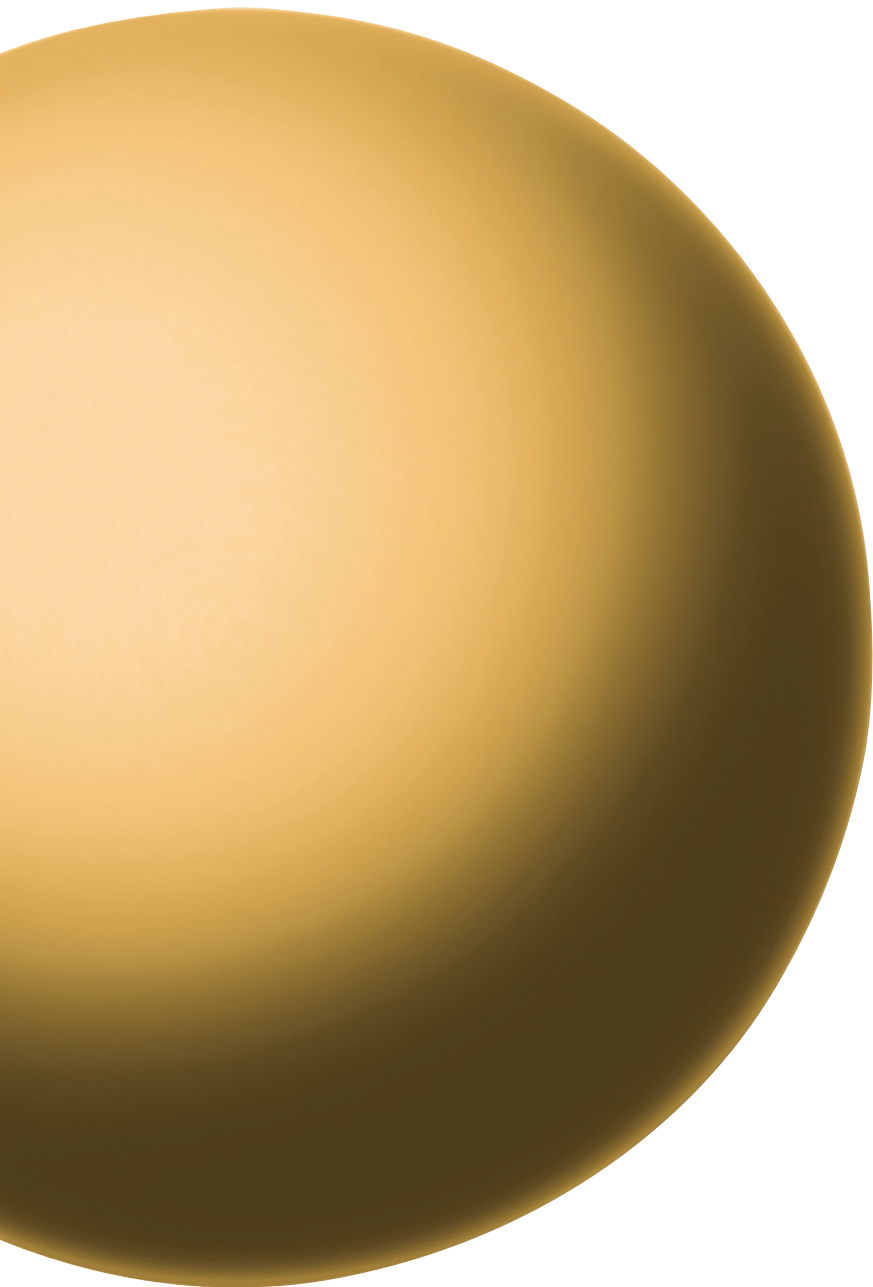
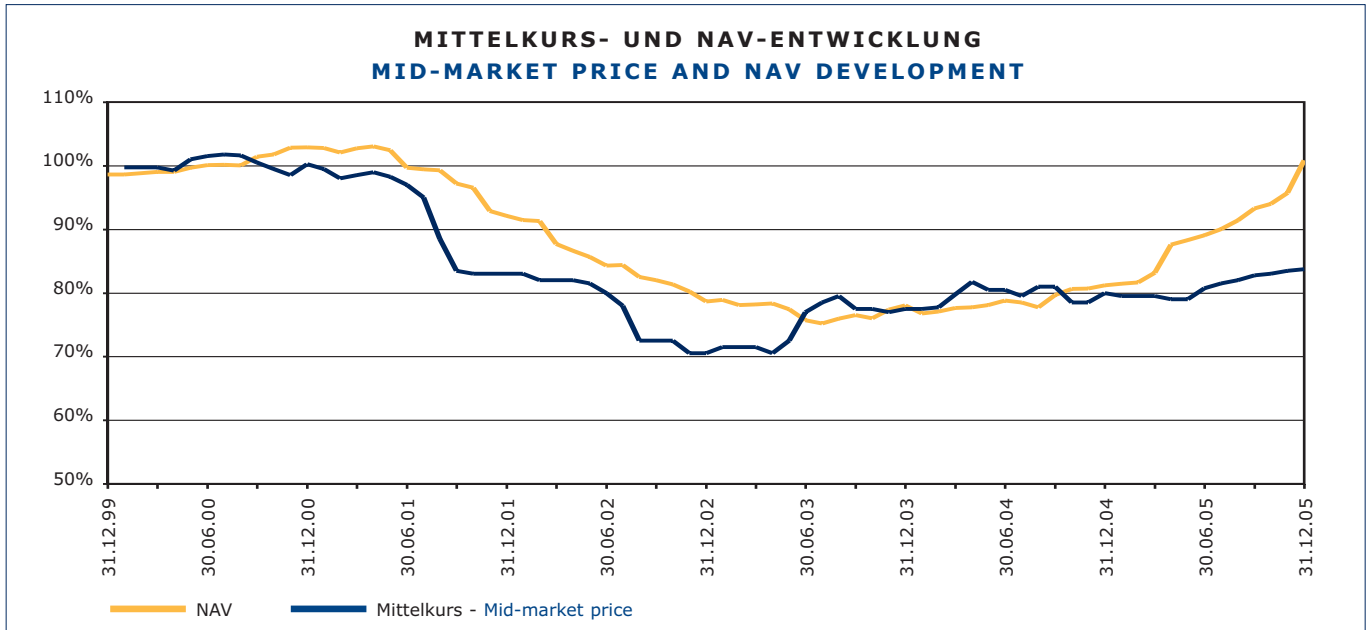


GESCHÄFTSBERICHT 2005
ANNUAL REPORT 2005



ÜBERSICHT 2005
OVERVIEW 2005



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	31.12.2005	31.12.2004
Geprüfter Innerer Wert (NAV) Audited Net Asset Value (NAV)	100.84%	88.07%
Mittelkurs Mid-market price	83.75%	80.00%
Prämie über NAV Premium over NAV	-16.95%	-9.16%
Flüssige und geldähnliche Mittel Cash and cash equivalents	USD 111,593,589	-USD 2,635,548
Beanspruchung Kreditlimite Use of credit facility	-	USD 10,000,000
Geprüfter Wert der Private Equity-Investitionen Audited value of private equity investments	USD 595,273,964	USD 629,976,924
Nicht abgerufene Zahlungsverprechen Undrawn commitments	USD 245,329,670	USD 222,820,371
Investitionsgrad Investment level	84.21%	100.00%
Overcommitment	18.92%	38.14%

INHALTSVERZEICHNIS

Übersicht 2005	Seite 2
Daten und Fakten	Seite 6
Princess Private Equity Holding Limited	Seite 7
Vorwort des Verwaltungsrates	Seite 8
Vereinfachte Strukturdarstellung	Seite 11
Bericht des Investment Managers	Seite 13
Rückblick auf die Private Equity-Industrie 2005	Seite 14
Wertentwicklung des Princess-Portfolios	Seite 19
Investitionsaktivitäten	Seite 20
Portfolio-Allokation	Seite 23
Portfolio-Übersicht	Seite 26
Neue Zahlungsverprechen im Jahr 2005	Seite 28
Ausgewählte Investitionen im Jahr 2005	Seite 30
Ausgewählte Realisierungen im Jahr 2005	Seite 33
Ausblick auf das Private Equity-Jahr 2006	Seite 36
Princess 2006	Seite 39
Finanzzahlen	Seite 41
Bericht der Wirtschaftsprüfer	Seite 44
Finanzzahlen	Seite 45
Wertentwicklung	Seite 63

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 Monatsbericht zum 31.12.2005. Die sich eventuell dadurch ergebenden Abweichungen von den IFRS-geprüften Zahlen sind geringfügig und vernachlässigbar. Der IFRS-geprüfte Abschluss ist im Kapitel "Finanzzahlen" aufgeführt.

TABLE OF CONTENTS

Overview 2005	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 11
Investment Manager's Report	Page 13
Review of the Private Equity Industry in 2005	Page 14
Performance of the Princess Portfolio	Page 19
Investment Activity	Page 20
Portfolio Allocation	Page 23
Portfolio Overview	Page 26
New Commitments in 2005	Page 28
Selected Investments in 2005	Page 30
Selected Realizations in 2005	Page 33
Private Equity Outlook for 2006	Page 36
Princess 2006	Page 39
Financial Figures	Page 41
Statement of the Auditors	Page 44
Financial Figures	Page 45
Price and Performance Development	Page 63

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 monthly report as per 31 December 2005. Any resulting variations from the IFRS audited financial numbers are negligible. 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	Sicherungsvermögensfähig
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

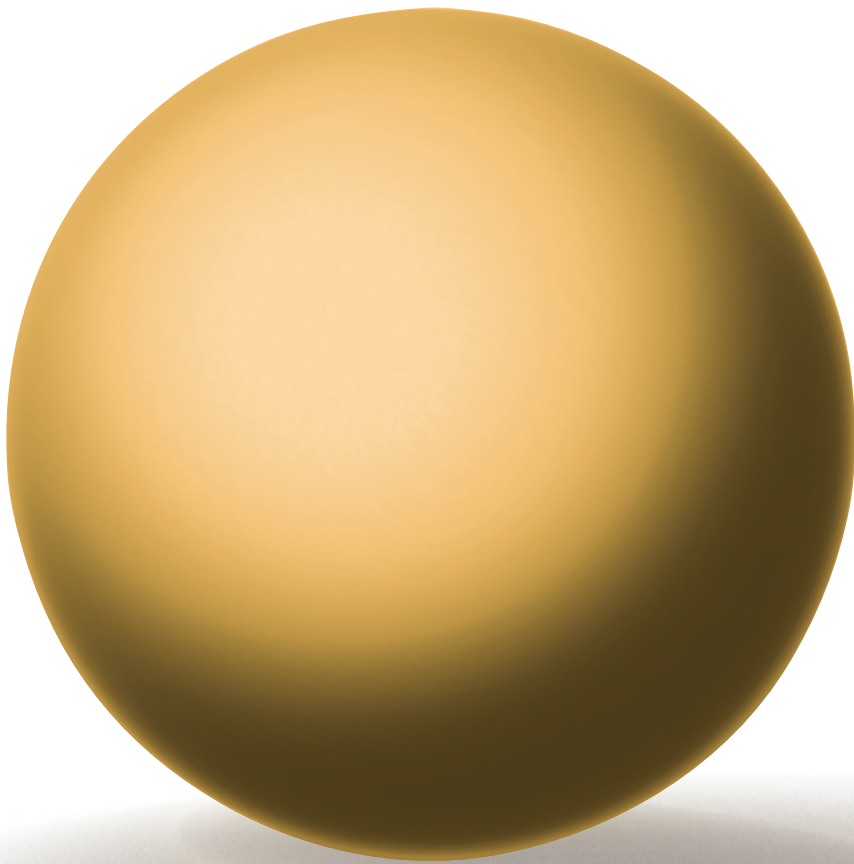
Gebühren	Management-Gebühr: 1.5% p.a. Versicherungsprämie: 1.5% p.a.
Berichte	Monatsbericht Quartalsbericht Jahresbericht

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

Es ist uns eine Freude, Ihnen mitteilen zu können, dass sich die seit Mitte 2003 anhaltende Erholung des Inneren Wertes (NAV) von Princess auch während des Jahres 2005 fortgesetzt hat und sogar an Geschwindigkeit zulegen konnte. Das Ergebnis war ein geprüfter NAV von 100.84% zum Jahresende, ein Plus von 14.50% im Jahresverlauf, nachdem der NAV bereits 2004 um 12.83% angestiegen war. Die hohen Ausschüttungen hatten einen überaus positiven Einfluss auf den Inneren Wert, welcher nun einen erheblichen Anteil an flüssigen Mitteln und kurzfristigen Anlagen mit einschliesst, während die Kreditlinie voll zurückbezahlt wurde. Obwohl eine grosse Zahl an Investitionen veräussert wurde, konnte das Portfolio von beachtlichen Neubewertungen der zugrunde liegenden Portfoliounternehmen profitieren. Dieser positive Trend erstreckte sich auf Investitionen aller Lancierungsjahre und Finanzierungsstadien im Princess-Portfolio. Alle Fonds, die vor 2004 aufgelegt wurden, leisteten einen positiven Beitrag, wobei der stärkste Anstieg bei den 1999er-Fonds verzeichnet werden konnte. Bei den Finanzierungsstadien verbuchte der Buyout-Sektor den grössten Wertanstieg. Es ist zudem erwähnenswert, dass der Venture Capital-Bereich den eindeutigen Aufwärtstrend der letzten Jahre fortgesetzt hat und im Jahr 2005 einen beachtlichen Beitrag zum Ergebnis leisten konnte.

Bitte beachten Sie, dass der Monatsbericht per 31. Dezember 2005 einen NAV von 96.09% auswies. Dieser Wert basiert auf den letzten verfügbaren, durch die General Partners berichteten und auf Folgeereignisse angepassten Bewertungen. Einige General Partners berichten nicht nach den International Financial Reporting Standards (IFRS), sondern nach einem anderen Standard (z.B. UK GAAP, US GAAP, HGB, u.ä.). Um Bewertungen anderer Standards dem «fairen Wert» nach IAS 39 anzupassen, wurde eine tiefgreifende Portfolio-Analyse durchgeführt. Bedingt durch diese Analyse wurde ein geprüfter NAV von 100.84% per 31. Dezember 2005 errechnet. Über 60% dieser Wertberichtigung ist auf notierte Unternehmen zurückzuführen, welche von den Princess-Partnerships an die Börse gebracht wurden, aber noch immer – meist aufgrund der Sperrfrist – im Portfolio gehalten werden. Die Monats- und Quartalsberichte für 2006 werden weiterhin basierend auf den letzten verfügbaren, durch die General Partners berichteten und auf Folgeereignisse angepassten Bewertungen erstellt.

Wie ausführlich im Bericht des Investment Managers erläutert wird, konnte der Private Equity-Sektor von einem Zusammenspiel aus starkem weltweitem Wirtschaftswachstum, hohen Unternehmenserträgen und einer förderlichen Stimmung auf den Finanzmärkten profitieren. Das verstärkte

Dear valued investor

It is most pleasing to be able to report that the recovery in the Princess net asset value (NAV) that has been evident since mid-2003 continued and even gained momentum in 2005. As a result, the NAV, based on the audited accounts, stood at 100.84% at the end of 2005. This represents an annual increase of 14.50% and follows an increase of 12.83% in 2004. The high level of distributions had a very beneficial impact on the NAV, which now includes significant holdings of cash and short-term investments, while the drawings under the credit facility were fully repaid. Although a significant number of investments have now been realized, the portfolio has benefited from a substantial number of revaluations of underlying investments. This positive trend has been evident across all vintages and stages in the portfolio. All of the pre-2004 vintage funds made a contribution to the NAV, with the largest revaluations being seen in the 1999 vintage funds. By financing stage, the biggest contribution came from the buyout sector. Noteworthy is also that the venture stage continued the upward trend that has been evident in more recent years and made a significant contribution in 2005.

Please note that in the monthly report as per 31 December 2005 a NAV of 96.09% was reported. 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 100.84%. Over 60% of the revaluation is attributable to companies that have been taken public by Princess partnerships but primarily due to lock-up periods are still held in the portfolio. The monthly and quarterly accounts for 2006 will continue to be produced based on the latest valuations provided by the general partners and adjusted for any subsequent capital activity.

As detailed in the Investment Manager's report, the combination of continued, robust global economic growth, strong corporate earnings and supportive financial markets has benefited the private equity sector. The high returns generated by private equity firms has increased investor interest in the asset class and enabled top fund managers to raise ever larger new funds, especially in the buyout sector. There are concerns that the increase in fundraising could lead to a capital overhang, but the evidence to date suggests that the level of new investment has matched the increase in funding.

Interesse der Investoren an Private Equity-Investitionen, hervorgerufen durch die guten Renditen, ermöglichte es den Fondsmanagern immer noch grössere neue Fonds, besonders im Buyout-Sektor, aufzulegen. Es wurden zwar Bedenken laut, dass dieser enorme Anstieg in der Kapitalaufnahme zu einem Kapitalüberhang führen könnte, doch die bisherige Entwicklung hat gezeigt, dass die Neuinvestitionen mit der gestiegenen Kapitalaufnahme Schritt halten konnten.

Die Veräusserungen im Private Equity-Sektor erreichten 2005 eine Rekordhöhe von USD 272 Mrd., wobei Verkäufe an strategische Investoren an erster Stelle standen, gefolgt von Sekundärverkäufen. Da diese beiden Exit-Strategien eine schnellere Realisierung als Börsengänge, welche typischerweise eine Sperrfrist mit einschliessen, ermöglichen, hat die Rekordhöhe an Exits zu einem ebenfalls sehr hohen Niveau an Auszahlungen geführt. Als relativ reifes Portfolio konnte Princess daraus seinen Nutzen ziehen und erhielt 2005 Ausschüttungen in der Höhe von USD 220 Mio. Diese Rückflüsse überstiegen den Mittelbedarf für Kapitalabrufe, weshalb das Portfolio nun über einen erheblichen Betrag an Barbeständen und kurzfristigen Anlagen verfügt. Basierend auf dem geprüften Abschluss hält das Portfolio Private Equity-Investitionen in der Höhe von USD 595m. Zusammen mit den nicht abgerufenen Zahlungsverprechen von USD 245m ist damit sichergestellt, dass das Portfolio von der erwarteten positiven Entwicklung des Private Equity-Marktes im Jahr 2006 und darüber hinaus profitieren kann.

Im Februar 2006 hat Swiss Reinsurance Company («Swiss Re»), der Rückversicherer der Princess Management & Insurance Limited («PM&IL»), den Verwaltungsrat in Kenntnis gesetzt, dass Swiss Re das Mitigation Right (Eingriffsrecht) der PM&IL aus der Versicherungsvereinbarung vom 30. Juni 1999, abgetreten an Swiss Re unter der Rückversicherungsvereinbarung vom 30. Juni 1999, ausübt, damit die Wahrscheinlichkeit eines Verlustes aus der Anleihe für die Swiss Re gemindert wird. Das Mitigation Right, das in der Rückversicherungsvereinbarung im Detail beschrieben ist, beinhaltet das Recht, die Anlagerichtlinien anzupassen und die Abgabe von neuen Zahlungsverprechen zu beschränken oder auch auszuschliessen. Gemäss Mitigation Right hat Swiss Re Princess angewiesen, keine weiteren Zahlungsverprechen für Private Equity-Investitionen abzugeben und Princess hat in der Folge den Investment Manager (PM&IL) entsprechend in Kenntnis gesetzt.

Das Recht der Anleiheninhaber auf Rückzahlung des Nominalwertes bei Fälligkeit der Wandelanleihe ist von der Ausübung des Mitigation Rights nicht betroffen. Princess wird weiterhin Kapitalabrufe der bestehenden Zahlungsver-

Private equity exits amounted to a record USD 272bn in 2005, with trade sales being the primary exit channel, ahead of secondary sales. Trade sales and secondary sales provide a quicker exit route than IPOs, which typically involve a lock-up period, and, as a result, the record level of exits resulted in a high level of distributions. Princess, being a relatively mature portfolio, benefited from this and received USD 220m in distributions during the course of the year. The distributions received exceeded the funding requirements for new capital calls so that the portfolio now has significant holdings of cash and other short-term investments. Based on the audited accounts, the portfolio holds USD 595m in private equity assets, which, together with the USD 245m in undrawn commitments, will ensure that the portfolio benefits from the expected positive development of the private equity asset class throughout 2006 and beyond.

In February 2006 the Board of Directors was informed by Swiss Reinsurance Company ("Swiss Re"), being the reinsurer of Princess Management & Insurance Limited ("PM&IL"), that Swiss Re was exercising the right (the "Mitigation Right") of PM&IL under the Insurance Policy dated 30 June 1999, assigned to Swiss Re under the Reinsurance Agreement dated 30 June 1999, so as to mitigate the likelihood of an Outstanding Bond Loss. The Mitigation Right, which is further described in the Reinsurance Agreement, includes the right to amend the investment guidelines and to limit or exclude new commitments. Pursuant to the Mitigation Right, Swiss Re has directed Princess not to make any further investment commitments in private equity assets, and Princess has instructed the Investment Manager (PM&IL) accordingly.

The right of the Bondholders to payment of the principal amount on redemption of the Bonds on the maturity date is not affected by the exercise of the Mitigation Right. Princess will continue to meet capital calls under existing commitments to general partners and to actively manage the existing portfolio of private equity investments.

The Board of Directors believes that the outlook for Princess in 2006 is generally favorable. However, following the exercise of the mitigation right and the direction from Swiss Re not to make new commitments, the holding of cash in the portfolio is likely to increase, which will reduce volatility, but the upside will be limited. Swiss Re intends to explore possible strategies with Princess and Partners Group for restructuring or converting the Bonds, and the Board of Princess will keep Bondholders informed of developments through the Monthly Report and Quarterly Reports.

The Board of Directors

sprechen an Partnerships bedienen und aktiv das bestehende Portfolio von Private Equity-Anlagen verwalten.

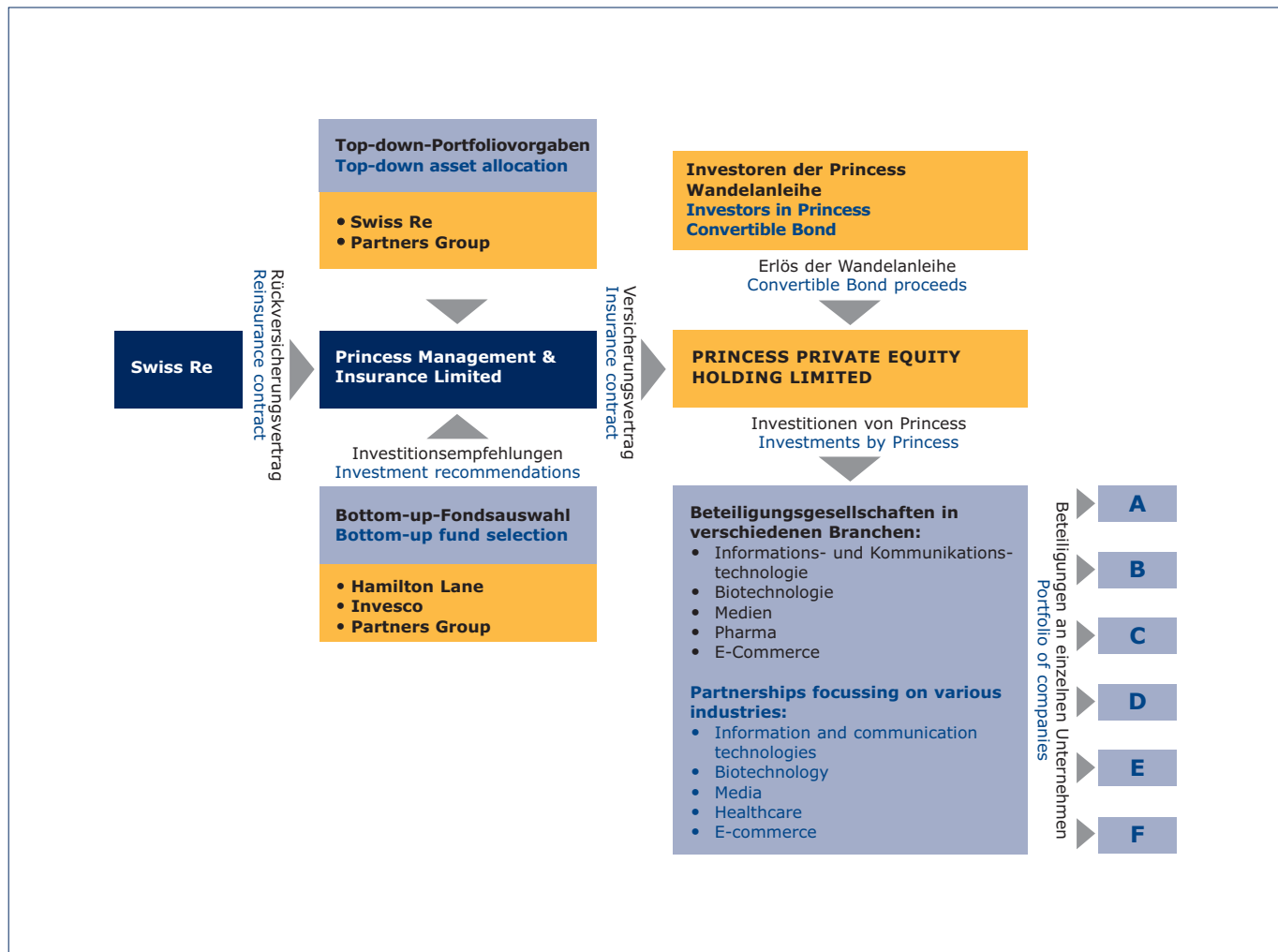
Der Verwaltungsrat ist überzeugt, dass der Ausblick für Princess für das Jahr 2006 grundsätzlich positiv ist. Allerdings wird infolge der Ausübung des Mitigation Rights und der Anweisung durch die Swiss Re, keine neuen Zahlungsverprechen abzugeben, der Cash-Anteil im Portfolio ansteigen, was die Volatilität reduzieren, aber auch das Wertentwicklungspotenzial begrenzen wird. Swiss Re beabsichtigt, mit Princess und Partners Group mögliche Strategien zur Restrukturierung oder Wandlung der Princess-Wandelanleihe auszuarbeiten. Der Verwaltungsrat von Princess wird die Inhaber der Wandelanleihen über die weiteren Entwicklungen in den Monats- und Quartalsberichten auf dem Laufenden halten.

Der Verwaltungsrat

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 2005 112 solcher Partnerships. 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 112 partnerships at the end of 2005. 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 Partnerships, 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 Gewinnpotenzial 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 Erstausswahl 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 eindrucksvollem 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 2005 REVIEW ON THE PRIVATE EQUITY INDUSTRY IN 2005

Weltwirtschaft weiterhin auf Wachstumskurs

Die Weltwirtschaft erreichte im Jahr 2005 ein robustes reales Wachstum in Höhe von mehr als 4%, was einer leichten Abschwächung gegenüber dem Vorjahreswert von 5% entspricht. Wie im Jahr 2004 erwiesen sich auch 2005 Asien mit +7% sowie Osteuropa und die restlichen Schwellenländer mit jeweils +5% als Wachstumslokomotiven der Weltwirtschaft. Befürchtungen, dass die gestiegenen Rohölpreise das Wachstum deutlich abschwächen könnten, bestärkten sich nicht, sodass Ende 2005 die Wachstumsprognosen nach oben korrigiert wurden.

Finanzmärkte in positiver Stimmung

Die Widerstandsfähigkeit der Weltwirtschaft gegen den Ölpreisdruck und überzeugende Gewinnmeldungen führten zu einer Aktienhausse in Asien, Lateinamerika und Europa, während sich die amerikanischen Aktienmärkte weiterhin seitwärts bewegten. Geprägt waren die Finanzmärkte in 2005 zudem durch einen Anstieg der Unternehmensfusionen und -übernahmen (M&As) um 38% auf USD 2.9 Bio., welcher hauptsächlich durch das gute Kreditumfeld und die Rückkehr der industriellen Käufer unterstützt wurde. So haben die meisten Grossunternehmen in den letzten Jahren ein kontinuierliches Gewinnwachstum und beträchtliche operative Gewinne vermeldet, welche sie nun vermehrt in Unternehmenszukaufe investieren, anstatt sie über Aktienrückkäufe oder Dividenden an die Aktionäre auszuzahlen.

Private Equity-Fonds reagieren auf erhöhte Investorennachfrage

Die historisch hohen Renditen von Private Equity-Fonds führten in Verbindung mit dem positiven Finanzmarktumfeld dazu, dass viele Investoren ihre Allokation an Private Equity-Anlagen erhöhten. Diese gestiegene Investorennachfrage führte vor allem im Buyout-Segment zu einem regelrechten Fundraising-Boom. Insgesamt erreichte das Fundraising für Buyout- und Venture-Fonds ein Volumen von USD 243 Mrd. und liegt damit nahe an den USD 304 Mrd. des Rekordjahres 2000. Der grösste Anteil mit USD 162 Mrd. entfiel auch im Jahr 2005 auf US-amerikanische Fonds.

Zugang zu Top-Fonds weiterhin ein Thema

Selbst multimilliardenschwere Top-Buyout-Fonds können teils innert drei Monaten schliessen, wobei ein schneller Due-Diligence-Prozess und eine rasche Zeichnungsabwicklung wichtig sind, um eine Allokation bei diesen Fonds

World economy maintains its growth path

After a record year in 2004, when global GDP grew at a rate of 5%, world growth eased in 2005, though it is still estimated to have achieved a robust 4% rate of growth in real terms. As in 2004, the greater Asian region (7%) as well as Eastern Europe and the other transition countries (5%) proved to be the growth engines of the world economy. Fears of weakening growth due to the pressure of rising oil prices turned out to be unfounded so that growth predictions were raised significantly in the fourth quarter.

Financial markets in bullish mood

The strength of global economic growth, together with strong corporate earnings, pushed equity markets in Asia, Latin America and Europe to new highs, while North American equity markets remained locked in a sideways movement. Financial markets saw a significant upswing in global mergers & acquisitions (M&A) volume in 2005. The main drivers behind the increase in M&A activity were the open credit markets and the return of the corporate buyers. In fact, most large corporations experienced continued earnings growth and generated substantial revenue from operations. Instead of paying the cash generated out to shareholders via share buybacks or dividend payments, corporations increasingly looked to acquisitions to expand their core competencies. Driven by this positive environment, global M&A volume increased to USD 2.9 trillion in 2005, a 38% increase over the figure for 2004.

Private equity funds respond to increased demand

The historically high returns generated by private equity funds in combination with the general economic upswing led investors to raise their allocations to alternative assets. Increased investor demand translated into a fundraising boom for new private equity funds, especially in the buyout sector. Overall, global buyout and venture capital fundraising amounted to USD 243bn, which is close to the record USD 304bn set in 2000. The largest proportion again was for commitments to US funds, which raised some USD 162bn.

Access remains an issue

Even in the case of multi-billion dollar funds, top funds can close in as little as three months, and fast due diligence processes and execution capabilities are becoming a winning strategy for gaining access. Moreover, investors in private equity funds, so called limited partners, are becoming more and more dependent on solid relationships with the

zu erhalten. Ferner sind die Investoren in Private Equity-Fonds (Limited Partners) zunehmend auf gute Beziehungen zu den Fondsmanagern (General Partners) angewiesen. Dies kann dadurch erreicht werden, dass Limited Partners den General Partners aus ihrem Netzwerk aktiv Kauf- und Verkaufsmöglichkeiten aufzeigen. Ferner erhöht die Bereitschaft für Co-Investments die Wahrscheinlichkeit einer Zuteilung, da die General Partners der Top-Fonds das Transaktionsrisiko vermehrt streuen möchten. Zu guter Letzt versuchen die General Partners zudem, nur solche Investoren in ihre Fonds aufzunehmen, welche sich schon seit langem in der Anlageklasse Private Equity engagieren.

Abnehmender Kapitalüberhang dank zunehmender Investitionsaktivität

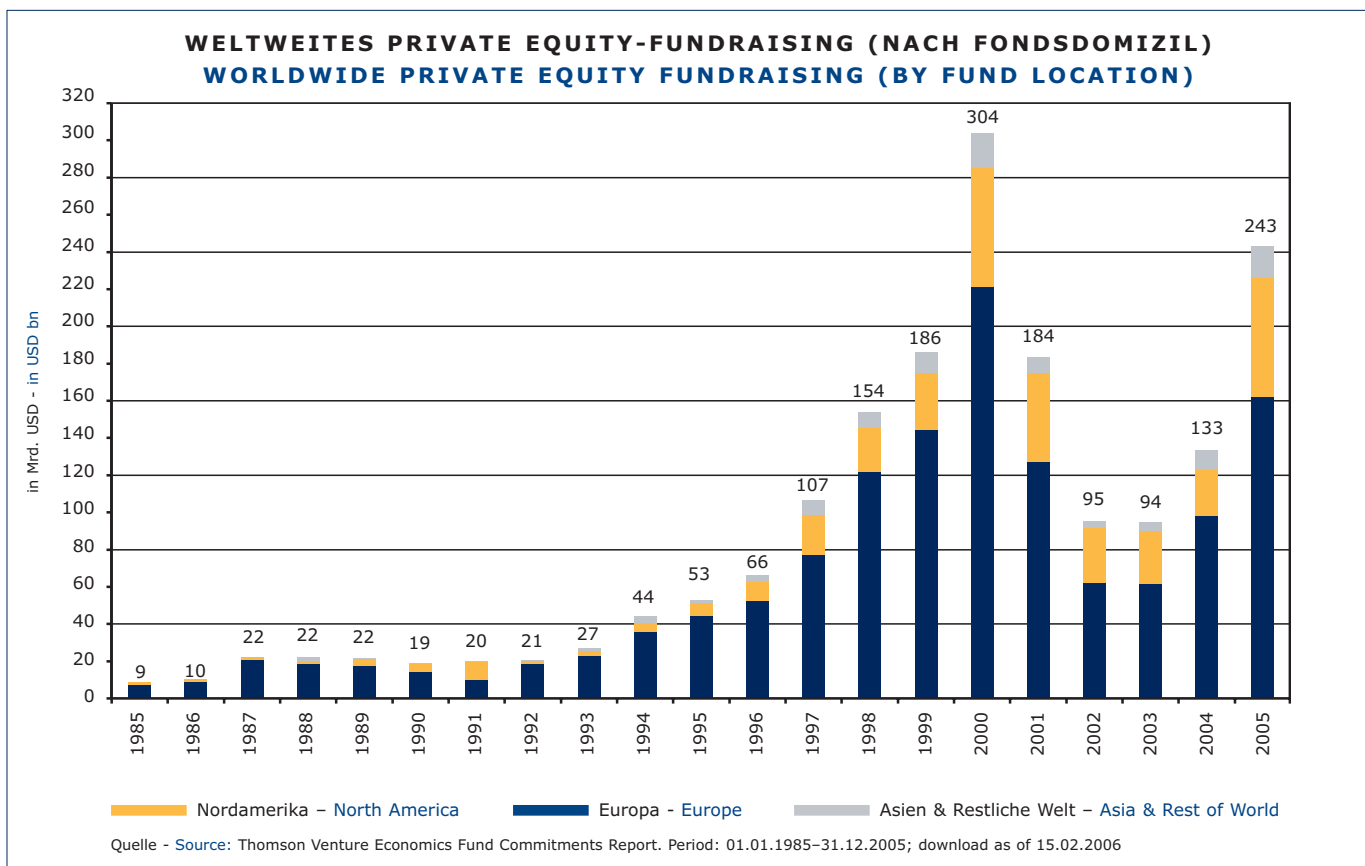
Aufgrund der rapiden Zunahme der Fundraising-Aktivitäten wurden im Verlaufe des Jahres Bedenken laut, dass sich der Kapitalüberhang (Differenz zwischen aufgenommenem und investiertem Kapital) weiter erhöhen könnte. Diese Befürchtungen wurden jedoch durch einen Anstieg der Private Equity-Transaktionen im Verlauf des Jahres von USD 242 Mrd. auf USD 338 Mrd. und infolgedessen einer Reduzierung des Kapitalüberhangs auf das Niveau von 1998 widerlegt.

fund managers, the so called general partners. Limited partners can, for instance, foster relations with general partners by providing deal flow and exit opportunities. A co-investment capacity can also be a factor in gaining access, as general partners look to spread risks. Last but not least, general partners tend to select investors who can demonstrate a long-term commitment to the asset class.

Decreasing capital overhang as investment activity picks up

Triggered by the rapid increase in private equity fundraising, there was growing concern among market participants of a possible capital overhang. These fears, however, were allayed by a significant increase in investment activity, which brought the capital overhang (the difference between funds raised and money invested) down to levels last seen in 1998. Globally, the total transaction value of private equity investments jumped from USD 242bn in 2004 to USD 338bn in 2005.

On the buyout side, 2005 saw a broadening of deal sources. Whereas sponsor-to-sponsor deals, or secondary deals, were the predominant source of deal flow in recent years, buyout firms have been more creative in sourcing new deals lately. With more capital committed to buyout



Im Buyout-Segment wurde die Zunahme der Investitionsaktivitäten insbesondere durch eine Erweiterung der Dealquellen unterstützt. Nachdem in den Vorjahren Käufe und Verkäufe von einem Private Equity-Sponsor zum anderen (so genannte Sekundärtransaktionen) den Hauptanteil der Private Equity-Transaktionen stellten, erwiesen sich im Jahr 2005 Privatisierungen börsennotierter Firmen mit einem Gesamtvolumen von USD 103 Mrd. für 129 Firmen als Hauptquelle für Private Equity-Investitionen. Aufgrund der steigenden Fondsgrößen und der zunehmenden Konsortialbildung liegen generell immer mehr börsennotierte Firmen in Reichweite von Private Equity-Firmen, was vor dem Hintergrund der häufigen Unterbewertung börsennotierter Firmen attraktiv erscheint.

Im Bereich der Venture-Investitionen konnte ein Trend hin zu Spätphasen-Finanzierungen festgestellt werden, welche in den USA und Europa rund 50% aller Venture-Investitionen ausmachten. Diese Entwicklung ist ein starkes Indiz für das Ende der Konsolidierung in diesem Segment, da Wagniskapital-Geber von der Entwicklung ihrer Portfolio-Firmen überzeugt scheinen und deshalb gewillt sind, diesen nun weiteres Kapital zur Verfügung zu stellen.

Befürchtungen einer Buyout-Blase nicht gerechtfertigt

Befürchtungen einer Überhitzung im Buyout-Segment sind insofern nicht gerechtfertigt, als dass die Buyout-Häuser vermehrt Kapital in neue Regionen und Sektoren investieren. So rückte geografisch betrachtet Europa vermehrt in den Blickpunkt, was durch den Anstieg des Anteils Europas bei den Transaktionen über USD 100 Mio. von 14% im Jahr 1994 auf nun 36% unterstrichen wird. Ausserdem investierten die Buyout-Manager über die letzten Jahre vermehrt in andere Sektoren wie beispielsweise IT- und Versorgungsunternehmen, was dazu führte, dass der Anteil des Sektors Gewerbe/Industrie seit 1994 von 54% auf 16% sank. Buyouts im Technologie-Bereich werden immer attraktiver, da Technologie-Firmen kostenbewusster geworden und die Bewertungen deutlich gesunken sind.

Günstiges Kreditumfeld beflügelt fremdkapital-finanzierte Buyouts

Begünstigt durch das historisch tiefe Zinsniveau und die gestiegene Verfügbarkeit von Bankdarlehen erhöhte sich das durchschnittliche Fremdkapital-Volumen zwischen 2002 und 2005 vom Vierfachen auf das 5.3fache des operativen Gewinns vor Steuern, Abschreibungen und Zinsen (EBITDA). Ausserdem führte der erhöhte Bieterwettkampf zwischen Private Equity-Häusern und industriellen Käufern

funds and the prospect of club deals, for instance, more companies listed on the stock market are now within reach of private equity bids. In 2005, a total of 129 companies with an aggregate value of USD 103bn were taken private by private equity firms, accounting for roughly one third of all private equity deals by value. Public-to-private transactions are becoming attractive for buyout firms as public markets often fail to value companies accurately.

On the venture front, a trend towards later-stage investments was apparent in the major markets of the US and Europe (where this stage accounted for 50% of total venture investments). This trend strongly indicates that the period of venture portfolio consolidation has ended: venture capitalists have confidence in their portfolio companies and are willing to fund them to the next financing stage.

No buyout bubble as funds diversify in new regions and sectors

In addition to a greater variety of deal flow sources, buyout firms have also directed more and more money at new regions and sectors in the search for new investment opportunities. Over the past few years, buyout houses have significantly increased their deal volume in Europe, which saw its share of transactions over the USD 100m mark increase from 14% to 36% since the year 1994. Furthermore, buyout firms are broadening the sector mix of their investments. While the manufacturing / industrial products sector had been dominant in 1994 and accounted for 54% of all deals, by 2004 it had been reduced to 16% to the benefit of the IT sector and utilities, among others. Buyouts in the technology sector are becoming more attractive, as technology companies have become more focused on keeping their costs in line and valuations in the sector have declined, making acquisitions a more reasonable prospect.

Cheap money driving leveraged deal volume

Driven by historically low interest rates and the increasing availability of bank debt, average debt volumes reached 5.3x EBITDA, up from an historic low of 4.0x EBITDA in 2002. In addition, greater competition between buyout firms and strategic buyers for the best deals led to an increase in average LBO purchase prices, up from the historic low in 2001 at 6.0x to a new high of 8.8x EBITDA. Investing, therefore, has become relatively expensive for buyout firms over the past year, although it has to be noted that valuations have risen from a very low level and are not excessively high by historical comparison. Furthermore, average purchase prices were boosted by some of the lar-

im Zeitraum von 2000 bis 2005 zu einem Anstieg der durchschnittlichen Kaufpreise bei fremdkapitalfinanzierten Buyouts vom Sechsfachen auf das 8.8fache des EBITDA. Historisch betrachtet sind die Kaufpreise jedoch nicht übertrieben hoch, da sie von einem historischen Tief kamen und zudem durch einige der grössten jemals verzeichneten fremdfinanzierten Buyouts (unter anderem SunGard, Hertz, Dunkin Donuts' and Neiman Marcus Group) in die Höhe getrieben wurden. Nichtsdestotrotz werden die Renditeerwartungen für die im Jahr 2005 getätigten Investitionen wahrscheinlich tiefer sein als für jene Investitionen, die im konjunkturellen Tief der Jahre 2001/2002 abgeschlossen wurden.

Private Equity-Realisierungsumfeld begünstigt durch Rückkehr der industriellen Käufer

Während der Bieterwettkampf auf der Investitionsseite negative Auswirkungen hatte, führte er zu einem Rekordwert von USD 272 Mrd. an Private Equity-Realisierungen, wobei Veräusserungen über industrielle Käufer mit einem Anstieg von USD 54.6 Mrd. oder 104% auf USD 111.4 Mrd. am stärksten zulegten und das Volumen an Sekundärtransaktionen (USD 90.6 Mrd.) deutlich übertrafen.

Zweigeteilte Entwicklung des Exit-Umfelds für Venture-Firmen

Im Venture-Segment entwickelte sich das Exit-Umfeld in den USA und Europa unterschiedlich, wobei speziell wagnisfinanzierte Börsengänge eine entgegengesetzte Entwicklung nahmen. So führten in den USA vor allem die mit der Sarbanes Oxley-Gesetzgebung verbundenen Kosten und Hürden zu einer Abschwächung der Börsengänge um 40% auf USD 4.5 Mrd., während in Europa mit rund EUR 2 Mrd. der höchste Wert seit 2000 verzeichnet wurde. In Europa wurden Venture-finanzierte Börsengänge insbesondere durch höhere Unternehmensbewertungen, eine gestiegene Liquidität am Finanzmarkt und die Etablierung von Small-Cap-Börsen wie dem Alternative Investment Market in London begünstigt. Veräusserungen an industrielle Käufer blieben in den USA mit USD 14 Mrd. hingegen stabil, wobei das durchschnittliche Transaktionsvolumen von USD 83.4 Mio. auf USD 91.5 Mio. anstieg.

Private Equity schafft für die Investoren Mehrwert

Das Rekordjahr für Private Equity-Realisierungen führte zu erheblichen Aufschreibungen der Inneren Werte der Private Equity-Fonds. Ausserdem schütteten die Fonds deutlich mehr Gelder aus, da Veräusserungen über industrielle Käufer und Sekundärtransaktionen, welche den Hauptanteil der Private

gest LBO deals ever, such as SunGard, Hertz, Dunkin Donuts' and Neiman Marcus Group. However, the higher purchase prices are likely to lead to lower return expectations for investments made in 2005 compared to investments undertaken at the cyclical low in 2001/2002.

Private equity exits driven by the return of the strategic buyers

While competition for deals has some negative implications on the investment side, it led to a record year on the exit front. Realizations by private equity firms amounted to USD 272bn, with strategic buyers having finally come back in full force helping drive the market. Private equity sales to strategic buyers increased to USD 111.4bn, up 104% from USD 54.6bn in 2004. Trade sales thus became the primary exit channel in 2005, ahead of secondary sales at USD 90.6bn.

Different development of exit environment for venture firms

On the venture front, the exit environment in the US and Europe developed differently. In the US, venture-backed IPOs decreased by 40% to USD 4.5bn, while the European venture capital market witnessed a contrary development, raising EUR 2bn, the highest amount of money since 2000. IPOs in Europe were driven by higher company valuations, greater liquidity and the maturing of small-cap exchanges such as London's Alternative Investment Market. In the US, by contrast, the additional costs and hurdles associated with Sarbanes-Oxley put a brake on venture-backed IPOs. Venture-backed M&As, however, remained robust in the US, where the total disclosed value amounted to USD 14bn and the average deal volume rose from USD 83.4m to USD 91.5m.

Private equity creating value for investors

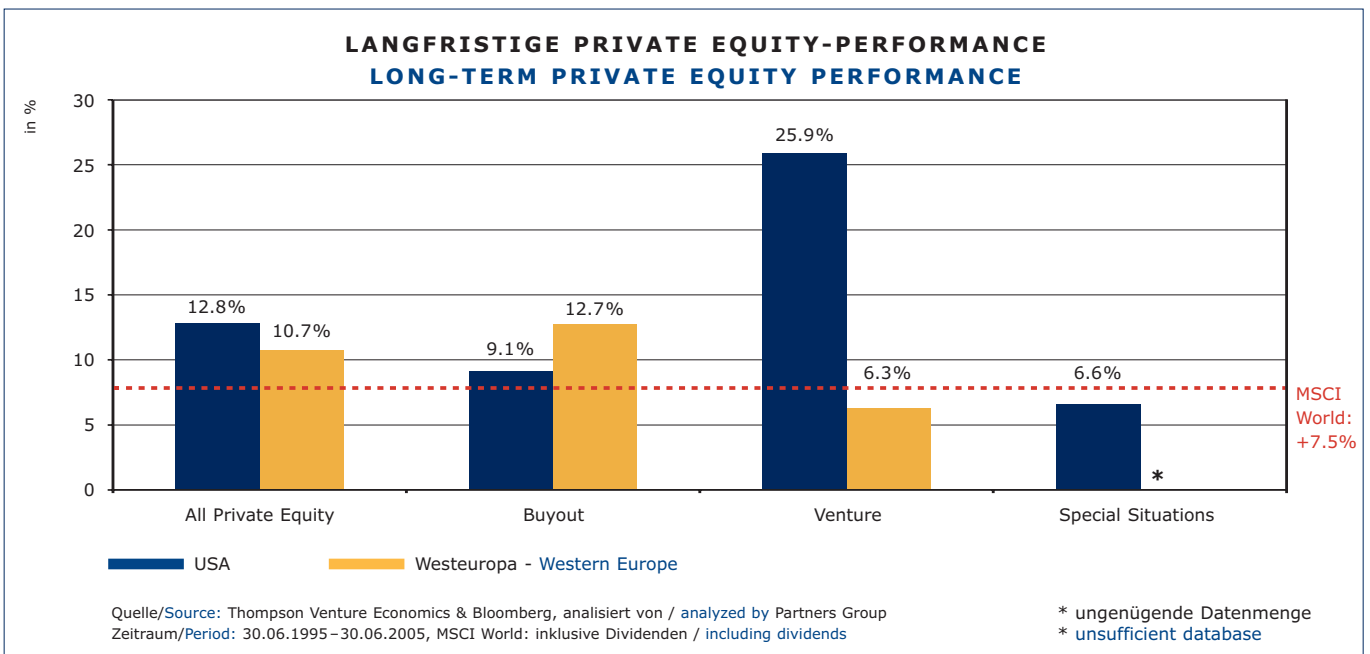
The record year for exits translated into significant valuation improvements for most private equity funds. Given the high exit volume via trade and secondary sales, both of which provide a quicker exit than an IPO, limited partners also saw distributions from general partners rise significantly. As a result of the write-ups of existing investments and realized capital gains, 10-year performance figures for the asset class remained stable in 2005 or even increased. While returns for US private equity funds remained at 12.8%, European private equity returns increased slightly from 10.5% to 10.7%. The best performance was by US venture capital funds, which posted a 25.9% IRR between the period 30.06.1995 to 30.06.2005. Overall, private equity

Equity-Realisierungen stellten, eine sofortige Veräußerung der Positionen ermöglichen. Infolgedessen blieben die Renditen für US-Fonds mit 12.8% p.a. in den letzten zehn Jahren stabil, während sich die europäischen Renditen leicht von 10.5% p.a. auf 10.7% p.a. verbesserten. Die höchste Rendite mit 25.9% p.a. über die letzten zehn Jahre wurde von amerikanischen Venture-Fonds erzielt.* Insgesamt bewies die Anlageklasse Private Equity einmal mehr ihr langfristiges Renditepotenzial, da sowohl US-amerikanische als auch europäische Private Equity-Anlagen die Aktienmärkte – gemessen am MSCI World**, der auf 10-Jahres-Basis eine Rendite von 7.5% p.a. abwarf – übertrafen.

has again proved to be a valuable asset class for enhancing portfolio returns. US and European private equity funds both outperformed the MSCI World, which posted a 7.5% gain over the same 10-year period.

* All figures for the period 30.06.1995–30.06.2005
 ** MSCI World: MSCI Daily TR World Index (including dividends) in USD

* Alle Zahlen gelten für die Periode 30.06.1995 bis 30.06.2005
 ** MSCI World: MSCI Daily TR World Index (inklusive Dividenden) in USD



WERTENTWICKLUNG DES PRINCESS-PORTFOLIOS PERFORMANCE OF THE PRINCESS PORTFOLIO

Der geprüfte Innere Wert (NAV) des Princess-Portfolios stieg im Geschäftsjahr 2005 um 14.50% und schloss bei 100.84%, nachdem der NAV bereits im Vorjahr um 12.83% zugelegt hatte. Das Princess-Portfolio hat sich damit vom sektorweiten Abschwung der Jahre 2001 und 2002 erholt und ist gut positioniert, im Jahr 2006 und auch darüber hinaus weiter an Wert zu gewinnen. 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 (IFRS)* auf die Unternehmen im Princess-Portfolio.

Die Monats- und Quartalsberichte für 2006 werden weiterhin auf Basis der letzten verfügbaren, durch die Partnerships berichteten und um Folgeereignisse angepassten Bewertungen basieren. Daher werden diese ungeprüften Berichte anfänglich voraussichtlich auch einen Inneren Wert ausweisen, der unter dem geprüften NAV per Ende 2005 liegt. Der ungeprüfte Innere Wert von Princess per Ende Dezember 2005 betrug 96.09%, ein Anstieg von 18.38% gegenüber dem Vergleichswert vor Jahresfrist. Beachtlich ist die Tatsache, dass Princess in jedem Monat im Jahr 2005 einen NAV-Anstieg verzeichnen konnte.

Die hohen Rückflüsse, die den Wert der verbleibenden Private Equity-Investitionen im Princess-Portfolio reduzieren, wurden im Verlauf des Jahres durch die höheren Bewertungen, wie sie von den Partnerships in allen Sektoren und Regionen berichtet wurden, sowie durch die Kapitalabrufe für neue Investitionen mehr als kompensiert. Da aber über das Jahr gesehen die Rückflüsse die Kapitalabrufe überstiegen, bestand der Innere Wert am Jahresende zu einem nennenswerten Teil aus kurzfristigen Anlagen und Barbeständen.

Im Jahresverlauf stieg der Mittelkurs der Princess-Wandelanleihe von 80.00% auf 83.75%, notierte aber das ganze Jahr über zu einem beträchtlichen Abschlag zum NAV, da der Anstieg des Inneren Wertes sich nicht voll im Mittelkurs niederschlug.

Princess hat im Berichtsjahr die Investitionen, die nicht in US-Dollar denominated sind, regelmässig gegen den US-Dollar abgesichert. Dies geschah, um die Währungsrisiken für die Investoren so gering wie möglich zu halten und den NAV nicht zusätzlicher Volatilität auszusetzen. Der Investment Manager wird den Bedarf einer Währungsabsicherung im Jahr 2006 laufend neu beurteilen.

The Investment Manager is pleased to report that the audited NAV of the Princess portfolio stood at 100.84% at the end of 2005, an increase of 14.50% compared to the end of 2004. This follows a 12.83% increase recorded in 2004. The portfolio has now recovered from the impact of the sector-wide downturn of 2001-2002 and is well positioned to achieve further growth in 2006 and beyond. There was a significant increase in the reported NAV at the end of the year when the audited accounts were produced, as detailed in the Statement 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 2006 will continue to be produced based on the latest valuations provided by the general partners and adjusted for any subsequent capital activity. It is anticipated that these accounts will initially show a lower NAV than that shown in the audited accounts. Based on the unaudited accounts, the NAV at the end of 2005 stood at 96.09%, an increase of 18.38% on the comparable figure for the end of 2004. Noteworthy is that the portfolio exhibited positive growth during every single month of 2005.

The high level of distributions, which could be expected to reduce the remaining value of the private equity holding, was offset by an increase in the NAV, as reported by the general partners across all sectors and regions, and by the new capital calls that were funded during the year. Because the portfolio was cash positive throughout the year, short-term investments and cash holdings formed a significant part of the NAV at year's end.

During the year, the mid-market price of the Princess convertible bond rose from 80.00% to 83.75%. The quoted bond price was at a significant discount to the NAV throughout the year, as the increase in the NAV was not fully 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 2006.

INVESTITIONSAKTIVITÄTEN INVESTMENT ACTIVITY

Wie im Quartalsbericht per Ende März 2005 bereits berichtet, hat der Investment Manager im Jahr 2005 damit begonnen, wieder neue Zahlungsverprechen (so genannte Commitments) abzugeben. Die hohen Kapitalflüsse, die allgemeine Verbesserung des Private Equity-Umfeldes sowie auch mehr Stabilität bei Kapitalabrufen und Rückflüssen waren Gründe für die Wiederaufnahme der Commitmenttätigkeit.

Im Geschäftsjahr 2005 hat der Investment Manager neue Zahlungsverprechen in der Höhe von insgesamt USD 146 Mio. an Fonds des Lancierungsjahres 2005 abgegeben. Diese sind im Kapitel «Neue Zahlungsverprechen im Jahr 2005» genauer beschrieben. Rund 70% der neuen Commitments gingen an Buyout-Fonds, 72% an Fonds mit Schwerpunkt Nordamerika. Es wurden keine neuen Kapitalzusagen an Venture Capital-Fonds und für die Region Asien abgegeben.

Darüber hinaus hat der Investment Manager Ende 2005 beschlossen, auch im Jahr 2006 weiter neue Zahlungsverprechen abzugeben, und sich dafür ein Ziel von USD 35 Mio. an neuen Kapitalzusagen für die erste Jahreshälfte gesetzt. Im Februar 2006 wurde der Investment Manager jedoch von Princess Private Equity Holding Limited angewiesen, infolge der Ausübung des Mitigation Rights durch die Swiss Re, wie dies im Vorwort des Verwaltungsrates detailliert beschrieben ist, keine weiteren Zahlungsverprechen an die Anlageklasse Private Equity abzugeben. Insgesamt wurden damit Kapitalzusagen in Höhe von USD 160 Mio. an Private Equity-Fonds der Lancierungsjahre 2005 und 2006 abgegeben, bevor das Mitigation Right ausgeübt wurde.

Ende 2005 beliefen sich die ausstehenden Zahlungsverprechen auf USD 245 Mio., ein Jahr zuvor betragen sie USD 223 Mio. Dieser Anstieg kam zustande, da die abgegebenen Kapitalzusagen über den bedienten Kapitalabrufen lagen. Die noch offenen Zahlungsverprechen werden im Jahr 2006 und darüber hinaus abgerufen, sodass Princess weiterhin von den attraktiven Investitionsmöglichkeiten der Anlageklasse Private Equity profitieren kann.

Princess hat 2005 wiederum Kapitalabrufe bestehender Zahlungsverprechen bedient. Während 2003 und 2004 jeweils rund USD 115 Mio. abgerufen wurden, beliefen sich die Kapitalabrufe 2005 auf USD 100 Mio. Damit steigt der Wert aller bisher durch das Princess-Portfolio bedienten Kapitalabrufe auf knapp über USD 1 Mrd. Im Jahr 2005 gingen 45% der abgerufenen Gelder – deutlich mehr als die 32% des Vorjahres – an den Venture Capital-Bereich. Für Buyout-Investitionen wurden 48% der Kapitalabrufe verwendet, während auf den Bereich Special Situations 7% entfielen.

As reported in the Quarterly Report as per 31 March 2005, the Investment Manager resumed making new commitments in 2005, having concluded that the strong cash flow, the general improvement in the global private equity market and the more stable pattern of capital calls and distributions warranted the resumption of commitment activity.

During the year, the Investment Manager made new commitments totaling USD 146m to 2005 vintage funds, as detailed in the New Commitments section. The main focus was on buyout funds, which accounted for around 70% of total new commitments, and the North American region (72%). No new commitments were made to venture funds nor to Asia or the rest of the world region.

In late 2005, the Investment Manager decided that it would continue to make new commitments in 2006. A target of USD 35m for new commitments had been set for the first half of the year. In February 2006, the Investment Manager was directed by Princess Private Equity Holding Limited not to make further commitments to the private equity asset class following the exercise of the right to mitigate by Swiss Re, as detailed in the Statement of the Board of Directors. New commitments of USD 160m have been made to 2005 and 2006 vintage funds prior to the exercise of the mitigation right.

Undrawn commitments stood at USD 245m at the end of 2005, against USD 223m at the end of 2004. The increase reflects the fact that the value of the new commitments made in 2005 exceeded the value of capital calls funded for all vintages. The unfunded commitments will continue to be drawn down in 2006 and beyond, as Princess carries on funding new investments through its existing commitments, thus ensuring that the portfolio continues to benefit from the attractive investment opportunities offered by this asset class.

Princess continued to fund capital calls under existing commitments to limited partnerships. These capital calls totaled USD 100m in 2005, compared to around USD 115m in both 2004 and 2003. This brings the total value of capital calls funded by Princess to USD 1.02bn. The venture sector accounted for 45% of new investments in 2005, up significantly from 32% in 2004, with buyout and special situations accounting for 48% and 7% respectively.

The investment level of the Princess portfolio reached 100% in 2003 and it remained fully invested during 2004. In 2005, the investment level declined as cash holdings increased and stood at 84% by year's end. This was mainly a consequence of the strong cash flow from distributions and the

Nachdem das Princess-Portfolio im Jahr 2003 den vollen Investitionsgrad erreicht und diesen auch 2004 beibehalten hat, sank der Investitionsgrad im Jahr 2005 aufgrund des Anstieges von Barbeständen auf 84% am Jahresende. Dies ist in erster Linie eine direkte Folge der hohen Rückflüsse aus Veräußerungen und der im Verhältnis dazu niedrigeren Kapitalabrufe, da die Fonds des Lancierungsjahres 2005 bedeutende Beträge erst noch abrufen müssen. Aufgrund der in der Investment Management-Vereinbarung mit Princess Private Equity Holding Limited vorgesehenen Möglichkeit, Verpflichtungen zu übertragen, hat der Investment Manager Conning Asset Management (Europe) Limited beauftragt, einen Teil der kurzfristigen Anlagen im Portfolio so zu verwalten, dass die Liquidität professionell investiert wird, bis sie zur Bedienung neuer Kapitalabrufe benötigt wird.

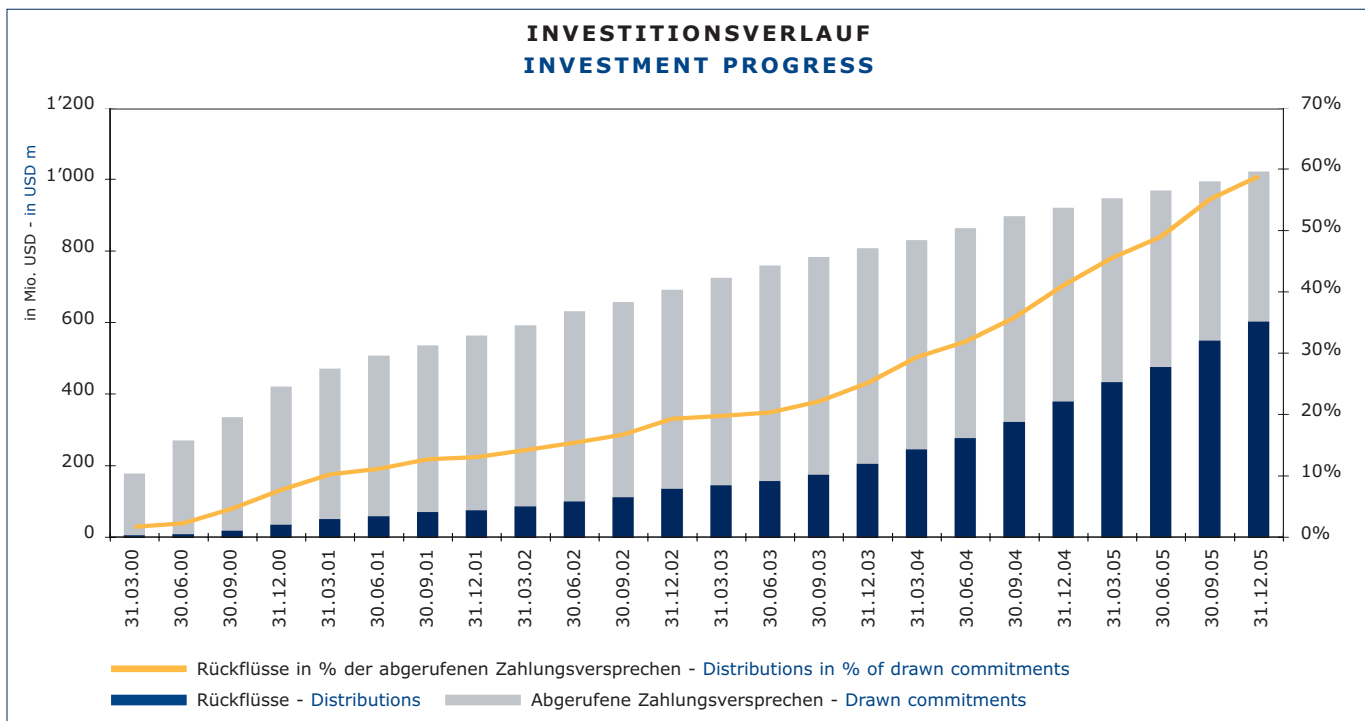
Im Jahr 2005 flossen rund USD 220 Mio. aus Veräußerungen in das Princess-Portfolio zurück. Im Vergleich dazu waren es 2004 nur USD 174 Mio. und 2003 gerade mal USD 72 Mio. Insgesamt erhielt Princess damit bereits über USD 600 Mio. an Rückflüssen aus der Veräußerung von Investitionen. Genauso wie im Vorjahr haben erneut 80% aller Portfolio-Partnerships Ausschüttungen getätigt, was ein weiterer Beweis für die breite Diversifizierung des Portfolios ist.

66% der Rückflüsse im Jahr 2005 stammen vom Buyout-Sektor, der 52% aller Investitionen im Portfolio ausmacht.

lower level of capital calls, with the 2005 vintage funds yet to be drawn to any significant extent. Pursuant to its right to delegate its obligations under the Investment Management Agreement with Princess Private Equity Holding Limited, the Investment Manager has appointed Conning Asset Management (Europe) Limited to manage some of the short-term investments in the portfolio so as to ensure the cash balances are professionally managed until required to fund new private equity investments.

Princess received around USD 220m in distributions (including income and dividends) in 2005, compared to USD 174m in 2004 and USD 72m in 2003, bringing total distributions to date to USD 600m. As in the previous year, some 80% of Princess partnerships made distributions in 2005, which serves to demonstrate the strength and diversity of the portfolio.

The buyout sector, which accounts for 52% of current private equity investments, generated 66% of all distributions. Significant contributions came from, among others, 3i Europartners III A (*Yellow Brick Road*), Bridgepoint Europe I (*Carter & Carter*), Nordic Capital IV (*Dynal Biotech*) and Silver Lake Partners (*Seagate*). In the special situations sector, which accounts for 13% of the private equity portfolio and provided 15% of all distributions, the largest contribution came from TCW/Crescent Mezzanine Partners (*MEMC Electronics and Debenhams*). The venture sector accounted for 19% of all distributions, the main sources being Invesco

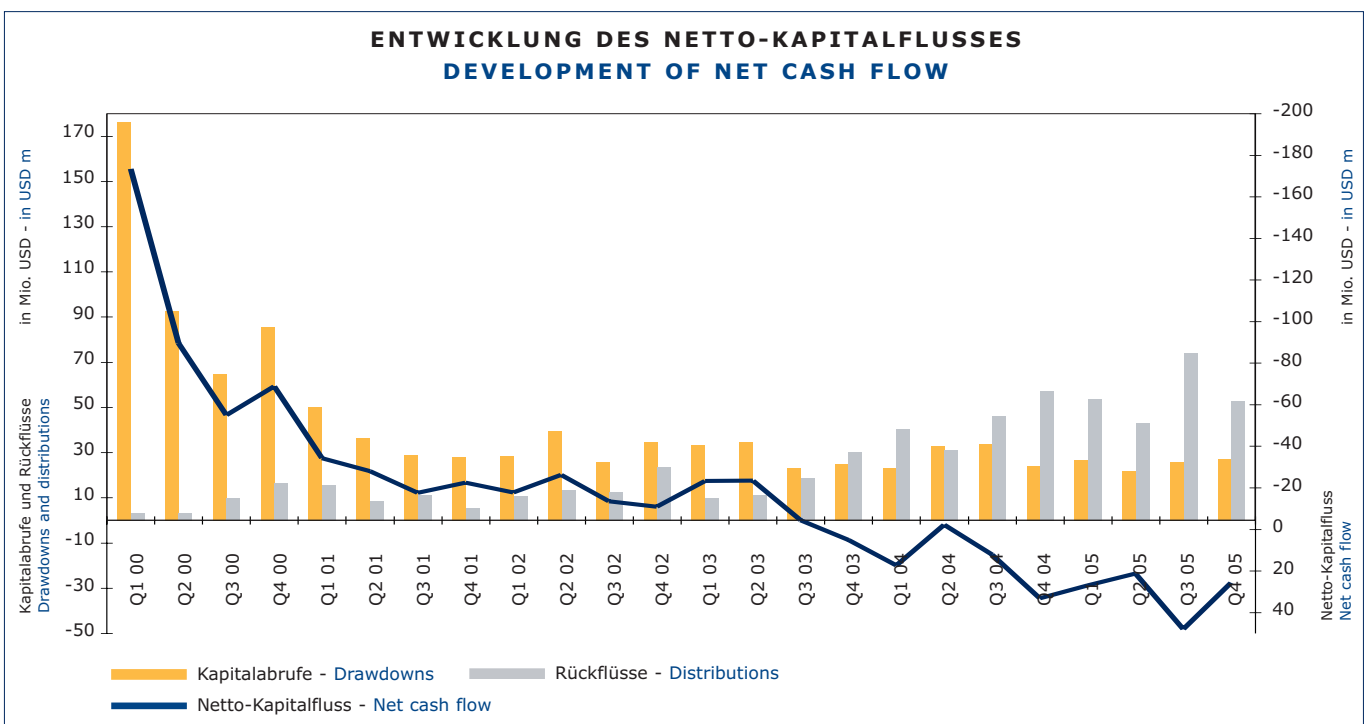


Bedeutende Ausschüttungen gab es unter anderem von 3i Europartners III A (*Yellow Brick Road*), Bridgepoint Europe I (*Carter & Carter*), Nordic Capital IV (*Dynal Biotech*) und Silver Lake Partners (*Seagate*). Im Special Situations-Bereich, der 13% der Investitionen des Portfolios ausmacht und 15% der Ausschüttungen beisteuerte, lieferte TCW/Crescent Mezzanine Partners (*MEMC Electronics* und *Debenhams*) die grössten Rückflüsse. 19% der Ausschüttungen stammen schliesslich aus dem Venture Capital-Bereich, wo als die bedeutsamsten Ertragsquellen Invesco Venture Partnership II und Catterton Partners IV (*Build a Bear*) auszumachen sind.

Die Kreditlinie, welche Ende 2004 mit USD 10 Mio. ausgenutzt war, wurde während des Jahres vollständig zurückbezahlt und im Anschluss daran von ursprünglich USD 130 Mio. auf USD 50 Mio. reduziert. Der Investment Manager ist der Meinung, dass dieser Betrag ausreicht. Die Kreditlinie wird nämlich in keinster Weise für systematischen oder langfristigen Leverage eingesetzt, sondern dient ausschliesslich dem Liquiditätsmanagement, da Geldflüsse aus Kapitalabrufen und Realisierungen in der Regel zeitlich nicht zusammenfallen. Die Kreditlinie stellt sicher, dass Kapitalabrufe sofort bedient werden können, ohne dass Princess Private Equity Holding Limited in Liquiditätsgänge gerät.

Venture Partnership II and Catterton Partners IV (*Build a Bear*).

The credit facility, which was drawn down by USD 10m at the end of 2004, was fully repaid in 2005. The facility has since been permanently reduced from USD 130m to USD 50m. The Investment Manager considers this to be more than sufficient as 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 coincide in time perfectly. The credit facility serves to ensure capital calls are met and any short-term liquidity issues are avoided.



PORTFOLIO-ALLOKATION

PORTFOLIO ALLOCATION

Der Investment Manager zielt darauf ab, ein global diversifiziertes Private Equity-Portfolio für die Princess Private Equity Holding Limited aufzubauen. Dadurch, dass Princess Zahlungsverprechen 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 verschiedener Lancierungsjahre. Mitte 2001 wurde entschieden, in den Jahren 2002 und 2003 keine neuen Zahlungsverprechen abzugeben. Im Jahr 2004 wurde eine neue Kapitalzusage gesprochen, wobei es sich dabei allerdings um einen Zusatzfonds handelte, um so Folgeinvestitionen eines früheren Fonds zu ermöglichen. Obwohl in den Jahren 2002–2004 keine neuen Commitments getätigt wurden, haben die Partnerships im Princess-Portfolio in all den Jahren weiterhin investiert.

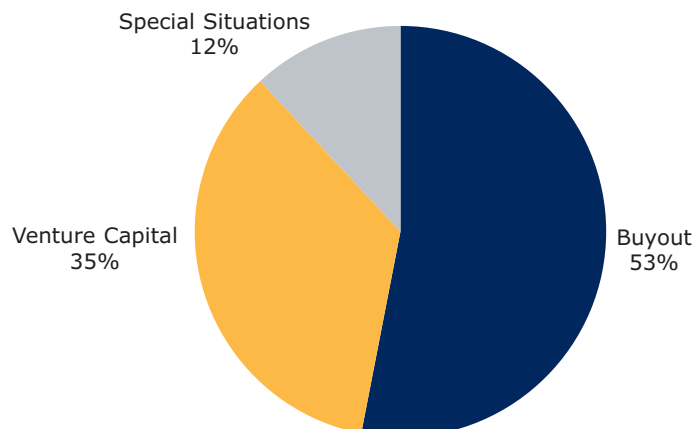
Im Jahr 2005 nahm der Anteil an Venture Capital-Investitionen im Princess-Portfolio zu Lasten des Buyout- und Special Situations-Anteils zu. Das Venture Capital-Engagement stieg von 29% vor Jahresfrist auf 35% per Ende 2005 an, da dieser Bereich von Neubewertungen bestehender Investitionen profitierte und 2005 auch einen proportional höheren Anteil neuer Investitionen verzeichnete. Auf den Buyout-Bereich entfällt weiterhin die Mehrheit des Princess-Portfolios, allerdings reduzierte sich der Anteil im Jahresverlauf von 56% auf 53%, da der Wert-

The Investment Manager aims to maintain a globally diversified private equity portfolio for Princess Private Equity Holding Limited. Through allocating its commitments 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. In mid-2001, the decision was taken to stop making any more commitments to the 2002 and 2003 vintage years. Only one commitment, essentially an annex fund to finance follow-on investments in an earlier fund, was made in 2004. Although no new commitments were made, the partnerships in which Princess is invested continued to make investments during these years.

In 2005, portfolio allocation by financing stage saw a shift towards the venture capital and away from the special situations and buyout stages. Venture exposure increased from 29% to 35%, as the sector benefited from portfolio company revaluations and received a proportionally higher share of the new investment made in 2005. The buyout stage continues to account for the majority of the private equity investments but its share fell from 56% to 53% as the increase in the value of North American buyout funds was more than offset by a decrease in Western Europe. Given the focus of new commitments it may be expected that there will be an increase in the buyout sector's share in 2006. The special situations declined from 15% to 12%.

WERT DER INVESTITIONEN NACH FINANZIERUNGSSTADIEN
VALUE OF INVESTMENTS BY FINANCING STAGES

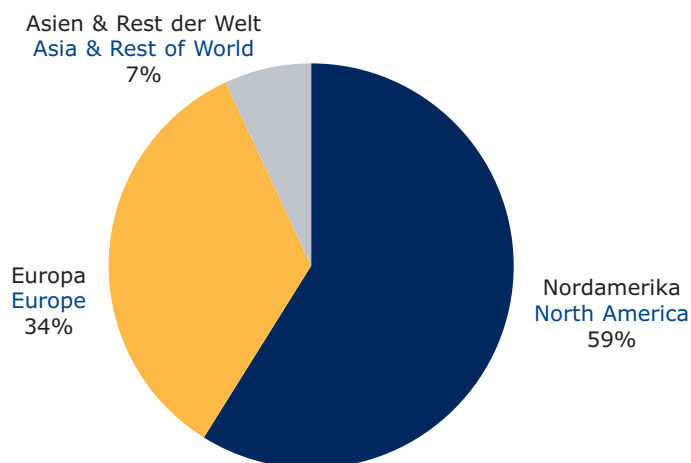


anstieg der US-Buyout-Fonds durch die Abnahme bei den europäischen Buyout-Fonds mehr als kompensiert wurde. Angesichts des Schwerpunktes der im Jahr 2005 abgegebenen Zahlungsverprechen dürfte der Buyout-Anteil am Portfolio allerdings im Jahr 2006 wieder ansteigen. Der Anteil des Special Situations-Bereichs schliesslich ging von 15% auf 12% zurück.

Hinsichtlich geografischer Allokation der Private Equity-Investitionen gab es eine markante Verschiebung von Europa nach Nordamerika. 34% des Princess-Portfolios ist Ende 2005 in Europa investiert, während es vor Jahresfrist noch 43% waren. Diese Veränderung ist eine Folge der hohen Rückflüsse, die vor allem im Buyout-Bereich nur zu einem Teil durch Neubewertungen und Kapitalabrufen aufgefangen werden konnten, während in Nordamerika sowohl Buyout- wie auch Venture-Fonds an Wert zulegen konnten. Investitionen in Asien und im Rest der Welt belaufen sich nahezu unverändert auf 7% des Princess-Portfolios.

In terms of the geographical allocation of the private equity investments, there was a marked switch from Europe to North America. Europe now accounts for 34% of the portfolio, down from 43% at the end of the previous year, while North America increased from 51% to 59%. Europe declined as, especially in the buyout stage, the high level of distributions was only partially offset by revaluations and capital calls while in North America both buyout and venture stage funds increase in value. Asia and the Rest of the World were largely unchanged at 7%.

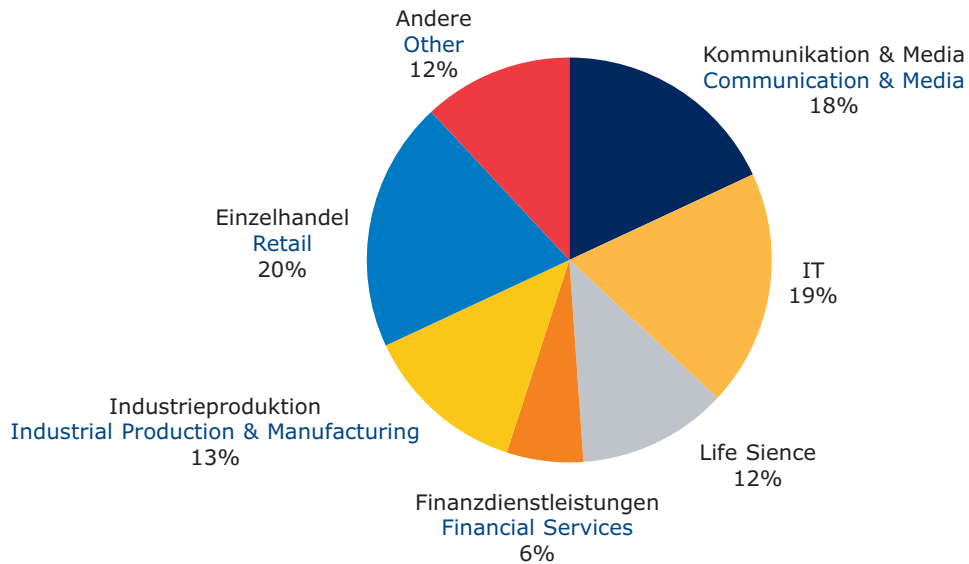
WERT DER INVESTITION NACH GEOGRAFISCHEN REGIONEN VALUE OF INVESTMENTS BY GEOGRAPHIC REGIONS



Das Princess-Portfolio ist nach Industriesektoren breit diversifiziert. Die Partnerships, in die Princess investiert ist, sind ihrerseits an über 2'500 Unternehmen beteiligt. Somit ist das Portfolio weder einem Einbruch in einem einzelnen Industriesektor noch der schwachen Entwicklung eines einzelnen Unternehmens übermässig ausgesetzt.

The Princess portfolio is broadly diversified by industry, as illustrated in the chart below. 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 nor 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 des Princess-Portfolios. Zudem sind die neuen Zahlungsverprechen sowie einige der interessantesten Transaktionen, an denen Princess-Partnerships im Jahr 2005 beteiligt waren, ausführlich beschrieben.

In the following pages, an overview of the Princess portfolio partnership by partnership is given along with a description of the new commitments to general partners made in 2005 and some of the more interesting transactions in which the Princess portfolio participated during the past 12 months.

PORTFOLIO-ÜBERSICHT

PORTFOLIO OVERVIEW

in USD

Manager	Partnership	Fondsvolumen/ 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 Investments plc	3i Europartners IIIA, L.P.	1,177,383,497	23,666,000	2.0	89.9	1999
Suez Capital Partenaires SAS	Astorg II, FCPR	220,005,052	11,123,020	5.1	97.0	1998
BC Partners Limited	BC European Capital VIII, L.P.	6,922,304,982	11,833,000	0.2	2.3	2005
Botts & Company Limited	Botts Capital Partners, L.P.	222,363,676	34,374,000	15.5	100.0	1998
Bridgepoint Capital Limited	Bridgepoint Europe I "D", L.P.	360,175,067	34,374,000	9.5	95.3	1998
Bridgepoint Capital Limited	Bridgepoint Europe III, L.P.	2,958,249,993	8,874,750	0.3	6.0	2005
Candover Partners Ltd.	Candover 2005 Fund	4,873,776,028	11,833,000	0.2	0.0	2005
Graphite Capital Management Limited	Graphite Capital Partners V, L.P.	314,951,774	17,187,000	2.5	85.9	1999
Industri Kapital 2000 Limited	Industri Kapital 2000, L.P.	2,484,929,994	11,833,000	0.5	98.7	1999
B & S Investments Limited	Italian Private Equity Fund III, L.P.	354,989,999	4,733,200	1.3	94.4	2000
Mercapital Servicios Financieros	Mercapital Spanish Private Equity Fund II, L.P.	709,979,998	8,283,100	1.2	78.4	2000
Nordic Capital	Nordic Capital IV, L.P.	776,198,340	16,983,270	2.2	93.0	2000
Nordic Capital	Nordic Capital VI, L.P.	35,499,000	8,874,750	25.0	0.0	2005
Palamon Capital Partners	Palamon European Equity "C", L.P.	520,272,159	11,833,000	2.3	100.0	1999
Partners Private Equity Management Inc.	Partners Private Equity, L.P.	114,045,000	8,150,416	7.2	100.0	1998
Permira Advisers Limited	Permira Europe II, L.P.	3,904,889,990	23,666,000	0.6	86.9	2000
Quadriga Capital Limited	Quadriga Capital Private Equity Fund II, L.P.	314,606,256	8,470,163	2.7	95.5	1999
Segulah Management II Limited	Segulah II, L.P.	106,931,700	10,693,170	10.0	90.6	1999
Warburg Pincus, LLC	Warburg Pincus International Partners, L.P.	2,500,000,000	5,000,000	0.2	97.5	2000
Europa - Venture Capital						
Europe - Venture Capital						
Abingworth Management Limited	Abingworth Bioventures III, L.P.	225,000,000	2,500,000	1.1	86.4	2001
Elderstreet Investments Limited	Elderstreet Capital Partners, L.P.	97,964,181	12,030,900	12.3	91.8	1999
Zouk Ventures Limited	European E-Commerce Fund	75,800,000	5,000,000	6.6	99.8	1999
EEP Managers Limited	European Equity Partners (III), L.P.	36,149,815	3,549,900	9.8	95.5	1999
EEP Managers Limited	European Equity Partners (IV), L.P.	10,649,700	709,980	6.7	53.1	2004
Galileo Partners	Galileo III, L.P.	186,909,630	4,969,860	2.7	64.4	2000
GMT Communications Partners Limited	GMT Communications Partners II, L.P.	427,948,372	16,566,200	3.9	97.1	2000
Index Ventures	Index Ventures I (Jersey), L.P.	183,453,456	10,000,000	5.5	100.0	1998
Merlin Capital Partners	Merlin Biosciences Fund, L.P.	292,214,751	5,916,500	2.0	95.2	2000
SVLS Management Advisers Inc.	SV Life Sciences Fund II, L.P.	279,964,000	20,000,000	7.1	100.0	1998
Wellington Partners Verwaltungs GmbH	Wellington Partners II, L.P.	131,346,300	4,733,200	3.6	85.0	2000
Europa - Special Situations						
Europe - Special Situations						
Coller Capital Limited	Coller International Partners III, L.P.	444,880,980	12,000,000	2.7	98.1	1999
Doughty Hanson & Co	Doughty Hanson & Co. European Real Estate Fund	614,078,563	7,728,563	1.3	81.0	1999
Intermediate Capital Group PLC	ICG Mezzanine Fund 2000 L.P. No. 2	198,202,749	11,833,000	6.0	97.6	2000
Mezzanine Management Limited	Mezzanine Management Fund III, L.P.	528,926,900	15,000,000	2.8	94.4	1999
Rutland Fund Management Limited	Rutland Fund, The	360,380,452	11,171,550	3.1	70.7	2000
Nordamerika - Buyout						
North America - Buyout						
American Securities Associates	American Securities Partners III, L.P.	650,000,000	5,000,000	0.8	69.0	2001
Apollo Management, L.P.	Apollo Investment Fund V, L.P.	3,741,951,000	10,000,000	0.3	100.0	2001
Apollo Management, L.P.	Apollo Investment Fund VI, L.P.	10,000,000,000	25,000,000	0.3	0.0	2005
The Blackstone Group	Blackstone Communications Partners I, L.P.	2,018,600,000	10,000,000	0.5	65.3	2000
Bruckmann, Rosser, Sherrill & Co., Inc.	Bruckmann, Rosser, Sherrill & Co. II, L.P.	767,200,000	15,000,000	2.0	90.0	1999
Carlyle Group	Carlyle Partners III, L.P.	3,800,000,000	10,000,000	0.3	100.0	1999
Clayton, Dubilier & Rice, Inc.	Clayton, Dubilier & Rice Fund VII, L.P.	2,660,000,000	10,000,000	0.4	21.2	2005
Fenway Partners, Inc.	Fenway Partners Capital Fund II, L.P.	909,090,909	30,500,000	3.4	100.0	1998
Heritage Partners, Inc.	Heritage Fund III, L.P.	843,434,343	10,000,000	1.2	79.3	1999
INVESCO Private Capital, Inc.	INVESCO U.S. Buyout Partnership Fund II, L.P.	87,897,373	30,000,000	34.1	84.2	2000
Kohlberg & Company, LLC	Kohlberg TE Investors IV, L.P.	576,044,250	10,000,000	1.7	85.2	2000
Providence Equity Partners, Inc.	Providence Equity Partners IV, L.P.	2,755,511,022	10,380,028	0.4	100.0	2000
Silver Lake Partners	Silver Lake Partners, L.P.	2,247,940,000	30,000,000	1.3	90.9	1999
Sterling Investment Advisers Management LLC	Sterling Investment Partners II, L.P.	544,500,000	10,000,000	1.8	6.0	2005
Texas Pacific Group	T3 Partners, L.P.	486,842,106	7,000,000	1.4	77.0	2000
Thomas H. Lee Company	Thomas H. Lee Parallel Fund V, L.P.	1,207,817,197	10,000,000	0.8	79.1	2000
Tailwind Capital Partners	Thomas Weisel Capital Partners, L.P.	1,070,741,483	10,000,000	0.9	99.3	1999
Texas Pacific Group	TPG Partners III, L.P.	3,413,684,209	4,000,000	0.1	91.1	2000
Vestar Capital Partners	Vestar Capital Partners IV, L.P.	2,480,350,000	5,000,000	0.2	85.6	1999
Warburg Pincus, LLC	Warburg Pincus Private Equity IX, L.P.	8,000,000,000	15,000,000	0.2	18.5	2005

Nordamerika - Venture Capital						
North America - Venture Capital						
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	95.0	2000
Apax Partners	APAX Excelsior VI, L.P.	926,868,686	5,000,000	0.5	82.9	2000
Austin Ventures	Austin Ventures VII, L.P.	825,000,000	5,000,000	0.6	91.5	1999
Battery Ventures	Battery Ventures VI, L.P.	850,000,000	4,207,500	0.5	92.1	2000
Cardinal Health Partners	Cardinal Health Partners II, L.P.	117,474,747	5,000,000	4.3	73.3	2000
Catterton Partners	Catterton Partners IV Offshore, L.P.	400,000,002	15,000,000	3.8	100.0	1999
INVESCO Private Capital, Inc.	Chancellor V, L.P.	225,740,230	20,000,000	8.9	79.3	1999
Columbia Capital	Columbia Capital Equity Partners III (Cayman), L.P.	253,835,100	10,000,000	3.9	85.1	2000
Crescendo Ventures	Crescendo IV, L.P.	585,808,081	7,000,000	1.2	92.5	2000
Dolphin Communications	Dolphin Communications Fund, L.P.	125,606,061	10,000,000	8.0	100.0	1998
Draper Fisher Jurvetson	Draper Fisher Jurvetson Fund VII, L.P.	643,080,808	5,000,000	0.8	71.0	2000
EnerTech Capital Partners	EnerTech Capital Partners II, L.P.	234,194,600	5,000,000	2.1	87.0	2000
Infinity Capital Ventures	Infinity Capital Venture Fund 1999, L.P.	199,013,258	10,000,000	5.0	93.4	1999
INVESCO Private Capital, Inc.	INVESCO Venture Partnership Fund II, L.P.	341,877,575	60,000,000	17.6	86.3	1999
Partners Private Equity Management Inc.	INVESCO Venture Partnership Fund II-A, L.P.	34,848,485	28,856,456	99.0	97.8	2000
Lightspeed Venture Partners	Lightspeed Venture Partners VI, L.P.	880,838,323	8,000,000	0.9	69.0	2000
Menlo Ventures	Menlo Ventures IX, L.P.	1,515,151,515	10,000,000	0.7	70.0	2000
Morgan Stanley Dean Witter & Co	Morgan Stanley Dean Witter Venture Partners IV, L.P.	487,000,000	5,000,000	1.0	93.7	1999
Morgenthaler Partners	Morgenthaler Partners VII, L.P.	868,917,526	3,172,740	0.4	64.8	2001
Prism Venture Partners	Prism Venture Partners IV, L.P.	428,838,388	2,000,000	0.5	65.0	2001
Sevin Rosen Funds	Sevin Rosen Fund VIII, L.P.	600,426,500	3,430,000	0.6	80.5	2000
Sierra Ventures	Sierra Ventures VIII-A, L.P.	495,172,803	10,000,000	2.0	70.0	2000
Summit Partners	Summit Ventures VI-B, L.P.	590,161,626	5,000,000	0.9	82.5	2000
TA Associates, Inc.	TA IX, L.P.	2,000,100,000	10,000,000	0.5	91.0	2000
TH Lee Internet Partners	TH Lee Putnam Parallel Ventures, L.P.	432,018,616	10,000,000	2.3	83.0	1999
TL Ventures	TL Ventures V, L.P.	685,506,000	10,000,000	1.5	69.0	2000
Vortex Partners	Vortex Corporate Development Fund, L.P.	46,230,400	2,920,000	8.7	88.2	2000
Worldview Technology Partners	Worldview Technology Partners III, L.P.	364,646,465	5,000,000	1.4	100.0	1999
Worldview Technology Partners	Worldview Technology Partners IV, L.P.	512,890,426	3,021,671	0.6	75.4	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	64.6	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 Mezzanine Fund II, L.P.	993,000,000	15,000,000	1.5	19.8	2005
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	100.0	1999
Peninsula Capital Partners, LLC	Peninsula Fund IV, L.P.	335,353,535	10,000,000	3.0	8.0	2005
TCW/Crescent Mezzanine, LLC	TCW/Crescent Mezzanine Partners III, L.P.	979,515,000	10,000,000	1.0	85.3	2001
Asien & Rest der Welt - Buyout						
Asia & Rest of World - Buyout						
Advent International Corporation	Advent Latin American Private Equity Fund II, L.P.	127,500,000	5,000,000	3.9	79.0	2001
Exxel Group S.A., The	Exxel Capital Partners VI, L.P.	441,382,766	5,000,000	1.1	80.7	2000
Newbridge Capital Ltd	Newbridge Asia III, L.P.	724,000,000	5,000,000	0.7	100.0	2000
Enterprise Investors	Polish Enterprise Fund IV, L.P.	216,666,666	5,000,000	2.3	97.4	2000
Unison Capital, Inc.	Unison Capital Partners, L.P.	322,170,460	5,341,247	1.7	78.2	1999
Asien & Rest der Welt - Venture Capital						
Asia & Rest of World - Venture Capital						
Carmel Ventures	Carmel Software Fund (Cayman), L.P.	171,130,000	10,000,000	5.8	77.5	2000
Crimson Capital	Crimson Velocity Fund, L.P.	313,499,929	5,000,000	1.6	95.1	2000
Genesis Partners	Genesis Partners II LDC	263,407,775	10,000,000	3.8	81.7	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 (USA) LP	284,090,909	12,000,000	4.2	89.0	2000
Manager	Partnership	Fondsvolumen/ 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	98.5	1998
Coller Capital Limited	Coller International Partners III NW1, L.P.	195,312,302	22,343,100	11.4	81.7	1994
Coller Capital Limited	Coller International Partners III NW2, L.P.	197,753,281	26,639,850	13.5	92.2	1996
Doughty Hanson & Co	Doughty Hanson & Co. Fund III, L.P.	2,660,000,000	6,784,269	0.3	92.1	1997
PGPEAL	Partners Group SPPI Limited	310,219,000	40,000,000	12.9	93.7	1996
Cinven	Second Cinven Fund (No.2), L.P.	1,555,423,495	8,808,337	0.6	96.7	1998
William Blair & Company LLC	William Blair Capital Partners VI, L.P.	269,655,000	2,000,000	0.7	98.4	1998

NEUE ZAHLUNGSVERSPRECHEN IM JAHR 2005 NEW COMMITMENTS IN 2005

BC European Capital VIII, L.P.

Im April gab Princess ein Zahlungsverprechen in Höhe von EUR 10 Mio. an BC European Capital VIII, L.P. ab. BC Partners wurde 1986 gegründet und gilt heute als eine der bekanntesten und etabliertesten europäischen Buyout-Firmen. BC European Capital VIII wird ein diversifiziertes Portfolio von Investitionen in grosse Management-Buyouts in Europa aufbauen, mit Schwerpunkt auf jene Länder, in welchen BC Partners Niederlassungen hat (Frankreich, Grossbritannien, Italien, Deutschland und Schweiz).

Bridgepoint Europe III, L.P.

Princess sprach im April eine Kapitalzusage über EUR 7.5 Mio. an Bridgepoint Europe III, L.P. Bridgepoint ist auf mittlere Buyout-Transaktionen sowie Wachstumsfinanzierungen in ganz Europa fokussiert und ist eines der wenigen wahren pan-europäischen Unternehmen mit über 40 Investment Professionals in Birmingham, London, Frankfurt, Mailand, Madrid, Paris und Stockholm.

Warburg Pincus Private Equity IX, L.P.

Im Mai gab Princess ein Zahlungsverprechen von USD 15 Mio. an Warburg Pincus Private Equity IX, L.P. ab. Der Fonds investiert über alle Finanzierungsstadien hinweg und finanziert sowohl Venture Capital- wie auch Buyout- und Special Situations-Transaktionen. Der Fonds strebt an, 70% des Fondsvolumens in Nordamerika, 15% in Europa und die restlichen 15% in Asien zu investieren. Warburg Pincus ist eine der ältesten und weltweit renommiertesten Private Equity-Firmen, die seit mehr als drei Jahrzehnten über alle Finanzierungsstadien und Wirtschaftszyklen hinweg in Unternehmen investiert.

Sterling Investment Partners II, L.P.

Im Juli sprach Princess eine Kapitalzusage in Höhe von USD 10 Mio. an Sterling Investment Partners II, L.P. Der Fonds wird die Strategie seiner Vorgängerfonds fortsetzen und sich auf Eigenkapitalinvestitionen in Buyouts und Re-Privatisierungen konzentrieren. Er wird in klein- und mittelkapitalisierte, US-domizilierte Unternehmen aus verschiedenen Industriesektoren investieren.

Apollo Investment Fund VI, L.P.

Princess gab im August ein Zahlungsverprechen in Höhe von USD 25 Mio. an *Apollo Investment Fund VI, L.P.*, den mit rund USD 10 Mrd. grössten Fonds, den Apollo seit der Gründung im Jahr 1990 aufgelegt hat. Der Fonds wird die Anlagestrategie seiner Vorgängerfonds fortsetzen und sich auf grosse Buyouts wie auch komplexe Distressed-Finanzierungen konzentrieren. Während der Grossteil der Investitionen auf die USA entfallen wird, kann der Fonds bis zu 25% des Vermögens in Europa investieren.

BC European Capital VIII, L.P.

In April, Princess made a EUR 10m commitment to BC *European Capital VIII*. Established in 1986, BC Partners today is one of the leading European buyout firms and is considered to be one of the top players in its investment segment. BC European Capital VIII will create a diversified portfolio of large management buyouts in Europe, mainly in the countries where it has offices (France, UK, Italy, Germany and Switzerland).

Bridgepoint Europe III, L.P.

In April, Princess committed EUR 7.5m to *Bridgepoint Europe III*. The fund will focus on mid-market buyout and growth capital transactions across Europe. Bridgepoint is one of the few truly pan-European players with over 40 investment professionals operating out of offices in Birmingham, London, Frankfurt, Milan, Madrid, Paris and Stockholm.

Warburg Pincus Private Equity IX, L.P.

In May, Princess made a USD 15m commitment to *Warburg Pincus Private Equity IX*. The fund will invest across all stages of business development, including venture capital, buyout and special situations transactions. The fund aims to invest 70% of its assets in North America, 15% in Europe and the balance in Asia. Warburg Pincus is one of the oldest and most renowned private equity firms worldwide. For over three decades now, the firm has been investing across all stages and has experience in various economic cycles.

Sterling Investment Partners II, L.P.

In July, Princess committed USD 10m to *Sterling Investment Partners II*. The fund will continue the strategy of its predecessor fund, focusing on equity investments in buyouts and taking private transactions. The fund will target investments in small and middle-market US-based companies across a diverse range of industries.

Apollo Investment Fund VI, L.P.

In August, Princess made a commitment of USD 25m to *Apollo Investment Fund VI*. At USD 10bn, it is the largest fund ever raised by Apollo since its establishment in 1990. The fund will continue the investment strategy of its predecessor funds, investing in large buyouts as well as complex distressed buyout transactions. The majority of the fund's investments will be in North America, while up to 25% may be invested in Western Europe.

Candover 2005 Fund

Princess committed EUR 10m in August to the *Candover 2005 Fund*, the ninth fund raised by Candover Partners.

Candover 2005 Fund

Im August sprach Princess eine Kapitalzusage von EUR 10 Mio. an Candover 2005 Fund, den neunten Fonds von Candover Partners. Candover wurde 1980 gegründet und investierte ursprünglich in klein- und mittelkapitalisierte Buyouts in Grossbritannien. Seit 1994 konzentriert sich Candover jedoch auf den mittleren bis grosskapitalisierten Bereich in Europa. Seit seiner Gründung hat Candover EUR 5.3 Mrd. an Kapitalzusagen erhalten und arbeitet heute aus Büros in London, Paris und Düsseldorf.

Peninsula Fund IV, L.P.

Im September gab Princess eine Kapitalzusage USD 10 Mio. an Peninsula Fund IV, L.P. Für seinen vierten Fonds wird Peninsula als jeweils führender Investor 20 bis 40 Mezzanine-Investitionen in mittelgrosse Unternehmen aus den USA und Kanada tätigen.

Clayton Dubilier & Rice VII, L.P.

Im Oktober gab Princess ein Zahlungsverprechen in Höhe von USD 10 Mio. an den siebten durch Clayton Dubilier & Rice (CD&R) aufgelegten Fonds, der eine Zielgrösse von USD 3.5 Mrd. hat. CD&R wurde im Jahr 1978 gegründet und ist einer der ältesten und angesehensten Buyout-Investoren. Für den neuesten Fonds wird CD&R weltweit in komplexen Transaktionen Mehrheitsbeteiligungen an Unternehmen anstreben, die operationelle Hilfe benötigen. CD&R führt typischerweise seine Transaktionen an und investiert weltweit in Unternehmen mit Firmenwerten von über USD 750 Mio.

Nordic Capital VI, L.P.

Im Dezember hat Princess ein Zahlungsverprechen in Höhe von EUR 7.5 Mio. an Nordic Capital VI abgegeben. Der Fonds wird die Anlagestrategie seines Vorgängerfonds fortsetzen und sich auf das mittlere Buyout-Segment in Skandinavien konzentrieren. In diesem etablierten und wettbewerbsintensiven Segment ist Nordic Capital eines der grössten und am besten vernetzten Private Equity-Unternehmen. Nordic Capital verfügt über 16 Jahre Erfahrung in der Region und hat vor der Auflegung des neuen Fonds Kapital im Wert von EUR 2.7 Mrd. von Investoren aufgenommen.

OCM Mezzanine Fund II, L.P.

Princess hat im Dezember eine Kapitalzusage in der Höhe von USD 15 Mio. an OCM Mezzanine Fund II abgegeben. Dies ist bereits der zweite Mezzanine-Fonds, der von Oaktree Capital Management aufgelegt wurde. Er wird die Anlagestrategie seines Vorgängerfonds fortsetzen und Mezzanine-Investitionen im mittleren Marktsegment in den USA über verschiedene Sektoren verteilt tätigen. Oaktree gilt als einer der weltbesten kreditorientierten Manager.

Established in 1980, Candover originally invested in small and mid-cap buyouts in the UK. Since 1994 it has focused its strategy on mid- to large-cap European buyouts. Since 1980 Candover has raised EUR 5.3bn in committed capital. It operates out of offices in London, Paris and Düsseldorf.

Peninsula Fund IV, L.P.

In September, Princess committed USD 10m to *Peninsula Fund IV, L.P.* Fund IV will act as the lead investor in 20 to 40 mezzanine investments in lower middle-market companies based in the US and Canada.

Clayton Dubilier & Rice VII, L.P.

In October, Princess committed USD 10m to Clayton, Dubilier & Rice's (CD&R) seventh fund. The fund has a target size of USD 3.5bn. Established in 1978, CD&R is one of the oldest and most reputable buyout investors. For its latest fund, CD&R will follow its strategy of making control investments in complex transactions which require operational expertise. CD&R typically invests worldwide, but with an emphasis on the US and targets companies with enterprise values in excess of USD 750m.

Nordic Capital VI, L.P.

In December, Princess committed EUR 7.5m to *Nordic Capital VI*. The fund will continue the strategy of the previous Nordic Capital funds, i.e. it will focus on the Scandinavian mid-market buyout sector. This is a well-established and competitive sector in which Nordic is one of the largest and best connected players. Nordic Capital has over sixteen years' experience in the region and prior to the Fund VI had raised EUR 2.7bn in committed capital from investors.

OCM Mezzanine Fund II, L.P.

Princess committed USD 15m to *OCM Mezzanine Fund II* in December. This is the second mezzanine fund organized by Oaktree Capital Management. It will follow the strategy of its predecessor fund in targeting mezzanine investments in the US middle-market segment across a range of sectors. Oaktree is regarded as one of the world's premier credit-oriented managers.

AUSGEWÄHLTE INVESTITIONEN IM JAHR 2005

SELECTED INVESTMENTS IN 2005

TPG Partners III, L.P.

Im Mai hat eine Investorengruppe, darunter Texas Pacific Group und Warburg Pincus, beschlossen, die *Neiman Marcus Group* für USD 5.1 Mrd. zu übernehmen. Die Aktionäre haben im August ihre Zustimmung zu dieser Transaktion gegeben. Neiman Marcus hat sich in den USA als einer der führenden Einzelhändler für Männer- und Frauenbekleidung im Hochpreissegment etabliert. Die Investorengruppe ist davon überzeugt, dass der Luxusgütermarkt in den USA ein hohes Wachstumspotenzial hat und sieht eine grosse Chance in den wohlhabenden Baby-Boomers, welche zu den Hauptkunden von Neiman Marcus zählen.

Fenway Partners Capital Fund II, L.P.

Fenway Partners hat im Juni mit *Panther II Transportation* einen der führenden Anbieter für Expressversand sowie Lager- und Logistikdienstleistungen für die Lebensmittel- und Getränkeindustrie und den Einzelhandel erworben. Panther wurde 1992 gegründet und hat über 1'100 Fahrzeuge im Einsatz, welche vom einzigartigen Netzwerk Besitzer-Betreiber zur Verfügung gestellt werden. Panther II Transportation ist das Paradebeispiel von Unternehmen, auf die Fenway zielt: ein führendes Unternehmen mit Wettbewerbsvorteilen in einem dynamischen Marktsegment. Zu den Kaufbedingungen wurden keine Angaben gemacht.

Blackstone Communications Partners I, L.P.

TPG Partners III, L.P.

Im August wurde die Übernahme von *SunGard Data Systems Inc.* durch ein Private Equity-Konsortium, darunter Texas Pacific Group und Blackstone Group, abgeschlossen. SunGard ist einer der weltweit führenden Anbieter von integrierten IT-Lösungen mit Fokus auf den Finanzdienstleistungssektor. Das Unternehmen ist zudem der führende Anbieter von Software- und Datensicherungslösungen. SunGard betreut über 20'000 Kunden in mehr als 50 Ländern. Die Transaktion wird durch eine Kombination von Fremdkapital und Eigenkapital der Konsortiums-Partner finanziert. Mit USD 11.3 Mrd. war dies die bis zu diesem Zeitpunkt grösste fremdkapitalfinanzierte Übernahme seit 1989, als KKR RJR Nabisco für USD 31.3 Mrd. übernommen hat.

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

Advent hat als führender Investor im September einen Vertrag zur Übernahme von Uruguays grösster Geschäftsbank, *Nuevo Banco Comercial (NBC)*, von der Regierung für USD 167 Mio. unterzeichnet. NBC wurde Ende 2002 aus der Zusammenlegung der besten Vermögenswerte von drei während der nationalen Bankenkrise in den Jahren 2001 und 2002 suspendierten Banken gegründet. Advent ist

TPG Partners III, L.P.

In May, an investor group comprising Texas Pacific Group and Warburg Pincus agreed to acquire the *Neiman Marcus Group* in a transaction valued at USD 5.1bn. The transaction was approved by shareholders in August. Neiman Marcus has established itself as one of the leading luxury retailers in the US for high-end women's and men's fashion apparel and merchandise. The investor group sees the market for luxury retailers as having strong growth potential and is attracted by the opportunities offered by the affluent "baby boomers" that are among the company's core clients.

Fenway Partners Capital Fund II, L.P.

In June, Fenway Partners acquired *Panther II Transportation*, one of the largest independent providers of expedited ground transportation, warehouse and logistic services to the food, beverage and retail sectors in North America. Panther was established in 1992 and deploys a fleet of over 1,100 vehicles provided by its exclusive network of owner-operators. Fenway see Panther as a prime example of the kind of businesses they target, i.e. a leading player with a competitive advantage in an industry niche that exhibits favorable dynamics. The terms of the transaction were not disclosed.

Blackstone Communications Partners I, L.P.

TPG Partners III, L.P.

In August, the USD 11.3bn acquisition of *SunGard Data Systems Inc.* by a consortium of private equity firms that includes Texas Pacific Group and Blackstone Group was completed. SunGard is a global leader in integrated software and processing solutions primarily for financial services and a leading provider of information availability services. SunGard serves more than 20,000 customers in over 50 countries. The transaction was financed through a combination of debt financing and equity contributed by the consortium partners. At the time, the transaction was the largest leveraged buyout since KKR acquired RJR Nabisco in 1989 for USD 31.3bn.

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

In September, Advent International, as lead investor, has signed an agreement, which is subject to regulatory approval, to acquire Uruguay's largest commercial bank, *Nuevo Banco Comercial (NBC)*, from the Uruguayan government in a USD 167m deal. NBC was formed by the government in late 2002 through the acquisition of the prime assets from three banks that had been suspended during the country's 2001-2002 banking crisis. Advent considers the bank to have a solid balance sheet and excellent growth prospects.

überzeugt, dass die Bank nun eine solide Bilanz aufweist und Wachstumsperspektiven bietet.

Palamon European Equity «C», L.P.

Palamon Capital Partners hat im September eine Mehrheitsbeteiligung an *Loyalty Partner* für EUR 130 Mio. von einer Tochtergesellschaft der Deutschen Lufthansa sowie der Einzelhandelsgruppe Metro erworben. Loyalty Partner, 1998 gegründet, betreibt Deutschlands führendes Bonusprogramm PAYBACK (wovon 28 Mio. Karten im Umlauf sind), vermarktet das Visa-Kartenprogramm in Deutschland und ist für das Bonusprogramm *bahn.comfort* verantwortlich. Palamon ist davon überzeugt, dass das Unternehmen durch seine beeindruckende Erfolgsgeschichte und einzigartige Marktstellung eine gute Investitionsgelegenheit mit Wachstumspotenzial ist.

Sterling Investment Partners II, L.P.

Im November hat Sterling Investment Partners eine Minderheitsbeteiligung an der *GPX International Tire Corporation* erworben. GPX ist im September aus der Fusion von Dynamic Tire Corporation und Galaxy Tire and Wheel Inc. hervorgegangen. Dabei entstand der weltweit grösste unabhängige Spezialreifenproduzent für Landwirtschaft, Bergbau und Forstwirtschaft, welcher sich durch kurze Durchlaufzeiten auszeichnet. Sterling wird mit dem bestehenden Management, welches die Mehrheitsbeteiligung hält, zusammenarbeiten, um das Wachstum der Firma voranzutreiben. Die Investition trägt zur Finanzierung eines ehrgeizigen Investitionsprogramms bei, welches die Verdoppelung der Produktionskapazitäten in Europa und mögliche Akquisitionen beinhaltet.

BC European Capital VIII, L.P.

Von BC Partners verwaltete Fonds haben im November *Fitness First* für USD 835 Mio. übernommen. Fitness First ist das weltweit führende Fitnessunternehmen mit mehr als 1.1 Mio. Mitgliedern in 424 Clubs in 15 Ländern. BC Partners ist davon überzeugt, mit dem bewährten und erfolgreichen Geschäftsmodell von Fitness First das internationale Expansionsprogramm weiterführen zu können.

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

Eine Investorengruppe, darunter die Princess-Partnership Thomas H. Lee Partners, erwarb für EUR 1.3 Mrd. im Rahmen einer Kapitalerhöhung und über den Bezug von bestehenden Aktien einen 51%-Anteil am spanischen Kabelnetzbetreiber Grupo Corporativo Ono. Die neuen Mittel wurden für den Anfang November abgeschlossenen Kauf von Auna TLC, dem zweitgrössten Kabelnetzbetreiber Spaniens, verwendet. Das entstehende Unternehmen wird mit einem 90%-Marktanteil zum führenden Anbieter von Telefon-, Pay-TV- und Internetzugängen in Spanien.

Palamon European Equity "C", L.P.

Palamon Capital Partners agreed in September to acquire a controlling stake in *Loyalty Partner* from a subsidiary of Deutsche Lufthansa and retailing group Metro for a reported EUR 130m. Established in 1998, Loyalty Partner operates Germany's largest multi-partner loyalty program through the PAYBACK card (of which there are some 28m cards in issue), markets the Visa card program in Germany and operates the frequent traveler program *bahn.comfort*. Palamon believes that the company can deliver significant growth given its impressive track record and its unique market position.

Sterling Investment Partners II, L.P.

Sterling Investment Partners purchased a minority equity interest in *GPX International Tire Corporation* in November. GPX was formed in September through the merger of Dynamic Tire Corporation with Galaxy Tire and Wheel Inc., creating one of the world's largest independent manufacturers of specialty tires for use in the agricultural, mining and forestry sectors. Sterling will work with the existing management, who retain a majority shareholding, to grow the business. The investment will help fund an ambitious capital expenditure program which includes doubling production capacity in Europe and possibly making acquisitions.

BC European Capital VIII, L.P.

In November, funds advised by BC Partners won the auction to acquire *Fitness First* with a USD 835m bid. Fitness First is the world's leading fitness company, with more than 1.1m members in 424 clubs across 15 countries. BC Partners believes that they will be able to continue with Fitness First's international expansion and its roll-out program, building on its proven and successful business model.

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

A consortium of private equity investors, which includes Thomas H Lee, has acquired a 51% majority stake in Spanish cable operator *Grupo Corporativo Ono* for EUR 1.3bn by means of a primary investment and a secondary share purchase. The investment has been used in November to support the purchase of Auna TLC, the second-largest cable operator in Spain. The combined company will be the leading provider of direct access telephone, pay television and internet access services in Spain, covering 90% of Spanish homes.

Carlyle Partners III, L.P.

In December, the public to private transformation of *Insight Communication Company* was completed when the outstanding publicly held shares were acquired by Insight Acqui-

Carlyle Partners III, L.P.

Im Dezember wurde die börsengehandelte *Insight Communication Company* privatisiert, als die noch ausstehenden Aktien von der Insight Acquisition Corp. übernommen wurden, einem Unternehmen, das der Carlyle Group und den Gründern von Insight Communications gehört. Die Transaktion im Wert von USD 2.1 Mrd. wurde erstmals im März 2005 angekündigt. Insight ist der neuntgrößte Kabelbetreiber in den USA und bietet modernste Dienstleistungen für mittelgroße Gemeinden. Carlyle Group geht davon aus, dass für Insight mit der Privatisierung eine neue Wachstumsphase beginnt.

sition Corp., a company formed by the Carlyle Group and the founders of Insight Communications. The transaction, valuing the company at USD 2.1bn, was first announced in March. Insight is the ninth-largest cable operator in the US, offering state-of-the-art services in mid-sized communities. Carlyle sees Insight entering a new growth phase as a private company.

AUSGEWÄHLTE REALISIERUNGEN IM JAHR 2005

SELECTED REALIZATIONS IN 2005

Nordic Capital IV, L.P.

Nordic Capital hat im Februar seinen Anteil an der norwegischen *Dynal Biotech ASA* für NOK 2.5 Mrd. an das in den USA ansässige Biotechnologie-Unternehmen *Invitrogen* verkauft. *Dynal Biotech* ist weltweit führend in den Bereichen Forschung, Entwicklung und Produktion von magnetischen und antimagnetischen Mikropartikeln. Anwendungen der Produkte des Unternehmens umfassen die Auftrennung von biologischen Gewebeteilen und Substanzen, wie z.B. Zellen, DNA, Mikroorganismen und Proteinen. Nordic Capital erwarb eine 75%-Beteiligung an *Dynal Biotech* im Jahr 2001. Seither hat das Unternehmen eine positive Entwicklung ausweisen können und seine Position als führender Lieferant von Systemen für die biomagnetische Abspaltung in Life-Science-Applikationen verstärkt. Unter der Eigentümerschaft von Nordic Capital hat sich der Umsatz von *Dynal Biotech* um 45% auf ca. NOK 600 Mio. gesteigert.

Bridgepoint Europe I, L.P.

Bridgepoint Europe hat das Portfoliounternehmen *Carter & Carter* mit einem Emissionsvolumen von GBP 78 Mio. im Februar in London an die Börse gebracht. Nach dem Erwerb im Juli 2003 hat sich das Unternehmen zu einem der grossen Anbieter von ausgelagerten Dienstleistungen für 26 Automobilhersteller entwickelt. Mit einem Erlös von GBP 35 Mio. aus der Aktienplatzierung soll Bridgepoint sein eingesetztes Kapital für den 46%-Anteil am Unternehmen Berichten zufolge vierfach zurückerhalten haben, was den erfolgreichen Aufbau von *Carter & Carter* durch Bridgepoint unterstreicht.

Polish Enterprise Fund IV, L.P.

Im April hat Polish Enterprise Fund IV, verwaltet durch Enterprise Investors, seine Investition in *Orange Romania*, dem grössten Mobilfunkbetreiber in Rumänien mit einem Marktanteil von 48%, erfolgreich veräussert. Der Fonds hatte 1999 in *Orange Romania* investiert und hat seinen Anteil nun für USD 523 Mio. an France Télécom verkauft. Die Transaktion, Enterprise Investors' erste in Rumänien, erzielte viermal das investierte Kapital für den Fonds.

3i Europartners IIIA, L.P.

Im Mai hat die 3i Group zusammen mit Veronis Suhler Stevenson (VSS) ihren Anteil an der Telefonverzeichnis-Firma *Yellow Brick Roads* an ein Private Equity-Konsortium veräussert, welches von Macquarie Capital Alliance Group angeführt wurde. Diese Transaktion im Wert von EUR 1.8 Mrd. hat 3i und VSS ein 4.2faches Multiple auf die ursprüngliche Investitionssumme bei einer internen Verzinsung (IRR) von 110% eingebracht.

Nordic Capital IV, L.P.

In February, Nordic Capital sold its shares in Norwegian *Dynal Biotech ASA* to US-based biotech company *Invitrogen* for approximately NOK 2.5bn. *Dynal Biotech* is a world leader in the research, development and manufacturing of magnetic and non-magnetic micro particles. Applications for the company's products include the separation of biological material such as cells, DNA, micro organisms and protein. Nordic Capital had acquired 75% of *Dynal Biotech* in 2001. The company has developed positively since and reinforced its position as a leading supplier of systems for biomagnetic separation in life science applications. Under Nordic Capital's ownership, revenues climbed by +45% to about NOK 600m.

Bridgepoint Europe I, L.P.

In February, Bridgepoint Europe floated *Carter & Carter* on the London Stock Exchange at an initial market capitalization of GBP 78.4m. Bridgepoint first invested in the company in 2003. It has since developed into a major provider of outsourced support services to 26 vehicle-manufacturer brands. Bridgepoint is reported to have generated a 4x return on its 46% stake in the business, with proceeds of around GBP 35m. Bridgepoint sees the flotation as confirmation of the management team's success in building up the business.

Polish Enterprise Fund IV, L.P.

In April, Polish Enterprise Fund IV, managed by Enterprise Investors, successfully exited *Orange Romania*, Romania's largest mobile telephone operator with a 48% market share. The fund, which had originally invested in *Orange Romania* back in 1999, sold its stake to France Télécom for USD 523m. The transaction, which was Enterprise Investors' first investment in Romania, yielded a 4x investment multiple for the fund.

3i Europartners IIIA, L.P.

In May, 3i Group, together with Veronis Suhler Stevenson (VSS), exited its investment in telephone directory business *Yellow Brick Road Group* through a sale to a private equity consortium led by Macquarie Capital Alliance Group. The EUR 1.8bn deal provided 3i and VSS, which held equal stakes in the business, with a 4.2x multiple and an IRR of 110%.

Graphite Capital Partners V, L.P.

In June, Graphite Capital sold its 70% holding in *Leaderflush Shapland (LS)* to SIG plc, the UK's leading supplier of insulation, roofing and commercial interior products. LS is the UK's largest manufacturer of specialist doors for public buildings such as schools, hospitals and offices.

Graphite Capital Partners V, L.P.

Im Juni hat Graphite Capital seinen Anteil von 70% an *Leaderflush Shapland (LS)* an SIG plc, den führenden britischen Anbieter von Isolationen, Bedachungen und Innenausstattungen, verkauft. LS ist der grösste britische Produzent von Spezialtüren für öffentliche Gebäude wie Schulen, Krankenhäuser und Bürogebäude. Graphite investierte 1999 in LS, als es einen Management-Buyout unterstützte. Durch den Verkauf erzielt Graphite nun ein 6.1faches Multiple auf die ursprüngliche Investitionssumme und eine interne Verzinsung (IRR) von 60%.

Doughty Hanson & Co Fund III, L.P.

Im Juli hat Doughty Hanson erfolgreich den Nahrungsmittel-Hersteller *RHM*, der hinter den Marken Hovis, Kipling und Bisto steht, an die Londoner Börse gebracht. Bei einem Ausgabepreis von 275 Pence pro Aktie beträgt die Marktkapitalisierung von RHM GBP 958 Mio. Doughty Hanson hatte RHM, vormals Rank Hovis McDougall, vor fünf Jahren für GBP 1.2 Mrd., davon GBP 308 Mio. in Eigenkapital, erworben und hält weiterhin einen 33%-Anteil an RHM im Wert von GBP 311 Mio. Die Gesamtrendite für diese Investition gemessen am Multiple beläuft sich für Doughty Hanson auf 3.4x.

The Rutland Fund

Im August verkaufte Rutland Partners die *Interfloor Group* für GBP 84 Mio. an das Management, das durch European Acquisition Capital unterstützt wurde. Interfloor ist der grösste Hersteller von Teppichen und Laminatunterlagen sowie verwandten Produkten in Europa. Rutland formierte Interfloor im Mai 2002 durch die Akquisition von Duralay und Gates Consumer and Industrial für einen Kaufpreis von insgesamt GBP 60 Mio. Die anschliessende Integration von zwei weiteren Unternehmen sowie die Restrukturierung der Produktions- und Vertriebsabteilungen resultierten in einer signifikanten Verbesserung der Rentabilität, die es Rutland ermöglichte, seine ursprüngliche Investition mehr als zu verdoppeln.

3i Europartners IIIA, L.P.

Im Oktober verkaufte 3i seinen Anteil von 52% an *Environmental Resource Management (ERM)* in einer Sekundärtransaktion für USD 535 Mio. an Bridgepoint, ebenfalls eine Princess-Partnership. Das Londoner Unternehmen ERM ist ein weltweit führender Anbieter von Umweltberatungsdienstleistungen für multinationale Kunden und ist in 39 Ländern vertreten. 3i wird die ursprüngliche Investitionssumme von 2001 dreifach zurückerhalten und einen internen Zinssatz von fast 30% erzielen. 3i betrachtet das Engagement bei ERM als aussergewöhnlich erfolgreich, da es gelang, einzelne Firmen in einem professionell geführten Unternehmen mit einer einheitlichen Konzernstruktur zusammenzuführen.

Graphite invested in LS in 1999 when it backed a management buyout. The sale represents a 6.1x return and an IRR of 60% on its investment.

Doughty Hanson & Co Fund III, L.P.

Doughty Hanson successfully floated UK food producer *RHM*, the food group behind the Hovis, Kipling and Bisto brands, on the London Stock Exchange in July. The IPO was priced at 275p per share, giving the company a market capitalization of GBP 958m. RHM, previously known as Rank Hovis McDougall, had been acquired five years ago for GBP 1.2bn including a GBP 308m equity investment. Doughty's total return on the investment is 3.4x and includes a retained 33% shareholding in RHM valued at GBP 311m.

The Rutland Fund

Rutland Partners agreed in August to sell *Interfloor Group* to a management team backed by European Acquisition Capital for a consideration of GBP 84m. Interfloor is the largest manufacturer of carpet and laminate underlay and related products in Europe. Rutland formed Interfloor in May 2002 following the simultaneous acquisitions of Duralay and Gates Consumer and Industrial for a combined purchase price of GBP 60m. The subsequent integration of the two businesses and the restructuring of their manufacturing and distribution base have resulted in a significant improvement in profitability, enabling Rutland to more than double its initial investment.

3i Europartners IIIA, L.P.

In October, 3i announced the sale of its 52% stake in *Environmental Resource Management (ERM)* to Bridgepoint, also a Princess partnership, in a secondary buyout that values the company at USD 535m. London-based ERM is a global consultancy specializing in environmental work for multinational clients. The company operates in 39 countries. 3i will return over 3x its original investment, which it had made in 2001, and generate an IRR of nearly 30%. 3i regard its level of involvement with ERM to have been unusually high, having transformed the company from a series of partnerships into a professionally managed global business with a corporate structure.

Apollo Overseas Partners V, L.P.

In October, a group of private equity investors, including Princess partnership Apollo Management, sold Switzerland's largest broadband cable operator, *Cablecom Holdings AG*, to Liberty Global Inc. for about USD 2.2bn, and abandoned its plans for a scheduled public offering. The private equity sellers are believed to have preferred a full exit to a partial divestment, and they considered the trade sale to be in the

Apollo Overseas Partners V, L.P.

Eine Gruppe von Private Equity-Investoren, darunter die Princess-Partnership Apollo Management, hat im Oktober den grössten Kabelnetzanbieter der Schweiz, die *Cablecom Holdings AG*, für rund USD 2.2 Mrd. an Liberty Global Inc. verkauft. Als direkte Folge wurden die Vorbereitungen für einen geplanten Börsengang von Cablecom eingestellt. Es wird angenommen, dass die Verkäufergruppe einen totalen Ausstieg aus ihrer Investition einer teilweisen Veräusserung vorgezogen und den Verkauf als die beste Lösung für das gesamte Unternehmen gesehen hat. Nach Abschluss der Transaktion wird Liberty Global der grösste Breitband-Kabelnetzanbieter hinsichtlich Kundenzahl in elf von 14 europäischen Märkten sein, in denen das Unternehmen tätig ist.

Industri Kapital 2000, L.P.

Im November konnte Industri Kapital den Verkauf von *Dyno Nobel* für USD 1.7 Mrd. an ein Konsortium, angeführt von der Macquarie Bank, abschliessen. Dyno Nobel ist einer der weltweit grössten Hersteller von Sprengstoffen mit 5'200 Angestellten in 36 Ländern und einem jährlichen Umsatz von über USD 1.2 Mrd. Durch den Verkauf erhält der Private Equity-Investor Industri Kapital, welcher das Unternehmen in einem Public-to-Private-Buyout im Jahr 2000 erworben hatte, sein eingesetztes Kapital dreifach zurück. Von der Übernahme bis zum Verkauf wurden Beteiligungen, die nicht zum Kerngeschäft gehörten, veräussert, das Unternehmen wurde mit Neste Chemicals fusioniert und die Kostenstruktur wurde deutlich verbessert.

Blackstone Communication Partners I, L.P.

Blackstone Group wird Berichten zufolge aus dem Verkauf von *New Skies Satellites* einen beachtlichen Gewinn erzielen, und das nur 13 Monate nach dem Erwerb des Unternehmens. Blackstone hatte den Satellitenbetreiber Ende 2004 erworben, ihn im Sommer 2005 an die Börse gebracht und im Dezember für USD 1.16 Mrd. an SES Global veräussert. Bei einer Bewertung von USD 22.52 pro Aktie erhält Blackstone Berichten zufolge das eingesetzte Kapital rund 3.5-mal zurück. Der Verkauf dürfte in etwa sechs Monaten abgeschlossen sein.

best interests of the company. After completion of the transaction, Liberty Global will rank as the largest broadband cable business in terms of subscribers in 11 of its 14 European markets.

Industri Kapital 2000, L.P.

November saw the conclusion of the sale of *Dyno Nobel* to a consortium led by Macquarie Bank for USD 1.7bn. Dyno Nobel, one of the world's leading commercial explosives companies, has over 5,200 employees in 36 countries and annual sales of over USD 1.2bn. The sale is reported to have produced a 3x return for Industri Kapital, which bought the company in a public to private deal back in 2000. Since then, they have divested non-core assets, merged the company with Neste Chemicals and streamlined the cost base substantially.

Blackstone Communication Partners I, L.P.

After a roughly 13-month holding period, The Blackstone Group will reportedly recoup a significant profit from the sale of *New Skies Satellites*. Blackstone acquired the Netherlands-based satellite communications company in November 2004, floated the business in summer 2005 and agreed to sell the company in a USD 1.16bn deal to SES Global in December. The sale to SES is expected to close within six months. Based on the deal's valuation of USD 22.52 per share, Blackstone's return will reportedly be worth no less than 3.5x its original investment.

AUSBLICK AUF DAS PRIVATE EQUITY-JAHR 2006

PRIVATE EQUITY OUTLOOK FOR 2006

Weiterhin weltweites Wachstum, jedoch mit erhöhter Unsicherheit

Die Prognosen für ein stabiles reales Wachstum bleiben weiterhin günstig, nachdem die weltweite Geschäftstätigkeit den steigenden Energiepreisen recht gut standgehalten hat. Dennoch wird erwartet, dass das US-Wirtschaftswachstum aufgrund der kurz- und mittelfristigen Auswirkungen höherer Energiepreise, steigender Zinssätze und einer Abschwächung des US-Immobilienmarktes während der nächsten Monate zurückgehen wird. In Europa sollte das reale Bruttoinlandsprodukt dank einer Verbesserung des Konsumentenvertrauens im Industriesektor 2006 weiterhin wachsen. Die Erholung der japanischen Wirtschaft scheint nach den zahlreichen Fehlstarts in den vergangenen Jahren beständig zu sein und das Wirtschaftswachstum in Asien ausserhalb von Japan wird sich voraussichtlich mit gleich bleibender Dynamik fortsetzen.

Sinkende Preise im Buyout-Segment

Nach dem Boom im Jahr 2005 wird 2006 zwar weiterhin eine rege, jedoch verminderte Kapitalaufnahme zu beobachten sein, da viele der grössten Firmen das Fundraising bereits während der letzten 18 Monate abgeschlossen haben. Die Grösse vieler Buyout-Fonds, welche teilweise bis zu USD 10 Mrd. aufgenommen haben, könnte im Falle eines geringeren Angebots an Deals oder eines Anstiegs der Bewertungen während der kommenden Jahre einen Kampf um Transaktionen auslösen. Fonds mit Fokus auf Deals im Small-Cap-Bereich scheinen für 2006 attraktiver zu sein: Viele der Top-Manager in diesem Bereich haben weiterhin eine angemessene Fondsgrösse und vermeiden so Kapitalüberschuss in diesem Sektor. Der Schlüssel zum Erfolg bleibt nach wie vor der Zugang zu derartigen Fonds.

In 2006 lancierte Fonds werden in den nächsten drei bis vier Jahren investieren, wobei das Ertragspotenzial von der weiteren Entwicklung der Einstiegs-Multiples abhängt. Da davon ausgegangen wird, dass die Kaufpreise ihren Höhepunkt erreicht haben, wird es während der Investitionsperiode der 2006er-Fonds zu einer Reduzierung der Einstiegspreise kommen. Ein Grund hierfür ist nicht zuletzt das anspruchsvolle Kreditumfeld im Jahr 2006. Die Risikoaufschläge werden voraussichtlich steigen und die Banken haben wieder begonnen, die Anforderungen für Kreditvergaben an Unternehmen zu verschärfen. Darüber hinaus wird die Ausfallsrate ansteigen, weshalb Banken in Zukunft höhere Eigenkapitalanteile bei mit Fremdkapital finanzierten Buyout-Transaktionen (LBO) fordern werden. Dies wird wiederum zu niedrigeren Bewertungen führen, da die neuerdings aggressive Preisgestaltung oftmals dem reichlich verfügbaren Fremdkapital zuzuschreiben ist.

Global growth still on track, albeit with greater uncertainty

Overall, the global macroeconomic outlook for continued solid real growth remains favorable, the pace of global business activity having withstood rising energy prices quite well. However, the growth rate of the US economy is expected to decline over the next few months on account of the short and medium-term economic effects of high energy prices, rising interest rates and a cooling US housing market. In the euro zone, real GDP should continue to grow at a moderate pace in 2006, after both consumer confidence and sentiment in the industrial sector brightened somewhat towards the end of 2005. Japan's recovery now appears durable after many false starts in recent years, while economic growth in Asia, excluding Japan, is expected to continue at a robust pace.

Buyout purchase prices to ease

After the fundraising boom in 2005, there will be continued active fundraising in 2006, but the volumes raised will be lower as many of the industry's largest firms have already completed their fundraising over the past 18 months. The sheer size of many of the major buyout funds – having raised in some instances up to USD 10bn – could see them struggling for deals over the next few years should deal availability decline and/or valuations rise from current levels. Small-cap funds could be more attractive in 2006: many of the quality players in the small-cap sector are continuing to exercise discipline when it comes to fund size and there is consequently less overcrowding in this sector. Key, however, is gaining access to such funds.

The 2006 vintage year funds will be invested over the course of the next three to four years. Their return potential will depend on how entry multiples develop. Purchase prices are believed to have peaked and are expected to decline during the investment cycle for 2006 vintage primary investments. One reason for this will be the more challenging lending environment in 2006. Credit spreads are expected to widen and banks have recently started tightening their credit standards on loans and credit lines to enterprises. Default rates are likely to rise, which will prompt banks to demand higher equity contributions in leveraged buyout transactions. This in turn will lead to lower valuations: the aggressive pricing of late can in many instances be ascribed to the abundance of debt.

Investment volume in the buyout sector is expected to continue at its current high level. Secondary buyouts as the main generator of deal flow seem to have peaked in

Das Investitionsvolumen im Buyout-Segment dürfte im Jahr 2006 auf dem momentan hohen Niveau bleiben. So genannte *Secondary Buyouts* als Deal-Lieferanten scheinen im Jahr 2005 ihren Höhepunkt erreicht zu haben und sollten sich 2006 verringern, da strategische Käufer wieder mehr Interesse am M&A-Geschehen zeigen. Darüber hinaus werden Public-to-Private-Akquisitionen durch Private Equity-Investoren 2006 verstärkt zu sehen sein.

Das Exit-Umfeld sollte im Jahr 2006 freundlich bleiben. Während 2005 von einem nie zuvor gesehenen Grad an Rekapitalisierungen bestimmt war, werden diese Rekapitalisierungen – ein Unternehmen nimmt Fremdkapital auf, um Barzahlungen an seine Private Equity-Besitzer zu leisten – im anspruchsvollen Kreditumfeld weniger Unterstützung erhalten. Die in den Markt zurückkehrenden strategischen Käufer hingegen werden das M&A-Geschäft wieder beleben, was zu Ausschüttungen an Buyout-Fonds-Investoren führen wird. Während diese Tendenz den Buyout-Investoren Exit-Möglichkeiten bietet, wird es gleichzeitig zu verstärktem Wettbewerb unter Käufern in einem effizient bewerteten Markt kommen.

Ausgewählte Mezzanine-Investitionen

Das Wachstum von Mezzanine-Finanzierungen weltweit wird sich voraussichtlich auch im Jahr 2006 fortsetzen. Da die Erträge von Mezzanine-Investitionen im derzeit niedrigen Zinsumfeld nach wie vor attraktiv sind, bleiben sie für institutionelle Investoren weiterhin eine Alternative zu Staatsanleihen. Steigende Risikoaufschläge werden mittelfristig zu einer attraktiveren Preisgestaltung bei Mezzanine-Finanzierungen führen. Bis dahin ist es für Investoren wichtig, die Investitionen sehr selektiv und mit Hauptaugenmerk auf Qualität zu wählen.

Da es im Gegensatz zu den USA in Europa kaum einen Markt für hochverzinsliche Anleihen, so genannte High-Yield-Anleihen, gibt, wächst der europäische Mezzanine-Markt stärker als der in den USA. In Europa werden grosse Mezzanine-Transaktionen weiterhin überzeichnet sein. Entscheidend für den Zugang zu den qualitativ hochwertigen Mezzanine-Deals wird sein, eine starke Position als führender Investor zu besetzen. In den USA bietet das kleinkapitalisierte Segment attraktivere Investitionsmöglichkeiten, wobei das höhere Risiko in diesem Segment im Vergleich zu den grossen Mezzanine-Transaktionen durch Optionen kompensiert wird.

Venture Capital wird global

Der Venture Capital-Markt hat nach dem Platzen der Technologieblase in sein Gleichgewicht zurückgefunden: Letzt-

2005 and are likely to decline in 2006 as strategic buyers turn to M&As. In addition, public-to-private acquisitions by private equity sponsors will become a more common market feature in 2006.

The exit environment should remain friendly in 2006. While 2005 was driven by an unprecedented level of dividend recapitalizations, these dividend recaps – in which a company borrows to make a cash payment to its private equity owners – will find less support in the more challenging lending environment. Strategic acquirers returning to the market should revive M&A activity, generating distributions for buyout fund investors. While the increasing level of global M&A activity will provide buyout sponsors with exit alternatives, it will also create some unwelcome competition among buyers in an efficiently priced market.

Selective mezzanine investments

Growth in global mezzanine financing is expected to continue in 2006. For institutional investors, mezzanine investments are an attractive alternative to the public debt market, with the returns available in this asset class still yielding an attractive premium in the current low interest rate environment. Widening credit spreads will result in more attractive mezzanine pricing in the medium term. For the time being, however, it will be critical for investors to remain highly selective and to focus on quality until increasing credit spreads exert a more favorable influence on the sector in terms of paying an adequate risk premium.

The European mezzanine market is growing faster than that in the US, reflecting the fact that Europe lacks a public high-yield debt market like the one in America. In Europe, large mezzanine transactions are expected to continue to be oversubscribed. A strong position as a leading investor is crucial in securing access to high-quality mezzanine deals backed by sophisticated buyout sponsors. In the US, the small-cap segment offers more attractive opportunities, with the higher risks in this segment compared to large mezzanine deals being adequately compensated for through warrants.

Venture capital goes global

The venture capital market has got back onto an even keel post-bubble, consistently raising and deploying approximately USD 5bn per quarter. Venture capital fundraising is not expected to increase substantially in 2006 and, given the relatively steady pace of fundraising, venture investing should pick up only slightly in 2006. Risk-taking will remain the cornerstone of venture capital. Venture capitalists will

hin werden in diesem Segment konstant USD 5 Mrd. pro Quartal aufgenommen und auch investiert. Die Kapitalaufnahme im Venture Capital-Bereich wird im Jahr 2006 voraussichtlich nicht wesentlich steigen, was dazu führt, dass die Investitionen wahrscheinlich ebenfalls nur leicht ansteigen werden. Das Hauptaugenmerk wird im Venture Capital-Bereich weiterhin auf die Übernahme von Risiken gelegt. Der Einstieg in neue Sektoren wird nur erfolgen, nachdem die Dynamiken im jeweiligen Sektor wirklich verstanden wurden. Zu den Industrien, in denen Venture-Kapitalgeber sich bereits umfangreiches Wissen aufgebaut haben und in denen sie gemäss National Venture Capital Association demnächst investieren werden, zählen Energie, Bioinformatik und die mobile Datenverarbeitung.

Auf der Exit-Seite liegt die Hürde für Börsengänge im momentanen Marktumfeld nach wie vor hoch. Während Sarbanes-Oxley die Zahl der Börsengänge von Venture-finanzierten Unternehmen an der NASDAQ weiter einschränken wird, stellen europäische Börsen wie zum Beispiel der AIM für derartige Firmen eine gute Alternative dar. Immer mehr strategische Käufer, wie beispielsweise grosse Technologieunternehmen, kehren auf den Markt zurück, um Akquisitionen zu tätigen. Das Näherrücken von Mobilfunk-, Festnetztelefonie-, Kabel- und Serviceanbietern, welche ihren Kunden alle ein komplettes Dienstleistungspaket anbieten, eröffnet Venture-Kapitalgebern sowohl attraktive Exit- wie auch Investitionsmöglichkeiten.

Im derzeitigen Venture Capital-Markt ist verstärkt zu beobachten, dass führende amerikanische und europäische Fonds immer häufiger nach Investitionsmöglichkeiten ausserhalb ihrer angestammten Märkte suchen. Hierfür bauen sie hauptsächlich strategische Beziehungen im Ausland zu lokalen Venture Capital-Firmen auf. Während die USA für Europäer den attraktivsten Markt darstellen, interessieren sich US-amerikanische Venture-Firmen vorwiegend für Asien und insbesondere für Indien. Trotz dieser Trends werden die USA weiterhin der wichtigste Venture Capital-Markt bleiben.

enter into new sectors only after achieving a thorough understanding of the dynamics associated with the sector. According to the National Venture Capital Association, industries in which venture capitalists have already been climbing the learning curve and are expected to make more investments in 2006 include energy, bioinformatics and mobile computing.

On the exit front, the IPO bar remains high in the current market environment. Sarbanes-Oxley will continue to limit the number of IPOs by venture-backed companies on the NASDAQ; however, European stock exchanges, such as the AIM, are starting to act as an alternative for such companies. Strategic buyers, such as large technology companies, are returning to the market in ever larger numbers to make acquisitions. The convergence of mobile and fixed-line communications and cable and service providers – all seeking to offer a complete set of services to their customers – is creating both attractive exit and investment opportunities for venture capitalists.

A major trend that can currently be observed in the venture capital market is that of leading US and European partnerships increasingly pursuing investment opportunities outside their home markets. And they are generally achieving this by developing strategic relationships abroad with local venture capital firms. While the US market represents the most interesting foreign market for the Europeans, US venture capitalists are looking to Asia and India in particular. Despite these trends, the US will remain the most significant venture market.

PRINCESS 2006

Ausblick 2006 für Princess

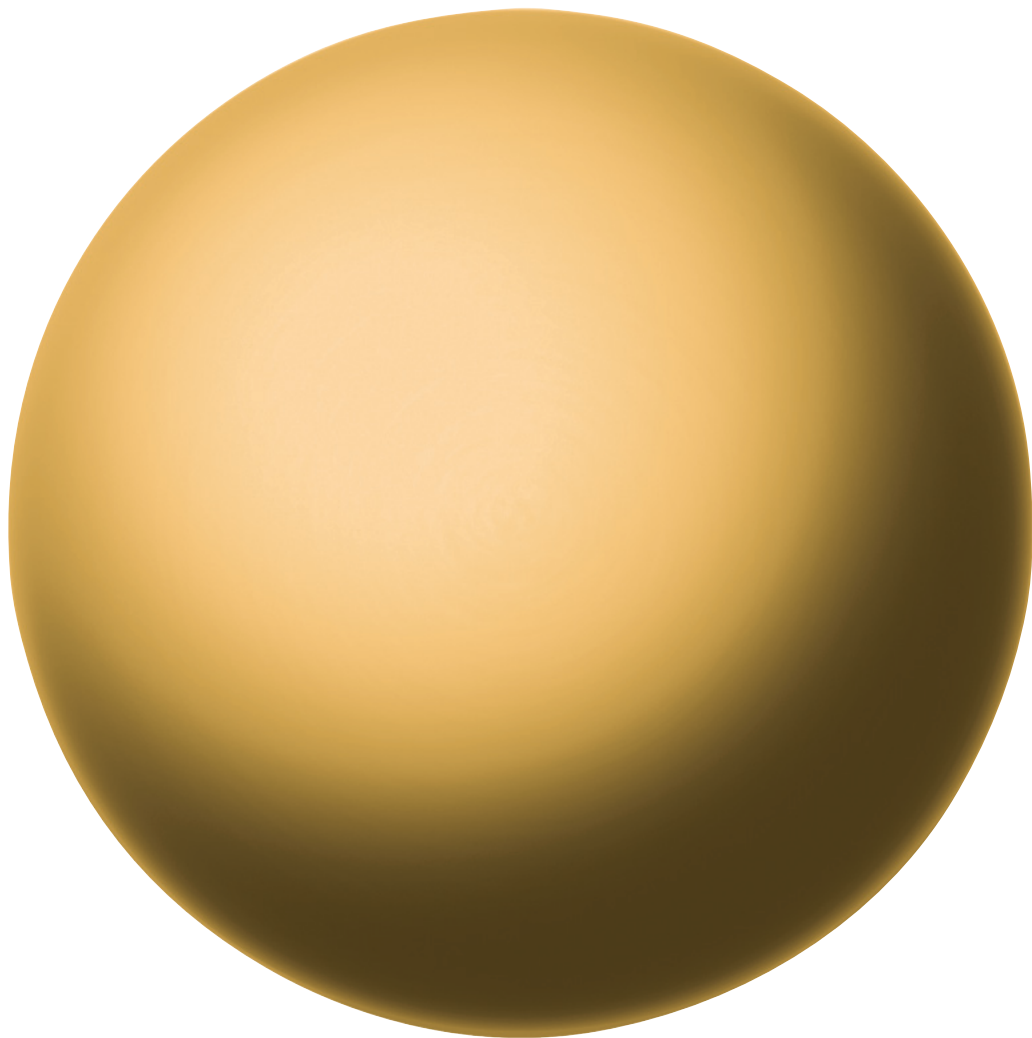
Der Ausblick für Princess auf das Jahr 2006 gestaltet sich durchaus positiv und wir können einer weiteren Zunahme des Inneren Wertes entgegensehen, wenn auch der Anstieg etwas flacher sein dürfte als noch 2005. Princess war in der Lage, sich an einigen der attraktivsten Fonds, die im Jahr 2005 aufgelegt wurden, zu beteiligen: die neuen Zahlungsverprechen gingen an etablierte Manager mit nachweisbaren Erfolgen in ihren Spezialgebieten. Das Princess-Portfolio beinhaltet am Jahresende eine gute Mischung aus reifen Investitionen, welche für stabile Rückflüsse sorgen werden, und aus offenen Kapitalzusagen an frühere Lancierungsjahre sowie aus neuen Zahlungsverprechen. Zudem besitzt das Portfolio beachtliche Barbestände, welche Investitionen von bestehenden Zahlungsverprechen bedienen können. All das sollte gewährleisten, dass das Princess-Portfolio von den voraussichtlich guten Entwicklungen des gesamten Private Equity-Markets im Jahr 2006 profitiert. Der Investment Manager wird weiterhin eng mit dem Anlageberater zusammenarbeiten, um die Wertentwicklung der bestehenden Investitionen laufend zu verfolgen.

Outlook 2006 for Princess

The outlook for Princess in 2006 is positive and we can look forward to continued improvement in the NAV, albeit at a somewhat slower rate than in 2005. Princess has been able to gain access to some of the most attractive funds launched in 2005. The new commitments have been to well-established managers with proven track records in their area of expertise. The portfolio as per year-end contains a good blend of mature investments, which will provide a strong distribution flow, unfunded commitments to earlier vintages as well as new commitments. The portfolio also has substantial cash balances which are available to fund existing commitments. Overall, this should ensure that the portfolio benefits from the expected positive development of the private equity sector as a whole in 2006. The Investment Manager will continue to work in close co-operation with the Investment Advisor to monitor the performance of the existing investments.



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
PO Box 477
St. Peter Port
Guernsey
GY1 1EW

The directors present their report and consolidated audited financial statements for the year from 1 January 2005 to 31 December 2005.

Incorporation

Princess Private Equity Holding Limited (the "Company") and Princess Private Equity Subholding Limited (the "Subholding" and together with the Company, the "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 of Princess Private Equity Holding Limited do not propose a dividend for the year ended 31 December 2005.

Results

The results for the year are shown in the income statement on page 45.

Directors

The directors of Princess Private Equity Holding Limited are detailed on page 42.

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 Group and to enable them to ensure that the financial statements comply with The Companies (Guernsey) Law, 1994. They are also responsible for safeguarding the assets of the Group and hence for taking reasonable steps for the prevention and detection of fraud and other irregularities.

Secretary

The secretary of the Company at 31 December 2005 was Aon Insurance Managers (Guernsey) Limited.

Auditors

During the year PricewaterhouseCoopers CI LLP were the auditors of the Group and a resolution to reappoint them as auditors to the Group will be proposed at the Annual General Meeting.

B. Human
Director

G. Hall
Director

Date: 19 January 2006

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

We have audited the financial statements of Princess Private Equity Holding Limited for the year ended 31 December 2005 which comprise the consolidated Income Statement, the consolidated Balance Sheet, the consolidated Cash Flow Statement, the consolidated Statement of Changes in Equity and the related notes. These financial statements have been prepared under the accounting policies set out therein.

Respective responsibilities of directors and auditors

As described in the Statement of Directors' Responsibilities the company's directors are responsible for the preparation of the financial statements in accordance with applicable Guernsey law and International Financial Reporting Standards.

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

We report to you our opinion as to whether the financial statements give a true and fair view and have been properly prepared in accordance with The Companies (Guernsey) Law, 1994. 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 director's report.

Basis of audit opinion

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing issued by the International Auditing and Assurance Standards Board. 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 and group'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, in accordance with International Financial Reporting Standards, of the state of the groups affairs as at 31 December 2005 and of its surplus and cash flows for the year then ended and have been properly prepared in accordance with The Companies (Guernsey) Law, 1994.

Without qualifying our opinion, we draw attention to Note 6 to the financial statements. As indicated in Note 6, the financial statements include unquoted investments (funds and direct investments) stated at their fair value of USD 595,273,964. 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

2006

CONSOLIDATED AUDITED INCOME STATEMENT

for the year from 1 January 2005 to 31 December 2005

	Notes	01.01.2005- 31.12.2005 USD	01.01.2004- 31.12.2004 USD
Net income from limited partnerships and directly held investments		110,274,266	93,196,744
- Dividend and interest income	6&13	15,018,766	9,370,958
- Revaluation	6&15	95,766,450	88,553,138
- Foreign exchange gains & losses	6&14	(510,950)	(4,727,352)
Net income from short-term investments		150,296	-
- Gains and losses	7	150,296	-
Net income from cash & cash equivalents		1,323,072	145,956
- Interest income	9&13	1,328,159	152,739
- Foreign exchange gains & losses	14	(5,087)	(6,783)
Operating income		111,747,634	93,342,700
Operating expenses		(21,747,598)	(21,694,543)
- Management fee	3	(11,852,212)	(12,739,586)
- Insurance fee	3	(9,114,500)	(8,235,584)
- Administration fee	3	(303,817)	(274,519)
- Tax exemption fee	4	(2,179)	(2,243)
- Other foreign exchange gains & losses	14	(52,503)	-
- Other operating expenses		(422,387)	(442,611)
Financing cost		(42,625,400)	(41,071,011)
- Finance cost on convertible bond	11	(40,664,029)	(38,145,853)
- Amortization of transaction costs	11	(1,487,513)	(1,487,513)
- Interest expense	13	(473,858)	(1,437,645)
Surplus / (loss) for the financial year		47,374,636	30,577,146

CONSOLIDATED AUDITED BALANCE SHEET

as at 31 December 2005

	Notes	31.12.2005 USD	31.12.2004 USD
Assets			
Non-current assets			
Investments in limited partnerships and directly held investments	1&6	595,273,964	629,976,924
Current assets			
Short-term investments	1&7	59,463,335	-
Other short-term receivables	8	421,528	422,993
Hedging assets	6	2,913,419	-
Cash and cash equivalents	9	49,315,979	16,605,856
		112,114,261	17,028,849
Total assets		707,388,225	647,005,773
Equity			
Capital and reserves			
Issued capital	10	100	100
Reserves		51,703,726	4,329,090
Total equity		51,703,826	4,329,190
Liabilities			
Liabilities falling due after more than one year			
Convertible bond	11	655,163,727	613,012,186
Liabilities falling due within one year			
Hedging liabilities	6	-	18,704,616
Other short-term payables	12	520,670	959,782
Credit facility	18	-	10,000,000
Rounding		2	(1)
		520,672	29,664,397
Total liabilities and equity		707,388,225	647,005,773

The financial statements on pages 45 to 62 were approved by the board of directors on 19 January 2006 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 2005 to 31 December 2005 (all amounts in USD)

	Share capital	Share premium	Accumulated surplus/(loss)	Total
Equity at beginning of reporting year	100	263,086,949	(258,757,859)	4,329,190
Surplus / (loss) for the financial year	-	-	47,374,636	47,374,636
Equity at end of reporting year	100	263,086,949	(211,383,223)	51,703,826

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
Equity at end of reporting year	100	263,086,949	(258,757,859)	4,329,190

CONSOLIDATED AUDITED CASH FLOW STATEMENT

for the year from 1 January 2005 to 31 December 2005

	Notes	01.01.2005- 31.12.2005 USD	01.01.2004- 31.12.2004 USD
Cash flow from operating activities			
- Management fee	3	(11,852,212)	(12,739,586)
- Administration fee	3	(303,817)	(274,519)
- Insurance fee	3	(9,114,500)	(8,235,584)
- Tax exemption fee	4	(2,179)	(2,243)
- Other operating expenses		(422,387)	(442,611)
- Proceeds from / (costs of) hedging activities	6	1,194,415	(18,871,798)
- (Increase) / decrease in other short-term receivables		(51,038)	(354,544)
- Increase / (decrease) in other short-term payables		(116,322)	18,125
- Dividends received from limited partnerships and directly held investments	6	11,954,949	6,170,064
- Interest received from limited partnerships and directly held investments	6	3,063,817	3,200,894
- Purchase of limited partnerships and directly held investments	6	(98,252,399)	(113,750,668)
- Distributions by limited partnerships and directly held investments	6	205,398,410	164,513,747
- Purchase of short-term investments	7	(59,313,038)	-
- Cash inflow from cash and cash equivalents	9	1,328,159	152,739
- Financing cost / credit line charges		(796,647)	(1,561,468)
Net cash from / (used in) operating activities		42,715,211	17,822,548
Cash flow from financing activities			
- Increase / (decrease) in credit facility	18	(10,000,000)	(20,000,000)
Net increase / (decrease) in cash and cash equivalents		32,715,211	(2,177,452)
Cash and cash equivalents at beginning of reporting year	9	16,605,856	18,790,091
Effects on cash and cash equivalents			
- Movement in exchange rates		(5,087)	(6,784)
- Rounding		(1)	1
Cash and cash equivalents at end of reporting year	9	49,315,979	16,605,856

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".

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.

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. 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 fair value. 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. Initially they are valued 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.

All transactions relating to investments in limited partnerships and directly held investments are recognized on the settlement 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".

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".

NOTES TO THE CONSOLIDATED AUDITED FINANCIAL STATEMENTS (continued)

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 6.

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 22.

2 CRITICAL ACCOUNTING ESTIMATES AND JUDGEMENTS

Estimates and judgements are continually evaluated and are based on historical experience and other factors, including expectations of future events that are believed to be reasonable under the circumstances.

The Group makes estimates and assumptions concerning the future. The resulting accounting estimates will, by definition, seldom equal the related actual results. The estimates and assumptions that have a significant risk of causing a material adjustment to the carrying amounts of assets and liabilities within the next financial year are discussed below.

Investments in limited partnerships and directly held investments

For the 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. 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. Therefore the amounts realized on the sale of investments will differ from the fair values reflected in these financial statements and the differences may be significant.

3 EXPENSES

Management fee

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

4 TAXATION STATUS

All companies in 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.

5 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. A portion of the private equity investments are made in a number of different countries and denominated in a number of different currencies. Any returns on and value of such investments 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. 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.

(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.

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 liquidity risk arising from the over-commitment strategy is managed through the use of quantitative models and the internal risk committee.

NOTES TO THE CONSOLIDATED AUDITED FINANCIAL STATEMENTS

(continued)

(e) Underlying asset risk

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 underlying asset risk is managed by an investment strategy that diversifies the investments in terms of geography, financing stage, industry or time.

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

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.

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.

6 LIMITED PARTNERSHIPS AND DIRECTLY HELD INVESTMENTS

6.1 INVESTMENTS

	31.12.2005	31.12.2004
Balance at beginning of reporting year	629,976,924	577,115,116
Capital activity recorded at the transaction rate	98,252,399	113,750,668
Distributions	(205,398,410)	(164,513,747)
Revaluation	95,766,450	88,553,138
Foreign exchange gains / (losses)	(23,323,399)	15,071,749
Balance at end of reporting year	595,273,964	629,976,924

6.2 DISTRIBUTIONS

	01.01.2005- 31.12.2005	01.01.2004- 31.12.2004
Dividends	11,954,949	6,170,064
Interest income	3,063,817	3,200,894
	15,018,766	9,370,958
Return of investments	205,484,959	164,513,747
Gains / (losses) from sale of stock distributions	(86,549)	-
Total distributions	220,417,176	173,884,705

6 LIMITED PARTNERSHIPS AND DIRECTLY HELD INVESTMENTS**6.3 FOREIGN EXCHANGE**

	01.01.2005- 31.12.2005	01.01.2004- 31.12.2004
Foreign exchange revaluation	(23,323,399)	15,071,749
Revaluation of foreign exchange hedges relating to investments in limited partnerships and directly held investments	21,618,035	(927,303)
Realized gains / (losses) from foreign exchange hedges relating to investments in limited partnerships and directly held investments	1,194,415	(18,871,798)
Rounding	(1)	-
	(510,950)	(4,727,352)

At the balance sheet date, the Company 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 the Subholding. The unrealized surplus / (loss) at the end of the reporting year is detailed below:

	USD	Rate	Value date	Surplus / (loss) 31.12.2005	Surplus / (loss) 31.12.2004
Sell GBP against USD	77,990,000	1.7725	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)
Sell GBP against USD	36,799,770	1.7524	20.04.2006	679,602	-
Sell EUR against USD	91,254,375	1.2167	20.04.2006	1,959,825	-
Sell SEK against USD	9,777,083	7.6710	20.04.2006	273,992	-
				2,913,419	(18,704,616)

NOTES TO THE CONSOLIDATED AUDITED FINANCIAL STATEMENTS

(continued)

7 SHORT-TERM INVESTMENTS

7.1 INVESTMENTS

	31.12.2005	31.12.2004
At beginning of reporting year	-	-
Additions	59,313,038	-
Redemptions	-	-
Gains / (losses) on short-term investments	150,296	-
Rounding	1	-
At end of reporting year	59,463,335	-

7.2 INCOME

	01.01.2005- 31.12.2005	01.01.2004- 31.12.2004
Realized gains / (losses) from short-term investments	52,915	-
Unrealized gains / (losses) from short-term investments	97,381	-
Total gains and losses from short-term investments	150,296	-

Due to the level of distributions received from limited partnerships, the Company holds cash in excess of its immediate requirements. To achieve better returns the cash has been invested into short-term bonds with a maturity of less than one year.

8 OTHER SHORT-TERM RECEIVABLES

	31.12.2005	31.12.2004
Distributions receivable	421,528	296,013
Receivables from related parties	-	126,980
	421,528	422,993

9 CASH AND CASH EQUIVALENTS

9.1 BALANCE

	31.12.2005	31.12.2004
Cash at banks	49,315,980	16,605,856
Rounding	(1)	-
Total cash and cash equivalents	49,315,979	16,605,856

9.2 INTEREST INCOME

	01.01.2005- 31.12.2005	01.01.2004- 31.12.2004
Interest received from cash at banks	1,328,159	152,739
Total interest income from cash and cash equivalents	1,328,159	152,739

10 SHARE CAPITAL

	31.12.2005	31.12.2004
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.

11 CONVERTIBLE BOND

	31.12.2005	31.12.2004
Balance at beginning of reporting year	613,012,186	573,378,819
Amortization of transaction costs	1,487,513	1,487,513
Finance cost on convertible bond	40,664,029	38,145,853
Rounding	(1)	1
Balance at end of reporting year	655,163,727	613,012,186

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. The Company 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.

NOTES TO THE CONSOLIDATED AUDITED FINANCIAL STATEMENTS

(continued)

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 year. 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.

12 OTHER SHORT-TERM PAYABLES

	31.12.2005	31.12.2004
Accrued interest	448,658	771,447
Accruals to related parties	-	145,000
Other accruals	72,012	43,334
Rounding	-	1
	520,670	959,782

13 DIVIDEND AND INTEREST INCOME AND EXPENSE

	01.01.2005- 31.12.2005	01.01.2004- 31.12.2004
Interest income:		
- Dividend and interest income from limited partnerships and directly held investments	15,018,766	9,370,958
- Interest income from cash and cash equivalents	1,328,159	152,739
Total dividend and interest income	16,346,925	9,523,697
Total interest expense	(473,858)	(1,437,645)

14 FOREIGN EXCHANGE GAINS AND LOSSES

	01.01.2005- 31.12.2005	01.01.2004- 31.12.2004
Foreign exchange gains and losses on:		
- Limited partnerships and directly held investments	(510,950)	(4,727,352)
- Cash and cash equivalents	(5,087)	(6,783)
- Other	(52,503)	-
	(568,540)	(4,734,135)

15 REVALUATION

	01.01.2005- 31.12.2005	01.01.2004- 31.12.2004
Revaluation of:		
- Limited partnerships and directly held investments	95,766,450	88,553,138

16 COMMITMENTS

	31.12.2005	31.12.2004
Total commitments translated at the rate prevailing at the balance sheet date	1,264,969,349	1,200,227,092
Unutilized commitments translated at the rate prevailing at the balance sheet date	245,329,670	222,820,371

17 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.

	31.12.2005	31.12.2004
Net assets of the Group	706,867,553	617,341,376
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	100.8370	88.0658

NOTES TO THE CONSOLIDATED AUDITED FINANCIAL STATEMENTS (continued)

18 CREDIT LINE FACILITY

The Company 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 the Subholding. The credit facility has been reduced to USD 50,000,000 in the meantime.

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 the balance sheet date, the amount drawn under the credit facility was nil.

19 INSURANCE POLICY

On 29 June 1999, the Company 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.

20 NUMBER OF EMPLOYEES

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

21 RELATED PARTY TRANSACTIONS

Partners Group Holding owns 100% of the share capital of Partners Group Product Investments which in turn holds 80.1% of the Class B shares of the Company.

Partners Group Product Investments and Swiss Reinsurance Company hold 8,010 and 1,990 Class B Shares respectively.

Partners Group and all its subsidiaries and affiliates are considered to be related parties to the Group.

The directors as disclosed in the Directors' Report are also considered to be related parties to the Group.

Transactions with related parties

The following transactions were carried out with related parties:

i) Services	Notes	01.01.2005- 31.12.2005	01.01.2004- 31.12.2004
Management fee paid to:			
- Princess Management & Insurance Limited	3	11,852,212	12,739,586
Insurance fee paid to:			
- Princess Management & Insurance Limited	3	9,114,500	8,235,584
Administration fee paid to:			
- Partners Group (Guernsey) Limited	3	303,817	274,519
IFRS Valuation advice:			
- Princess Management & Insurance Limited		100,000	100,000
Directors' fees paid		20,705	16,364

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	31.12.2005	31.12.2004
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

The year-end balances are unsecured, interest free and repayable upon demand.

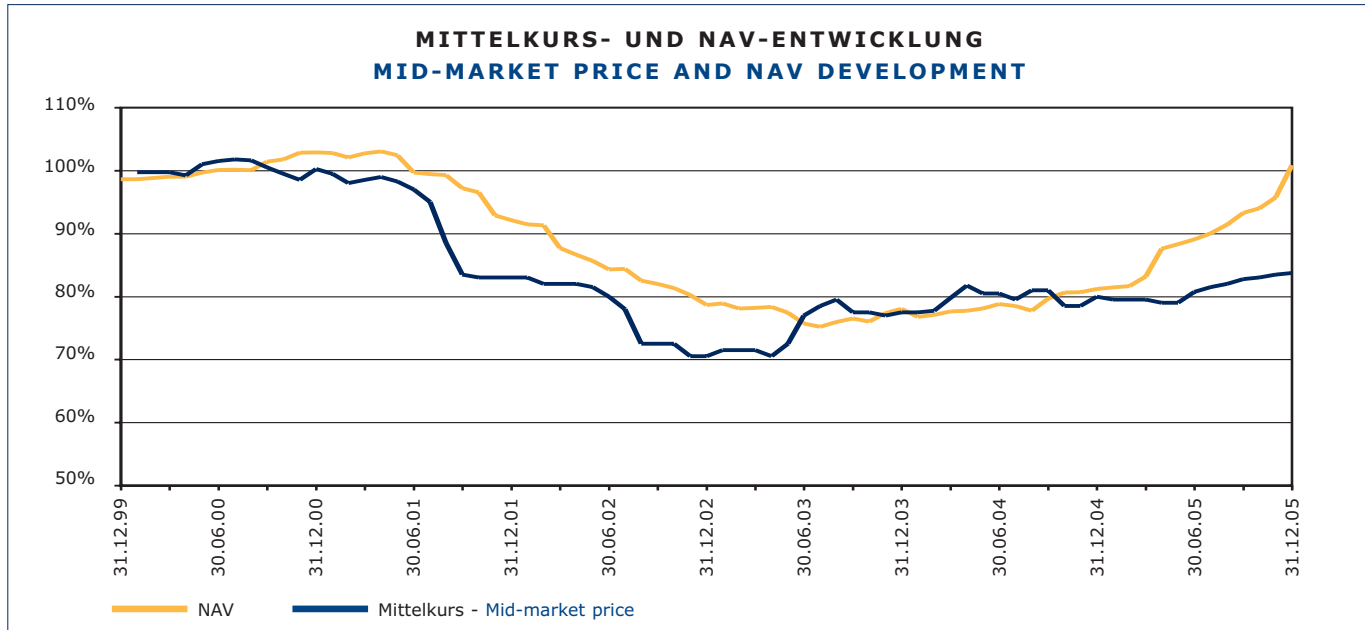
22 GROUP ENTERPRISES - SIGNIFICANT SUBSIDIARIES

	Country of incorporation	Ownership interest	
		31.12.2005	31.12.2004
Princess Private Equity Subholding Limited	Guernsey	100%	100%

NOTES TO THE CONSOLIDATED AUDITED FINANCIAL STATEMENTS
(continued)**23 PARENT COMPANY AND ULTIMATE CONTROLLING PARTY**

Partners Group Product Investments, a company organized under Swiss law holds the majority of the Class B shares. Partners Group Product Investments is a wholly owned subsidiary of Partners Group Holding.

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	31.12.2005
Gepürfter NAV Audited NAV	100%	98.62%	102.89%	92.13%	78.66%	78.05%	88.07%	100.84%
Mittelkurs Mid-market price	100%	100.75%	100.25%	83.00%	70.50%	77.50%	80.00%	83.75%

ADRESSEN LIST OF ADDRESSES

Sitz der Gesellschaft

Registered Office

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

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

Investment Manager

Princess Management & Insurance Limited
Guernsey, Channel Islands

Investor Relations

Brian Human
Email: princess@princess-privateequity.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