netzwerkmanagement und Performance-Lösungen zu werden.

Silver Lake Partners, L.P.

Silver Lake Partners hat im August eine endgültige Vereinbarung unterzeichnet, USD 500 Mio. in *Thomson SA*, den führenden Anbieter von integrierten Technologielösungen für die Unterhaltungs- und Medienindustrie, zu investieren. Thomsons Aktionäre haben der Investition im September zugestimmt. Dies war Silver Lake Partners' grösste Investition bis zu diesem Zeitpunkt und die erste gemeinsame Investition mit dem kurz vorher aufgelegten Nachfolgefonds Silver Lake Partners II. Thomson beschäftigt 60'000 Mitarbeiter und weist einen Jahresumsatz von EUR 8 Mrd. aus. Während Thomson auch weiterhin im Bereich Konsumentenelektronik präsent bleiben wird, hat sich das Unternehmen als führender Anbieter von Technologielösungen für die Unterhaltungs- und Medienbranche repositioniert. Silver Lake's Investition wird dazu beitragen, die Entwicklung dieser digitalen Mediendienstleistungen zu beschleunigen.

The Rutland Fund

Rutland acquired *Uskmouth Power Company*, the owner of a coal-fired power station in South Wales, for around GBP 40m in July. The company was in administrative receivership and was not operational at the time of acquisition. Rutland has a track record of acquiring underperforming assets and working with the management to create value. In November, Rutland received the 'Best Equity Provider' award from the Turnaround Finance Group.

TPG Partners III, L.P.

Silver Lake Partners, L.P.

In July, Princess partnerships Texas Pacific Group and Silver Lake Partners completed the acquisition of the Sniffer Technologies division from Network Associates for USD 235m. A new stand-alone company called *Network General Corporation* has been formed, which will develop and sell Sniffer products. Network General is seen by the new investors as being well positioned to grow as a leader in the expanding global market place for network management and performance solutions.

Silver Lake Partners, L.P.

In August, Silver Lake Partners entered into a definitive agreement to invest USD 500m in *Thomson SA*, a leading provider of integrated technology solutions for the entertainment and media industries. Thomson's shareholders approved the investment in September. This was Silver Lake's largest investment at the time and the first co-investment for its shortly before launched Silver Lake Partners II fund. Thomson has 60,000 employees and EUR 8bn in annual revenue. While maintaining its consumer electronics presence, the company has repositioned itself as a leading provider of technology-based solutions for the entertainment and media industry, and this investment will help accelerate the development of these digital media services.

Apax Excelsior VI, L.P.

In August, German company Bayer AG spun out its biotech respiratory program into a new, independent company, *Aerovance Inc.* Aerovance has received USD 32m in funding from a private equity syndicate led by Apax Partners. It will focus on developing respiratory therapies for asthma and cystic fibrosis. In exchange for a minority equity stake, Bayer has relinquished the rights to two respiratory drugs now in development as well as additional research-stage and preclinical programs in respiratory disease to Aerovance. The transaction reflects both the desire of pharmaceutical companies to manage aggressively the rocketing costs of drug development and the appetite among private equity firms for emerging biotech therapies.

Apax Excelsior VI, L.P.

Die deutsche Bayer AG hat im August ihr biotechnologisches Programm für Atemwegserkrankungen in eine neue Gesellschaft, *Aerovance Inc.*, ausgegliedert. Aerovance, das auf die Entwicklung von Therapien zur Behandlung von Asthma und Muskoviszidose ausgerichtet ist, hat unter der Führung von Apax Partners eine Finanzierung von USD 32 Mio. erhalten. Bayer hat für einen Minderheitsanteil die Rechte an einem klinischen und einem fortgeschrittenen präklinischen Produkt sowie präklinische Programme für Atemwegserkrankungen an Aerovance abgetreten. Die Transaktion reflektiert den Wunsch von Pharmaunternehmen, die explodierenden Kosten bei der Entwicklung von Arzneimitteln in Griff zu bekommen, sowie das Interesse von Private Equity-Firmen an aufstrebenden Biotech-Unternehmen.

Apollo Overseas Partners V, L.P.

Im August hat Apollo Management *Borden Chemicals Inc.* für USD 1.2 Mrd. bei gleichzeitiger Übernahme der ausstehenden Schulden übernommen. Borden ist der führende Anbieter für Hochleistungsharze, Klebstoffe und Spezialchemikalien, vorwiegend Bindeharze für Holzprodukte. Borden hat ein Netzwerk von 48 Produktionsanlagen in neun Ländern und einen Jahresumsatz von USD 1.4 Mrd. Für Apollo ist Borden ein erstklassiges Objekt mit einem aussergewöhnlichen Managementteam, das aus seiner bereits soliden Marktposition heraus expandieren kann.

Carlyle Partners III, L.P.**Providence Equity Partners IV, L.P.**

In einer der grössten Transaktionen des Jahres in den USA haben Providence Equity Partners und Carlyle Group, gemeinsam mit Kohlberg Kravis Roberts für USD 2.6 Mrd. *PanAmSat Corp.* von DIRECTV erworben. PanAmSat ist ein führender globaler Anbieter für die Übertragung von Video-, Rundfunk- und Netzwerksignalen. Mit einer Flotte von 24 Satelliten erreicht PanAmSat 98% der Weltbevölkerung über Kabelfernsehen, Rundfunksender, Internetprovider und Telekommunikationsunternehmen. Für die Investorengruppen befindet sich die Satellitenindustrie im Wandel, was Wachstumsmöglichkeiten für technisch starke und gut geführte Unternehmen wie PanAmSat bietet.

Providence Equity Partners IV, L.P.**TPG Partners III, L.P.**

Im September hat ein Konsortium rund um Sony America, darunter die Princess Partnerships Providence Equity Partners und Texas Pacific Group sowie Comcast und DLJ Merchant Banking, *Metro-Goldwyn-Meyer (MGM)* erworben. Der Gesamtwert der Transaktion beträgt rund USD 4.9 Mrd., wobei das Konsortium rund USD 1.6 Mrd. mittels

Apollo Overseas Partners V, L.P.

In August, Apollo Management completed its acquisition of *Borden Chemicals Inc.* for USD 1.2 bn, including the assumption of outstanding debt. Borden is a leading supplier of high-performance resins, adhesives and specialty chemicals, particularly binding resins for wood-based products. Borden has a network of 48 manufacturing facilities across nine counties and annual sales of USD 1.4bn. Apollo regards Borden as a world-class asset with an exceptional management team, which can expand on its already solid market position.

Carlyle Partners III, L.P.**Providence Equity Partners IV, L.P.**

In one of the largest transactions in the USA in 2004, Providence Equity Partners and Carlyle Group, together with Kohlberg Kravis Roberts, acquired *PanAmSat Corp.* from DIRECTV in August for USD 2.6bn. Through its owned and operated fleet of 24 satellites, PanAmSat is a leading provider of video, broadcasting and network distribution and delivery services. The company's in-orbit fleet is capable of reaching over 98% of the world's population through cable television, broadcast affiliates, internet service providers and telecommunications companies. The investors see the satellite industry as going through a period of change that will create growth opportunities for technically strong, well-managed companies such as PanAmSat.

Providence Equity Partners IV, L.P.**TPG Partners III, L.P.**

In September, a consortium led by Sony America and including Princess Partnerships Providence Equity Partners and Texas Pacific Group as well as Comcast and DLJ Merchant Banking acquired *Metro-Goldwyn-Meyer (MGM)*. The total value of the deal was around USD 4.9bn with the consortium committing USD 1.6bn in equity financing. MGM, which is headquartered in Los Angeles, is actively engaged in the worldwide production and distribution of motion pictures, television programming, home video, interactive media, music and licensed merchandise. The company also owns the world's largest film library, comprising about 4,000 titles. In addition, MGM has ownership interests in international TV channels reaching nearly 110 countries. Following the closing of the deal, Sony will co-finance new pictures with MGM while a new joint venture with Comcast will be established to create new cable channels featuring Sony Picture and MGM content.

Vestar Capital Partners IV, L.P.

An investor group led by Vestar Capital Partners committed USD 85m in September to *Border Media Partners*, the largest privately held Hispanic radio company by number of

Eigenkapital finanzieren wird. MGM, mit Hauptsitz in Los Angeles, produziert und vertreibt weltweit Filme, TV-Programme, Videos, interaktive Medien, Musik und weitere urheberrechtlich geschützte Produkte. Das Unternehmen besitzt ausserdem das weltweit grösste Filmarchiv mit annähernd 4'000 Titeln. Darüber hinaus hält MGM Anteile an internationalen TV-Sendern, die in rund 110 Ländern ausgestrahlt werden. Nach Abschluss der Transaktion wird Sony gemeinsam mit MGM neue Filmproduktionen finanzieren. In einem neu zu gründenden Joint-Venture mit Comcast werden ausserdem Kabelkanäle geschaffen, welche die Sony- und MGM-Produktionen zeigen werden.

Vestar Capital Partners IV, L.P.

Eine Investorengruppe rund um Vestar Capital Partners hat im September USD 85 Mio. in *Border Media Partners*, das nach Anzahl von Sendern grösste private spanischsprachige Radiounternehmen, investiert. Das neue Kapital wird zur Finanzierung des Erwerbes von acht Radiostationen von Amigo-Broadcasting eingesetzt. Danach betreibt Border 29 Radiostationen, nachdem es im Januar 2004 erst deren sechs waren. Für Vestar besteht heute im spanischsprachigen Radio das attraktivste Wachstumspotential in der Radioindustrie: Inserenten erreichen die lateinamerikanische Bevölkerungsgruppe, die grösste und am schnellsten wachsende ethnische Gruppe in den USA, deren Kaufkraft ständig zunimmt.

Industri Kapital 2000, L.P.

Im November hat Industri Kapital eine Vereinbarung unterzeichnet, *Idex SA* von der Gründerfamilie Planchot zu einem Unternehmenswert von rund EUR 200 Mio. zu übernehmen. *Idex*, gegründet 1963, ist Frankreichs grösstes unabhängiges Energie- und Umweltunternehmen. Es bietet seinen Kunden, darunter lokalen Behörden, Wohnsiedlungen und Industrieunternehmen, den technischen Unterhalt sowie die Verwaltung von Energiesystemen, wie beispielsweise gemeinsame Heizungs- und Kühlungs-systeme, an. Industri Kapital wird mit dem bestehenden Management an zusätzlichen Ertragsquellen und strategischen Akquisitionen arbeiten.

stations in the United States. The new investment will help fund the acquisition of eight stations from Amigo Broadcasting, bringing the number of Border operated stations to 29, up from just six in January 2004. Vestar sees Hispanic radio as the most attractive growth format in the radio industry today as it is attractive to advertisers who want to reach the Hispanic community, the largest and fastest growing ethnic group in the United States, with increasing consumer purchasing power.

Industri Kapital 2000, L.P.

In November, Industri Kapital signed an agreement to acquire *Idex SA* from the founding Planchot family for an enterprise value of approximately EUR 200m. Established in 1963, *Index* is France's largest independent energy and environmental company, providing its clients, including local authorities, residential complexes and industrial corporations, with technical maintenance and management of energy systems such as collective heating and cooling systems. Industri Kapital will work with existing management to implement profit opportunities and strategic acquisitions.

AUSGEWÄHLTE REALISIERUNGEN IM JAHR 2004 SELECTED REALIZATIONS IN 2004

Bridgepoint Europe I «D», L.P.

Im Januar hat ein von Bridgepoint angeführtes Private Equity-Konsortium die *IMO Car Wash Group* für GBP 350 Mio. an JP Morgan Partners verkauft. Mit 810 Anlagen in Grossbritannien, Deutschland und zehn weiteren europäischen Ländern ist IMO der weltweit grösste Betreiber von Autowaschanlagen. Das von IMO verwendete System kann bis zu vier Autos gleichzeitig waschen. Das Konsortium hatte IMO 1998 für GBP 138 Mio. gekauft und in 2002 für EUR 120 Mio. die in Deutschland operierende Schwester-gesellschaft erworben. «Dies ist einer der frühen Erfolge unserer Kauf- und Aufbau-Strategie», heisst es bei Bridgepoint. Tatsächlich hat IMO in den letzten vier Jahren die Anzahl ihrer Waschanlagen verdoppelt und gleichzeitig die Einnahmen verdreifacht.

Providence Equity Partners IV, L.P.

Der Börsengang der irischen Telefongesellschaft *Eircom* im März war mit EUR 800 Mio. die grösste Platzierung einer europäischen Telefongesellschaft in den letzten drei Jahren. Princess war am Börsengang über Providence Equity Partners beteiligt, den mit einem 44.2%-Anteil grössten Eircom-Aktionär. Unter Berücksichtigung der Sonderdivi-dende, die im August 2002 anlässlich der Rekapitalisierung von Eircom bezahlt wurde, hat Providence einen Gewinn von rund EUR 300 Mio. erzielt. Das entspricht einem Multiple von fast 2.4x in weniger als zweieinhalb Jahren.

Warburg Pincus International Partners, L.P.

Ein Private Equity-Konsortium, darunter Warburg Pincus International hat im April *Eontec Limited*, einen weltweiten Anbieter von Multichannel-Transaktionslösungen im Bankengeschäft, an Siebel Systems verkauft. Der Verkaufspreis beträgt USD 70 Mio. in bar sowie eine an bestimmte Umsatz- und Vertragsziele gekoppelte Earnout-Zahlung von USD 30-60 Mio. im Jahr 2005. Eontecs Hauptgeschäft ist eine auf Java basierende Bankensoft-ware, die von Retailbanken in deren Geschäftsstellen, Call Centern sowie für deren Online-Dienste verwendet wird, um einen Gesamtüberblick über einen Kunden quer über alle Kanäle hinweg zu erhalten. Unter anderem hilft Eontecs Technologie Banken auch, Betrugsfälle zu reduzieren und neue Produkte schneller und einfacher zu lancieren.

Permira Europe II, L.P.

Im Mai hat Lehman Brothers für rund USD 962 Mio. einen 12.4%-Anteil an *SEAT Pagine Gialle* übernommen und so der bisherigen Investorengruppe, zu der auch Permira gehört, eine teilweise Realisierung ihrer Investition ermög-licht. Die Investorengruppe hatte Mitte 2003 62% des Aktienkapitals von SEAT Pagine Gialle, dem führenden europäischen Unternehmen im Bereich von multimedialen

Bridgepoint Europe I "D", L.P.

A private equity consortium led by Bridgepoint sold *IMO Car Wash Group*, the world's largest conveyor car wash chain, to JP Morgan Partners in January for GBP 350m. IMO operates 810 drive-through conveyor wash installations in the UK, Germany and ten other European countries, using a system that can wash four cars simultaneously. The consortium originally acquired IMO in 1998 for GBP 138m and subsequently purchased IMO's former sister company in Germany in 2002 for EUR 130m. Bridgepoint said: "It was one of the earliest successes of our pan-European buy-and-build strategy." IMO has doubled its number of sites and tripled its earnings over the past four years.

Providence Equity Partners IV, L.P.

The EUR 800m IPO of Irish phone company *Eircom* in March was the largest IPO by a European telecom company in three years. Princess participated in the IPO through Providence Equity Partners, which with a 44.2% stake in Eircom was its largest investor. Including the special di-vidend that was paid out in August 2002 when Eircom was recapitalized, Providence has generated a total profit of approximately EUR 300m. This is a multiple of almost 2.4 times in less than two and a half years.

Warburg Pincus International Partners, L.P.

A private equity consortium that included Warburg Pincus International sold *Eontec Limited*, a global provider of multi-channel retail banking solutions, to Siebel Systems Inc. in April. The terms of the deal included an initial USD 70m in cash and a possible future earn-out payment of USD 30-60m in 2005 based on achieving certain revenue and contractual milestones. Eontec's main business is Java-based banking software that is used by retail banks in branches, on-line and in call centers to give banks a com-plete view of any customer across all of its channels. Among other things, the technology helps banks cut down on fraud and allows them to roll out new products faster and easier.

Permira Europe II, L.P.

In May, Lehman Brothers acquired a 12.4% stake in *SEAT Pagine Gialle* for around USD 962m in a partial realization for the consortium of investors that includes Permira. The consortium originally acquired 62% of the share capital of Seat Pagine Gialle, the leading European company in the field of multimedia telephone directory publishing, in 2003. The value of the stake purchased from Telecom Italia at that time was around USD 3.6bn, making it Europe's big-gest ever private equity buyout transaction.

Summit Ventures VI-B, L.P.

In May, in one of the largest European technology transac-

Telefonverzeichnissen, aufgekauft. Der Wert des Aktienanteils bei der Übernahme von der Telecom Italia belief sich auf USD 3.6 Mrd., was die Übernahme damals zur grössten je in Europa abgeschlossenen Buyout-Transaktion machte.

Summit Ventures VI-B, L.P.

In einer der grössten Technologietransaktionen des Jahres in Europa hat die US-amerikanische Private Equity-Gesellschaft Summit Partners im Mai ihre Beteiligung an *Jamba! AG* an VeriSign, eine an der NASDAQ gelistete Technologiefirma, veräussert. *Jamba!* ist der führende europäische Anbieter für mobile Content-Dienste wie Klingeltöne, Java-Spiele, Nachrichten und Internet-Einkaufsdienste für die Nutzer von Mobiltelefonen. Das Unternehmen bedient Abonnenten von mobilen Dienstleistungen in neun europäischen Ländern und ist eines der führenden deutschen Portale für mobile Internetinhalte. Durch den Verkauf von *Jamba!* für USD 273 Mio. hat Summit seine ursprüngliche Investition innerhalb von nur acht Monaten knapp vervierfacht.

Industri Kapital 2000, L.P.

Industri Kapital hat seinen Ausstieg aus *Alfa Laval*, dem an der Stockholmer Börse notierten Lieferanten von Separationsausrüstungen für die Lebensmittelindustrie, fortgesetzt. Industri Kapital hat ursprünglich im Juni 2000 für EUR 280 Mio. *Alfa Laval* von Tetra Laval erworben und bisher Rückflüsse in Höhe von EUR 406 Mio. erhalten. Im vorläufig letzten Abstoss von Aktien im Mai hat Industri Kapital seine Beteiligung von 17.9% auf 8.5% reduziert. Der zeitlich gestaffelte Verkauf von Aktien ist ein logischer Schritt, da Industri Kapital börsennotierte Unternehmen nicht langfristig halten will. Gleichzeitig nutzt Industri Kapital das günstigere Marktumfeld für einen schrittweisen Ausstieg.

Newbridge Asia III, L.P.

Der japanische Internetdienstleister Softbank Corp. hat im Juni den Erwerb von *Japan Telecom Co. Ltd* für USD 1.3 Mrd. bekannt gegeben. *Japan Telecom* wurde im August 2003 in Japans grösstem Leveraged Buyout (LBO) aller Zeiten von einem Konsortium rund um Ripplewood Holdings, zu dem auch die Princess Partnership Newbridge Capital gehört, erworben. Der Verkauf bringt dem Konsortium einen vierfachen Gewinn auf die ursprüngliche Investition.

Doughty Hanson & Co. Fund III, L.P.

Nur Wochen nachdem der geplante Börsengang von Deutschlands führender Autowerkstattkette *A.T.U Auto-Teile-Unger* in Höhe von EUR 1–1.3 Mrd. abgesagt wurde, hat Doughty Hanson A.T.U für EUR 1.45 Mrd. an das Private

Partners sold its shareholding in *Jamba! AG* to VeriSign, a NASDAQ-listed technology company. *Jamba!* provides audio and entertainment products and services, such as ring tones, games, news and web-shopping services, for mobile phones. The company serves wireless subscribers across nine European countries and is one of the leading German portals for mobile Internet content. The transaction was worth about USD 273m and Summit realized a 3.8x return on its original investment within just 8 months.

Industri Kapital 2000, L.P.

Industri Kapital has continued to exit from *Alfa Laval*, the fluid control systems manufacturer listed on the Stockholm Stock Exchange. Industri Kapital originally invested EUR 280m in the buyout of *Alfa Laval* from Tetra Laval in June 2000. The investment has so far generated EUR 406m in proceeds. In the most recent sale on the public market, in May, Industri Kapital reduced its stake from 17.9% to 8.5%. The share sales are seen as a logical move as Industri Kapital does not wish to hold listed shares long term and has taken advantage of stronger market conditions to achieve a staged exit.

Newbridge Asia III, L.P.

In June, Softbank Corp., a Japanese internet service provider, agreed to acquire *Japan Telecom Co. Ltd.* for USD 1.3bn. *Japan Telecom* had been acquired back in August 2003 by a consortium led by Ripplewood Holdings and including Princess partnership Newbridge Capital in the largest-ever leveraged buyout in Japan. The transaction represented a fourfold return for the investors on their one-year investment.

Doughty Hanson & Co. Fund III, L.P.

Just weeks after withdrawing the IPO of *A.T.U Auto-Teile Unger*, Germany's leading automotive parts retailer and service center operator, which valued A.T.U at EUR 1–1.3bn, Doughty Hanson agreed to sell the company to private equity firm Kohlberg Kravis Roberts (KKR) for EUR 1.45bn. The sale reportedly represents a 3.5 times return on Doughty Hanson's cash investment in A.T.U, which it made in July 2002.

Carlyle Partners III, L.P.

Two years after initially buying into *Dex Media Inc.*, which at USD 7bn was the largest US buyout transaction since 1989, private equity houses The Carlyle Group and Welsh, Carson, Anderson & Stowe took the phone directory publisher public in July. In the IPO, they sold 33.32m shares for USD 606m, reducing their combined holding to a 64% stake valued at USD 1.8bn. With dividends received to

Equity-Haus Kohlberg Kravis Roberts (KKR) veräussert. Berichten zufolge bringt der Verkauf Doughty Hanson einen 3.5-fachen Gewinn auf die ursprüngliche Investition vom Juli 2002.

Carlyle Partners III, L.P.

Nur zwei Jahre nachdem die beiden Private Equity-Häuser Carlyle Group und Welsh, Carson, Anderson & Stowe den Verleger für Telefonbuchverzeichnisse *Dex Media Inc.* – damals mit USD 7 Mrd. eine der grössten Buyout-Transaktionen in den USA seit 1989 – übernommen haben, brachten sie das Unternehmen im Juli an die Börse. Dabei haben sie 33.32 Mio. Aktien für einen Gesamtwert von USD 606 Mio. veräussert und ihren Anteil an Dex Media auf 64% reduziert. Dieser Anteil am Unternehmen hat einen Wert von USD 1.8 Mrd. Mit bereits ausbezahlten Dividenden haben die beiden Private Equity-Investoren ihre ursprüngliche Investition damit mehr als verdoppelt. Dex Media publiziert – vorwiegend im Westen der USA – 259 Telefonbuchverzeichnisse.

Graphite Capital Partners V, L.P.

Im September hat Graphite Capital Partners *Maplin Electronics*, mit seinen 89 Geschäften Grossbritanniens am schnellsten wachsender Einzelhändler für elektronische und Computer-Bestandteile, an Montagu Private Equity verkauft. Graphite hatte im Jahr 2001 im Zuge eines Management-Buyouts 67% an Maplin erworben. Mit dem Verkaufspreis von USD 244 Mio. erzielt Graphite nun das 9.6-fache seiner ursprünglichen Investition und eine Rendite von über 120%. Für Graphite ist dies ein weiteres Beispiel für die erfolgreiche Unterstützung von Unternehmen im Konsumgüterbereich, die über innovative Konzepte und ein starkes Management verfügen.

3i Europartners IIIA, L.P.

Nach einer öffentlichen Auktion hat die 3i Group im Oktober den Verkauf von *Westminster Health Care* für GBP 525 Mio. an Barchester Healthcare bekannt gegeben. 3i unterstützte im Jahr 2000 den Management-Buyout von Westminster für GBP 267 Mio., das sich seither zu einer Gruppe mit 88 erstklassigen Pflegeheimen entwickelt hat. 3i wird seine ursprüngliche Investition bei einer internen Verzinsung (IRR) von über 80% vervierfachen.

Catterton Partners IV Offshore, L.P.

Im Oktober erzielte *Build-A-Bear Workshop* bei seinem Börsengang ein Emissionsvolumen von USD 150 Mio. Build-A-Bear Workshop ist das führende und einzige US-weite Unternehmen, das Plüschtiere auf Bestellung herstellt. Catterton Partners investierte im Jahr 2000 in das Unternehmen und unterstützte 2001 eine weitere

date, they have more than doubled the value of their original USD 1.6bn investment in Dex Media. Dex Media publishes 259 yellow and white pages directories primarily in Western America.

Graphite Capital Partners V, L.P.

Graphite Capital Partners sold *Maplin Electronics* to Montagu Private Equity in September. Maplin is the UK's fastest-growing retailer of electronic and computer components, operating from 89 stores. Graphite acquired 67% of Maplin in 2001, when it backed a management buyout. The sale, at USD 244m, represents a return of 9.6 times on the original investment and a rate of return in excess of 120%. Graphite sees this as a further example of their success in helping companies in the consumer sector with innovative concepts and strong management.

3i Europartners IIIA, L.P.

Following a public auction, 3i Group closed the sale of *Westminster Health Care* to Barchester Healthcare for GBP 525m in October. The sale will create the third-largest nursing healthcare provider in the UK. 3i led the GBP 267m management buyout in 2002 and Westminster has since developed into a group with 88 premium care homes. 3i quadrupled its initial investment, with an IRR of over 80%.

Catterton Partners IV Offshore, L.P.

In October, the IPO for *Build-A-Bear Workshop*, the leading, and only national, company providing a "make your own stuffed animal" retail experience raised USD 150m. Catterton Partners originally invested in the company in 2000 and provided additional financing in 2001. They were the largest private investor in Build-A-Bear Workshop with a 20.1% stake, and following the offering will hold approximately half this position. The company operates 165 stores in 39 US states and in Canada and it also has eight franchised stores internationally, all under the Build-A-Bear Workshop brand.

Apollo Overseas Partners V, L.P.

In November, Apollo sold its remaining stake in *Compass Minerals International*, North America's second-largest rock salt producer, via a secondary share offering. Compass was taken public in December 2003. With the final sale, Apollo has reportedly realized more than USD 500m in proceeds on its 3-year-old investment. This equates to five times its original investment and an internal rate of return of more than 100%. Apollo exited the investment, aiming to realize the value of what it regarded as a very successful investment.

Finanzierungsrunde. Damit war Catterton mit 20.1% der grösste Aktionär von Build-A-Bear Workshop. Nach dem Börsengang hält Catterton noch ungefähr die Hälfte seines Anteils. Build-A-Bear Workshop führt 165 Läden in 39 amerikanischen Bundesstaaten sowie in Kanada und hat acht Franchise-Geschäfte weltweit, die alle unter der Build-A-Bear Workshop-Marke firmieren.

Apollo Overseas Partners V, L.P.

Im November hat Apollo seine restlichen Anteil an *Compass Minerals International*, Nordamerikas zweitgrösstem Produzenten von Salz zur Strassenenteisung, in einer zweiten Aktienplatzierung veräussert. Compass ging ursprünglich im Dezember 2003 an die Börse. Mit dem endgültigen Ausstieg hat Apollo Berichten zufolge mehr als USD 500 Mio. auf seine drei Jahre alte Investition realisiert. Das entspricht fünf Mal der ursprünglichen Investition und einer internen Verzinsung (IRR) von mehr als 100%. Apollo veräusserte seinen Anteil, um den Gewinn aus einer nach eigenen Angaben sehr erfolgreichen Investition zu realisieren.

Astorg II, FCPR

Anfang Dezember veräusserte Astorg gemeinsam mit seinen Co-Investoren Candover, Chevrillon & Associates und Montagu Private Equity Partners den französischen Tiefkühlkost-Hersteller *Picard Surgelés S.A.* an BC Partners für einen Unternehmenswert von über EUR 3.1 Mrd. Die Investoren haben innert dreieinhalb Jahren ihre ursprüngliche Investition über 2.7-mal zurückerhalten. Das Private Equity-Konsortium hatte seinen Anteil an Picard 2001 vom französischen Supermarktriesen Carrefour übernommen. Picard ist marktführender Einzelhändler für Gefrierkost bei Kunden des mittleren bis hohen Einkommenssegmentes.

Bridgepoint Europe I «D», L.P.

Im Dezember hat die Princess Partnership Bridgepoint das holländische Prüflaboratorium *ALcontrol BV* für EUR 345 Mio. an Candover veräussert und dadurch seine Investition vom Dezember 2000 vervierfacht, als sie ALcontrol von Kelda Group übernahm. ALcontrol ist ein schnell expandierendes Prüflaboratorium, das auf Umwelt- und Lebensmittelanalytik spezialisiert und mit 29 Laboratorien in mehreren Ländern vertreten ist.

Astorg II, FCPR

In early December, Astorg, together with co-investors Candover, Chevrillon & Associates and Montagu Private Equity Partners, closed the sale of French frozen food retailer *Picard Surgelés S.A.* to BC Partners for an enterprise value of over EUR 1.3bn. The investors generated a return in excess of 2.7 times their original investment over a period of three and a half years. The private equity consortium had acquired its stake in Picard in 2001 from French supermarket giant Carrefour. Picard is a market-leading retailer of frozen food to high and middle-income bracket customers.

Bridgepoint Europe I «D», L.P.

In December, Bridgepoint sold Dutch laboratory testing services group *ALcontrol BV* for a reported EUR 345m to Candover. Bridgepoint reportedly realized five times its original equity investment, made in December 2000 when it acquired the company from Kelda Group. ALcontrol is a rapidly expanding European testing group, with 26 laboratories in the UK, Netherlands and other European markets, that specializes in food and environmental testing.

AUSBLICK AUF DAS JAHR 2005 OUTLOOK FOR 2005

Nachdem die Weltwirtschaft im Jahr 2004 ein Rekordwachstum ausweisen konnte, wird für 2005 ein verlangsamtes Wachstum erwartet. Mit erwarteten 3–4% wird die Wachstumsrate dennoch weiterhin über dem langfristigen Durchschnitt liegen und die Weltwirtschaft wird weit von einer Rezession entfernt sein. Die grösste Bedrohung für ein anhaltendes Wirtschaftswachstum sind Turbulenzen an den Devisenmärkten. Dabei ist vieles vom Verhalten der asiatischen Zentralbanken abhängig, deren Währungen an den US-Dollar gekoppelt sind. Die internationalen Aktienmärkte scheinen derzeit leicht unterbewertet und die Wahrscheinlichkeit einer grösseren Korrektur an den Aktienmärkten ist deshalb gering. Neben Turbulenzen an den Devisenmärkten könnte auch ein Anstieg von geopolitischen Spannungen, die zu einem erneut akuten Anstieg des Ölpreises führen, die positive Grundstimmung an den Aktienmärkten in den nächsten Monaten beeinträchtigen. Es besteht zudem eine grosse Wahrscheinlichkeit, dass die Zinssätze in den USA leicht ansteigen, sollten die asiatischen Zentralbanken das US-Leistungsbilanzdefizit durch den Kauf von amerikanischen Obligationen und US-Dollars nicht mehr länger finanzieren. Vor dem Hintergrund der positiven Grundstimmung gegenüber der Weltwirtschaft und den Aktienmärkten sollte die Performance der Anlageklasse Private Equity im Jahr 2005 weiter auf der bereits in 2004 beobachteten Verbesserung aufbauen können.

Buyout-Segment mit weiterhin attraktiven Renditen

Das Buyout-Segment wird auch im Jahr 2005 attraktiv bleiben, da die Unternehmen von einem kontinuierlichen Wirtschaftswachstum und einem Umfeld mit niedrigen Zinssätzen profitieren. Die niedrigen Zinssätze werden weiterhin die steigende Verfügbarkeit von Fremdkapital zu relativ niedrigen Kosten unterstützen, was wiederum den Abschluss von mit Fremdkapital finanzierten Buyout-Deals (LBO) begünstigt. Im Jahr 2005 wird eine Reihe renommierter Private Equity-Manager neue – und grössere – Fonds auflegen. Gleichzeitig nähern sich die in den Jahren 2000 und 2001 aufgelegten Fonds dem Ende ihres Investitionszeitraumes und die Manager dieser Fonds stehen unter Druck, die noch verfügbaren Mittel zu investieren. Strategische Käufer werden über die nächsten zwölf bis 18 Monate in den Markt zurückkehren und den Wettbewerb im Markt für Firmenübernahmen und -fusionen weiter verstärken. All diese Faktoren werden in den kommenden Monaten zu höheren Einstiegsbewertungen führen, was in guten Voraussetzungen für die Veräusserung von Investitionen, aber einem zunehmend anspruchsvollen Umfeld für Neuinvestitionen resultiert.

Von diesem Umfeld profitieren Buyout-Manager, die bei der

After a year of record growth in 2004, the world economy is expected to slow down in 2005, but – at 3-4% – will still be growing significantly above the long-term trend rate and be far from a recession. The biggest threat to sustained global economic growth is likely to come from turbulence in the foreign exchange market and much will depend on how the Asian central banks, with their currencies pegged to the US dollar, behave. International equity markets are slightly undervalued: the probability of a major stock market correction is, therefore, low at least. Only turbulence in the foreign exchange market or a rise in geopolitical tensions causing another surge in the oil price is likely to affect the positive stock market sentiment over the coming months. There is a good likelihood that interest rates in the USA will rise slightly if Asian central banks were no longer to finance the US current account deficit by buying US bonds and the US dollar.

Given the current positive sentiment towards the global economy and stock markets, private equity performance should continue to build in 2005 on the improvement evident in 2004.

Buyout still yielding attractive returns

Buyout will remain an attractive segment in 2005 as firms are profiting from continued economic growth and a low interest rate environment. Low interest rates will continue to support the increasing availability of cheap leverage which facilitates the financing of leveraged buyout (LBO) transactions. A number of well-known private equity players are expected to return to the market to raise new – and larger – funds, while managers of funds raised in 2000/2001 will be nearing the end of their investment periods and facing pressure to deploy their funds. Strategic buyers will be returning to the market over the next 12 to 18 months, heightening competition for mergers and acquisitions. All these factors will lead to rising entry valuations: good news for exits, but an increasingly challenging environment for buyers.

Buyout groups that are disciplined in terms of pricing and can also demonstrate that they add value to their deals other than pure financial leverage will benefit in this environment. In the USA, there is likely to be less competition in the large buyout segment compared to the mid segment. In Europe, funds at the smaller end will benefit from increased valuations as their exits become increasingly dominated by secondary buyouts. Access to the established groups in that sector will become an issue in 2005, as investor demand outstrips supply. In Asia, on the other hand, money is still limited relative to the opportunities

Preisbildung für Transaktionen konsequent einen disziplinierten Ansatz verfolgen und die einen Mehrwert generieren, der über einen reinen finanziellen Einfluss hinaus geht. In den USA wird für grosskapitalisierte Buyout-Deals ein geringerer Wettbewerbsdruck als für Transaktionen mit mittelgrossen Unternehmen erwartet. In Europa werden auf kleine und mittelgrosse Investitionen ausgerichtete Fonds von steigenden Bewertungen profitieren, da sie ihre Investitionen zunehmend über sogenannte «Secondary Buyouts» veräussern. Der Zugang zu den in diesem Sektor etablierten Managern wird im Jahr 2005 eine zentrale Rolle spielen, da die Nachfrage der Investoren die angestrebten Fondsgrössen bei weitem übersteigen wird. In Asien andererseits sind verfügbare finanzielle Mittel im Verhältnis zu den Investitionsmöglichkeiten noch immer begrenzt. Buyout-Manager, die einen erfolgreichen Leistungsnachweis erbringen und im mittel- bis grosskapitalisierten Bereich tätig sind, werden in Asien am meisten nachgefragt sein.

Grösserer Wettbewerb im Venture Capital-Segment

Der Beginn eines neuen Investitionszyklus und die starke Nachfrage nach Investitionen in Venture Capital wird 2005 ein wettbewerbsintensives Umfeld zwischen Venture Capital-Managern sowie Investoren gleichermaßen schaffen. Der Zugang zu den besten Venture Capital-Managern wird auch 2005 weiterhin entscheidend sein. Der Konkurrenzkampf um den Zugang zu den führenden Venture-Managern wird deshalb gross sein, weil die Manager nur einer handverlesenen, rückläufigen Anzahl von Investoren erlauben werden, in ihre neuesten Fonds zu investieren. Trotz anstehender Nachfolgeregelungen im Management von Venture Capital-Häusern wird erwartet, dass die führenden Manager gut positioniert sind, um die potenziell attraktivsten Deals zu identifizieren, wobei sie von ihren breiten Beziehungsnetzwerken profitieren. Die Venture Capital-Manager werden voraussichtlich zu bewährten Investitionsstrategien zurückkehren und junge Unternehmen wieder von Beginn weg unterstützen. Die Venture Capital-Gesellschaften werden auch wieder ein höheres Technologie-Risiko in solchen Unternehmen eingehen, die bis zum Verkauf des Unternehmens beschränkt neues Kapital beanspruchen. Folglich wird der Schwerpunkt wieder vermehrt auf Frühphasenfinanzierungen liegen.

In Europa werden es die kurze Geschichte, der ungenügende Leistungsausweis und die kleine Investorenbasis den Venture Capital-Managern erschweren, wenn nicht sogar verunmöglichen, bedeutende Neugelder aufzunehmen. Die zur Investition in das Venture Capital-Segment in Europa verfügbaren Mittel werden so abnehmen. Die wenigen erfolgreichen europäischen Venture Capital-Firmen, die

available. Here, buyout groups with good track records in the mid to large segment will be the most sought-after.

Venture capital competition to heat up in 2005

The start of a new business cycle and strong demand to participate in the venture capital asset class will foster a strong competitive environment among venture capitalists and investors alike in 2005.

Access to top-tier US venture capital groups will remain key. Competition to gain access to the leading firms will therefore be fierce, all the more since the venture capitalists will continue to grant access to only a hand-selected, declining number of investors. Despite succession issues arising in connection with generation handovers, top-tier US venture capital firms are expected to remain in a favorable position to source the potentially most attractive deals, hereby benefiting from their existing broad relationship networks. The firms are likely to return to the old-style venture investment strategy of incubating companies, taking higher technology risks in companies demanding limited capital resources to make it to the market. Thus, the emphasis will be on early-stage-focused venture capital.

The short history, poor track record, small fund size and investor base of many European venture capital firms will make it very hard, if not impossible, to raise significant money to invest in new companies. As such the industry will generally contract in terms of money available for new investments. The few pan-European venture firms that have been able to demonstrate success and established themselves as industry leaders will benefit from the limited capital available. Not only will they face strong demand from US and European investors, but they will also find an attractive investing environment characterized by limited competition.

Outlook for Princess

The generally favorable outlook for the global economy and for private equity markets should ensure that the steady upward trend in the NAV of the Princess portfolio evident since mid-2003 continues in 2005. A growing world economy with minimal inflationary pressures should contribute to stable and rising equity markets, which, in turn, will lead to increased liquidity through M&A and IPO activity. Private equity markets in general exhibit a low correlation with public markets, but as a company gets closer to an exit its valuation becomes highly correlated as comparable public companies are used to determine that valuation. Rising public equity markets will therefore benefit the more mature

sich als Industrieführer etabliert haben, werden vom limitiert zur Verfügung stehenden Kapital im Markt profitieren. Diese Unternehmen werden nicht nur eine grosse Nachfrage von Investoren aus Europa und den USA erfahren, sondern auch ein attraktives Umfeld für Investitionen mit geringem Wettbewerb vorfinden.

Princess 2005

Der allgemein freundliche Ausblick für die Weltwirtschaft und für Private Equity sollte den stetigen Aufwärtstrend des Princess NAVs auch 2005 gewährleisten. Eine wachsende Weltwirtschaft mit nur geringem Inflationsdruck sollte zu stabilen und steigenden Aktienmärkten beitragen, was seinerseits dann zu steigender Liquidität durch Akquisitionen, Fusionen und Börsengängen führt. Private Equity hat generell eine niedrige Korrelation zu Aktienmärkten, aber je näher ein Unternehmen an einen Exit kommt, desto höher sind seine Bewertungen mit den öffentlichen Märkten korreliert, da vergleichbare öffentliche Unternehmen zur Bestimmung des Unternehmenswertes herangezogen werden. Ein Anstieg an den Aktienmärkten wird daher die bereits reiferen Unternehmen im Princess Portfolio, die vor einer Veräusserung stehen, begünstigen.

In der Vergangenheit wurden bereits substantielle Bewertungsanpassungen vorgenommen, vor allem im Venture Capital-Bereich, welche bereits im NAV berücksichtigt sind. Die Venture-Industrie hat in den letzten Jahren eine deutliche Rationalisierung erfahren: Das neu aufgenommene Kapital entspricht nun angemessener den Investitionsaktivitäten und auch im Investitionsentscheidungsprozess gab es eine Rückkehr zu den alten Tugenden («back to basics»). Beinahe die Hälfte der ausstehenden Zahlungsverprechen im Princess Portfolio sind für den Venture-Bereich bestimmt und das Portfolio wird von den neuen Investitionen, die disziplinierter getätigt werden, profitieren.

Der Buyout-Bereich macht den grössten Teil des Princess Portfolios aus. Der positive Ausblick für diesen Sektor – mit dem günstigen Exit-Umfeld aufgrund besserer Finanzmärkte und die Rückkehr der strategischen Käufer – lässt 2005 einen positiven Beitrag dieses Bereiches zum NAV erwarten. Ein beachtlicher Teil der Rückflüsse kam 2004 aus den Special Situations-Investitionen und das sollte auch 2005 wieder so sein. Insgesamt dürfte der Cashflow auch 2005 positiv sein und Rückflüsse sollten die Kapitalabrufe bedienen können. Die Kreditlinie wird weiterhin zur Verfügung stehen, sollte es zu einem zeitlichen Ungleichgewicht der Zahlungsströme kommen. Insgesamt sind die Perspektiven 2005 für Princess intakt und lassen einen weiteren Anstieg des NAV erwarten.

investments in the Princess portfolio that are close to exiting.

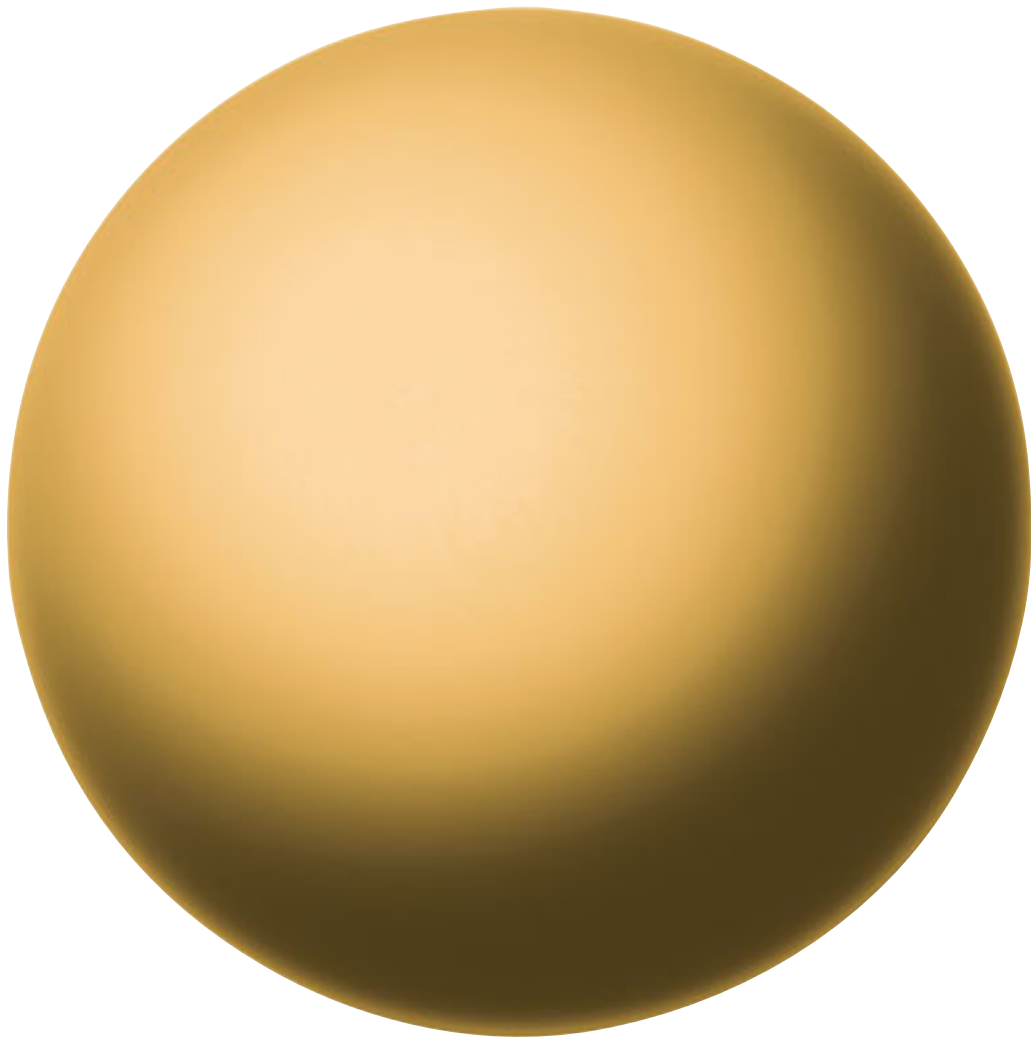
Substantial valuation adjustments made in previous years, especially in the venture sector, are reflected in the current NAV. The venture industry, however, has undergone significant rationalization, the amount of capital raised is now more commensurate with the level of investment activity, and there has been a return to “back to basics” in the investment decision process. Nearly half of the unfunded commitments in the Princess portfolio are to the venture sector and the portfolio will benefit from new investments made in this more disciplined manner.

The buyout sector accounts for a major proportion of the Princess portfolio and the favorable outlook for this sector, with a good exit environment due to improved public markets and the return of strategic buyers, should ensure that it makes a positive contribution to the Princess NAV in 2005. Special situations accounted for a significant proportion of distributions in 2004; this should be repeated in 2005. Overall, cash flow is expected to be positive, with distributions funding capital calls, while the credit facility will continue to be available should there be any mismatch in the timing of these flows.

Overall, the outlook for Princess in 2005 is positive and we can look forward to a further recovery in the NAV.



FINANZZAHLEN
FINANCIAL FIGURES



DIRECTORS' REPORT

Directors:

B. Human
P. Gujer
G. Hall
F. Meyer
S. Scherling
U. Wietlisbach

Secretary:

Aon Insurance Managers (Guernsey) Limited

Registered Office:

Elizabeth House
St. Peter Port
Guernsey
GY1 1EW

The directors present their report and consolidated audited financial statements for the year from 1 January 2004 to 31 December 2004.

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 2004.

Results

The results for the year are shown in the income statement on page 47.

Directors

The directors of Princess Private Equity Holding Limited are detailed on page 44.

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

Directors' responsibilities

The directors are required by The Companies (Guernsey) Law, 1994 to prepare financial statements for each financial year. In preparing those financial statements the directors are required to:

- select suitable accounting policies and then apply them consistently;
- make judgments 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 Group'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 Company 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 Company 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 2004 was Aon Insurance Managers (Guernsey) Limited.

Auditors

Following the conversion of our auditors PricewaterhouseCoopers to a Limited Liability Partnership (LLP) from 1 October 2004, PricewaterhouseCoopers resigned on 10 January 2005 and the directors appointed its successor, PricewaterhouseCoopers CI LLP, as auditors. A resolution to reappoint PricewaterhouseCoopers CI LLP as auditors to the group will be proposed at the annual general meeting.

B. Human
Director

G. Hall
Director

Date: 18 February 2005

INDEPENDENT AUDITORS' REPORT TO THE MEMBERS OF PRINCESS PRIVATE EQUITY HOLDING LIMITED

We have audited the financial statements which comprise the consolidated income statement, the consolidated balance sheet, the consolidated statement of changes in equity, the consolidated cash flow statement and the related notes 1 to 23.

Respective responsibilities of directors and auditors

The directors' responsibilities for preparing the annual report and the financial statements in accordance with applicable 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 are 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 disclosures 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 group's affairs at 31 December 2004 and of its consolidated surplus 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 629,976,924. 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 CI LLP

Chartered Accountants

Guernsey

Channel Islands

2005

CONSOLIDATED AUDITED INCOME STATEMENT

for the year from 1 January 2004 to 31 December 2004

	Notes	01.01.2004- 31.12.2004 USD	01.01.2003- 31.12.2003 USD
Net income from limited partnerships and directly held investments		93,196,744	20,391,401
- Dividend and interest income	5&11	9,370,958	4,858,192
- Revaluation	5&13	88,553,138	17,199,710
- Foreign exchange gains & losses	5&12	(4,727,352)	(1,666,501)
Net income from cash & cash equivalents		145,956	320,189
- Interest income	7&11	152,739	160,077
- Gains and losses	7	-	161,017
- Foreign exchange gains & losses	12	(6,783)	(905)
Operating income		93,342,700	20,711,590
Operating expenses		(21,694,543)	(22,530,305)
- Management fee	2	(12,739,586)	(13,566,546)
- Insurance fee	2	(8,235,584)	(8,130,720)
- Administration fee	2	(274,519)	(271,025)
- Tax exemption fee	3	(2,243)	(1,847)
- Other operating expenses		(442,611)	(560,167)
Financing cost		(41,071,011)	(39,718,664)
- Finance cost on convertible bond	9	(38,145,853)	(35,783,619)
- Amortization of transaction costs	9	(1,487,513)	(1,487,513)
- Interest expense	11	(1,437,645)	(895,271)
- Other finance cost		-	(1,552,261)
Surplus / (loss) for the financial year		30,577,146	(41,537,379)

CONSOLIDATED AUDITED BALANCE SHEET

as at 31 December 2004

	Notes	31.12.2004 USD		31.12.2003 USD
Assets				
Non-current assets				
Investments in limited partnerships and directly held investments	1&5	629,976,924		577,115,116
Current assets				
Other short-term receivables	6	422,993	68,449	
Cash and cash equivalents	7	16,605,856	18,790,091	
		17,028,849		18,858,540
Total assets		647,005,773		595,973,656
Equity				
Capital and reserves				
Issued capital	8	100	100	
Reserves		4,329,090	(26,248,056)	
Total equity		4,329,190		(26,247,956)
Liabilities				
Liabilities falling due after more than one year				
Convertible bond	9	613,012,186		573,378,819
Liabilities falling due within one year				
Hedging liabilities	5	18,704,616	17,777,313	
Other short-term payables	10	959,782	1,065,480	
Credit facility drawn	16	10,000,000	30,000,000	
Rounding		(1)	-	
		29,664,397		48,842,793
Total liabilities and equity		647,005,773		595,973,656

The financial statements on pages 47-64 were approved by the board of directors on 18 February 2005 and are signed on its behalf by:

B. Human
Director

G. Hall
Director

CONSOLIDATED AUDITED STATEMENT OF CHANGES IN EQUITY

for the year from 1 January 2004 to 31 December 2004 (all amounts in USD)

	Share capital	Share premium	Accumulated surplus/(loss)	Total
Equity at beginning of reporting year	100	263,086,949	(289,335,005)	(26,247,956)
Surplus / (loss) for the financial year	-	-	30,577,146	30,577,146
Rounding	-	-	-	-
Equity at end of reporting year	100	263,086,949	(258,757,859)	4,329,190

CONSOLIDATED AUDITED STATEMENT OF CHANGES IN EQUITY
for the year from 1 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	263,086,949	(247,797,626)	15,289,423
Surplus / (loss) for the financial year	-	-	(41,537,379)	(41,537,379)
Rounding	-	-	-	-
Equity at end of reporting year	100	263,086,949	(289,335,005)	(26,247,956)

CONSOLIDATED AUDITED CASH FLOW STATEMENT

for the year from 1 January 2004 to 31 December 2004

	Notes	01.01.2004- 31.12.2004 USD	01.01.2003- 31.12.2003 USD
Cash flow from operating activities			
- Management fee	2	(12,739,586)	(13,566,546)
- Administration fee	2	(274,519)	(271,025)
- Insurance fee	2	(8,235,584)	(8,130,720)
- Tax exemption fee	3	(2,243)	(1,847)
- Other operating expenses		(442,611)	(560,167)
- Proceeds from / (costs of) hedging activities	5	(18,871,798)	(19,917,601)
- (Increase) / decrease in other short-term receivables		(354,544)	21,612
- Increase / (decrease) in other short-term payables		18,125	(60,139)
- Interest and dividends received from limited partnerships and directly held investments	5	9,370,958	4,858,192
- Purchase of limited partnerships and directly held investments	5	(113,750,668)	(116,287,455)
- Distributions by limited partnerships and directly held investments	5	164,513,747	65,411,041
- Cash inflow from cash and cash equivalents	7	152,739	321,094
- Financing cost / credit line charges		(1,561,468)	(1,552,261)
Net cash from / (used in) operating activities		17,822,548	(89,735,822)
Cash flow from financing activities			
- Increase / (decrease) in credit facility	16	(20,000,000)	30,000,000
Net increase / (decrease) in cash and cash equivalents		(2,177,452)	(59,735,822)
Cash and cash equivalents at beginning of reporting year	7	18,790,091	78,526,819
Effects on cash and cash equivalents			
- Movement in exchange rates		(6,784)	(905)
- Rounding		1	(1)
Cash and cash equivalents at end of reporting year	7	16,605,856	18,790,091

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 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 "financial assets and financial liabilities at fair value through profit and loss" and all derivative contracts. Recognized 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 IFRS requires 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 year. Although these estimates are based on management's best knowledge of current events and actions, actual results ultimately may differ from those estimates.

Early adoption of standards

In 2004, the Group early adopted the IFRS below, which are relevant to its operations. The 2003 accounts have been amended in accordance with the relevant requirements.

IAS 28 (revised 2003)	Investments in Associates
IAS 32 (revised 2003)	Financial Instruments: Disclosure and Presentation
IAS 39 (revised 2004)	Financial Instruments: Recognition and Measurement

The early adoption of IAS 39 (revised 2004) has resulted in a change in the accounting policy relating to the classification of financial assets at fair value through profit or loss. IAS 39 requires simultaneous adoption with IAS 32.

All changes in the accounting policies have been made in accordance with the transition provisions in the respective standards. All standards adopted by the Company require retrospective application other than:

IAS 39	does not require the classification of financial assets as at "fair value through profit or loss" of previously recognised financial assets
--------	---

Net income from short-term investments and cash and cash equivalents

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 realized and unrealized surpluses and losses are recognized in the income statement.

Expenditure

The expenditure is included in the financial statements on an accruals basis.

Functional and presentation currency

Items included in the Group's financial statements are measured using the currency of the primary economic environment in which it operates ("The Functional Currency"). This is the US dollar, which reflects the Group's primary activity of investing in US dollar limited partnerships and private equity. The Group has also adopted the US dollar as its presentation currency.

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 income statement.

Investments in limited partnerships and directly held investments

International Financial Reporting Standards; "International Accounting Standard 39 (IAS 39 (revised 2004)), Financial Instruments: Recognition and Measurement" requires investments treated as "financial assets at fair value through profit or loss" 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 "financial assets at fair value through profit or loss" 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 recognized valuation methods to estimate a fair value as at the balance sheet date.

In selecting investments the Directors have taken into consideration the accounting and valuation basis of the underlying partnerships and select only those investments which adopt an internationally recognized 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 realized on the sale of investments will differ from the fair values reflected in these financial statements and the differences may be significant.

The directly held investments are being treated as "financial assets at fair value through profit or loss" 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 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".

Any distributions, including return of principal of investment, received from the underlying limited partnerships and directly held investments are recognized 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 "financial assets at fair value through profit or loss".

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".

NOTES TO THE CONSOLIDATED AUDITED FINANCIAL STATEMENTS (continued)

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 "Realized gains and losses".

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

Cash and cash equivalents

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".

Accounting for derivative financial instruments and hedging activities

The Group's policy of hedging the value of non-US dollar investments against the US dollar does not qualify as hedge accounting as defined in IAS 39 (revised 2004). Derivative financial instruments are initially recognized in the balance sheet at cost and subsequently are remeasured at their fair value. As a result the unrealized changes in the fair value of these derivatives and the realized net gains / losses on the derivatives that matured during the year are recognized in the income statement under the heading of "Net income from limited partnerships and directly held investments – foreign exchange gains and losses". The fair values of various derivative instruments used for hedging purposes are disclosed in note 5.

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 unrealized surpluses and losses on transactions between group companies have been eliminated. A listing of the Group's subsidiaries is set out in Note 20.

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 the Group.

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 of the Group 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 program focuses on the unpredictability of financial markets and seeks to minimize 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. The Group may use forward contracts to hedge its exposure to foreign currency risk in connection with the functional 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.

Fair value estimation

The fair value of publicly traded derivatives and "financial assets at fair value through profit or loss" 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.

NOTES TO THE CONSOLIDATED AUDITED FINANCIAL STATEMENTS

(continued)

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.

5 LIMITED PARTNERSHIPS AND DIRECTLY HELD INVESTMENTS

5.1 INVESTMENTS

	31.12.2004	31.12.2003
Balance at beginning of reporting year	577,115,116	481,527,060
Capital activity recorded at the transaction rate	113,750,668	116,287,455
Distributions	(164,513,747)	(65,411,041)
Revaluation	88,553,138	17,199,710
Foreign exchange gains / (losses)	15,071,749	27,511,932
Rounding	-	-
Balance at end of reporting year	629,976,924	577,115,116

5.2 DISTRIBUTIONS

	01.01.2004- 31.12.2004	01.01.2003- 31.12.2003
Dividends	6,170,064	2,330,371
Interest income	3,200,894	2,527,822
Rounding	-	(1)
	9,370,958	4,858,192
Return of investments	164,513,747	65,411,041
Total distributions	173,884,705	70,269,233

5.3 FOREIGN EXCHANGE

	01.01.2004- 31.12.2004	01.01.2003- 31.12.2003
Foreign exchange revaluation	15,071,749	27,511,932
Revaluation of foreign exchange hedges relating to investments in limited partnerships and directly held investments	(927,303)	(9,260,832)
Realized gains / (losses) from foreign exchange hedges relating to investments in limited partnerships and directly held investments	(18,871,798)	(19,917,601)
Rounding	-	-
	(4,727,352)	(1,666,501)

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 unrealized surplus / (loss) at the end of the reporting year is detailed below:

	USD	Rate	Value date	Surplus / (loss) 31.12.2004	Surplus / (loss) 31.12.2003
Sell GBP against USD	87,000,000	1.6397	25.03.2004	-	(7,072,190)
Sell EUR against USD	89,000,000	1.1410	25.03.2004	-	(9,057,313)
Sell CHF against USD	3,000,000	1.3373	25.03.2004	-	(244,039)
Sell SEK against USD	14,000,000	7.8764	25.03.2004	-	(1,285,911)
Sell JPY against USD	3,000,000	111.4325	25.03.2004	-	(117,860)
Sell GBP against USD	77,990,000	1.7225	15.04.2005	(5,949,724)	-
Sell EUR against USD	97,170,000	1.2300	15.04.2005	(10,052,750)	-
Sell CHF against USD	4,331,782	1.2466	15.04.2005	(431,987)	-
Sell SEK against USD	19,924,099	7.3780	15.04.2005	(2,191,997)	-
Sell JPY against USD	1,031,398	109.5600	15.04.2005	(78,158)	-
				(18,704,616)	(17,777,313)

6 OTHER SHORT-TERM RECEIVABLES

	31.12.2004	31.12.2003
Distributions receivable	296,013	68,449
Sundry prepayments	126,980	-
	422,993	68,449

NOTES TO THE CONSOLIDATED AUDITED FINANCIAL STATEMENTS

(continued)

7 CASH AND CASH EQUIVALENTS

7.1 BALANCE

	31.12.2004	31.12.2003
Cash equivalents at beginning of reporting year	-	49,929,322
Additions	-	69,909,661
Redemptions	-	(120,000,000)
Realized gains and losses	-	161,017
Cash equivalents at end of reporting year	-	-
Cash at banks	16,605,856	18,790,091
Rounding	-	-
Total cash and cash equivalents	16,605,856	18,790,091

7.2 INTEREST INCOME

	01.01.2004- 31.12.2004	01.01.2003- 31.12.2003
Interest received from cash at banks	152,739	160,077
Rounding	-	-
Total interest income from cash and cash equivalents	152,739	160,077

8 SHARE CAPITAL

	31.12.2004	31.12.2003
Authorized		
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 until 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.

9 CONVERTIBLE BOND

	31.12.2004	31.12.2003
Balance at beginning of reporting year	573,378,819	536,107,687
Amortization of transaction costs	1,487,513	1,487,513
Finance cost on convertible bond	38,145,853	35,783,619
Rounding	1	-
Balance at end of reporting year	613,012,186	573,378,819

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 264,834,825 using cash flows discounted at market interest rates for an equivalent period. This amount is classified as share premium and will remain part of the permanent equity of the Group. The remaining net proceeds, after the allocation of the liability related transaction costs, of USD 424,077,733 are allocated to the liability component. The liability, including transaction costs, is therefore stated at a discount of 1.6110% per quarter to the maturity value.

The result of this technical requirement in IAS 32 is that the discount is amortized 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 of the Group. The cumulative finance cost in retained earnings is offset by an 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 year to the conversion of the bond.

10 OTHER SHORT-TERM PAYABLES

	31.12.2004	31.12.2003
Accrued interest	771,447	895,271
Other accruals	188,334	170,209
Rounding	1	-
	959,782	1,065,480

NOTES TO THE CONSOLIDATED AUDITED FINANCIAL STATEMENTS

(continued)

11 DIVIDEND AND INTEREST INCOME AND EXPENSE	01.01.2004- 31.12.2004	01.01.2003- 31.12.2003
Interest income:		
- Dividend and interest income from limited partnerships and directly held investments	9,370,958	4,858,192
- Interest income from cash and cash equivalents	152,739	160,077
Total dividend and interest income	9,523,697	5,018,269
Total interest expense	(1,437,645)	(895,271)
12 FOREIGN EXCHANGE GAINS AND LOSSES	01.01.2004- 31.12.2004	01.01.2003- 31.12.2003
Foreign exchange gains and losses on:		
- Limited partnerships and directly held investments	(4,727,352)	(1,666,501)
- Cash and cash equivalents	(6,783)	(905)
	(4,734,135)	(1,667,406)
13 REVALUATION	01.01.2004- 31.12.2004	01.01.2003- 31.12.2003
Revaluation of:		
- Limited partnerships and directly held investments	88,553,138	17,199,710
14 COMMITMENTS	31.12.2004	31.12.2003
Total commitments translated at the rate prevailing at the balance sheet date	1,200,227,092	1,175,998,114
Unutilized commitments translated at the rate prevailing at the balance sheet date	222,820,371	327,917,025

15 DILUTED NET ASSETS PER ORDINARY SHARE

The net assets are calculated by deducting the Liabilities falling due within one year from the Total 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.

	31.12.2004	31.12.2003
Net assets of the Group	617,341,376	547,130,863
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	88.0658	78.0501

16 CREDIT LINE FACILITY

Princess Private Equity Holding Limited entered into a revolving credit facility with Bank of Scotland on 31 December 2002 for a maximum of USD 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 draw-down amount. An additional margin may be added if the ratio of Net Asset Value to the borrowings due to Bank of Scotland (including capitalized interest) is less than 5:1.

There is a non utilization 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 USD 1,170,000 was paid to Bank of Scotland on entering into the facility.

As at year end USD 10,000,000 was drawn on the facility (2003: USD 30,000,000).

17 INSURANCE POLICY

On 29 June 1999, Princess Private Equity Holding Limited 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.

18 NUMBER OF EMPLOYEES

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

NOTES TO THE CONSOLIDATED AUDITED FINANCIAL STATEMENTS

(continued)

19 RELATED PARTY TRANSACTIONS

Partners Group Holding owns 19.9 % of the share capital of GE & W AG which 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 1,990 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:

	01.01.2004- 31.12.2004	01.01.2003- 31.12.2003
i) Services		
Management fee paid to:		
- Princess Management & Insurance Limited	12,739,586	13,566,546
Insurance fee paid to:		
- Princess Management & Insurance Limited	8,235,584	8,130,720
Administration fee paid to:		
- Partners Group (Guernsey) Limited	274,519	271,025
IFRS Valuation advice:		
- Princess Management & Insurance Limited	100,000	200,000
Directors' fees paid	16,364	15,227

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

ii) Year-end balances	31.12.2004	31.12.2003
Other short-term receivables from related parties:		
- Princess Management & Insurance Limited	126,980	-
Other short-term payables to related parties:		
- Princess Management & Insurance Limited	145,000	100.000

20 GROUP ENTERPRISES - SIGNIFICANT SUBSIDIARIES

	Country of incorporation	Principal activity	Ownership interest	
			31.12.2004	31.12.2003
Princess Private Equity Subholding Limited	Guernsey	Holding of investments	100%	100%

21 PARENT COMPANY AND ULTIMATE CONTROLLING PARTY

GE & W AG, a company organized under 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.

22 RESTATEMENT OF CONVERTIBLE BOND

The Group early adopted International Financial Reporting Standards (IFRS). IAS 32, Financial Instruments: Disclosure and Presentation, and IAS 39, Financial Instruments: Recognition and Measurement, require that the accounting policy for the convertible bond should be changed. In the past, the net proceeds of the bond were split between the liability and equity option components using an option valuation model. Based on the early adoption of IFRS, the fair value of the equity component has been calculated using cash flows discounted at market interest rates for an equivalent period. The policy has been applied retrospectively.

The impact of the change in accounting policy is shown below:

	Previously reported	Restatement	Restated amounts
Equity			
Equity as at 31 December 2002	612,957	14,676,466	15,289,423
Surplus / (loss) for the financial year 2003	(38,569,746)	(2,967,633)	(41,537,379)
Equity as at 31 December 2003	(37,956,789)	11,708,833	(26,247,956)
Convertible bond			
Convertible bond as at 31 December 2002	550,784,153	(14,676,466)	536,107,687
Amortization of transaction costs	1,567,071	(79,558)	1,487,513
Finance cost on convertible bond	32,736,428	3,047,191	35,783,619
Convertible bond as at 31 December 2003	585,087,652	(11,708,833)	573,378,819
Finance cost on convertible bond - 2003	(32,736,428)	(3,047,191)	(35,783,619)

NOTES TO THE CONSOLIDATED AUDITED FINANCIAL STATEMENTS

(continued)

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.

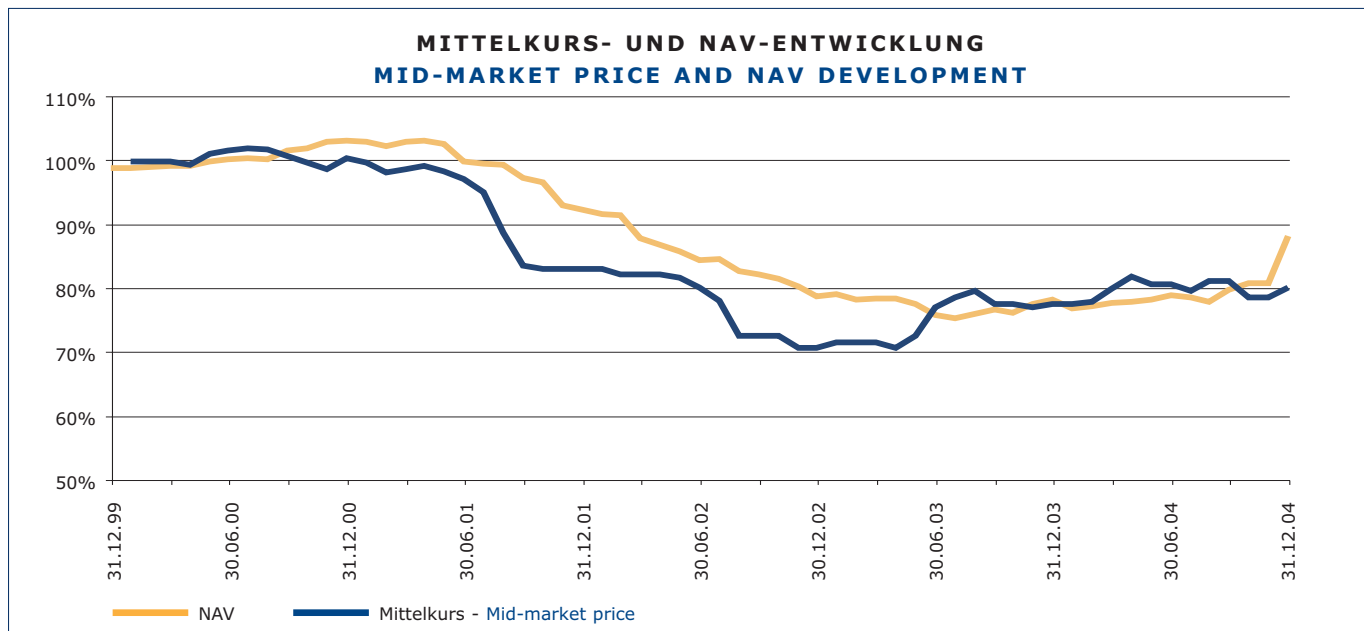
The Group's over-commitment strategy could result in periods in which the Group has inadequate liquidity to fund its investments or to pay other amounts payable by the Group.

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.

**NOTIZEN
NOTES**

NOTIZEN
NOTES

WERTENTWICKLUNG PRICE AND PERFORMANCE DEVELOPMENT



	Bei Ausgabe At Issuance	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	Annualisierte Wertentwicklung seit Ausgabe Annualized Performance since inception
Gepürfter NAV Audited NAV	100%	98.62%	102.89%	92.13%	78.66%	78.05%	88.07%	-2.27%
Mittelkurs Mid-Market Price	100%	100.75%	100.25%	83.00%	70.50%	77.50%	80.00%	-3.81%

ADRESSEN LIST OF ADDRESSES

Sitz der Gesellschaft

Registered Office

Princess Private Equity Holding Limited
Brian Human
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
Email: princess@partnersgroup.net

Registrar

Registrar

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

Revisionsstelle

Auditors

PricewaterhouseCoopers CI LLP

Handelsinformation

Trading Information

Preisinformation
[Price Information](#)

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

Market Maker	
Deutsche Bank	AG ABN Amro Rothschild
Frankfurt, Deutschland	London, United Kingdom
Tel. +49 69 910 34442	Tel. +44 207 6785 992
	Zurich, Switzerland
	Tel. +41 1 631 64 90