



CORPORATE FINANCE - PRIVATE EQUITY

2011: back to returns!

Italian Private Equity and Venture Capital
market: 2011 performances

kpmg.com/it

In co-operation with

AIFI

KPMG Corporate Finance

KPMG International is the coordinating entity for a global network of professional services firms, providing audit, tax and advisory services, with an industry focus. With more than 145,000 professionals worldwide, member firms provide audit, tax and advisory services in 152 countries. The KPMG Corporate Finance global network includes more than 2,200 professionals in 82 countries, including Italy, where it operates with 55 professionals and offices in Milan, Rome and Bologna. The professionals of KPMG Corporate Finance have considerable experience in assisting and advising clients in the research, design, assessment, development, implementation and finalisation of acquisition, sale, merger, privatization and joint/venture strategies and in structured finance operations in general, offering all-comprehensive assistance at each stage of the transaction.

Within the KPMG Corporate Finance network, the 'Private Equity Group', which involves a team of local professionals coordinated internationally, provides advice specifically related to Private Equity transactions. Fabrizio Baroni headed the team that prepared this paper, assisted by Beniamino Viscogliosi, Marco Periotto and Gianluca Graziosi.

AIFI

AIFI (Italian Private Equity and Venture Capital Association) was founded in May 1986 in order to promote, develop and represent institutionally the Venture Capital and Private Equity activity in Italy. The Association is an organization composed of different entities which, throughout direct investment of their own funds or through the management and advisory of independent funds (closed-end funds), are Private Equity and Venture Capital investors with the objective of purchasing, managing and divesting mainly in unlisted companies.

KPMG Corporate Finance

KPMG International è composta da un network di società che offrono servizi professionali, quali revisione, consulenza fiscale ed aziendale con focus settoriale. Con oltre 145.000 professionisti a livello mondiale, le società del network offrono servizi di revisione, consulenza fiscale ed aziendale in 152 Paesi. Il network internazionale di KPMG Corporate Finance comprende oltre 2.200 professionisti in 82 Paesi, tra cui l'Italia, che dispone di circa 55 professionisti ed uffici a Milano, Roma e Bologna. I professionisti di KPMG Corporate Finance hanno sviluppato significative esperienze di assistenza e consulenza ai clienti nella ricerca, studio, valutazione, strutturazione, sviluppo, realizzazione e finalizzazione di strategie di acquisizione, disinvestimento, fusione, privatizzazione, joint-venture e di finanza strutturata in genere, con assistenza completa in ogni fase della transazione.

Nell'ambito del network KPMG Corporate Finance, il 'Private Equity Group' svolge attività di advising specificatamente rivolta alle operazioni di Private Equity e coinvolge un gruppo di professionisti operanti su base locale con un coordinamento a livello internazionale. Il responsabile del presente lavoro è Fabrizio Baroni, coadiuvato da Beniamino Viscogliosi, Marco Periotto e Gianluca Graziosi.

AIFI

AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital) è stata costituita nel maggio del 1986 al fine di sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano dell'investimento in capitale di rischio. L'Associazione è un'organizzazione di istituzioni finanziarie che stabilmente e professionalmente effettuano investimenti in aziende, sotto forma di capitale di rischio, attraverso l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate, con un attivo coinvolgimento nello sviluppo delle aziende partecipate.

Contents

Background	
Aim of the report and information used	4
Definitions and glossary	6
Methodology	6
The Italian macroeconomic framework	8
The Italian Private Equity and Venture Capital market performances in 2011	
How did 2011 perform?	12
The impact of Write Off on 2011 performances	22
1, 3, 5 and 10 year performances	28
Analysis of performances by Private Equity House category	36
Net Pooled IRR: a comparison with the European benchmark	40
Appendix	

Sommario

Background	
Finalità del rapporto ed informazioni utilizzate	5
Definizioni e glossario	7
Nota metodologica	7
Contesto macroeconomico italiano	9
Le performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2011	
Come è andato il 2011?	13
L'impatto dei Write Off sulle performance 2011	23
Le performance a 1, 3, 5 e 10 anni	29
Analisi delle performance per tipologia di operatore	37
IRR Netto: un parametro di confronto con il benchmark europeo	41
Appendice	

Background

Aim of the report and information used

Since 1996 and on an annual basis, KPMG Corporate Finance and the Italian Private Equity and Venture Capital Association (AIFI) have analysed the performances of Private Equity and Venture Capital transactions undertaken by Private Equity Houses operating in Italy over the period analysed.

This survey shows, on an aggregate level, the performance of the domestic Private Equity and Venture Capital market in terms of Internal Rate of Return (IRR) over the years.

In practice, this analysis is an empirical study of the current status of the Private Equity and Venture Capital sector, highlighting trends and potential developments, based on the information provided by the Private Equity Houses, based on IRR figures, over the various editions of the survey.

In particular, this paper thus provides an in depth snapshot of market performances in 2011, with references and comparisons to historical data where appropriate.

Background

Finalità del rapporto ed informazioni utilizzate

Dal 1996 KPMG Corporate Finance e l'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI) conducono annualmente un'indagine finalizzata a monitorare le performance registrate dalle operazioni di Private Equity e Venture Capital che coinvolgono i principali operatori attivi in Italia nel periodo di riferimento.

Tale ricerca ha consentito, negli anni, di delineare un quadro di sintesi che, a livello aggregato, descrive le performance (in termini di Tasso Interno di Rendimento) registrate dal mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nell'orizzonte di analisi considerato.

In sostanza, il presente lavoro, mediante l'analisi dei dati trasmessi dagli operatori nel corso delle varie edizioni, partendo dai dati di rendimento, intende verificare empiricamente lo 'stato dell'arte' del settore del Private Equity e Venture Capital in Italia, evidenziandone le principali tendenze in atto, nonché le possibili dinamiche evolutive.

In particolare, il documento fornisce un'overview dettagliata delle performance di mercato registrate nell'anno 2011 proponendo, ove opportuno, eventuali integrazioni e raffronti con i dati storici.

Definitions and glossary

- **AIFI** – Italian Private Equity and Venture Capital Association.
- **Bank** – institution where one can deposit and borrow money and take care of financial affairs; in this document, there is a particular focus on banks which make investments in risk capital.
- **CAGR** – Compound Annual Growth Rate.
- **Country Fund** – an international player mainly focused on the Italian market.
- **Development** – type of investment in Venture Capital made during a company's development stage, intended to expand an existing business.
- **Early Stage** – type of investment in Venture Capital made during the early life of a company.
- **EVCA** – European Private Equity and Venture Capital Association.
- **IRR (Internal Rate of Return)** – the annual compound return on an investment calculated on the basis of cash inflows and outflows.
- **MBO/MBI (Management Buy Out/Management Buy In)** – acquisitions resulting in a shareholding structure which includes a group of managers. The terms Buy Out or Buy In depend on whether the group of managers is internal or external to the target company.
- **Pan-European Private Equity firm** – players that manage or advise, through a network of advisors, a significant amount of money, mainly raised from European or worldwide mega funds, often without any specific geographical allocation.
- **Private Equity and Venture Capital activities** – sector of investments in risk capital made by professional investors.
- **Replacement** – type of investment in risk capital mainly made in order to replace minority shareholders.
- **SGR** – a management company authorised by Italian Law to solely manage closed-end funds.

Methodology

The analyses presented in this document and all information and data used to calculate market performances were provided to AIFI and KPMG Corporate Finance on a confidential basis; if opportune, the data provided by Private Equity Houses have been integrated with publicly available information. All the information presented in this paper refers to aggregated data and/or data analysed by macro category.

Performance data are expressed in terms of Gross Pooled IRR, calculated using monthly flows. In particular, this return represents the weighted average performance of the total transactions carried out by Private Equity Houses and not an average of the performances of each Private Equity House. In practice, the Italian market is considered as a unique Private Equity House, where total return is given by the total amount of inflows and outflows, considered on a monthly basis, related to the monitored transactions.

It is worth noting that:

- the following analyses consider solely the transactions for which all the details required for estimating the performance were available; consequently, transactions with just partial and/or incomplete data available have not been considered within the analysis, due to the impossibility to estimate their IRR;
- because of the gaps in some information, analyses concerning certain sub-categories (derived from the main sample) have sometimes been carried out on the basis of case by case 'clustered' sub-samples.

Definizioni e glossario

- **AIFI** – Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital.
- **Attività di Private Equity e Venture Capital** – settore degli investimenti nel capitale di rischio realizzati da investitori professionali.
- **Banca** – impresa che svolge i compiti di fornire alla clientela mezzi di pagamento e di intermediazione tra offerta e domanda di capitali; nel presente documento, si fa particolare riferimento a banche che svolgono, direttamente o tramite strutture dedicate, anche attività di investimento in capitale di rischio.
- **CAGR** – tasso di crescita medio annuo composto (Compound Annual Growth Rate).
- **Country Fund** – operatore specificatamente rivolto al mercato italiano.
- **Development** – tipologia di investimento in capitale di rischio effettuato nella fase di sviluppo dell’impresa, finalizzato all’espansione di un’attività già esistente.
- **Early Stage** – tipologia di investimento in capitale di rischio effettuato nelle prime fasi del ciclo di vita di un’impresa.
- **EVCA** – European Private Equity and Venture Capital Association.
- **IRR (Internal Rate of Return)** – rendimento annuo composto di un’attività di investimento, calcolato sulla base dei relativi flussi in entrata ed in uscita.
- **MBO/MBI (Management Buy Out/Management Buy In)** – operazione di acquisizione di un’impresa risultante in una struttura proprietaria che vede al suo interno un gruppo di manager; a seconda che il management sia interno o esterno alla società stessa, si parla, rispettivamente, di Buy Out o di Buy In.
- **Pan-European Private Equity firm** – società operante, attraverso un network di advisor, nella raccolta e nella gestione di ingenti capitali sui principali mercati europei.
- **Replacement** – tipologia di investimento in capitale di rischio effettuato essenzialmente allo scopo di sostituire azionisti di minoranza.
- **SGR** – acronimo indicante una Società di Gestione del Risparmio, la quale svolge, in via pressoché esclusiva, l’attività di istituzione e di gestione di fondi (chiusi) di investimento.

Nota metodologica

Le analisi illustrate nel presente documento, nonché le informazioni ed i dati utilizzati ai fini del calcolo delle performance di mercato, sono stati comunicati ad AIFI ed a KPMG Corporate Finance in forma riservata e confidenziale; ove opportuno, i dati trasmessi dagli operatori sono stati integrati con informazioni desunte da fonti pubbliche. Tutte le informazioni qui presentate fanno riferimento a dati aggregati e/o analizzati per macro-categorie.

I dati di performance presentati sono forniti in termini di IRR Lordo Aggregato, calcolato sulla base di flussi mensili. In particolare, si segnala come tale dato rappresenti la media ponderata dei rendimenti della totalità degli investimenti realizzati dagli operatori e non la media dei rendimenti dei singoli operatori. In termini generali, si considera il mercato italiano come un unico fondo di Private Equity, il cui rendimento complessivo è calcolato sul totale dei flussi in entrata ed in uscita, considerati su base mensile, derivanti dall’insieme delle operazioni monitorate.

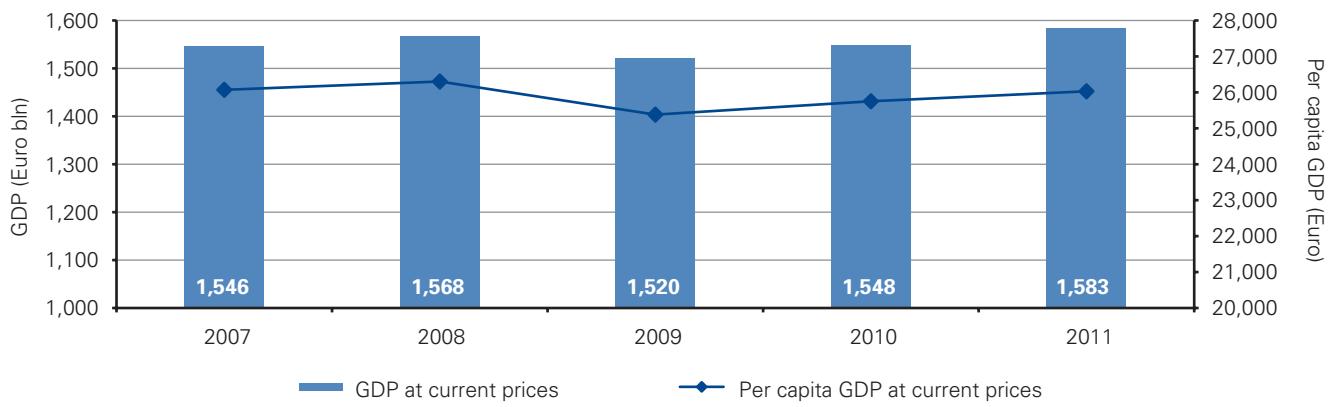
È opportuno evidenziare che:

- le analisi illustrate nel seguito considerano esclusivamente le operazioni per le quali sono stati resi disponibili, in forma completa, tutti i dati necessari alla stima dell’IRR; di conseguenza, eventuali operazioni caratterizzate da dati parziali e/o incompleti sono state escluse dalle analisi;
- nelle analisi svolte su specifici sotto-gruppi del campione di riferimento, data la mancanza, in alcuni casi, delle relative informazioni di dettaglio, le elaborazioni sono state talvolta svolte su sotto-campioni più ristretti, ‘clusterizzati’ caso per caso.

The Italian macroeconomic framework

A brief overview of the key indicators for the domestic economy in the five years from 2007 to 2011 is provided below, in order to give a clear view of where the Private Equity and Venture Capital sector fits into the macro economy.

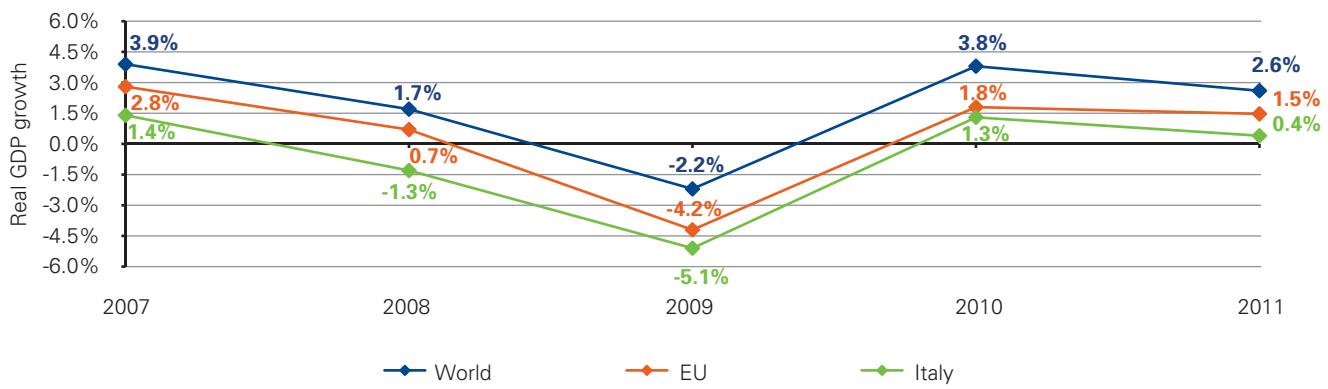
CHART 1 – Italian economic growth



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

During the time frame considered (i.e. 2007-2011), Italian GDP (at current prices) shows a slight increase, recording an overall CAGR equal to about 0.6% (i.e. Euro 1,546 billion in 2007 vs Euro 1,583 billion in 2011). More specifically, the economic growth observed until 2008, interrupted by a sharp drop in 2009 (i.e. 2008-2009 GDP decrease equal to around 3.0%), re-started in 2010 and (especially) in 2011 (i.e. with growth rates equal to 1.8% and 2.3% respectively). A similar trend is observed for the per capita GDP (at current prices), which records however, in 2011, a lower increase mainly related to the demographic growth recorded in the year (i.e. 2010-2011 per capita GDP variation: +1.1%; 2010-2011 Italian population variation: +1.2%).

CHART 2 – Real GDP growth



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

The 2011 world real GDP, even confirming an increasing trend, highlights a slight slowdown (i.e. +3.8% in 2010 vs +2.6% in 2011). In this context, also European economy shows a slight contraction, even though more moderate than the global trend (i.e. +1.8% in 2010 vs +1.5% in 2011); on the other hand, the Italian economy, even though recording a modest growth rate, shows a significantly more pronounced slowdown (i.e. +1.3% in 2010 vs +0.4% in 2011). The analysts' projections predict, in 2012, a substantially worsening scenario, with negative growth rates both for the European economy and for the Italian economy (i.e. equal to -1.0% and -1.5% respectively).



Contesto macroeconomico italiano

Al fine di inquadrare l'attività del settore del Private Equity e Venture Capital nel contesto economico di riferimento, sono nel seguito illustrati i principali indicatori macroeconomici che hanno caratterizzato l'economia italiana nell'ultimo quinquennio (i.e. 2007-2011).

RIF. CHART 1 – Crescita economica in Italia

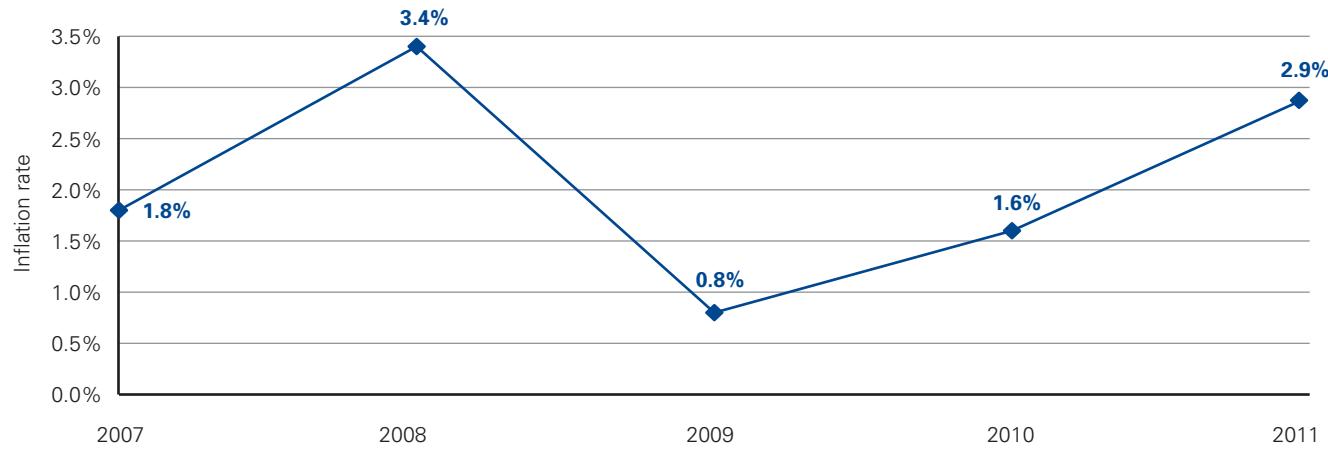
Nell'orizzonte temporale di riferimento (i.e. 2007-2011), il Prodotto Interno Lordo (a prezzi correnti) mostra una leggera crescita registrando, nel complesso, un CAGR pari a circa lo 0,6% (i.e. Euro 1.546 bln nel 2007 vs Euro 1.583 bln nel 2011). Nello specifico, la fase di crescita osservata fino al 2008, interrotta dalla marcata flessione del 2009 (i.e. decremento del PIL 2008-2009 pari a circa il 3,0%), è ripresa nel 2010 e (soprattutto) nel 2011 (i.e. con tassi di crescita rispettivamente pari all'1,8% ed al 2,3%). Il PIL pro-capite (a prezzi correnti) presenta un trend sostanzialmente analogo, registrando tuttavia, nel 2011, un incremento più contenuto, essenzialmente connesso alla crescita demografica registrata nell'anno (i.e. variazione PIL pro-capite 2010-2011: +1,1%; variazione popolazione italiana 2010-2011: +1,2%).

RIF. CHART 2 – Crescita del PIL reale

Nel 2011 l'andamento del PIL reale a livello mondiale, pur confermandosi in crescita, evidenzia un lieve rallentamento (i.e. +3,8% nel 2010 vs +2,6% nel 2011). In tale ambito, anche l'economia europea evidenzia una leggera contrazione, benché più contenuta rispetto al trend mondiale (i.e. +1,8% nel 2010 vs +1,5% nel 2011); per contro, l'economia italiana, ancorché in lieve crescita, mostra un rallentamento significativamente più marcato (i.e. +1,3% nel 2010 vs +0,4% nel 2011). Le previsioni degli analisti stimano, per il 2012, un outlook sostanzialmente negativo, con tassi di crescita negativi sia per l'economia europea, sia per l'economia italiana (i.e. rispettivamente pari a -1,0% e -1,5%).

10 2011: back to returns!

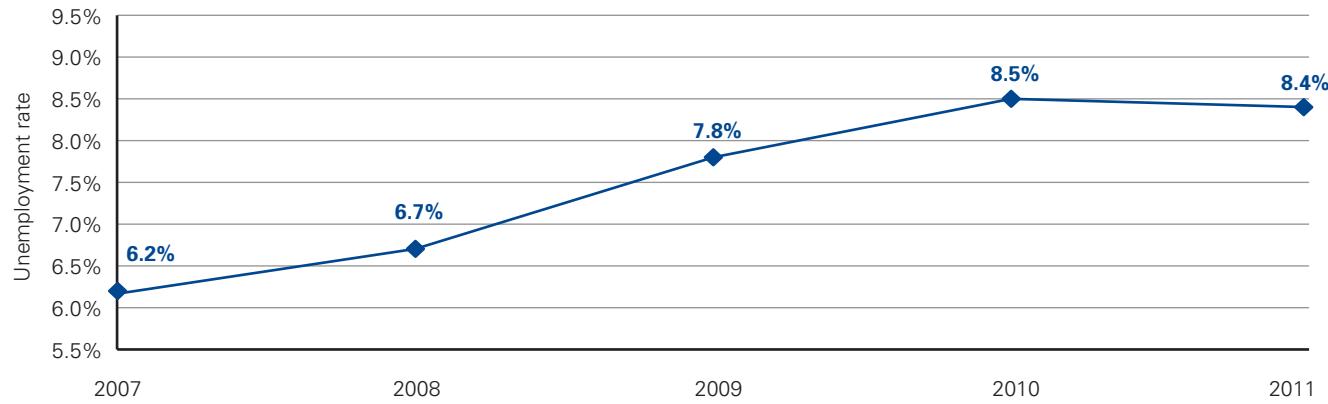
CHART 3 – Italian inflation rate



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

After the sharp drop recorded in 2009 (i.e. 0.8%), the domestic inflation rate records a sensible increase in 2010-2011 (i.e. 1.6% in 2010 and 2.9% in 2011).

CHART 4 – Italian unemployment rate



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

The Italian unemployment rate stands, in 2011, substantially at the same level of the previous year (i.e. 8.5% in 2010 vs 8.4% in 2011).



RIF. CHART 3 – Tasso di inflazione in Italia

Il tasso di inflazione domestica, dopo il netto calo registrato nel 2009 (i.e. 0,8%), registra un marcato incremento nel biennio 2010-2011 (i.e. 1,6% nel 2010 e 2,9% nel 2011).

RIF. CHART 4 – Tasso di disoccupazione in Italia

Il tasso nazionale di disoccupazione si conferma, nel 2011, sui livelli dell'anno precedente (i.e. 8,5% nel 2010 vs 8,4% nel 2011).

The Italian Private Equity and Venture Capital market performances in 2011

The following analyses only cover the performances (in terms of Gross Pooled IRR) of the investments made by Private Equity Houses during the period surveyed.

Specifically, the analyses include two main performance indicators:

- **'From Inception' Gross Pooled IRR** (also defined, according to international standards, as 'Gross Pooled IRR on Realised Investments'), showing the performances of divestments realised in the year, regardless of when the initial investment was made;
- **'By Horizon' Gross Pooled IRR** (also defined, according to international standards, as 'Gross Pooled IRR on All Investments'), showing the performances of investments made during the period analysed (i.e. 1, 3, 5 and 10 years), regardless of whether they were subsequently divested or they are still in portfolio; for investments in portfolio, a year-end valorisation (provided by the operators) has been considered.

How did 2011 perform?

'From Inception' Gross Pooled IRR

The following analyses are based on performances measured considering all cash outflows (i.e. Cash Out) and inflows (i.e. Cash In) related to divestments realised during the current year; flows are considered on a pro quota basis for partial divestments.

This analysis, focusing only on divestments realised during the year and excluding any implicit performance related to investments still in portfolio, facilitates the objectiveness of the survey and of the results.

'From Inception' main sample

	2009	2010	2011
No. of companies included in the research panel	75	84	92
No. of companies presenting realised investments	23	26	47
No. of realised investments 'From Inception'	42	52	85
Average investment size (Euro mln)	19.9	12.1	21.0
Total Cash Out (Euro mln)	836	628	1,784
Total Cash In (Euro mln)	361	466	2,939
Average cash multiple	0.4x	0.7x	1.6x

The sample considered highlights, over the years, the gradual increase in the number of Private Equity Houses monitored during the various editions of the survey: in 2011, 92 Private Equity Houses participated (vs 84 in 2010 and 75 in 2009), the highest number since the beginning of the survey, this reflecting, on the one hand, the growing interest of the Private Equity Houses in the monitoring of performances and, on the other hand, the good reliability of the survey (due to the more extensive coverage of the sample).

Le performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2011

Le analisi illustrate nel seguito riguardano esclusivamente le performance (esprese in termini di IRR Lordo Aggregato) relative ad investimenti effettuati, da parte degli operatori di Private Equity e Venture Capital, nell'orizzonte temporale di riferimento.

Nello specifico, le analisi considerano due tipologie principali di indicatori di performance:

- **IRR Lordo Aggregato 'From Inception'** (definito anche, nella terminologia internazionale, 'Gross Pooled IRR on Realised Investments'), che esprime le performance relative ai disinvestimenti realizzati nel corso dell'anno di riferimento, indipendentemente dal periodo in cui è stato effettuato l'investimento iniziale;
- **IRR Lordo Aggregato 'By Horizon'** (definito anche, nella terminologia internazionale, 'Gross Pooled IRR on All Investments'), che indica le performance relative agli investimenti realizzati nell'orizzonte temporale di riferimento (i.e. 1, 3, 5 e 10 anni), indipendentemente dal fatto che essi siano stati successivamente disinvestiti o risultino ancora in portafoglio; in quest'ultimo caso, ai fini del calcolo della performance, si prende a riferimento la valorizzazione della partecipazione a fine periodo (fornita dagli operatori).

Come è andato il 2011?

IRR Lordo Aggregato 'From Inception'

Le elaborazioni illustrate nel seguito esprimono le performance misurate considerando tutti i flussi di cassa, in uscita (i.e. Cash Out) ed in entrata (i.e. Cash In), relativi ai disinvestimenti realizzati nell'anno di riferimento; in caso di dismissione parziale, i flussi relativi sono considerati 'pro-quota'.

Tale metodo di indagine, focalizzandosi esclusivamente sui disinvestimenti realizzati nel corso del periodo ed escludendo eventuali riferimenti alle performance implicite delle partecipazioni ancora in portafoglio, favorisce l'oggettività della rappresentazione e dei risultati desunti.

Il campione 'From Inception'

	2009	2010	2011
Operatori coinvolti nella ricerca	75	84	92
Operatori che presentano operazioni realizzate	23	26	47
Numero transazioni dismesse	42	52	85
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	19,9	12,1	21,0
Cash Out complessivo (Euro mln)	836	628	1.784
Cash In complessivo (Euro mln)	361	466	2.939
Cash multiple medio	0,4x	0,7x	1,6x

The Italian Private Equity and Venture Capital market shows, in 2011, a significant recovery of the investment activity, both in terms of Private Equity Houses presenting realised investments and in terms of total realised investments; overall performances (in terms of IRR) confirm the recovery trend partially started in 2010, returning, after the negative returns observed in 2009-2010, to positive figures (due to the good performances of realised investments, also with particular reference on some large operation, as well as to the lower incidence, in terms of Cash Out, of Write Off).

The number of realised investments carried out within the sample shows a strong recovery (i.e. +63%), passing from 52 in 2010 to 85 in 2011; similarly, the number of Private Equity and Venture Capital Houses presenting realised operations highlights a strong increase (i.e. +81%), from 26 in 2010 to 47 in 2011. In terms of investment volumes, the total Cash Out has almost tripled (i.e. Euro 628 mln in 2010 vs Euro 1,784 mln in 2011), due to the increase in the number of divestments and (especially) to the significant increase of the average investment size, which rises from Euro 12.1 mln in 2010 to Euro 21.0 mln in 2011. Furthermore, total Cash In records an even more significant increase (i.e. Euro 466 mln in 2010 vs Euro 2,939 mln in 2011), attributable both to the better overall exit valorisation of the divestments realised and to the lower incidence (in terms of Cash Out) of Write Off recorded in the year.

The average cash multiple highlights a sharp improvement, standing, in 2011, at 1.6x (vs 0.7x in 2010 vs 0.4x in 2009), thus returning, after the negative phase of the previous two years, to a value higher than one.

'From Inception' performances

	2009	2010	2011
Yearly Pooled IRR	-16.6%	-11.4%	12.6%
Upper quarter (by performance)	33.7%	43.1%	24.2%
Upper quarter (by investment size)	-20.2%	-19.1%	14.3%

The performance of 2011 divestments highlights a material improvement, coming to a positive value (i.e. 12.6%) after two years of negative returns (i.e. -11.4% in 2010 and -16.6% in 2009). Crucial in the determination of 2011 performances have been both the overall positive returns of divestments carried out in the year (also with reference to some large operation) and the lower impact of Write Off (both total and partial)⁽¹⁾ recorded in the year, whose incidence on the sample, although stable by number, decreases significantly by value (i.e. Cash Out). In particular, the number of Write Off passes from 16 in 2010 to 29 in 2011, maintaining a stable incidence by number on the sample (i.e. 31% in 2010 vs 34% in 2011); on the other hand, in terms of value (i.e. Cash Out), 2011 Write Off recorded Euro 274 mln (vs Euro 366 mln in 2010), with a sharply decreasing relative incidence on the sample (i.e. 58% in 2010 vs 15% in 2011).

The analysis of performances by upper quarter shows that:

- the returns of the upper quarter by performance (i.e. the cluster which includes the 25% of transactions with the highest returns) seems, unlike the period 2009-2010, more convergent towards the overall performance of the sample (i.e. respectively 24.2% and 12.6%);
- the upper quarter by investment size (i.e. the cluster which includes the 25% of transactions with the greatest investment size) records a sharp increase in returns, passing from -19.1% in 2010 to 14.3% in 2011, aligned with the overall improvement of the performance of the sample.

⁽¹⁾ In order to estimate Gross Pooled IRR 'From Inception' both total and partial Write Off have been considered; partial Write Off refer to those participations devalued at least 80% of their total investment value.

La struttura del campione evidenzia, nel corso degli anni, il progressivo incremento del numero di operatori di Private Equity e Venture Capital monitorati nell'ambito dell'indagine: nel 2011 hanno partecipato 92 operatori (vs 84 nel 2010 e 75 nel 2009), il massimo storico in termini di adesioni, a conferma da un lato della crescente sensibilità del settore verso il monitoraggio delle performance, dall'altro della buona significatività dell'indagine (per effetto della sempre più ampia rappresentatività del campione).

Nel 2011 il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital mostra un significativo recupero dell'attività di investimento, in termini sia di operatori che presentano operazioni realizzate, sia di numero di transazioni complessivamente dismesse; la performance complessiva, espressa in termini di IRR, conferma il trend di ripresa parzialmente iniziato nel 2010, riportandosi, dopo i rendimenti negativi del 2009-2010, su valori positivi (per effetto sia delle buone performance delle transazioni realizzate, con particolare riferimento ad alcune operazioni di grandi dimensioni, sia della minor incidenza, in termini di Cash Out, dei Write Off).

Il numero di disinvestimenti effettuati dagli operatori del campione mostra una netta ripresa (i.e. +63%), passando da 52 nel 2010 a 85 nel 2011; allo stesso modo, si evidenzia un marcato incremento (i.e. +81%) del numero di operatori che presentano operazioni realizzate, da 26 nel 2010 a 47 nel 2011. In termini di volumi di investimento, il Cash Out complessivo risulta quasi triplicato (i.e. Euro 628 mln nel 2010 vs Euro 1.784 mln nel 2011), per effetto sia dell'aumento del numero dei disinvestimenti, sia (soprattutto) del significativo incremento della dimensione media di investimento, che passa da Euro 12,1 mln nel 2010 ad Euro 21,0 mln nel 2011. In termini di Cash In complessivo si registra un incremento ancor più significativo (i.e. Euro 466 mln nel 2010 vs Euro 2.939 mln nel 2011), ascrivibile sia alla generale migliore valorizzazione in fase di exit dei disinvestimenti effettuati, sia alla minore incidenza (in termini di controvalore) dei Write Off registrati nell'anno.

Il multiplo medio di uscita implicito (i.e. cosiddetto 'cash multiple') registra un netto miglioramento, attestandosi, nel 2011, a 1,6x (vs 0,7x nel 2010 vs 0,4x nel 2009), riportandosi pertanto, dopo la fase negativa del biennio precedente, su un valore superiore all'unità.

Le performance 'From Inception'

	2009	2010	2011
IRR Lordo Aggregato	-16,6%	-11,4%	12,6%
Quartile superiore per performance	33,7%	43,1%	24,2%
Quartile superiore per ammontare investito	-20,2%	-19,1%	14,3%

La performance delle operazioni disinvestite nel 2011 evidenzia un netto miglioramento, tornando su un valore positivo (i.e. 12,6%) dopo il precedente biennio di risultati negativi (i.e. -11,4% nel 2010 e -16,6% nel 2009). Alla determinazione delle performance 2011 concorrono sia i rendimenti complessivamente positivi relativi alla generalità dei disinvestimenti effettuati nell'anno (anche con riferimento ad alcune operazioni di grandi dimensioni), sia la diminuzione dell'impatto dei Write Off (sia totali, sia parziali)⁽¹⁾ registrati nell'anno che, benché stabili in termini di incidenza per numero, risultano in netto calo in termini di volumi (i.e. Cash Out). Nello specifico, il numero di Write Off passa da 16 nel 2010 a 29 nel 2011, con un'incidenza per numero sul campione pressoché stabile (i.e. 31% nel 2010 vs 34% nel 2011); per contro, in termini di controvalore (i.e. Cash Out), i Write Off del 2011

⁽¹⁾ Ai fini della stima dell'IRR Lordo Aggregato 'From Inception' sono stati considerati sia i Write Off totali, sia i Write Off parziali; per Write Off parziali si intendono quelli per i quali la svalutazione segnalata è pari ad almeno l'80% del valore complessivo dell'investimento.

Performance distribution by IRR class

	Cash Out			Cash In			No. of transactions		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Write Off/Negative	86.6%	80.3%	25.1%	6.7%	29.2%	3.0%	24	24	41
0% - 10%	2.2%	2.3%	7.6%	6.8%	3.5%	5.6%	7	8	17
10% - 20%	3.8%	8.2%	55.8%	17.8%	19.0%	59.7%	5	7	14
20% - 30%	2.0%	2.1%	1.1%	11.0%	6.7%	1.4%	3	3	2
30% - 40%	0.3%	3.9%	1.6%	1.9%	22.7%	3.4%	1	4	3
40% - 50%	4.6%	0.4%	1.4%	44.3%	3.2%	5.3%	1	2	1
50% - 100%	-	2.9%	6.1%	-	15.7%	13.4%	-	4	4
100% - 500%	0.4%	-	1.3%	11.4%	-	8.1%	1	-	2
> 500%	-	-	0.0%	-	-	0.0%	-	-	1
Total (Euro mln)	836	628	1,784	361	466	2,939	42	52	85

The performance breakdown by IRR class confirms the overall improvement of performances. More specifically, in 2011 the cluster of transactions with negative IRR/Write Off, even though remaining predominant by number (i.e. 48% in 2011 vs 46% in 2010), records a significant decrease by Cash Out (i.e. 25% in 2011 vs 80% in 2010), this confirming the overall improvement of the performance of the sample.

Low-medium performance transactions (i.e. IRR between 0% and 20%) record an increase both by number (i.e. 36% in 2011 vs 29% in 2010) and (especially) by Cash Out (i.e. 63% in 2011 vs 10% in 2010). In this context, it is worth highlighting the sharp increase (in terms of Cash Out) of transactions with IRR between 10% and 20% (i.e. 56% in 2011 vs 8% in 2010), the cluster in which stands the overall performance of the year (i.e. 12.6%). Transactions with medium-high performance (i.e. IRR between 20% and 50%) record a sensible decrease both by number (i.e. 7% in 2011 vs 17% in 2010) and by Cash Out (i.e. 4% in 2011 vs 6% in 2010). 'Outstanding' transactions (i.e. with an IRR above 50%), despite a substantial stability by number (i.e. around 8%), show, instead, a slight increase by Cash Out (i.e. 7% in 2011 vs 3% in 2010); in particular, it is worth to note that, within this cluster, 3 transactions with performance above 100% have been recorded (vs none in 2010).

As a whole, the analysis by IRR class outlines a context which has clearly improved. In this scenario, the trend observed in the past three years (i.e. 2009-2011) could be summarized in the following three main drivers: (i) significant decreasing incidence (in terms of Cash Out) of transactions with negative IRR/Write Off, from 87% in 2009 to 25% in 2011; (ii) convergence of the majority of transactions (in terms of incidence by Cash Out) towards medium performances (i.e. IRR between 10% and 20%), from 4% in 2009 to 56% in 2011; (iii) slight increase (in terms of incidence by Cash Out) of 'performing/over-performing' transactions (i.e. with an IRR above 30%), from 5% in 2009 to more than 10% in 2011.

hanno riguardato Euro 274 mln (vs Euro 366 mln nel 2010), con una netta riduzione dell'incidenza relativa sul campione (i.e. 58% nel 2010 vs 15% nel 2011).

L'analisi delle performance per quartile mostra che:

- il rendimento del quartile superiore per performance (i.e. il cluster costituito dal 25% dei disinvestimenti con i rendimenti maggiori) risulta, a differenza del biennio precedente, maggiormente convergente alla performance complessiva del campione (i.e. rispettivamente 24,2% e 12,6%);
- il quartile superiore per ammontare investito (i.e. il cluster che raggruppa il 25% delle operazioni caratterizzate dai maggiori volumi di investimento) registra un netto incremento dei rendimenti, passando da -19,1% nel 2010 a 14,3% nel 2011, in linea con il miglioramento della performance complessiva del campione.

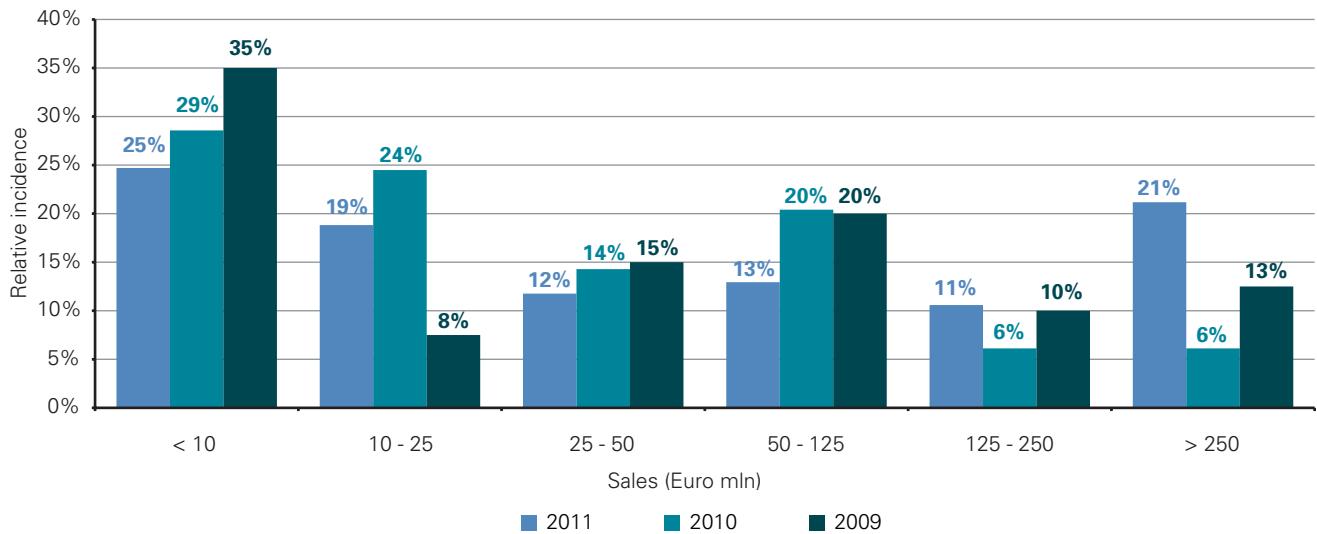
Breakdown per classe di IRR realizzato

	Cash Out			Cash In			No. transazioni		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Negativo/Write Off	86,6%	80,3%	25,1%	6,7%	29,2%	3,0%	24	24	41
0% - 10%	2,2%	2,3%	7,6%	6,8%	3,5%	5,6%	7	8	17
10% - 20%	3,8%	8,2%	55,8%	17,8%	19,0%	59,7%	5	7	14
20% - 30%	2,0%	2,1%	1,1%	11,0%	6,7%	1,4%	3	3	2
30% - 40%	0,3%	3,9%	1,6%	1,9%	22,7%	3,4%	1	4	3
40% - 50%	4,6%	0,4%	1,4%	44,3%	3,2%	5,3%	1	2	1
50% - 100%	-	2,9%	6,1%	-	15,7%	13,4%	-	4	4
100% - 500%	0,4%	-	1,3%	11,4%	-	8,1%	1	-	2
> 500%	-	-	0,0%	-	-	0,0%	-	-	1
Totale (Euro mln)	836	628	1.784	361	466	2.939	42	52	85

Il breakdown per classe di IRR realizzato conferma il generale miglioramento delle performance. Nello specifico, nel 2011 il cluster di operazioni con IRR negativo/Write Off, sebbene rimanga prevalente in termini di incidenza per numero (i.e. 48% nel 2011 vs 46% nel 2010), registra una significativa diminuzione in termini di Cash Out (i.e. 25% nel 2011 vs 80% nel 2010), a conferma del miglioramento della performance complessiva del campione.

Le transazioni con performance medio-basse (i.e. con IRR compreso tra lo 0% e il 20%) registrano un incremento sia in termini numerici (i.e. 36% nel 2011 vs 29% nel 2010) sia (soprattutto) in termini di Cash Out (i.e. 63% nel 2011 vs 10% nel 2010). In tale ambito, è opportuno evidenziare il netto incremento (in termini di Cash Out) delle operazioni con rendimento compreso tra 10% e 20% (i.e. 56% nel 2011 vs 8% nel 2010), la fascia di rendimento in cui si colloca, tra l'altro, la performance complessiva dell'anno (i.e. 12,6%). Le transazioni con performance medio-alte (i.e. con IRR compreso tra il 20% e il 50%) registrano un sensibile decremento sia in termini numerici (i.e. 7% nel 2011 vs 17% nel 2010), sia in termini di Cash Out (i.e. 4% nel 2011 vs 6% nel 2010). Le operazioni con rendimento 'outstanding' (i.e. con IRR maggiore del 50%), a fronte di una relativa stabilità per numero (i.e. nell'intorno dell'8%), mostrano, invece, un lieve incremento per Cash Out (i.e. 7% nel 2011 vs 3% nel 2010); in particolare, all'interno di tale cluster si registrano 3 transazioni con performance superiori al 100% (vs nessuna transazione nel 2010).

Nel complesso, il dettaglio per classe di IRR delinea un contesto in netto miglioramento. In tale ambito, il trend osservato nell'ultimo triennio (i.e. 2009-2011) può essere sintetizzato nei seguenti tre principali driver: (i) netto decremento dell'incidenza (in termini di Cash Out) delle operazioni con IRR negativo/Write Off, dall'87% nel 2009 al 25% nel 2011; (ii) convergenza della maggioranza delle

CHART 5 – Transaction breakdown by target sales size (incidence by number)

The breakdown by target sales size confirms, in 2011, the prevalence (in terms of incidence by number) of divestments related to small-medium companies (i.e. with a turnover of less than Euro 50 mln), even though showing a slight decrease compared to the previous year (i.e. 55% in 2011 vs 67% in 2010). The incidence (by number) of transactions involving medium companies (i.e. with sales between Euro 50 mln and Euro 250 mln) remains substantially stable (i.e. 24% in 2011 vs 27% in 2010), whereas the incidence of transactions targeting large companies (i.e. with sales higher than Euro 250 mln) highlights a material increase (i.e. 21% in 2011 vs 6% in 2010).

Transaction breakdown by target sales size (Yearly Pooled IRR)

Sales (Euro mln)	2010		2011	
	No.	IRR	No.	IRR
< 10	14	1.2%	21	1.4%
10 - 25	12	-5.0%	16	4.5%
25 - 50	7	40.2%	10	19.4%
50 - 125	10	8.4%	11	14.3%
125 - 250	3	-11.2%	9	24.1%
> 250	3	-70.0%	18	11.3%

The weighted average IRR (i.e. in terms of Cash Out) related to transactions involving small-medium targets (i.e. with a turnover of less than Euro 50 mln) records a slight decrease (i.e. 9.6% in 2011 vs 11.9% in 2010). On the other hand, transactions targeting medium companies (i.e. with sales between Euro 50 mln and Euro 250 mln) show a sensible increase (i.e. 19.1% in 2011 vs 0.7% in 2010). Transactions involving large companies (i.e. with sales higher than Euro 250 mln) manifest a sharp trend inversion, passing from significantly negative returns in 2010 (i.e. -70.0%) to a positive performance in 2011 (i.e. 11.3%).

To summarize, the breakdown by target sales size highlights that the significant increase of the 2011 performances is mainly due to the improvement of returns related to large size companies (i.e. with sales higher than Euro 250 mln) that, in terms of Cash Out, represent about three-quarters of the sample; in 2010, this cluster (representing 60% of the total investment volume) has been significantly penalized by Write Off.

operazioni (in termini di incidenza per Cash Out) verso performance medie (i.e. IRR compreso tra il 10% e il 20%), dal 4% nel 2009 al 56% nel 2011; (iii) lieve incremento (in termini di incidenza per Cash Out) delle operazioni 'performing/over-performing' (i.e. con rendimenti superiori al 30%), dal 5% nel 2009 ad oltre il 10% nel 2011.

RIF. CHART 5 – Breakdown per fatturato delle aziende target (incidenza relativa per numero)

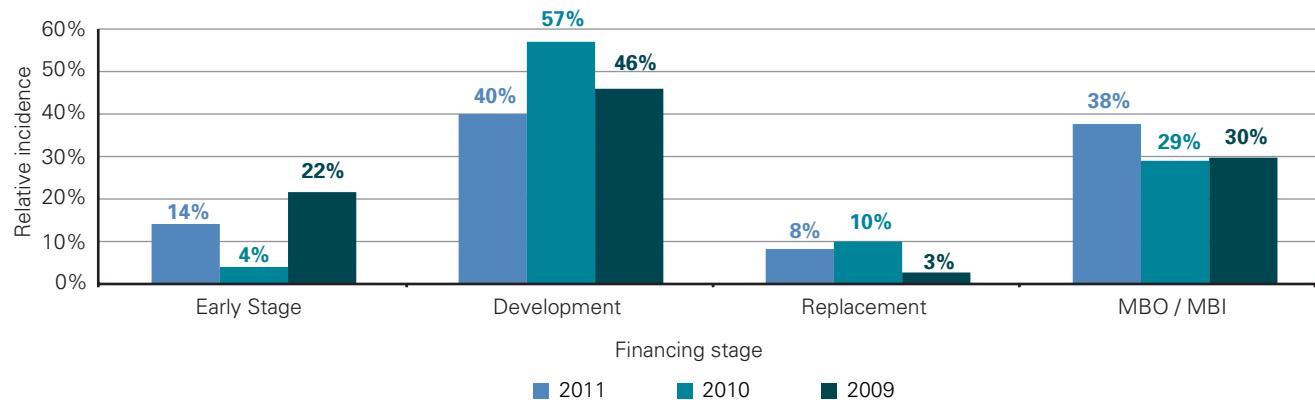
Il dettaglio per fatturato delle aziende target conferma, nel 2011, la prevalenza (in termini di incidenza per numero) dei disinvestimenti riguardanti target di dimensioni medio-piccole (i.e. con fatturato inferiore ad Euro 50 mln), sebbene in leggera flessione rispetto all'anno precedente (i.e. 55% nel 2011 vs 67% nel 2010). L'incidenza delle operazioni relative a target di medie dimensioni (i.e. con fatturato compreso tra Euro 50 mln ed Euro 250 mln) rimane sostanzialmente stabile (i.e. 24% nel 2011 vs 27% nel 2010), mentre le operazioni relative a target di grandi dimensioni (i.e. con fatturato superiore ad Euro 250 mln) evidenziano un netto incremento (i.e. 21% nel 2011 vs 6% nel 2010).

Breakdown per fatturato delle aziende target (IRR Lordo Aggregato)

Fatturato (Euro mln)	2010		2011	
	No.	IRR	No.	IRR
< 10	14	1,2%	21	1,4%
10 - 25	12	-5,0%	16	4,5%
25 - 50	7	40,2%	10	19,4%
50 - 125	10	8,4%	11	14,3%
125 - 250	3	-11,2%	9	24,1%
> 250	3	-70,0%	18	11,3%

In termini di rendimenti (i.e. IRR medio ponderato per Cash Out), le operazioni afferenti target di dimensioni medio-piccole (i.e. con fatturato inferiore ad Euro 50 mln) registrano un lieve decremento (i.e. 9,6% nel 2011 vs 11,9% nel 2010). Per contro, le transazioni inerenti target di medie dimensioni (i.e. con fatturato compreso tra Euro 50 mln ed Euro 250 mln) mostrano un sensibile incremento (i.e. 19,1% nel 2011 vs 0,7% nel 2010). Le operazioni riguardanti target di grandi dimensioni (i.e. con fatturato superiore ad Euro 250 mln) mostrano una netta inversione di tendenza, passando da rendimenti ampiamente negativi nel 2010 (i.e. -70,0%) a performance positive nel 2011 (i.e. 11,3%).

In definitiva, l'analisi per fatturato delle aziende target evidenzia come il significativo incremento della performance 2011 sia essenzialmente ascrivibile all'incremento dei rendimenti relativi a target di grandi dimensioni (i.e. con fatturato superiore ad Euro 250 mln) che, in termini di Cash Out, rappresentano circa i tre quarti del campione; nel 2010, invece, tale cluster (rappresentativo del 60% del volume totale di investimento) risultava fortemente penalizzato dai Write Off.

CHART 6 – Transaction breakdown by financing stage (incidence by number)

The transaction breakdown by financing stage highlights the sensible decrease of Development transactions, whose incidence by number, even though remaining predominant with respect to the overall sample, drops from 57% in 2010 to 40% in 2011; on the other hand, MBO/MBI transactions increase sensibly from 29% in 2010 to 38% in 2011. Early Stage transactions record an increase (i.e. 14% in 2011 vs 4% in 2010), whereas Replacement transactions stand firmly at approximately 10%.

As a whole, the distribution by financing stage confirms the predominance of Development and MBO/MBI transactions, whose incidence, in 2011, stands at around 80% of the overall transactions monitored, confirming a consolidated trend over the past years.

Transaction breakdown by financing stage (Yearly Pooled IRR)⁽²⁾

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
No. of transactions	2	12	29	34	5	7	15	32
Yearly Pooled IRR	Neg.	-82.5%	5.5%	-0.3%	23.0%	11.7%	-27.8%	15.3%

In terms of performances, MBO/MBI transactions record a significant trend inversion, passing from -27.8% in 2010 to 15.3% in 2011. In relation to such cluster, it should be pointed out that the 2010 figure has been penalized by some relevant Write Off, whereas the 2011 figure 'benefit' from the significant positive performances of some MBO/MBI transactions involving large companies; furthermore in this context, it is worth noting that, in the period 2010-2011, MBO/MBI represent the absolute majority (in terms of Cash Out) of transactions monitored (i.e. 50% in 2011 vs 66% in 2010).

On the other hand, Development transactions record slightly negative performances, showing a decrease compared to previous year (i.e. -0.3% in 2011 vs 5.5% in 2010). Similarly, the performances of Replacement transactions record a sensible decrease, falling from 23.0% in 2010 to 11.7% in 2011 (it is worth noting, however, the absence of Write Off within the specific cluster). Early Stage transactions – which historically represented a numerically limited cluster with small average investment size – confirm, also in 2011, significantly negative performances; it should be pointed out, however, that Early Stage transactions are traditionally characterized by a wide volatility of returns (i.e. 34.8% in 2009, -2.7% in 2008, 89.1% in 2007, 13.8% in 2006, -1.8% in 2005 and 30.5% in 2004).

To sum up, the 'From Inception' analysis shows, overall, a strong recovery of the Italian market in 2011, in terms of both the investment activity and of performances. The improvement in performances is mainly due, on the one hand, to the decreasing incidence (by Cash Out) of Write Off, and, on the other hand, to the overall good performances recorded by realised divestments, with particular focus on some MBO/MBI transactions targeting large companies (i.e. the cluster that, contrarily, has been the worst-hit in terms of performance in the period 2009-2010).

⁽²⁾ In relation to the two Early Stage transactions monitored in 2010, due to the cash flow distribution, it was not possible to calculate their IRR accurately (however, it would be significantly negative).

**RIF. CHART 6 – Breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target
(incidenza relativa per numero)**

Il breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target evidenzia la sensibile diminuzione degli investimenti riguardanti target in fase di sviluppo (cd. Development), la cui incidenza per numero, pur rimanendo prevalente rispetto al campione complessivo, scende dal 57% nel 2010 al 40% nel 2011; per contro, si osserva un sensibile incremento delle operazioni di MBO/MBI, che passano dal 29% nel 2010 al 38% nel 2011. Le operazioni riguardanti le prime fasi del ciclo di vita (cd. Early Stage) registrano un incremento (i.e. 14% nel 2011 vs 4% nel 2010), mentre le operazioni finalizzate alla sostituzione degli azionisti di minoranza (cd. Replacement) si attestano stabilmente nell'intorno del 10%.

Nel complesso, il dettaglio per fase del ciclo di vita delle aziende target conferma la netta prevalenza delle operazioni di Development e MBO/MBI, la cui incidenza complessiva, nel 2011, si attesta nell'intorno dell'80% del totale delle transazioni monitorate, confermando un'evidenza ormai consolidatasi nel corso degli anni.

Breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target (IRR Lordo Aggregato)⁽²⁾

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
No. transazioni	2	12	29	34	5	7	15	32
IRR Lordo Aggregato	Neg.	-82,5%	5,5%	-0,3%	23,0%	11,7%	-27,8%	15,3%

In termini di rendimenti, la performance delle operazioni di MBO/MBI registra una significativa inversione di tendenza, passando da -27,8% nel 2010 a 15,3% nel 2011. In relazione a tale cluster, è opportuno segnalare che il dato 2010 risultava gravato da alcuni rilevanti Write Off, mentre il dato 2011 ‘beneficia’ delle performance particolarmente positive di alcune operazioni di MBO/MBI riguardanti target di grandi dimensioni; in tale ambito, è altresì opportuno rilevare che, nel biennio di riferimento (i.e. 2010-2011), le operazioni di MBO/MBI rappresentano la maggioranza assoluta (in termini di Cash Out) delle transazioni monitorate (i.e. 50% nel 2011 vs 66% nel 2010).

Le operazioni di Development registrano, per contro, rendimenti lievemente negativi, in flessione rispetto all'anno precedente (i.e. -0,3% nel 2011 vs 5,5% nel 2010). Analogamente, le performance delle operazioni di Replacement registrano un sensibile decremento, passando dal 23,0% nel 2010 all'11,7% nel 2011 (è da segnalare, peraltro, l'assenza di Write Off all'interno di tale cluster). Le operazioni di Early Stage – che storicamente rappresentano un campione numericamente ridotto e con dimensioni di investimento limitate – confermano performance ampiamente negative anche nel 2011; è tuttavia opportuno segnalare come i rendimenti delle operazioni di Early Stage risultino storicamente contraddistinti da un'elevata volatilità (i.e. 34,8% nel 2009, -2,7% nel 2008, 89,1% nel 2007, 13,8% nel 2006, -1,8% nel 2005 e 30,5% nel 2004).

In sintesi, l'analisi ‘From Inception’ evidenzia, nel complesso, una decisa ripresa del mercato nel 2011, in termini sia di attività di investimento, sia di rendimenti. Il miglioramento delle performance è essenzialmente ascrivibile da un lato alla riduzione dell'incidenza (per controvalore) dei Write Off, dall'altro alle buone performance mediamente registrate dai disinvestimenti realizzati, con particolare riferimento ad alcune operazioni di MBO/MBI aventi ad oggetto target di grandi dimensioni (i.e. il cluster che, contrariamente, risultava maggiormente penalizzato dall'impatto dei Write Off nel biennio 2009-2010).

⁽²⁾ In relazione alle due operazioni di Early Stage registrate nel 2010, stanti le dinamiche dei flussi delle stesse, non è stato possibile stimarne in modo puntuale l'IRR (che risulterebbe tuttavia ampiamente negativo).

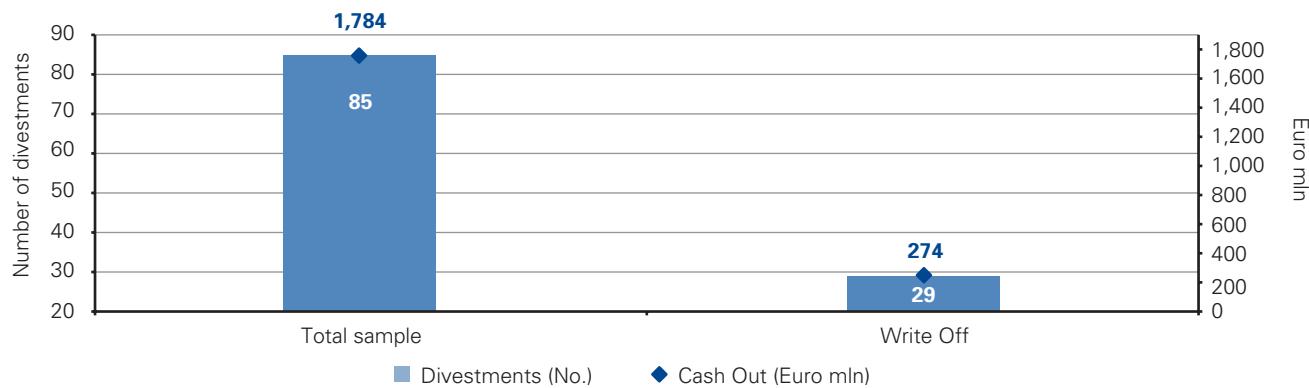
The impact of Write Off on 2011 performances

Given the relevant impact of Write Off on the sample in the period 2009-2010, a specifically dedicated section is presented in the followings, in order to show the evolution of Write Off during the years.

This section is aimed at providing a more detailed outline of the Write Off recorded in 2011, in order to better understand their incidence – both by number and (especially) by investment size – across the various clusters analysed in the ‘From Inception’ analysis.

As already mentioned, it is worth noting that in the ‘From Inception’ analysis both total Write Off (i.e. depreciation of 100% of the investment value) and partial Write Off have been considered; for the purpose of this survey, partial Write Off refer to those transactions that have been significantly depreciated (i.e. depreciation of at least 80% of the investment value).

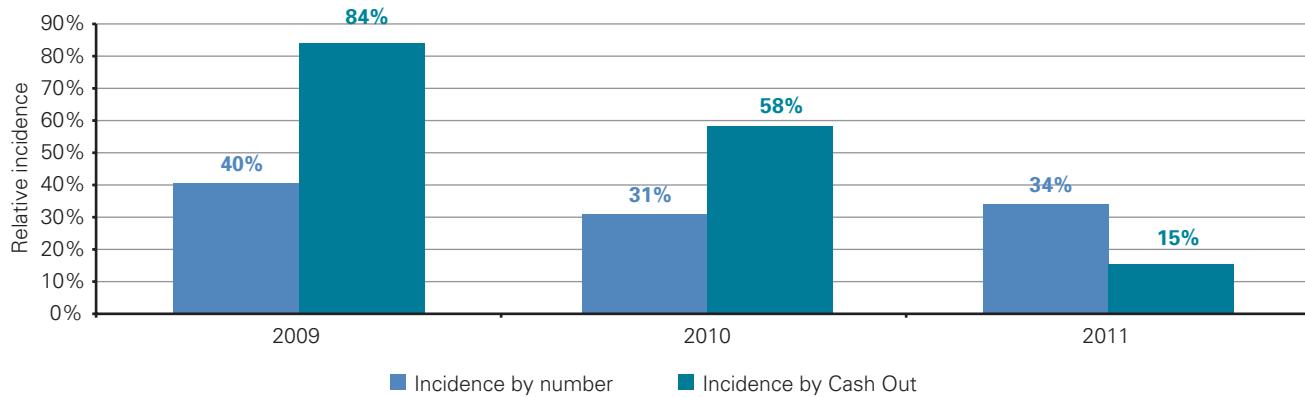
CHART 7 – Write Off (by number and by Cash Out) in 2011



In 2011, the number of Write Off has been equal to 29 (i.e. 22 total Write Off and 7 partial Write Off), on a total of 85 monitored transactions (vs 16 Write Off in 2010 on a total of 52 monitored transactions); the investment volume (i.e. Cash Out) related to such Write Off amounts to Euro 274 mln (vs Euro 366 mln in 2010), whereas total Cash Out of the 85 monitored transactions equals to about Euro 1,784 mln (vs about Euro 628 mln of the 52 monitored transactions in 2010).

In practice, the incidence of the Write Off on the overall sample stands at 34% by number (i.e. 29 on 85) and at about 15% in terms of Cash Out (i.e. Euro 274 mln on Euro 1,784 mln).

CHART 8 – Incidence (by number and by Cash Out) of Write Off in 2009-2011



L'impatto dei Write Off sulle performance 2011

Stante la rilevante incidenza dei Write Off sul campione nel biennio 2009-2010, è di seguito presentata un'apposita sezione di approfondimento che ne mostra l'evoluzione nel tempo.

La sezione in oggetto si propone di fornire un quadro più dettagliato dei Write Off registrati nel 2011, al fine di meglio comprenderne l'incidenza – in termini sia di numero, sia (soprattutto) di volumi di investimento – sui vari cluster esaminati nell'ambito dell'analisi 'From Inception'.

E' opportuno sottolineare che, come indicato in precedenza, ai fini dell'analisi 'From Inception', sono stati considerati sia i Write Off totali (i.e. svalutazione del 100% del valore dell'investimento), sia i Write Off parziali; ai fini della presente indagine, per Write Off parziali si intendono quelli per i quali la svalutazione, benché non totale, risulti comunque particolarmente significativa (i.e. pari ad almeno l'80% del valore complessivo dell'investimento).

RIF. CHART 7 – Write Off (per numero e Cash Out) nel 2011

Nel 2011 il numero di Write Off è stato pari a 29 (di cui 22 Write Off totali e 7 Write Off parziali) su un totale di 85 operazioni complessivamente monitorate (vs 16 Write Off nel 2010 su un totale di 52 operazioni); i volumi di investimento (i.e. Cash Out) afferenti tali Write Off ammontano ad Euro 274 mln (vs Euro 366 mln nel 2010), a fronte di Cash Out complessivi relativi alla totalità delle 85 operazioni monitorate pari a circa Euro 1.784 mln (vs Euro 628 mln circa su un totale di 52 operazioni nel 2010).

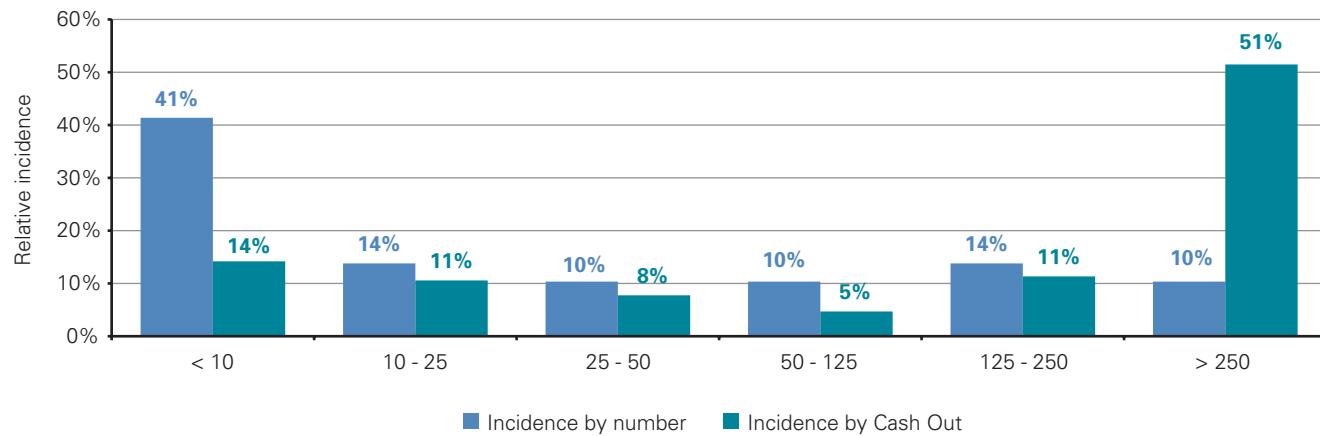
In sostanza, l'incidenza relativa dei Write Off sul campione risulta pari a circa il 34% per numero (i.e. 29 su 85) ed a circa il 15% in termini di Cash Out (i.e. Euro 274 mln su Euro 1.784 mln).

RIF. CHART 8 – Incidenza (per numero e per Cash Out) dei Write Off nel triennio 2009-2011

Nell'orizzonte temporale di riferimento (i.e. 2009-2011), l'analisi mostra la progressiva diminuzione dell'incidenza dei Write Off in termini di Cash Out, con il conseguente minor impatto degli stessi sulla performance complessiva del campione. Nello specifico, l'incidenza dei Write Off, benché stabilmente elevata per numero (i.e. rappresentando circa un terzo delle transazioni monitorate nel 2009-2011), mostra un netto calo in termini di controvalore, passando dall'84% nel 2009 al 15% nel 2011.

In the three-year-period 2009-2011, the analysis shows the gradual decrease of the incidence of Write Off in terms of Cash Out, with their subsequent lower impact on the overall performance of the sample. Specifically, the incidence of Write Off, although still high by number (i.e. representing about one-third of monitored transactions in 2009-2011), shows a sharp drop in terms of Cash Out, falling from 84% in 2009 to 15% in 2011.

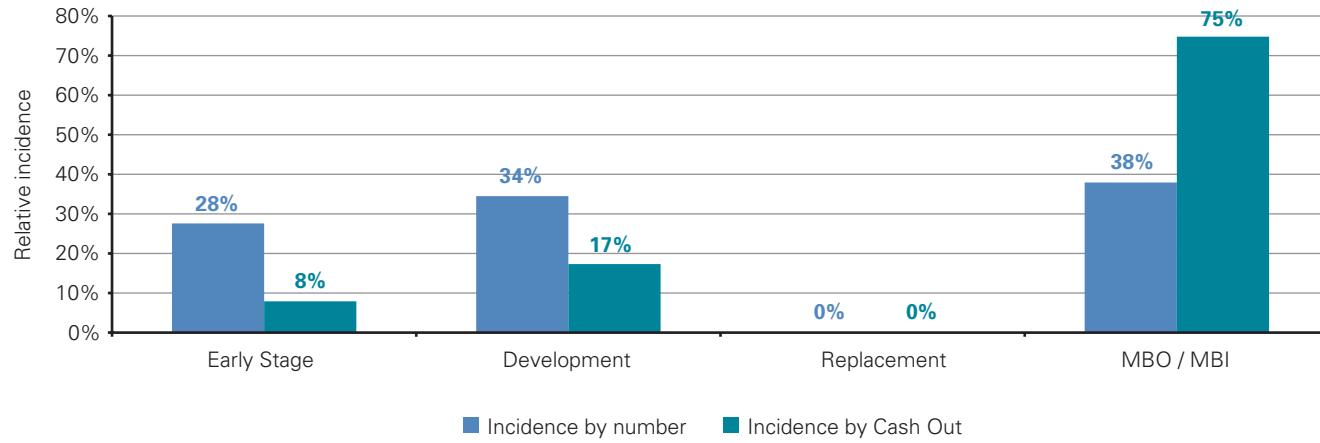
CHART 9 – 2011 Write Off: breakdown by target sales size (incidence by number and by Cash Out)



The target sales breakdown shows, in terms of incidence by number, that about two-thirds (i.e. 66%) of Write Off is related to small-medium companies (i.e. with a turnover of less than Euro 50 mln); in this cluster, however, it is worth remarking how a large part (i.e. 41%) of recorded Write Off involves the sales size cluster below Euro 10 mln. Transactions involving medium companies (i.e. with sales between Euro 50 mln and Euro 250 mln) show an incidence (by number) of about 24%, while transactions targeting large companies (i.e. with sales higher than Euro 250 mln) stand at about 10%.

Such evidences appear partially reversed in terms of incidence by Cash Out (i.e. more relevant for the determination of performances): transactions involving large companies represent about one-half (i.e. 51%) of total Write Off, followed by small-medium targets (i.e. about 33%) and medium companies (i.e. about 16%).

CHART 10 – 2011 Write Off: breakdown by financing stage (incidence by number and by Cash Out)



**RIF. CHART 9 – Write Off 2011: breakdown per fatturato delle aziende target
(incidenza relativa per numero e per Cash Out)**

Il dettaglio per fatturato delle aziende target evidenzia come, in termini di incidenza per numero, circa i due terzi (i.e. 66%) dei Write Off sia relativo a target di dimensioni medio-piccole (i.e. con fatturato inferiore ad Euro 50 mln); in tale cluster, è tuttavia opportuno rilevare come larga parte (i.e. 41%) dei Write Off rilevati riguardi la fascia di fatturato inferiore ad Euro 10 mln. I target di dimensioni medie (i.e. con fatturato compreso tra Euro 50 mln ed Euro 250 mln) presentano un'incidenza dei Write Off per numero pari a circa il 24%, mentre quelli di grandi dimensioni (i.e. con fatturato superiore ad Euro 250 mln) si attestano a circa il 10%.

Tali evidenze risultano parzialmente invertite se si considera l'incidenza dei Write Off in termini di Cash Out (i.e. maggiormente rilevante ai fini della determinazione delle performance complessive): circa la metà (i.e. 51%) dei Write Off complessivi interessa infatti target di grandi dimensioni, seguiti da target medio-piccoli (i.e. 33% circa) e medi (i.e. 16% circa).

RIF. CHART 10 – Write Off 2011: breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target (incidenza relativa per numero e per Cash Out)

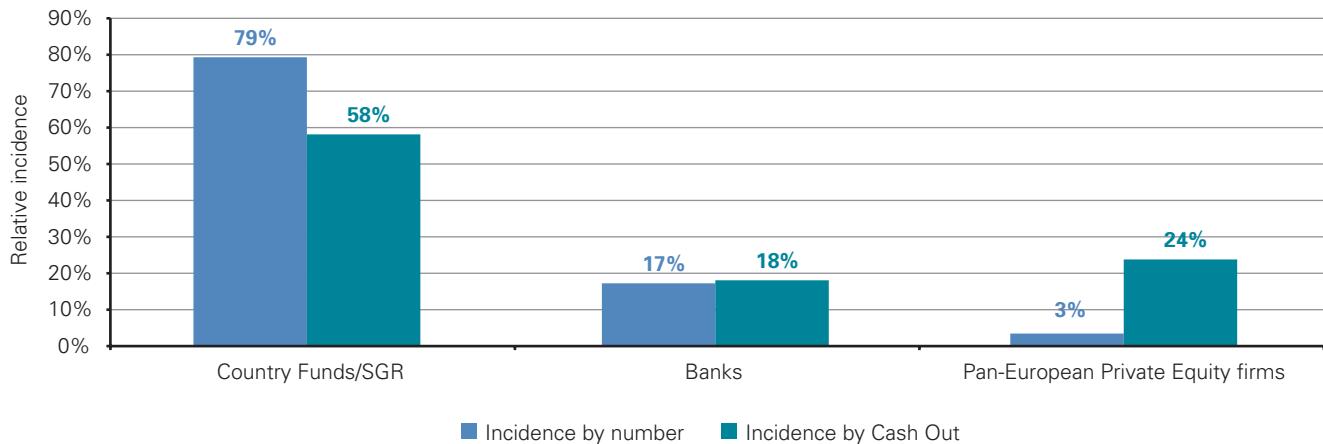
Il breakdown dei Write Off per fase del ciclo di vita delle aziende target mostra che, in termini di incidenza per numero, circa il 72% dei Write Off si distribuisce tra operazioni di MBO/MBI e Development (i.e. 38% e 34% rispettivamente), mentre il restante 28% riguarda operazioni di Early Stage; per contro, le operazioni di Replacement non presentano alcun Write Off. Similmente a quanto osservato nel biennio 2009-2010, in termini di incidenza per Cash Out, si evince come larga parte (i.e. circa il 75%) dei Write Off registrati nel 2011 sia imputabile ad operazioni di MBO/MBI (vs 95% nel 2010 vs 92% nel 2009).

In tale ambito, è opportuno rilevare come, nel 2011, l'incidenza (in termini di Cash Out) dei Write Off relativi ad operazioni di MBO/MBI rispetto al Cash Out complessivo relativo alla totalità delle operazioni di MBO/MBI monitorate nell'anno (i.e. Euro 899 mln) si attesti al 23% (vs 83% nel 2010 vs 95% nel 2009). In sostanza, mentre nel biennio 2009-2010 le operazioni di MBO/MBI (soprattutto quelle inerenti target di grandi dimensioni) sono state caratterizzate da un'elevata incidenza di Write Off (con evidenti riflessi negativi sulla performance complessiva del campione), nel 2011 si osserva in tal senso un notevole miglioramento.

The breakdown by financing stage of the target companies shows, in terms of incidence by number, that about 72% of Write Off is distributed among MBO/MBI and Development transactions (i.e. 38% and 34% respectively), while the remaining 28% is related to Early Stage transactions; on the other hand, Replacement transactions do not record any Write Off. Similarly to what observed in 2009-2010, in terms of incidence by Cash Out, large part (i.e. about 75%) of Write Off recorded in 2011 refers to MBO/MBI transactions (vs 95% in 2010 vs 92% in 2009).

In this context, it is worth noting that, in 2011, the incidence (in terms of Cash Out) of Write Off involving MBO/MBI transactions compared to the total Cash Out related to all MBO/MBI monitored transactions (i.e. Euro 899 mln) stands at 23% (vs 83% in 2010 vs 95% in 2009). In practice, while in 2009-2010 MBO/MBI transactions (especially those involving large size companies) have been significantly affected by a high incidence of Write Off (with obvious negative impacts on the overall performance of the sample), in 2011 a material improvement has been observed.

CHART 11 – 2011 Write Off: breakdown by fund category (incidence by number and by Cash Out)



The breakdown by fund category highlights, in terms of incidence by number, that 79% of Write Off (vs 88% in 2010) is related to transactions carried out by Country Funds/SGR: this figure is consistent with the predominance of such category of funds in the overall sample (i.e. as better illustrated in the followings, 69% of overall transactions monitored have been carried out by Country Funds/SGR). Banks show an increasing incidence by number (i.e. 17% in 2011 vs 6% in 2010), whereas Pan-European Private Equity firms record a slight decrease (i.e. 3% in 2011 vs 6% in 2010).

The incidence by Cash Out highlights, in 2011, that the majority (i.e. 58%) of Write Off's investment volumes (i.e. Cash Out) are attributable to Country Funds/SGR (vs 29% in 2010); likewise, banks show an increasing incidence of Write Off (i.e. 18% in 2011 vs 0% in 2010). The incidence (by Cash Out) of Write Off related to Pan-European Private Equity firms experiences a sharp drop compared to 2010 (i.e. 24% in 2011 vs 71% in 2010), this confirming the improvement of their performances (i.e. 17.7% in 2011 vs significantly negative returns in 2010); in this context, it is worth remarking that international funds are typically focused on MBO/MBI transactions involving large companies (i.e. the cluster that has recorded the best performance of the year).

**RIF. CHART 11 – Write Off 2011: breakdown per tipologia di operatore
(incidenza relativa per numero e per Cash Out)**

L'analisi del dettaglio per tipologia di operatore evidenzia come, in termini di incidenza per numero, il 79% dei Write Off (vs 88% nel 2010) riguardi operazioni effettuate da Country Fund/SGR: tale dato è peraltro in linea con la netta prevalenza di detta tipologia di operatori nell'ambito della generalità del campione (i.e. come meglio illustrato nel seguito, il 69% delle operazioni complessivamente monitorate sono state effettuate da Country Fund/SGR). Gli operatori di natura bancaria presentano un incremento dell'incidenza per numero dei Write Off (i.e. 17% nel 2011 vs 6% nel 2010), mentre i fondi internazionali riportano una lieve flessione (i.e. 3% nel 2011 vs 6% nel 2010).

In termini di incidenza per Cash Out si osserva come, nel 2011, la maggioranza (i.e. 58%) dei volumi di investimento inerenti i Write Off sia riconducibile a Country Fund/SGR (vs 29% nel 2010); analogamente, è incrementata l'incidenza delle operazioni svalutate dalle banche (i.e. 18% nel 2011 vs 0% nel 2010). Per quanto concerne i fondi internazionali, invece, rispetto al 2010, l'incidenza (per Cash Out) dei Write Off ha subito un netto calo (i.e. 24% nel 2011 vs 71% nel 2010), a conferma del miglioramento delle performance registrato dagli stessi (i.e. 17,7% nel 2011 vs rendimenti ampiamente negativi nel 2010); in tal senso, è opportuno rilevare che, solitamente, tali operatori sono orientati ad operazioni di MBO/MBI su target di grandi dimensioni (i.e. il cluster che ha registrato la migliore performance nell'anno).



1, 3, 5 and 10 year performances

'By Horizon' Gross Pooled IRR

Unlike the previous analyses, this analysis considers both divestments and investments still in portfolio ('Gross Pooled IRR on All Investments'), for the reference timeframes (i.e. 1, 3, 5 and 10 years).

The year-end measurement of investments still in portfolio was provided directly by the Private Equity Houses; it is worth noting that the 'By Horizon' figures are obtained by applying the 'average rolling' method to the specific timeframes:

- 1 YR: Gross Pooled IRR analysed in 2011;
- 3 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2009 to 2011;
- 5 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2007 to 2011;
- 10 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2002 to 2011.

'By Horizon' main sample

2011	1YR	3YR	5YR	10YR
No. of companies showing investments	50	73	89	106
No. of transactions	122	288	513	969
of which: - realised investments	2	24	83	430
- investments still in portfolio	120	264	430	539
Average investment size (Euro mln)	19.4	13.8	17.9	16.5
Total Cash Out (Euro mln)	2,361	3,972	9,178	16,001
Total Cash In (Euro mln)	2,361	4,143	9,523	21,381
Average (implied) cash multiple	1.0x	1.0x	1.0x	1.3x

The structure of the samples (in terms of number of Private Equity Houses involved in the survey, number of transactions and total investment volume) related to each timeframe considered, should ensure a good level of reliability and statistical significance of the analyses performed.

Similarly to what observed in 'From Inception' analysis, in 2011 the average investment size shows a gradual increase (except for the 3YR horizon, which has been affected by a low investment activity in 2009-2010), passing from Euro 17-18 mln in the 10YR and 5YR horizons to about Euro 19 mln in the 1YR horizon, reflecting the progressive increase of the average equity ticket of the investment.

The analysis related to the 1YR horizon (i.e. the cluster containing all the new investments made in 2011) highlights a significant recovery, compared to 2010, of the investment activity; more specifically, in 2011 the number of investments increases by 58% (i.e. 122 new investments in 2011 vs 77 new investments in 2010), reaching similar levels to 2008 (i.e. 113 new investments in 2008).

In terms of average (implied) cash multiple, in 2011 the 3YR and 5YR horizons record a value of 1.0x (vs 0.9x in both the 3YR and 5YR of 2010), thus confirming, on the one hand, the gradual recovery of performances related to realised divestments and, on the other hand, the higher valorisation of investments still in portfolio. The average cash multiple of the 10YR horizon remains stable at 1.3x, essentially due to the positive performances recorded both by transactions realised before the two-year period 2009-2010, as well as of divestments made in 2011. It should be highlighted that the cash multiple related to the 1YR horizon (i.e. 1.0x) is poorly significant because it regards the 122 investments made during last year (of which more than one-half recorded during the second semester and almost all still in portfolio) and thus essentially valorised at cost.

Le performance a 1, 3, 5 e 10 anni

IRR Lordo Aggregato 'By Horizon'

Differentemente dalle elaborazioni precedentemente illustrate, il presente livello di analisi considera tutti gli investimenti effettuati nell'orizzonte temporale di riferimento (i.e. 1, 3, 5 e 10 anni), indipendentemente dal fatto che essi siano stati disinvestiti o risultino ancora in portafoglio ('Gross Pooled IRR on All Investments').

Per quanto concerne le partecipazioni ancora in portafoglio, si precisa che la valorizzazione a fine anno delle stesse è stata fornita direttamente dagli operatori; è peraltro opportuno evidenziare come i dati desunti dall'analisi 'By Horizon' siano soggetti al meccanismo della 'media rolling', applicato all'orizzonte temporale di riferimento.

- 1 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel 2011;
- 3 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2009-2011;
- 5 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2007-2011;
- 10 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2002-2011.

Il campione 'By Horizon'

2011	1YR	3YR	5YR	10YR
Operatori che presentano investimenti	50	73	89	106
Numero di transazioni	122	288	513	969
<i>di cui: - partecipazioni disinvestite</i>	2	24	83	430
<i>- partecipazioni ancora in portafoglio</i>	120	264	430	539
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	19,4	13,8	17,9	16,5
Cash Out complessivo (Euro mln)	2.361	3.972	9.178	16.001
Cash In complessivo (Euro mln)	2.361	4.143	9.523	21.381
Cash multiple (implicito) medio	1,0x	1,0x	1,0x	1,3x

La composizione dei campioni (in termini di operatori coinvolti, numero di transazioni e volumi di investimento), relativi ai diversi orizzonti temporali considerati, dovrebbe essere tale da assicurare un buon grado di affidabilità e di rilevanza statistica alle analisi condotte.

In analogia con quanto evidenziato nell'analisi 'From Inception', nel 2011 si riscontra un progressivo incremento della dimensione media dell'investimento (ad eccezione dell'orizzonte 3YR, che risente tra l'altro della ridotta attività di investimento registrata nel biennio 2009-2010), che passa da circa Euro 17-18 mln negli orizzonti 10YR e 5YR a circa Euro 19 mln nell'orizzonte 1YR, a testimonianza del progressivo incremento dell'equity ticket medio di investimento.

Analizzando l'orizzonte temporale 1YR (i.e. contenente tutti i nuovi investimenti effettuati nel 2011) si evidenzia una significativa ripresa, rispetto al 2010, dell'attività di investimento; in particolare, nel 2011 il numero di investimenti risulta in incremento del 58% (i.e. 122 nuovi investimenti nel 2011 vs 77 nuovi investimenti nel 2010), con valori prossimi ai livelli del 2008 (i.e. 113 nuovi investimenti nel 2008).

In termini di multiplo di uscita隐式 (i.e. 'cash multiple'), si osserva, nel 2011, con riferimento agli orizzonti 3YR e 5YR, un valore di 1,0x (vs 0,9x rispettivamente nel 3YR e 5YR del 2010), a conferma da un lato del progressivo

'By Horizon' performances

2011	1YR	3YR	5YR	10YR
Yearly Pooled IRR	0.0%	4.9%	1.6%	13.3%
Upper quarter (by performance)	0.2%	13.7%	14.4%	43.6%
Upper quarter (by investment size)	0.0%	5.6%	2.0%	12.8%
2010	1YR	3YR	5YR	10YR
Yearly Pooled IRR	4.9%	-3.2%	-3.2%	12.2%
Upper quarter (by performance)	20.6%	4.7%	19.6%	46.7%
Upper quarter (by investment size)	0.2%	-3.5%	-0.4%	11.3%

The comparison between performance figures of 2010 and 2011 shows, across all the timeframes considered (except for the 1YR), a general increase of returns (both in terms of Yearly Pooled IRR and upper quarter by investment size). As a whole, the short and medium horizons (i.e. 3YR and 5YR) show a significant increase of returns, returning to positive performances: specifically, the 3YR performance passes from -3.2% in 2010 to 4.9% in 2011, while the 5YR performance rises from -3.2% in 2010 to 1.6% in 2011. The more statistically-significant long-term horizon (i.e. 10YR), shows a marginal increase (i.e. 12.2% in 2010 vs 13.3% in 2011).

Breakdown of the investments included in the 'By Horizon' sample (incidence by number)

	2009				2010				2011			
	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR
Realised investments	2%	3%	19%	47%	0%	4%	13%	40%	1%	5%	9%	36%
Write Off	0%	6%	7%	9%	0%	5%	7%	8%	1%	4%	7%	8%
Investments still in portfolio	98%	91%	74%	44%	100%	92%	81%	51%	98%	92%	84%	56%

The breakdown highlights that, in 2011, with a particular focus on the 10YR horizon (i.e. containing all the investments made in the last decade), more than one-half (i.e. 56%) of the investments is still in portfolio, about 36% has been divested and the remaining 8% has been subjected to Write Off. In the period considered (i.e. 2009-2011) the incidence of investments that are still in portfolio increases (i.e. 44% in 2009 vs 51% in 2010 vs 56% in 2011), this reflecting the progressive extension of the holding period during last years (moreover this trend is also observed with regard to the short and medium horizons – 3YR and 5YR).

recupero delle performance dei disinvestimenti realizzati, dall'altro della maggiore valorizzazione degli investimenti ancora in portafoglio. L'orizzonte 10YR evidenzia un cash multiple stabile a 1,3x, sostanzialmente per effetto dei buoni rendimenti delle operazioni antecedenti il biennio 2009-2010, nonché dei disinvestimenti realizzati nel 2011. È opportuno sottolineare come il cash multiple relativo all'orizzonte 1YR (i.e. 1,0x) risulti scarsamente significativo in quanto riguardante i 122 investimenti effettuati nell'ultimo anno (di cui oltre la metà effettuati nel secondo semestre e per la quasi totalità ancora in portafoglio) e quindi essenzialmente valorizzati al costo.

Le performance 'By Horizon'

	1YR	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato	0,0%	4,9%	1,6%	13,3%
Quartile superiore per performance	0,2%	13,7%	14,4%	43,6%
Quartile superiore per ammontare investito	0,0%	5,6%	2,0%	12,8%
	1YR	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato	4,9%	-3,2%	-3,2%	12,2%
Quartile superiore per performance	20,6%	4,7%	19,6%	46,7%
Quartile superiore per ammontare investito	0,2%	-3,5%	-0,4%	11,3%

Il raffronto dei prospetti relativi alle performance 2010-2011 evidenzia un incremento generalizzato dei rendimenti (sia in termini di performance aggregata, sia di quartile superiore per ammontare investito), trasversale a tutti gli orizzonti temporali di analisi (ad eccezione del campione 1YR). In linea generale, l'incremento delle performance risulta particolarmente marcato negli orizzonti di breve e medio periodo (i.e. 3YR e 5YR), che tornano a registrare performance positive: nello specifico, il rendimento dell'orizzonte 3YR passa da -3,2% nel 2010 a 4,9% nel 2011, mentre la performance dell'orizzonte 5YR passa da -3,2% nel 2010 a 1,6% nel 2011. L'orizzonte temporale più esteso (i.e. 10YR), statisticamente più significativo, mostra un incremento più contenuto (i.e. 12,2% nel 2010 vs 13,3% nel 2011).

Breakdown delle partecipazioni incluse nel campione 'By Horizon' (incidenza relativa per numero)

	2009				2010				2011			
	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR
Partecipazioni disinvestite	2%	3%	19%	47%	0%	4%	13%	40%	1%	5%	9%	36%
Write Off	0%	6%	7%	9%	0%	5%	7%	8%	1%	4%	7%	8%
Partecipazioni ancora in portafoglio	98%	91%	74%	44%	100%	92%	81%	51%	98%	92%	84%	56%

Il breakdown delle partecipazioni incluse nel campione mostra come, nel 2011, con particolare riferimento all'orizzonte di lungo periodo 10YR (i.e. orizzonte che include tutte le partecipazioni acquisite nell'ultimo decennio), oltre la metà (i.e. 56%) delle partecipazioni risultati ancora in portafoglio, circa il 36% sia stata disinvestita ed il restante 8% sia stata oggetto di Write Off. Nel triennio in esame (i.e. 2009-2011) si evidenzia un aumento dell'incidenza delle partecipazioni ancora in portafoglio (i.e. 44% nel 2009 vs 51% nel 2010 vs 56% nel 2011) a dimostrazione di un progressivo allungamento dell'holding period nel corso degli ultimi anni (tale tendenza si osserva anche negli orizzonti di breve e medio periodo – 3YR e 5YR).

Investments still in portfolio breakdown (by number and by Cash Out)

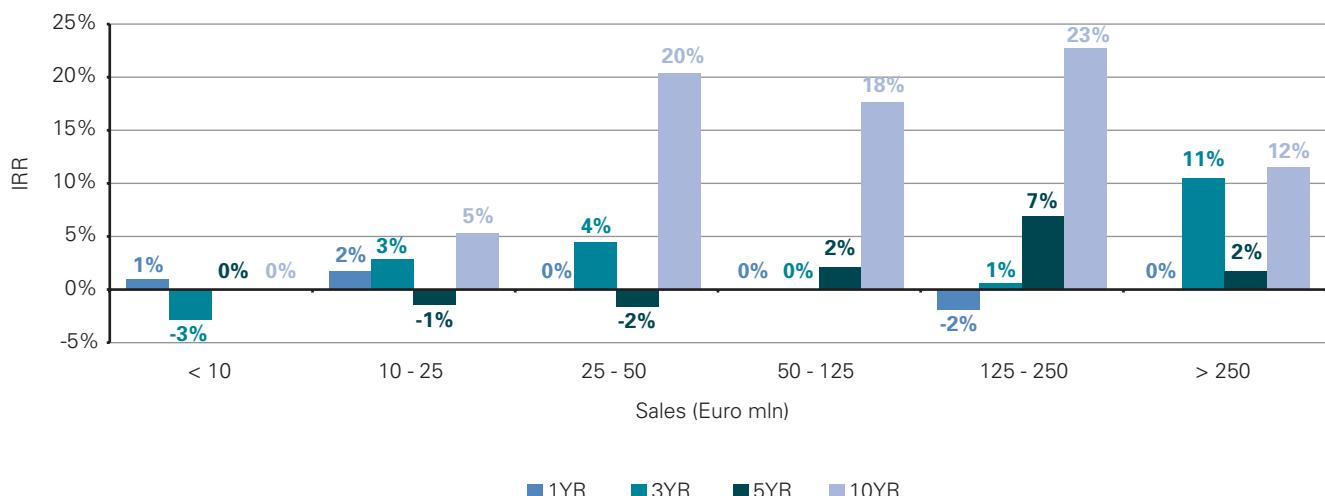
10YR	No. of transactions			Cash Out		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Book value deals	50.9%	47.6%	53.6%	40.8%	35.4%	41.3%
Revalued deals	26.6%	28.7%	26.3%	34.7%	37.8%	42.1%
Depreciated deals	22.4%	23.7%	20.0%	24.5%	26.8%	16.5%
Investments still in portfolio (No. and Euro mln)	379	456	539	5,095	6,396	8,976

Focusing on the more statistically-significant long-term timeframe (i.e. 10YR), the analysis of investments still in portfolio highlights the consolidated practice of many Private Equity Houses of measuring about one-half of the investments still in their portfolios at cost. This practice seems to modestly increase in the period considered (i.e. 2009-2011): the incidence of book-valued deals shows a slight increase by number (i.e. 50.9% in 2009 vs 53.6% in 2011), whereas, in terms of incidence by Cash Out, it seems substantially stable (i.e. 40.8% in 2009 vs 41.3% in 2011).

The revalued deals remain substantially stable by number (i.e. around 26-27%), whereas, in terms of Cash Out, they show a sensible increase (i.e. 34.7% in 2009 vs 42.1% in 2011).

The incidence of depreciated deals records a decrease both by number (i.e. 22.4% in 2009 vs 20.0% in 2011) and (especially) by Cash Out (i.e. 24.5% in 2009 vs 16.5% in 2011). It should be pointed out that the cluster 'depreciated deals' does not include Write Off (neither partial, nor total), as they are considered, for the purpose of these analyses, within realised investments; if the Write Off were included in the cluster 'depreciated deals', their incidence would be, in the 2011 10YR horizon, equal to about 30% by number (vs 34% in 2010) and 30% by Cash Out (vs 49% in 2010).

CHART 12 – 'By Horizon' IRR distribution by target sales size



The breakdown by target sales size highlights, with particular focus on the long timeframe (i.e. 10YR), a substantial stability of performances between 2010 and 2011. In particular, with focus on transactions involving small-medium companies (i.e. with a turnover of less than Euro 50 mln), the weighted average IRR (i.e. in terms of Cash Out) slightly increases, rising from almost 10% in 2010 to about 11% in 2011. Transactions involving medium-size companies (i.e. with turnover between Euro 50 mln and Euro 250 mln) show a stable (i.e. approximately 20%) weighted average IRR in terms of Cash Out, whereas transactions related to

Valorizzazione delle partecipazioni in portafoglio (incidenza relativa per numero e per Cash Out)

10YR	No. transazioni			Cash Out		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Partecipazioni valutate al 'valore di carico'	50,9%	47,6%	53,6%	40,8%	35,4%	41,3%
Partecipazioni rivalutate	26,6%	28,7%	26,3%	34,7%	37,8%	42,1%
Partecipazioni svalutate	22,4%	23,7%	20,0%	24,5%	26,8%	16,5%
Investimenti ancora in portafoglio (No. e Euro mln)	379	456	539	5.095	6.396	8.976

L'analisi delle partecipazioni ancora in portafoglio, con riferimento all'orizzonte temporale più esteso (i.e. 10YR), statisticamente più significativo, evidenzia la consolidata prassi, da parte degli operatori, di valorizzare circa la metà delle partecipazioni ancora in portafoglio al relativo 'valore di carico'. Tale fenomeno risulta in lieve aumento nel triennio in esame (i.e. 2009-2011): l'incidenza delle partecipazioni valutate al costo evidenzia un lieve incremento in termini di numero (i.e. 50,9% nel 2009 vs 53,6% nel 2011), mentre, in termini di incidenza per Cash Out, risulta sostanzialmente stabile (i.e. 40,8% nel 2009 vs 41,3% nel 2011).

Le partecipazioni rivalutate si mantengono relativamente stabili per numero (i.e. nell'intorno del 26-27%), mentre, in termini di Cash Out, mostrano un sensibile incremento (i.e. 34,7% nel 2009 vs 42,1% nel 2011).

L'incidenza delle partecipazioni svalutate registra invece un decremento sia per numero (i.e. 22,4% nel 2009 vs 20,0% nel 2011) sia (soprattutto) per Cash Out (i.e. 24,5% nel 2009 vs 16,5% nel 2011). In tale ambito, è opportuno sottolineare che il cluster 'partecipazioni svalutate' non include i Write Off (né parziali, né totali), in quanto questi ultimi sono considerati, ai fini delle analisi in oggetto, come disinvestimenti; se i Write Off fossero inclusi nel cluster 'partecipazioni svalutate', l'incidenza, nell'orizzonte 10YR 2011, risulterebbe pari a circa il 30% per numero (vs 34% nel 2010) ed a circa il 30% per Cash Out (vs 49% nel 2010).

RIF. CHART 12 – Breakdown dell'IRR 'By Horizon' per fatturato delle aziende target

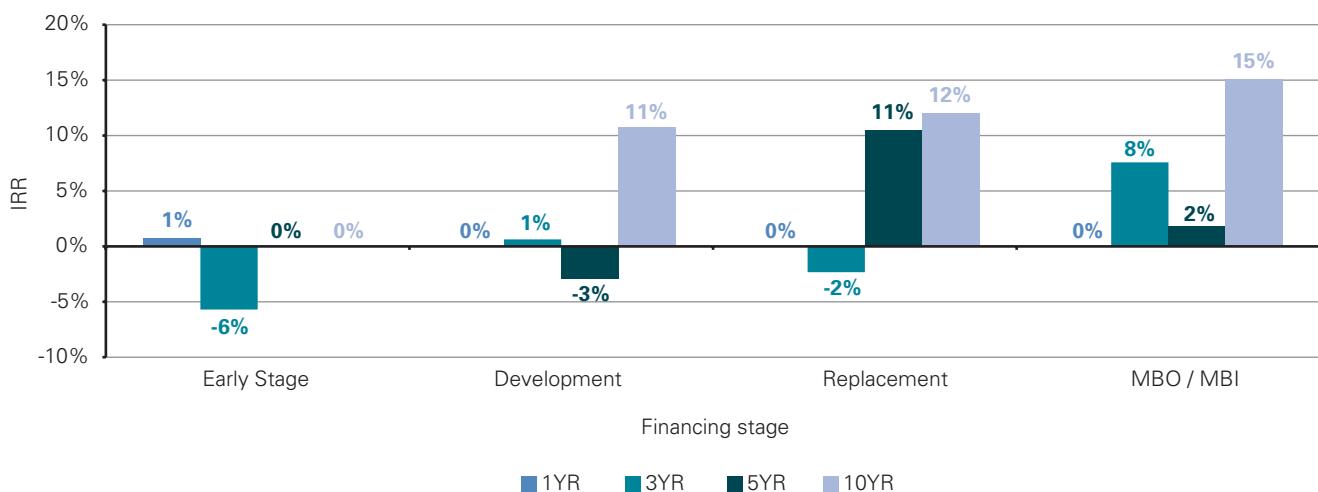
Il dettaglio dell'IRR per fatturato delle aziende target evidenzia, con riferimento all'orizzonte di lungo periodo (i.e. 10YR), una sostanziale stabilità delle performance tra il 2010 ed il 2011. In particolare, con riferimento alle operazioni riguardanti target di medio-piccole dimensioni (i.e. con fatturato inferiore ad Euro 50 mln), il rendimento medio ponderato per Cash Out incrementa leggermente, passando da quasi il 10% nel 2010 all'11% circa nel 2011. Le operazioni inerenti target di medie dimensioni (i.e. fatturato compreso tra Euro 50 mln ed Euro 250 mln) mostrano un rendimento medio ponderato per Cash Out stabile nell'intorno del 20%, a fronte di un leggero incremento da parte delle operazioni riguardanti target di grandi dimensioni (i.e. con fatturato superiore ad Euro 250 mln), il cui rendimento passa dal 10% del 2010 al 12% del 2011.

Con particolare riferimento ai rendimenti delle operazioni riguardanti target di grandi dimensioni, è opportuno rilevare che gli orizzonti temporali sia di breve (i.e. 3YR), sia di medio periodo (i.e. 5YR) registrano entrambi una ripresa; nello specifico, il 3YR passa da -3% nel 2010 a 11% nel 2011 e il 5YR da -2% nel 2010 a 2% nel 2011. Tale evidenza è essenzialmente connessa alla presenza in tali cluster di alcune (recenti) operazioni di MBO/MBI caratterizzate da rendimenti particolarmente elevati.

large companies (i.e. with turnover higher than Euro 250 mln) record a slight increase of returns, passing from 10% in 2010 to 12% in 2011.

With focus on the transactions involving large companies, it should be pointed out that both short (i.e. 3YR) and medium (i.e. 5YR) horizons experience a recovery; specifically, the 3YR horizon rises from -3% in 2010 to 11% in 2011 and the 5YR horizon rises from -2% in 2010 to 2% in 2011. Such evidence is essentially related to some (recent) MBO/MBI transactions falling in this cluster, characterized by over-performing returns.

CHART 13 – ‘By Horizon’ IRR distribution by financing stage



The IRR distribution by financing stage, with particular focus on the 10YR horizon (i.e. statistically the most significant), does not show, in general, any significant deviation compared to the previous year (except for Early Stage transactions, historically characterized by quite volatile returns). Specifically, the returns of Early Stage transactions fall from 6% in 2010 to 0% in 2011, while returns of Replacement transactions increase from 8% in 2010 to 12% in 2011. Development and MBO/MBI transactions record a certain stability in returns (i.e. about 11% and 15% respectively in the period 2010-2011); moreover, as observed during the previous years, MBO/MBI transactions confirm their role of top performers within the market.

RIF. CHART 13 – Breakdown dell'IRR 'By Horizon' per fase del ciclo di vita delle aziende target

Il breakdown dell'IRR per fase di ciclo di vita dell'azienda target, con particolare riferimento all'orizzonte 10YR (i.e. statisticamente più significativo), non evidenzia, in generale, scostamenti particolarmente significativi rispetto all'anno precedente (ad eccezione delle operazioni di Early Stage, storicamente caratterizzate da rendimenti piuttosto volatili). Nello specifico, il rendimento delle operazioni di Early Stage decremente dal 6% nel 2010 allo 0% nel 2011, mentre quello delle operazioni di Replacement aumenta dall'8% nel 2010 al 12% nel 2011. Le operazioni di Development e quelle di MBO/MBI registrano rendimenti sostanzialmente stabili (i.e. rispettivamente pari a circa l'11% ed a circa il 15% nel biennio 2010-2011); i MBO/MBI, come negli anni precedenti, confermano il loro ruolo di 'top performer' del mercato.



Analysis of performances by Private Equity House category

In line with the past editions, a specific analysis on performances by fund category is provided. In practice, this kind of analysis is aimed at dividing (based on the nature of Private Equity Houses) the panel into three sub-categories (i.e. Country Funds/SGR, Banks and Pan-European Private Equity firms), in order to analyse their related investment volumes and performances in terms of Gross Pooled IRR (i.e. both 'From Inception' and 'By Horizon').

'From Inception' performance by fund category⁽³⁾

	No. of transactions		Cash In (Euro mln)		Cash Out (Euro mln)		Yearly Pooled IRR	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Country Funds/SGR	41	57	385	581	316	482	7.7%	4.2%
Banks	10	18	81	121	52	159	12.5%	-1.0%
Pan-European PE firms	1	8	0	2,222	260	1,138	Neg.	17.7%

'From Inception' analysis by fund category confirms, in 2011, the prevalence (in terms of incidence by number) of Country Funds/SGR in the Italian Private Equity and Venture Capital market, even though showing a sensible decrease with respect to the previous year: specifically, the incidence (by number) of transactions carried out by Country Funds/SGR falls from 79% in 2010 to 69% in 2011. Moreover, it is worth remarking that, within the Country Funds/SGR cluster, about 80% of the transactions have been carried out by SGR. On the other hand, both the incidence of transactions involving banks (i.e. 22% in 2011 vs 19% in 2010) and (especially) Pan-European Private Equity firms (i.e. 10% in 2011 vs 2% in 2010) increases. In terms of investment volumes, it is worth remarking that international funds carry out about two-thirds (i.e. 64%) of monitored transactions, followed by Country Funds/SGR (i.e. 27%) and banks (i.e. 9%).

In terms of IRR, the sample highlights the significant improvement of Pan-European Private Equity firms performances, rising from significantly negative returns in 2010 to performances near to 18% in 2011; moreover, it is worth remarking that the incidence (by Cash Out) of Write Off related to international funds materially drops from 71% in 2010 to 24% in 2011. Country Funds/SGR show a slight decrease of performances (i.e. 4.2% in 2011 vs 7.7% in 2010), whereas banks highlight a significant downturn of performances (i.e. -1.0% in 2011 vs 12.5% in 2010), mainly due to increasing incidence (by Cash Out) of Write Off (i.e. 18% in 2011 vs 0% in 2010).

Focusing on Pan-European Private Equity firms, it should be pointed out that the sample does not include the investments made by Pan-European Private Equity firms which are not permanently based in Italy. Therefore, in the light of this, the analysis related to these firms may be not fully meaningful, also considering the small number (although increasing) of transactions made by international funds. Keeping in mind the above-mentioned considerations, it is worth noting that the increasing number of operators/transactions surveyed leads to an increasing significance of the results, with a special focus on the 'By Horizon' figures (i.e. provided in the followings).

⁽³⁾ In relation to the transaction carried out by international funds in 2010, due to the cash flow distribution, it was not possible to calculate its IRR accurately (however, it would be significantly negative).

Analisi delle performance per tipologia di operatore

In linea con le precedenti edizioni, si propone nel seguito una specifica analisi delle performance per tipologia di operatore. In sostanza, tale focus di analisi mira a segmentare il panel di riferimento in tre sotto-campioni (i.e. Country Fund/SGR, Banche e Pan-European Private Equity firm), al fine di analizzarne le relative dinamiche in termini sia di volumi di investimento, sia di IRR Lordo Aggregato (i.e. sia 'From Inception', sia 'By Horizon').

Performance 'From Inception' per tipologia di operatore⁽³⁾

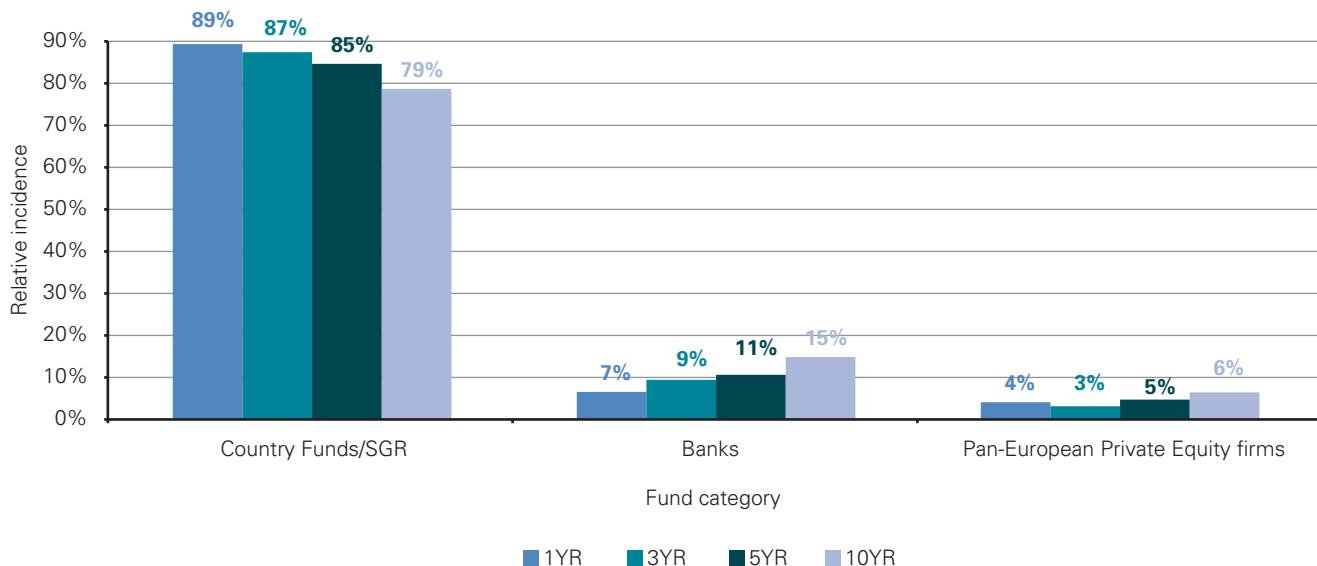
	No. transazioni		Cash In (Euro mln)		Cash Out (Euro mln)		IRR Lordo Aggregato	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Country Fund/SGR	41	57	385	581	316	482	7,7%	4,2%
Banche	10	18	81	121	52	159	12,5%	-1,0%
Pan-European PE firm	1	8	0	2.222	260	1.138	Neg.	17,7%

L'analisi 'From Inception' per tipologia di operatore conferma, nel 2011, la prevalenza (in termini di incidenza per numero) nel mercato italiano del Private Equity e Venture Capital dei Country Fund/SGR, benché in sensibile flessione rispetto all'anno precedente: nello specifico, l'incidenza (per numero) delle operazioni realizzate da Country Fund/SGR è passata dal 79% nel 2010 al 69% nel 2011. E' altresì opportuno segnalare che, nell'ambito della categoria Country Fund/SGR, circa l'80% delle transazioni risultano realizzate da SGR. Per contro, si osserva un incremento dell'incidenza delle operazioni realizzate sia dagli operatori bancari (i.e. 22% nel 2011 vs 19% nel 2010), sia (soprattutto) dai fondi internazionali (i.e. 10% nel 2011 vs 2% nel 2010). In termini di volumi di investimento, è inoltre opportuno rilevare come i fondi internazionali abbiano realizzato circa i due terzi (i.e. 64%) delle operazioni monitorate, seguiti dai Country Fund/SGR (i.e. 27%) e dagli istituti bancari (i.e. 9%).

In termini di rendimenti, il campione evidenzia il netto incremento nelle performance dei fondi internazionali, che passano da un rendimento ampiamente negativo nel 2010 ad un IRR prossimo al 18% nel 2011; a tal proposito, è opportuno sottolineare come l'incidenza (per Cash Out) dei Write Off relativi a fondi internazionali sia materialmente diminuita dal 71% nel 2010 al 24% nel 2011. I Country Fund/SGR mostrano un leggero decremento dei rendimenti (i.e. 4,2% nel 2011 vs 7,7% nel 2010), mentre le banche evidenziano un significativo downturn della performance (i.e. -1,0% nel 2011 vs 12,5% nel 2010), essenzialmente per effetto dell'incremento dell'incidenza per Cash Out dei Write Off (i.e. 18% nel 2011 vs 0% nel 2010).

Relativamente ai fondi internazionali, è opportuno precisare che il campione monitorato non comprende le operazioni realizzate da Pan-European Private Equity firm non stabilmente basate in Italia; alla luce di ciò, le analisi specificatamente inerenti tale categoria di operatori potrebbero risultare non pienamente significative, anche in considerazione del numero ancora limitato (sebbene in aumento) di transazioni afferenti tale cluster.

⁽³⁾ In relazione all'operazione effettuata dai fondi internazionali nel 2010, stanti le dinamiche dei flussi della stessa, non è stato possibile stimarne in modo puntuale l'IRR (che risulterebbe tuttavia ampiamente negativo).

CHART 14 – ‘By Horizon’ main sample by fund category (incidence by number)

In percentage terms (by number), the ‘By Horizon’ breakdown by fund category substantially confirms the predominance of Country Funds/SGR, which carry out on average 85% of monitored transactions across the timeframes considered. The comparison between the short and long timeframes (i.e. 1YR vs 10YR) highlights the decrease of the incidence by number of transactions realised by banks (i.e. from 15% in 10YR to 7% in 1YR), whereas international funds show a substantial stability across all the timeframes considered (i.e. around 5%).

‘By Horizon’ performance by fund category

2011	Yearly Pooled IRR				Cash In				Cash Out			
	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR
Country Funds/SGR	0.0%	3.8%	-1.8%	13.8%	50.2%	55.7%	41.5%	38.7%	50.2%	56.0%	44.8%	40.8%
Banks	0.0%	2.7%	0.9%	8.1%	3.3%	7.5%	7.1%	10.0%	3.3%	7.5%	7.2%	10.9%
Pan-European Private Equity firms	0.0%	9.1%	3.9%	14.0%	46.5%	36.8%	51.3%	51.3%	46.5%	36.5%	48.0%	48.2%

The ‘By Horizon’ performance analysis, with a special focus on the 10YR horizon (i.e. statistically the most significant), highlights, in 2011, the role of top performers of Pan-European Private Equity firms (the cluster that, in the two-year period 2009-2010, has been significantly affected by some relevant Write Off), followed by Country Funds/SGR and banks. Similarly, international funds confirm their key role also in terms of investment volumes (i.e. more than 48% of total Cash Out), even though (by number) they represent only 6% of the sample.

Fatte salve dette precisazioni, è tuttavia opportuno considerare come il progressivo incremento del numero di operatori/operazioni campionati favorisca, con particolare riferimento ai dati 'By Horizon' (di cui nel seguito), un progressivo incremento della significatività dell'analisi.

RIF. CHART 14 – Il campione 'By Horizon' per tipologia di operatore (incidenza relativa per numero)

L'analisi 'By Horizon' conferma, in termini di incidenza per numero, la netta prevalenza dei Country Fund/SGR, che realizzano mediamente l'85% delle transazioni monitorate nei diversi orizzonti temporali oggetto di analisi. Il raffronto tra orizzonte di breve e lungo termine (i.e. 1YR vs 10YR) evidenzia una flessione nell'incidenza per numero delle operazioni realizzate da operatori di derivazione bancaria (i.e. dal 15% nel 10YR al 7% nel 1YR) mentre, con riferimento ai fondi internazionali, si riscontra una sostanziale stabilità trasversale a tutti gli orizzonti temporali (i.e. nell'intorno del 5%).

Le performance 'By Horizon' per tipologia di operatore

2011	IRR Lordo Aggregato				Cash In				Cash Out			
	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR
Country Fund/SGR	0,0%	3,8%	-1,8%	13,8%	50,2%	55,7%	41,5%	38,7%	50,2%	56,0%	44,8%	40,8%
Banche	0,0%	2,7%	0,9%	8,1%	3,3%	7,5%	7,1%	10,0%	3,3%	7,5%	7,2%	10,9%
Pan-European Private Equity firm	0,0%	9,1%	3,9%	14,0%	46,5%	36,8%	51,3%	51,3%	46,5%	36,5%	48,0%	48,2%

L'analisi delle performance 'By Horizon', con focus specifico sull'orizzonte 10YR (i.e. statisticamente più significativo), evidenzia, nel 2011, il ruolo di 'top performer' da parte dei fondi internazionali (in seguito al biennio 2009-2010, in cui le performance di tale cluster hanno risentito significativamente dell'impatto di alcuni rilevanti Write Off), seguiti dai Country Fund/SGR e dagli operatori bancari. Analogamente, i fondi internazionali si confermano i più rappresentativi anche in termini di volumi di investimento (i.e. oltre il 48% dei Cash Out complessivi), pur avendo effettuato (per numero) solamente il 6% del totale delle operazioni monitorate.

Net Pooled IRR: a comparison with the European benchmark

'By Horizon' Net Pooled IRR and comparison with the European benchmark

In order to provide a comparison between the Italian and the European performance⁽⁴⁾, an empirical analysis has been carried out, with the aim of estimating the possible Net Pooled IRR ('By Horizon') of the Italian market by simulating⁽⁵⁾ the possible relationship between the Gross Pooled IRR data and the related net value.

Based on a simulation developed using assumptions taken from common market practices, this analysis would seem to show that the net domestic performance should fall, in general terms, between approximately 50-65% of the gross figure⁽⁶⁾.

According to the empirical analysis, in the following is provided, with reference to 2009-2010, a comparison between the possible Italian net performances and the similar European market figures.

Performance 2011: Net Pooled IRR

2011	1YR	3YR	5YR	10YR
Italy Gross Pooled IRR	0.0%	4.9%	1.6%	13.3%
Italy Net Pooled IRR	0.0%	3.0%	1.0%	8.0%
Europe Net Pooled IRR	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Taking into account the above-mentioned methodological assumptions, the domestic performance (i.e. Net Pooled IRR), considering the long-term timeframe (10YR), stands at 8%.

Historical Italian performances vs European figures

	2009			2010		
	3YR	5YR	10YR	3YR	5YR	10YR
Italy Gross Pooled IRR	-1.4%	11.4%	13.4%	-3.2%	-3.2%	12.2%
Italy Net Pooled IRR	n.a.	6.9%	8.0%	n.a.	n.a.	7.3%
Europe Net Pooled IRR	n.a.	6.1%	8.8%	-3.0%	5.4%	5.1%

Historical data related to the period 2009-2010 shows, on the one hand, that 2010 performances highlights a general decrease and, on the other hand (with a particular focus on the 10YR horizon), that the domestic market's return is substantially aligned with (or partially higher than) the European benchmark.

(4) When this document has been prepared, 2011 figures related to European benchmark were not available.

(5) The empirical analyses and simulations do not consider possible tax effects and/or operating costs potentially charged to the investors as a result of the distribution/restitution by Funds of capital and related capital gains.

(6) It should be pointed out that, in 2007, a specific pilot analysis on the Net Pooled IRR was performed (focusing on the 10YR horizon) which showed a Net Pooled IRR equal to 62% of Gross Pooled IRR (i.e. Gross IRR 'By Horizon' 2007 10YR equal to 22.7% vs Net IRR 2007 10YR equal to 14.1%).

IRR Netto: un parametro di confronto con il benchmark europeo

IRR Netto Aggregato 'By Horizon' e confronto con il benchmark europeo

Al fine di consentire una comparazione tra le performance del mercato italiano ed il benchmark europeo⁽⁴⁾, è stata sviluppata un'analisi empirica volta a stimare il possibile IRR Netto Aggregato ('By Horizon') del mercato domestico, provando a desumere, attraverso opportune simulazioni statistiche⁽⁵⁾, il grado di relazione esistente tra l'IRR Lordo Aggregato ('By Horizon') ed il relativo dato netto.

Tale analisi, basata su una simulazione sviluppata su ipotesi relative alla comune prassi di mercato, sembra mostrare che, in termini generali, la performance netta del mercato nazionale dovrebbe collocarsi in un range compreso tra il 50% ed il 65% rispetto al dato lordo⁽⁶⁾.

Alla luce delle suddette considerazioni, si fornisce nel seguito il confronto, con riferimento al biennio 2009-2010, tra le performance nette del mercato italiano ed il benchmark europeo.

Performance 2011: IRR Netto Aggregato

2011	1YR	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato Italia	0,0%	4,9%	1,6%	13,3%
IRR Netto Aggregato Italia	0,0%	3,0%	1,0%	8,0%
IRR Netto Aggregato Europa	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Ferme restando le precisazioni metodologiche di cui sopra, il rendimento netto (i.e. IRR Netto Aggregato) del mercato domestico, nell'orizzonte di lungo periodo (i.e. 10YR), si attesta all'8%.

Performance storiche Italia vs benchmark europeo

	2009			2010		
	3YR	5YR	10YR	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato Italia	-1,4%	11,4%	13,4%	-3,2%	-3,2%	12,2%
IRR Netto Aggregato Italia	n.a.	6,9%	8,0%	n.a.	n.a.	7,3%
IRR Netto Aggregato Europa	n.a.	6,1%	8,8%	-3,0%	5,4%	5,1%

I dati storici, relativi al biennio 2009-2010, evidenziano da un lato una generale flessione delle performance del 2010, dall'altro (con particolare focus sull'orizzonte di lungo periodo – 10YR) i rendimenti mediamente in linea (ovvero parzialmente 'over-performing') del mercato italiano rispetto al benchmark europeo.

(4) Al momento della predisposizione del presente documento non risultano disponibili i dati 2011 relativi al benchmark del mercato europeo.

(5) Le analisi e le simulazioni empiriche sviluppate non hanno preso in considerazione eventuali effetti fiscali e/o costi operativi potenzialmente in capo agli investitori nella fase di distribuzione/restituzione del capitale (e del relativo capital gain) da parte dei fondi.

(6) A tal proposito, è opportuno evidenziare che, nel 2007, è stata effettuata un'indagine pilota puntuale da cui risultava, con particolare riferimento all'orizzonte 10YR, un IRR Netto pari a circa il 62% del dato lordo (i.e. IRR Lordo 'By Horizon' 2007 10YR pari al 22,7% vs IRR Netto 2007 10YR pari al 14,1%).

Appendix

The following tables provide further analyses on the 'From Inception' sample.

IRR 'From Inception' distribution by way out

	Trade Sale	
	2010	2011
No. of transactions	28	56
Yearly Pooled IRR	21.3%	16.5%

2011 IRR 'From Inception' distribution by time gap between first investment and divestment

2011	< 2	2 - 3	3 - 4	4 - 5	5 - 7	> 7
No. of transactions	10	10	15	15	21	14
Yearly Pooled IRR	-33.3%	21.4%	27.5%	28.5%	4.8%	5.6%

2011 IRR 'From Inception' distribution by target industry

Industry	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food-Farming	11	-6.5%	124	172
Industrial manufacturing and similar	17	37.8%	340	100
Energy and Chemicals	8	-3.4%	16	26
ICT	7	17.3%	1,031	629
Consumer goods	13	18.1%	1,205	537
Biotechnology	3	-26.8%	0	1
Financial Institutions	2	-7.2%	1	1
Pharma-Healthcare	2	-31.7%	1	2
Transportation-Infrastructures	11	-4.3%	94	152
Other	11	-4.9%	127	165

2011 IRR 'From Inception' distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	11	9.0%	37	22
5% - 10%	7	5.4%	62	47
10% - 25%	25	9.2%	1,130	841
25% - 50%	19	12.7%	424	268
>50%	23	15.5%	1,286	605

Appendice

Si riportano nel seguito alcuni prospetti che sintetizzano ulteriori analisi di dettaglio sviluppate sul campione 'From Inception'.

Breakdown IRR 'From Inception' per modalità di way out

	Trade Sale	
	2010	2011
No. transazioni	28	56
IRR Lordo Aggregato	21,3%	16,5%

Breakdown IRR 2011 'From Inception' per time gap compreso tra il primo investimento e la dismissione

2011	< 2	2 - 3	3 - 4	4 - 5	5 - 7	> 7
No. transazioni	10	10	15	15	21	14
IRR Lordo Aggregato	-33,3%	21,4%	27,5%	28,5%	4,8%	5,6%

Breakdown IRR 2011 'From Inception' per settore delle aziende target

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	11	-6,5%	124	172
Produzioni industriali e collegate	17	37,8%	340	100
Chimico-Energetico	8	-3,4%	16	26
ICT	7	17,3%	1.031	629
Produzione beni di consumo	13	18,1%	1.205	537
Bioteconomie	3	-26,8%	0	1
Finanziario	2	-7,2%	1	1
Farmaceutico-Sanitario	2	-31,7%	1	2
Trasporti-Infrastrutture	11	-4,3%	94	152
Altro	11	-4,9%	127	165

Breakdown IRR 2011 'From Inception' per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	11	9,0%	37	22
5% - 10%	7	5,4%	62	47
10% - 25%	25	9,2%	1.130	841
25% - 50%	19	12,7%	424	268
>50%	23	15,5%	1.286	605

The following tables provide further analyses of the 'By Horizon' sample.

2011 IRR 'By Horizon 1YR' distribution by target industry

Industry	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food-Farming	5	0.0%	94	94
Industrial manufacturing and similar	17	0.6%	109	109
Energy and Chemicals	25	0.2%	204	204
ICT	17	0.0%	165	165
Consumer goods	22	-0.2%	1,194	1,195
Biotechnology	-	-	-	-
Financial Institutions	3	0.0%	0	0
Pharma-Healthcare	3	0.0%	18	18
Transportation-Infrastructures	8	0.0%	386	386
Other	22	0.6%	190	189

2011 IRR 'By Horizon 1YR' distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	7	0.0%	3	3
5% - 10%	7	0.0%	30	30
10% - 25%	35	0.6%	189	189
25% - 50%	38	0.2%	879	879
>50%	35	-0.2%	1,260	1,261

2011 IRR 'By Horizon 3YR' distribution by target industry

Industry	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food-Farming	13	1.7%	145	144
Industrial manufacturing and similar	46	-4.8%	197	205
Energy and Chemicals	57	9.7%	804	711
ICT	39	3.5%	242	235
Consumer goods	32	8.1%	1,656	1,584
Biotechnology	4	14.5%	3	3
Financial Institutions	14	0.3%	98	97
Pharma-Healthcare	11	12.3%	81	67
Transportation-Infrastructures	22	-4.4%	546	561
Other	50	1.3%	371	365

2011 IRR 'By Horizon 3YR' distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	15	-3.0%	25	27
5% - 10%	25	-3.6%	90	94
10% - 25%	74	3.6%	513	488
25% - 50%	95	-0.7%	1,140	1,144
>50%	79	7.9%	2,374	2,219

Si riportano nel seguito alcuni prospetti che sintetizzano ulteriori analisi di dettaglio sviluppate sul campione 'By Horizon'.

Breakdown IRR 2011 'By Horizon 1YR' per settore delle aziende target

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	5	0,0%	94	94
Produzioni industriali e collegate	17	0,6%	109	109
Chimico-Energetico	25	0,2%	204	204
ICT	17	0,0%	165	165
Produzione beni di consumo	22	-0,2%	1.194	1.195
Biotecnologie	-	-	-	-
Finanziario	3	0,0%	0	0
Farmaceutico-Sanitario	3	0,0%	18	18
Trasporti-Infrastrutture	8	0,0%	386	386
Altro	22	0,6%	190	189

Breakdown IRR 2011 'By Horizon 1YR' per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	7	0,0%	3	3
5% - 10%	7	0,0%	30	30
10% - 25%	35	0,6%	189	189
25% - 50%	38	0,2%	879	879
>50%	35	-0,2%	1.260	1.261

Breakdown IRR 2011 'By Horizon 3YR' per settore delle aziende target

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	13	1,7%	145	144
Produzioni industriali e collegate	46	-4,8%	197	205
Chimico-Energetico	57	9,7%	804	711
ICT	39	3,5%	242	235
Produzione beni di consumo	32	8,1%	1.656	1.584
Biotecnologie	4	14,5%	3	3
Finanziario	14	0,3%	98	97
Farmaceutico-Sanitario	11	12,3%	81	67
Trasporti-Infrastrutture	22	-4,4%	546	561
Altro	50	1,3%	371	365

Breakdown IRR 2011 'By Horizon 3YR' per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	15	-3,0%	25	27
5% - 10%	25	-3,6%	90	94
10% - 25%	74	3,6%	513	488
25% - 50%	95	-0,7%	1.140	1.144
>50%	79	7,9%	2.374	2.219

2011 IRR 'By Horizon 5YR' distribution by target industry

Industry	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food-Farming	26	-9.6%	294	370
Industrial manufacturing and similar	112	-10.5%	1,021	1,448
Energy and Chemicals	76	8.4%	1,038	906
ICT	58	12.7%	1,158	882
Consumer goods	70	7.3%	4,127	3,497
Biotechnology	14	7.0%	28	24
Financial Institutions	18	-2.6%	276	298
Pharma-Healthcare	19	3.5%	160	145
Transportation-Infrastructures	35	-1.2%	735	850
Other	81	-0.4%	673	737

2011 IRR 'By Horizon 5YR' distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	39	-1.7%	145	152
5% - 10%	41	-0.4%	382	412
10% - 25%	126	6.5%	1,822	1,565
25% - 50%	159	5.4%	2,325	2,112
>50%	135	0.0%	4,734	4,729

2011 IRR 'By Horizon 10YR' distribution by target industry

Industry	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food-Farming	63	8.6%	830	696
Industrial manufacturing and similar	250	21.2%	4,550	3,004
Energy and Chemicals	99	5.5%	1,411	1,235
ICT	107	-0.6%	1,471	1,506
Consumer goods	137	8.8%	6,342	5,014
Biotechnology	21	12.9%	46	38
Financial Institutions	34	40.9%	1,128	584
Pharma-Healthcare	44	21.9%	673	378
Transportation-Infrastructures	72	20.2%	2,427	1,779
Other	124	22.3%	2,216	1,553

2011 IRR 'By Horizon 10YR' distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	71	11.9%	553	448
5% - 10%	78	12.1%	931	727
10% - 25%	236	11.3%	3,242	2,478
25% - 50%	287	10.5%	3,914	3,217
>50%	222	21.6%	11,633	7,716

Breakdown IRR 2011 'By Horizon 5YR' per settore delle aziende target

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	26	-9,6%	294	370
Produzioni industriali e collegate	112	-10,5%	1.021	1.448
Chimico-Energetico	76	8,4%	1.038	906
ICT	58	12,7%	1.158	882
Produzione beni di consumo	70	7,3%	4.127	3.497
Bioteconomie	14	7,0%	28	24
Finanziario	18	-2,6%	276	298
Farmaceutico-Sanitario	19	3,5%	160	145
Trasporti-Infrastrutture	35	-1,2%	735	850
Altro	81	-0,4%	673	737

Breakdown IRR 2011 'By Horizon 5YR' per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	39	-1,7%	145	152
5% - 10%	41	-0,4%	382	412
10% - 25%	126	6,5%	1.822	1.565
25% - 50%	159	5,4%	2.325	2.112
>50%	135	0,0%	4.734	4.729

Breakdown IRR 2011 'By Horizon 10YR' per settore delle aziende target

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	63	8,6%	830	696
Produzioni industriali e collegate	250	21,2%	4.550	3.004
Chimico-Energetico	99	5,5%	1.411	1.235
ICT	107	-0,6%	1.471	1.506
Produzione beni di consumo	137	8,8%	6.342	5.014
Bioteconomie	21	12,9%	46	38
Finanziario	34	40,9%	1.128	584
Farmaceutico-Sanitario	44	21,9%	673	378
Trasporti-Infrastrutture	72	20,2%	2.427	1.779
Altro	124	22,3%	2.216	1.553

Breakdown IRR 2011 'By Horizon 10YR' per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	71	11,9%	553	448
5% - 10%	78	12,1%	931	727
10% - 25%	236	11,3%	3.242	2.478
25% - 50%	287	10,5%	3.914	3.217
>50%	222	21,6%	11.633	7.716

Contacts

Maximilian P. Fiani

Partner

Country Head of KPMG Corporate Finance

Tel. +39 02 6764 3647

Email: mfiani@kpmg.it

Paolo Mascaretti

Partner

KPMG Transactions Services – Country Head of KPMG Private Equity Line of Business

Tel. +39 02 6763 2670

Email: pmascaretti@kpmg.it

kpmg.com/it

The information contained in this report comes from publicly available sources. KPMG Advisory S.p.A. does not in any way guarantee the accuracy, completeness and correctness of the information contained herein. This information is analysed and provided solely for the purposes of describing certain of the dynamics of the Italian private equity market. This report is not a sales offer nor a solicitation for purchases of any type. KPMG Advisory S.p.A. will not accept any responsibility for loss and damage deriving from the improper use of this report or the information contained herein.

Le informazioni contenute in questo rapporto sono tratte da fonti pubblicamente disponibili. KPMG Advisory S.p.A. non attesta né garantisce in nessun modo l'accuratezza, la completezza e la correttezza delle informazioni ivi contenute. Tali informazioni vengono analizzate e presentate unicamente allo scopo di descrivere alcune dinamiche del mercato italiano del private equity e venture capital. KPMG Advisory S.p.A. non si assume alcuna responsabilità per la perdita o i danni che potrebbero derivare dall'uso improprio di questo rapporto o delle informazioni ivi contenute.

© 2012 KPMG Advisory S.p.A., an Italian limited liability share capital company and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

The KPMG name, logo and "cutting through complexity" are registered trademarks or trademarks of KPMG International.

Printed in Italy

Publication date: May 2012

© 2012 KPMG Advisory S.p.A., è una società per azioni di diritto italiano e fa parte del network KPMG di entità indipendenti affiliate a KPMG International Cooperative ("KPMG International"), entità di diritto svizzero. Tutti i diritti riservati.
Denominazione e logo KPMG e "cutting through complexity" sono marchi registrati di KPMG International.

Stampato in Italia

Data di pubblicazione: Maggio 2012

