



cutting through complexity

CORPORATE FINANCE - PRIVATE EQUITY

2014: Still Growing

Italian Private Equity and Venture Capital
Market: 2014 performance

kpmg.com/it



In co-operation with

AIFI

KPMG Corporate Finance

KPMG è uno dei principali Network di servizi professionali alle imprese, leader nella revisione e organizzazione contabile, nella consulenza manageriale e nei servizi fiscali, legali e amministrativi. Il Network KPMG è attivo in 155 Paesi del mondo con oltre 162 mila professionisti. In Italia, KPMG conta più di 3 mila professionisti e 26 sedi sull'intero territorio nazionale. KPMG Corporate Finance è la divisione specializzata nella consulenza indipendente nell'ambito di operazioni di finanza straordinaria: fusioni, acquisizioni e vendite, consulenza strategico-finanziaria, perizie e valutazioni, privatizzazioni, project finance, finanziamenti per acquisizioni, re-financing, consulenza finanziaria sul passivo, Leveraged and Management Buy-out, quotazioni e offerte pubbliche. KPMG, offre un servizio completo e integrato per tutte le diverse fasi dell'attività M&A e grazie alle specifiche competenze di industry, garantisce la piena comprensione delle dinamiche industriali e dei trend di sviluppo dei principali settori produttivi.

Il 'Private Equity Group' comprende un team nazionale di specialisti che, in coordinamento con il Network internazionale, svolge attività indipendente di advisory a supporto degli operatori di Private Equity. Il responsabile del presente lavoro è Maximilian P. Fiani, coadiuvato da Gavina Valentina Tedde e Stefano Boccasile.

AIFI

AIFI nasce nel maggio del 1986 per sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano del private equity e venture capital.

L'Associazione rappresenta fondi e società che investono nel capitale di rischio di aziende prevalentemente non quotate, con lo scopo finale di realizzare un piano di sviluppo delle imprese partecipate. Dal 2014 rappresenta anche gli operatori di private debt.

Per maggiori informazioni: www.aifi.it

KPMG Corporate Finance

KPMG is a global Network of professional firms providing Audit, Tax and Advisory services. KPMG Network is present in 155 countries with over 162.000 respected professionals. In Italy, KPMG provides its services thanks to 3.500 professionals based in 26 offices within National borders. KPMG Corporate Finance is specialized in providing independent consulting services over M&A transactions and in advising clients on financial and strategic options, value assessments, privatizations, project and structured finance, financing for acquisitions, equity and debt capital raising, LBOs, MBOs and Initial Public Offerings. KPMG provides an integrated assistance for the entire M&A process and, thanks to specific industry knowledge, it is able to guarantee a full insight on sector dynamics and developing trends in the main sectors.

The 'Private Equity Group' involves a team of national professionals who, in coordination with the national Network, provide an independent advisory activity supporting Private Equity operators. Maximilian P. Fiani headed the team that prepared this paper, assisted by Gavina Valentina Tedde and Stefano Boccasile.

AIFI

AIFI was founded in May 1986 in order to promote, develop and institutionally represent the private equity and venture capital activity in Italy.

The Association represents funds and other players whose main task is to take equity participations in non-public companies, with the aim of support companies' growth. Since 2014, AIFI represents also private debt players.

For further information: www.aifi.it

Sommario

 Editoriale di Innocenzo Cipolletta	4
 Background	
Finalità del rapporto e informazioni utilizzate	7
Definizioni e glossario	7
Nota metodologica	9
Contesto macroeconomico italiano	11
 La performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2014	
Cosa è successo nel 2014?	15
L'impatto dei Write Off sulla performance 2014	25
Le performance a 1, 3, 5 e 10 anni	29
Analisi della performance per tipologia di operatore	33
IRR Netto: un parametro di confronto con il benchmark europeo	35
 Intervista ad Alessandro Papetti	38
 Intervista ad Alessandro Tenderini	40
 Appendice	43

Contents

 Background	
Aim of the report and information used	6
Definitions and glossary	6
Methodology	8
The Italian macroeconomic framework	10
 Italian Private Equity and Venture Capital market performance in 2014	
How did 2014 perform?	14
The impact of Write Off on 2014 performance	24
1, 3, 5 and 10 year performance	28
Analysis of performance by Private Equity House category	32
Net Pooled IRR: a comparison with the European benchmark	34
 Appendix	42



Il mio triennio nel private equity

di Innocenzo Cipolletta

Quando, tre anni fa, sono diventato presidente AIFI, il mercato usciva da un periodo di forte crisi nazionale e internazionale. I dati confermano che oggi questa fase è stata superata e vi sono segnali di miglioramento della raccolta presso gli investitori istituzionali italiani e di crescita dell'interesse dei capitali esteri verso il nostro Paese. La ripresa ha avuto un'incidenza significativa anche sugli investimenti; ad oggi le imprese italiane in portafoglio sono 1.245 che complessivamente impiegano quasi 480 mila dipendenti e hanno un fatturato di circa 100 miliardi di euro. La filiera del private equity e venture capital è comunque, di per sé, attrattiva di posti di lavoro di qualità, se pensiamo che impiega circa 1.400 professionisti nelle sole società basate in Italia che, a loro volta, attivano altri professionisti di qualità (studi legali, M&A advisor, compliance e consulenti in generale). Anche la compagine degli operatori, pur non variando di molto nel numero complessivo, ha subito un'evoluzione, rivelando oggi una minore presenza di operatori bancari, una sostanziale tenuta del comparto delle sgr, un più elevato coinvolgimento dei fondi esteri e la nascita del segmento degli operatori specializzati in private debt. Per seguire gli sviluppi del mercato il ruolo dell'associazione è andato diversificandosi; abbiamo consolidato i tradizionali ambiti di intervento e abbiamo cercato, al contempo, di aprirci a nuove richieste di rappresentanza istituzionale, aggiornando statuto e regolamenti attuativi. Per promuovere la raccolta di nuovi capitali abbiamo cercato di stimolare, in primo luogo, l'interesse degli investitori domestici, nell'auspicio che un loro maggiore impegno potesse essere segnaletico nei confronti dei capitali internazionali. Abbiamo sollecitato e ottenuto, grazie ad un proficuo dialogo con le Autorità,

Covip e Ivass *in primis*, un quadro normativo aggiornato e chiaro per consentire alle principali categorie di investitori istituzionali italiani, quali i fondi pensione e le compagnie assicurative, di investire in fondi alternativi. Sul fronte internazionale abbiamo seguito alcuni filoni di intervento; abbiamo supportato le iniziative del Governo volte a rendere il contesto normativo del nostro Paese più stabile nel tempo e più certo e abbiamo condiviso la volontà, espressa nel piano 'Destinazione Italia', di stimolare l'interesse degli investitori esteri verso le nostre aziende e il nostro mercato, accrescendo la competitività italiana. Sul fronte fiscale abbiamo avviato e stiamo continuando a portare avanti diverse richieste di chiarimento, con l'obiettivo di rendere il nostro contesto più trasparente e allineato alle migliori prassi internazionali. Dopo alcuni anni di gestazione, durante i quali l'associazione ha fornito informazioni e supporto, interfacciandosi con il Ministero dello Sviluppo Economico e con la task force sulle startup istituita dallo stesso Ministero, ha visto la luce il decreto legge che ha introdotto alcuni incentivi fiscali all'investimento di fondi di venture capital in start-up innovative. Tale provvedimento rappresenta un significativo esempio di politica nazionale a sostegno delle startup e dell'innovazione e rivela una rinnovata sensibilità istituzionale nei confronti dello sviluppo imprenditoriale attraverso l'investimento in capitale di rischio. Una nondimeno fondamentale azione di sostegno per il mercato del venture capital, che AIFI auspicava da tempo, mutuandola da esperienze internazionali di successo, è stata la costituzione di un fondo di fondi dedicato, promosso dalla Cassa Depositi e Prestiti e gestito dal Fondo Italiano d'Investimento.

Se possiamo essere soddisfatti di alcuni obiettivi raggiunti, resta evidente la nostra insoddisfazione per le dimensioni del nostro mercato che non sono affatto pari a quanto il nostro paese potrebbe e dovrebbe permettersi. Il private equity e il venture capital rappresentano l'alternativa alla crescita delle imprese attraverso il debito bancario. Di questo ha bisogno il nostro Paese per far crescere la dimensione delle nostre imprese e farle uscire dalla morsa del credito che non si allargherà. La speranza che le nostre pmi possano beneficiare delle nuove condizioni di credito favorite dal Quantitative Easing da parte della BCE è una speranza eccessiva. Con le attuali condizioni prudenziali imposte al sistema bancario, il finanziamento delle imprese dovrà necessariamente rivolgersi ad altri canali. Pena la scomparsa di parte significativa del nostro apparato produttivo. La nostra associazione testimonia che abbiamo operatori di mercato disponibili. Abbiamo fatto operazioni significative e contribuito alla tenuta del Paese in un momento così difficile come durante questa lunghissima recessione. Se guardiamo ai dati sugli IRR si nota un percorso che arriva nel pieno della crisi nel 2009 quando i rendimenti scendono a livelli negativi (-16,6%). La ripresa del Paese, lentamente la vediamo anche in un rialzo delle performance: -11,4% nel 2010, +12,6% nel 2011, +6,2% nel 2012, +18,2% nel 2013. L'ultimo anno, il 2014, conferma la piena ripresa e infatti gli IRR sono poco al di sotto del 20% (+19,7%). Nonostante questi risultati positivi, il mercato italiano resta ancora piuttosto piccolo. Il Governo sembra esserne conscio e alcuni provvedimenti vanno nella direzione giusta. Operatori istituzionali come la Cassa Depositi e Prestiti hanno investito risorse e favorito la crescita di questo mercato. Di questo siamo consapevoli. Si tratta poi di riflettere bene sulle condizioni di competitività regolamentare che si stanno sviluppando in Europa in questo mercato (come in altri del mondo finanziario). Ormai operatori di altri Paesi europei potranno operare da noi sulla base delle direttive europee. Questo è un bene per la crescita del mercato e per la costruzione dell'Europa. Ma questo implica anche una ben maggiore attenzione alle condizioni, alle regole e alla pressione fiscale rispetto a quanto avviene in altri paesi. Ciò vuole essere un invito alle nostre autorità a vedere con attenzione a ciò che avviene in altri mercati per non sfavorire i nostri operatori senza ottenere per questo una maggiore capacità di controllo.

Background

Aim of the report and information used

Since 1996, on an annual basis, KPMG Corporate Finance and the Italian Private Equity and Venture Capital Association (AIFI) have analysed the performance 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 Italian Private Equity and Venture Capital market in terms of Internal Rate of Return (IRR) over the years.

It is an empirical study of the current status of the Private Equity and Venture Capital sector. The analysis is based on the information provided by the Private Equity Houses.

This paper provides an in depth snapshot of market performance in 2014, with references and comparisons to historical data where appropriate.

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 equity.
- CAGR – Compound Annual Growth Rate.
- Cash In - Total cash inflows since the beginning of the investment (e.g. dividends, partial and total divestments).
- Cash Out - Total cash outflows since the beginning of the investment (e.g. initial investment, further investments, potential capital increases).
- 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 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

Background

Finalità del rapporto e 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.

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

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 2014 proponendo, ove opportuno, eventuali integrazioni e raffronti con i dati storici.

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).
- Cash In - totale incassato dal fondo nella singola operazione (sommatoria dei flussi di cassa in entrata per ciascun investimento effettuato dal fondo (e.g. distribuzione di dividendi, disinvestimenti parziali, disinvestimenti totali)) registrati lungo la vita dell'investimento, fino alla data di osservazione.
- Cash Out - totale investito dal fondo nella singola operazione (sommatoria dei flussi di cassa in uscita per ciascun investimento effettuato dal fondo (e.g. investimento iniziale, investimenti successivi, eventuali aumenti di capitale)) registrati lungo la vita dell'investimento, fino alla data di osservazione.



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 equity 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 the information and data used to calculate the market performance were provided to AIFI and KPMG Corporate Finance on a confidential basis; 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 performance 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 were not considered.

- 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 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 e 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 e i dati utilizzati ai fini del calcolo della performance di mercato, sono stati comunicati ad AIFI e 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.

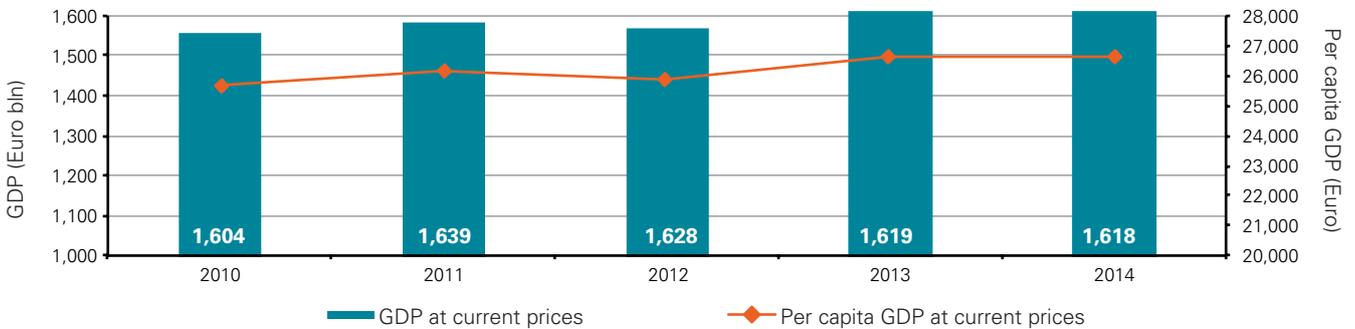
I dati di performance presentati sono espressi in termini di IRR Lordo Aggregato, calcolato sulla base di flussi mensili (sia in entrata che in uscita) degli investimenti. Si segnala come tale dato rappresenti la media ponderata dei rendimenti della totalità degli investimenti realizzati dagli operatori 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 e 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.

The Italian macroeconomic framework

Below is a brief overview of the domestic economy key indicators over the last five years, from 2010 to 2014, to provide a context for the Private Equity activity.

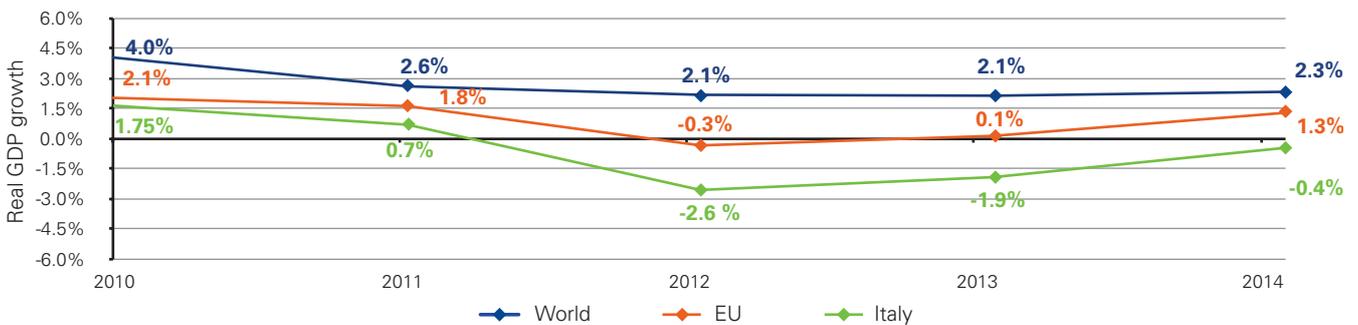
CHART 1 – Italian economic growth



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

During the timeframe 2010-2014, Italian GDP (at current prices) showed a moderate increase in the first two years (i.e. from Euro 1,604 billion in 2010 to Euro 1,639 billion in 2011), followed by a decrease starting from the year 2012. In particular, in 2013, GDP at current prices is aligned with 2010's value and remained almost unchanged in 2014 (1,618 billion in 2014 vs 1,604 billion in 2010). Similarly, GDP per head recorded a value similar to last year (i.e. -0.2% with respect to 2013 figure). According to the Italian Central Bank bulletin issued on January 2015, 2014 Italian GDP was generated on the one hand by the constant decrease in investment expenditure and the slow private consumption's recovery, on the other by weakness of international demand for country's exports due to the general appreciation of Euro.

CHART 2 – Real GDP growth



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

Real GDP growth rates show different trends among the various geographical areas: in particular, though the European economy already appears to be growing, Italy is not yet at a turning point. At global level, the 2014 GDP growth rate showed a moderate increase (i.e. +2.3% in 2014 vs +2.1% in 2013), while the European economy seemed to go in momentum (i.e. +1.3% in 2014 vs +0.1% in 2013). Although Italian GDP is stopping its long descent, the fluctuating industrial production results and the persisting fragility of the labor market continue to hamper the recovery process.

Contesto macroeconomico italiano

Al fine di contestualizzare l'attività del settore del Private Equity e Venture Capital nel quadro economico di riferimento, sono di seguito illustrati i principali indicatori macroeconomici che hanno caratterizzato l'economia italiana nell'ultimo quinquennio (i.e. 2010-2014).

GRAFICO I – Crescita economica in Italia

Il Prodotto Interno Lordo (a prezzi correnti) evidenzia, nell'orizzonte temporale 2010-2014, una moderata crescita nei primi due anni di osservazione (i.e. da Euro 1.604 mld nel 2010 a Euro 1.639 mld nel 2011) mentre mostra una flessione a partire dall'anno 2012. In particolare, nel 2013, si può notare come il PIL a prezzi correnti ritorni a valori non dissimili da quelli del 2010 e rimanga stabile anche nel 2014 (1.618 mld nel 2014 vs 1.604 mld nel 2010). Il PIL pro-capite a prezzi correnti mostra un valore simile a quello del 2013 (i.e. -0,2% rispetto al valore 2013).

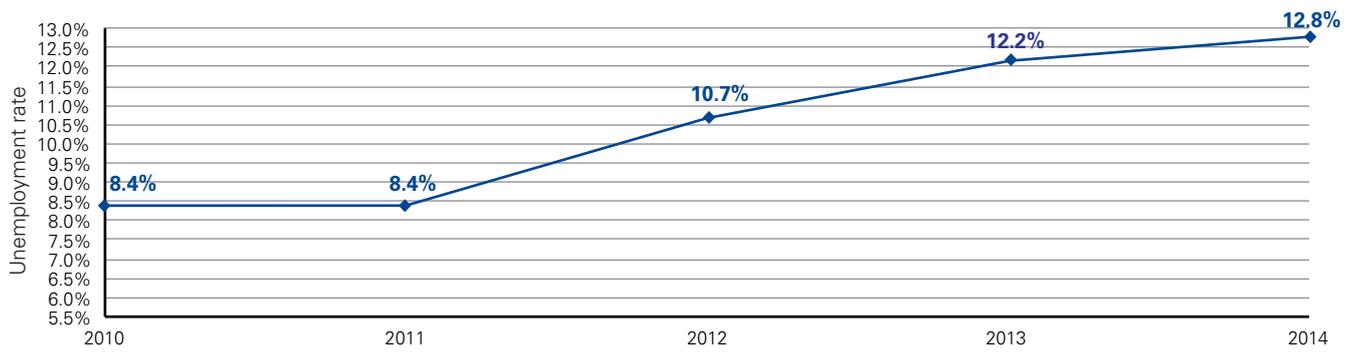
Da quanto emerge dal Bollettino della Banca d'Italia di Gennaio 2015, il PIL del nostro Paese è condizionato, da un lato, dalla costante riduzione degli investimenti e dalla lenta ripresa dei consumi delle famiglie, dall'altro dalla debolezza della domanda estera, generata dall'apprezzamento dell'Euro.

GRAFICO II – Crescita del PIL reale

L'analisi del tasso di crescita del PIL reale evidenzia andamenti differenti a seconda delle diverse aree geografiche analizzate: nell'orizzonte temporale di riferimento si osserva infatti come l'Europa appaia già su un sentiero di crescita sostenibile, mentre il nostro Paese, stando ai dati, non sembra essere ancora giunto ad una svolta. A livello globale, il tasso di crescita del PIL mostra, nel 2014, un lieve incremento (i.e. +2,3% nel 2014 vs +2,1% nel 2013), mentre l'economia europea evidenzia una decisa crescita (i.e. +1,3% nel 2014 vs +0,1% nel 2013). Sebbene il PIL italiano dia segnali di rallentamento della caduta, l'instabilità della produzione industriale e la persistente fragilità del mercato del lavoro rallentano il processo di ripresa.



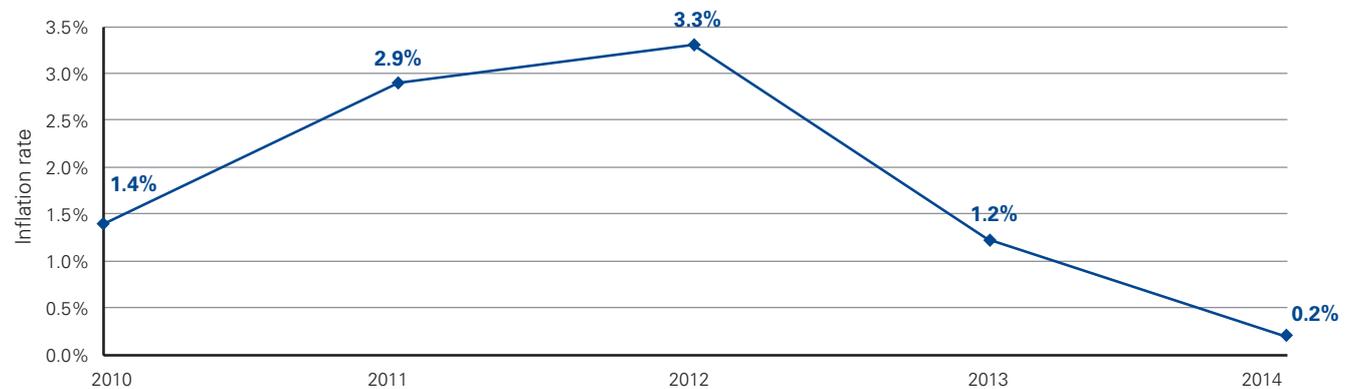
CHART 3 – Italian unemployment rate



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

The Italian labour market remains critical. Data concerning the latter months of 2014 highlight an increase in the number of hours worked, but the unemployment rate nonetheless reached a peak of 12.8% (vs 12.2% in 2013) and, according to the Bank of Italy, expectations remain negative for the first months of 2015.

CHART 4 – Italian inflation rate



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

In 2014, the national inflation rate reached the lowest five year level at 0.2% (vs 1.2% in 2013), due to weak internal demand and to the drop in oil prices. In 2015, aggressive European monetary policies are planned to reduce the risk of deflation.

GRAFICO III – Tasso di disoccupazione in Italia

Le condizioni del mercato del lavoro in Italia permangono critiche. A dispetto dell'aumento del numero di ore lavorate, i dati facenti riferimento agli ultimi mesi del 2014 evidenziano un tasso di disoccupazione che ha raggiunto il 12,8% (vs 12,2% nel 2013). Stando alle valutazioni espresse da Banca d'Italia, le previsioni per i primi mesi del 2015 restano negative.

GRAFICO IV – Tasso di inflazione in Italia

Nel 2014 il tasso di inflazione nazionale è sceso al livello minimo registrato negli ultimi cinque anni (i.e. 0,2% nel 2014 vs 1,2% nel 2013), risentendo anche della debolezza della domanda interna e della caduta dei prezzi del petrolio. Nel 2015, politiche monetarie aggressive da parte della Banca Centrale Europea potrebbero essere poste in atto al fine di evitare il rischio deflazione.



Italian Private Equity and Venture Capital performance in 2014

The following analyses cover only the performance (in terms of Gross Pooled IRR) of the investments made by Private Equity Houses during the year 2014.

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 performance 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 performance of investments made during the period analysed (i.e. 1, 3, 5 and 10 years), regardless of whether they were divested or they are still in portfolio; for the investments still in portfolio, operators' year-end valuation is used.

How did 2014 perform?

'From Inception' Gross Pooled IRR

We measured the performance using 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, which focuses only on divestments realised during the year and excludes any valuation of investments still in portfolio, provides clear and objective results.

TAB. 1 – 'From Inception' main sample

	2010	2011	2012	2013	2014
No. of PE included in the research panel	84	92	95	95	91
No. of PE presenting realised investments	26	47	36	55	41
No. of realised investments 'From Inception'	52	85	82	102	95
Average investment size (Euro mln)	12.1	21.0	10.2	20.7	17.7
Total Cash Out (Euro mln)	628	1,784	840	2,115	1,681
Total Cash In (Euro mln)	466	2,939	1,112	4,809	3,489
Average Cash multiple	0.7x	1.6x	1.3x	2.3x	2.1x

The overall performance (in terms of Gross Pooled IRR) more than tripled 2012 result and grew by 8.2% with respect to 2013 largely due to the positive impact of certain specific transactions.

La performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2014

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, durante il 2014.

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).

Cosa è successo nel 2014?

IRR Lordo Aggregato 'From Inception'

Le elaborazioni illustrate nel seguito esprimono la performance misurata considerando tutti i flussi di cassa, in uscita (i.e. Cash Out) e 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 2014 ed escludendo eventuali riferimenti alle performance implicite delle partecipazioni ancora in portafoglio, favorisce l'oggettività della rappresentazione e dei risultati desunti.

TAB. 1 – Il campione 'From Inception'

	2010	2011	2012	2013	2014
Operatori coinvolti nella ricerca	84	92	95	95	91
Operatori che presentano operazioni realizzate	26	47	36	55	41
Numero transazioni dismesse	52	85	82	102	95
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	12,1	21,0	10,2	20,7	17,7
Cash Out complessivo (Euro mln)	628	1.784	840	2.115	1.681
Cash In complessivo (Euro mln)	466	2.939	1.112	4.809	3.489
Cash multiple medio	0,7x	1,6x	1,3x	2,3x	2,1x

2014 was not affected by mega deals to the same extent as 2013 was, both in terms of Cash Out and especially of Cash In.

The number of realised investments slightly decreased from 102 in 2013 to 95 in 2014 as did the number of Private Equity and Venture Capital Houses which realised exits (from 55 in 2013 to 41 in 2014). Total Cash In recorded the second highest value in the last five years (i.e. Euro 3,489 mln). It is worth noting that the 2013 Cash In figure was influenced by a mega deal representing Euro 1.9 billion in terms of Cash In.

Total Cash Out doubled 2012 value (i.e. Euro 1,681 mln in 2014 vs Euro 840 mln in 2012) but decreased with respect to 2013 figures (i.e. Euro 1,681 mln in 2014 vs Euro 2,115 mln in 2013). These figures were affected by the mega deal mentioned above. If we exclude the above mentioned mega deal from 2013 Cash Out, the latter is in line with 2014 Cash Out.

The average investment size is close to Euro 17.7 mln in 2014 and it can be considered as a positive result given the diminished number of realized investments.

The average cash multiple (i.e. 2.1x in 2014 vs 2.3x in 2013) remained stable at high levels, an additional evidence of the general positivity of 2014.

In addition, the Write Offs' incidence decreased both by number and especially by Cash Out incidences.

TAB. 2 – 'From Inception' performance

	2012	2013	2014
Yearly Pooled IRR	6.2%	18.2%	19.7%
Upper quarter (by performance)	20.1%	27.3%	53.5%
Upper quarter (by investment size)	8.0%	19.1%	22.5%

The overall IRR realized on divestments made in 2014 averaged 19.7% (i.e. 18.2% in 2013). Performance was impacted by a few divestments with high returns and by lower Write Offs¹, both by number and by Cash Out with respect to 2013. Specifically, the incidence by number decreased from 38.2% in 2013 to 25.3% in 2014 and by Cash Out from 19.8% in 2013 to 10.9% in 2014 (page 24).

Similarly, the analysis by upper quarter confirms generally improved performance. In particular, returns of the upper quartile by performance (i.e. the cluster which includes the 25% of transactions with the highest returns) increased from 27.3% IRR in 2013 to 53.5% IRR in 2014. The top quartile performance by investment size (i.e. the cluster which includes the 25% of transactions with the highest investment amount) rose from 19.1% in 2013 to 22.5% in 2014.

1. Total and partial Write Offs were considered to compute the 'From Inception' Gross Pooled IRR; Write Offs are partial when transactions are written down by more than 80% of the original investment value.

La performance complessiva, in termini di IRR Lordo Aggregato, risulta triplicata rispetto a quanto registrato nel 2012 e cresciuta dell'8,2% rispetto al 2013. Il 2014 non è stato influenzato dai mega deal nella stessa misura in cui lo era stato il 2013, sia in termini di Cash Out ma soprattutto in termini di Cash In. Il numero dei disinvestimenti effettuati da parte degli operatori del campione oggetto di analisi risultano leggermente diminuiti (95 nel 2014 vs 102 del 2013) così come il numero di fondi che hanno dismesso partecipazioni (i.e. 41 nel 2014 vs 55 nel 2013) sebbene il Cash In complessivo incassato dagli operatori abbia registrato il secondo più alto valore degli ultimi cinque anni (i.e. Euro 3.489 mln). E' altresì opportuno ricordare che il Cash In facente riferimento all'anno 2013 è stato condizionato da una maxi operazione che da sola valeva 1,9 miliardi di Euro in termini di Cash In.

In termini di Cash Out il 2014 registra un valore raddoppiato rispetto a quello del 2012 (i.e. Euro 1.681 mln nel 2014 vs Euro 840 mln nel 2012) ma inferiore rispetto al 2013 (i.e. 1.681 mln nel 2014 vs 2.115 nel 2013). Depurando quest'ultimo del valore relativo alla maxi operazione sopra citata il valore di Cash Out 2013 risulta in linea con quanto registrato nel 2014.

La dimensione media degli investimenti si attesta a 17,7 milioni di Euro, anch'essa da considerarsi positiva se si considera che sono state effettuate un numero minore di dismissioni.

Il multiplo medio di uscita implicito (i.e. cosiddetto 'cash multiple') rimane sostanzialmente stabile su valori elevati (i.e. 2,1x nel 2014 vs 2,3x nel 2013) a riprova della sostanziale positività dell'anno di analisi.

In aggiunta, l'incidenza delle partecipazioni soggette a Write-Off è diminuita sia per numero che per ammontare investito (i.e. Cash Out).

TAB. 2 – La performance 'From Inception'

	2012	2013	2014
IRR Lordo Aggregato	6,2%	18,2%	19,7%
Quartile superiore per performance	20,1%	27,3%	53,5%
Quartile superiore per ammontare investito	8,0%	19,1%	22,5%

Nel complesso, la performance delle operazioni disinvestite nel 2014 si attesta a 19,7% (i.e. 18,2% nel 2013). Concorrono alla determinazione di tale risultato, da un lato, alcuni disinvestimenti con performance particolarmente positive e, dall'altro, le operazioni fortemente (i.e. Write Off parziali) o totalmente (i.e. Write Off totali) svalutate¹, la cui incidenza relativa (sia per numero, sia per controvalore) risulta in diminuzione rispetto al 2013. In particolare, in termini relativi, l'incidenza dei Write Off per numero passa da 38,2% del 2013 a 25,3% del 2014 e quella per Cash Out passa dal 19,8% del 2013 a 10,9% del 2014 (pag. 24).

1. Ai fini della stima dell'IRR Lodo 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 (see Table 3) details 2014 performance.

TAB. 3 – Performance distribution by IRR class

	Cash Out			Cash In			No. of transactions		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Write-Off	37.0%	19.8%	10.9%	0.9%	0.3%	0.8%	34	39	24
Negative	6.8%	5.8%	8.1%	2.6%	1.2%	1.4%	11	11	14
0% - 10%	6.2	17.0%	12.6%	5.4%	8.1%	7.2%	18	21	23
10% - 20%	42.2%	3.3%	5.8%	69.8%	2.5%	5.5%	9	9	11
20% - 30%	0.7%	38.5%	1.1%	1.1%	55.0%	1.2%	5	10	4
30% - 40%	0.2%	3.0%	24.8%	0.5%	4.1%	20.5 %	1	2	6
40% - 50%	4.7%	0.7%	0.4%	9.8%	1.0%	0.9 %	1	3	1
50% - 100%	2.0%	7.3%	26.0%	9.5%	18.2%	51.4 %	2	4	6
100% - 500%	0.2%	4.6%	10.3%	0.2%	9.7%	11.0 %	1	3	6
Total (Euro mln)	840	2,115	1,681	1,112	4,809	3,489	82	102	95

Negative transactions increased both by number (i.e. 14 in 2014 vs 11 in 2013) and by Cash Out (i.e. 8.1% in 2014 vs 5.8% in 2013).

Low performance divestments (i.e. 0%-10% IRR) slightly increased by number (i.e. 23 in 2014 vs 21 in 2013) but decreased by Cash Out incidence (i.e. 12.6% in 2014 vs 17.0% in 2013).

The 10%-20% IRR cluster included 11 transactions, 20% more with respect to the last year. Cash In (i.e. 5.5% in 2014 vs 2.5% in 2013) and Cash Out (i.e. 5.8% in 2014 vs 3.3% in 2013) incidences grew in line with the number of transactions.

Divestments with performance ranging from 20% to 30% dropped both by number of transactions (i.e. 4 in 2014 vs 10 in 2013) and by investment volumes (1.1% in 2014 vs 38.5% in 2013).

L'analisi della performance per quartile conferma il generale miglioramento in termini di rendimento. In particolare, il rendimento del quartile superiore per performance (i.e. il cluster costituito dal 25% dei disinvestimenti con i rendimenti maggiori) aumenta da 27,3% nel 2013 a 53,5% nel 2014, mentre quello del quartile superiore per ammontare investito (i.e. il cluster che raggruppa il 25% delle operazioni caratterizzate dai maggiori volumi di investimento) passa da 19,1% nel 2013 a 22,5% nel 2014.

TAB. 3 – Breakdown per classe di IRR realizzato

	Cash Out			Cash In			N°. transazioni		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Write Off	37,0%	19,8%	10,9%	0,9%	0,3%	0,8%	34	39	24
Negativo	6,8%	5,8%	8,1%	2,6%	1,2%	1,4%	11	11	14
0% - 10%	6,2	17,0%	12,6%	5,4%	8,1%	7,2%	18	21	23
10% - 20%	42,2%	3,3%	5,8%	69,8%	2,5%	5,5%	9	9	11
20% - 30%	0,7%	38,5%	1,1%	1,1%	55,0%	1,2%	5	10	4
30% - 40%	0,2%	3,0%	24,8%	0,5%	4,1%	20,5 %	1	2	6
40% - 50%	4,7%	0,7%	0,4%	9,8%	1,0%	0,9 %	1	3	1
50% - 100%	2,0%	7,3%	26,0%	9,5%	18,2%	51,4 %	2	4	6
100% - 500%	0,2%	4,6%	10,3%	0,2%	9,7%	11,0 %	1	3	6
Totale (Euro mln)	840	2.115	1.681	1.112	4.809	3.489	82	102	95

Il breakdown per classe di IRR realizzato illustra con maggior dettaglio la distribuzione dei rendimenti nell'anno.

Le operazioni con rendimenti negativi crescono sia per numero (i.e. 14 nel 2014 vs 11 nel 2013) che per ammontare investito (i.e. 8,1% nel 2014 vs 5,8% nel 2013).

Le operazioni con rendimenti bassi (IRR compreso fra lo 0% e il 10%) sono lievemente aumentate in termini numerici (i.e. 23 nel 2014 vs 21 nel 2013) ma hanno minor impatto in termini di ammontare investito (i.e. 12,6% nel 2014 vs 17,0% nel 2013).

La classe di rendimento caratterizzata da un IRR compreso fra il 10% e il 20% include 11 operazioni, il 20% in più rispetto al 2013. Il Cash In (i.e. 5,5% nel 2014 vs 2,5% nel 2013) e il Cash Out (i.e. 5,8% nel 2014 vs 3,3% nel 2013) crescono in parallelo al numero di operazioni.

La classe di rendimento con IRR tra il 20% e il 30% registra una caduta sia in termini numerici (i.e. 4 nel 2014 vs 10 nel 2013) che di incidenza per Cash Out (i.e. 1,1% nel 2014 vs 38,5% nel 2013).

Le transazioni con livelli di rendimento elevati (i.e. IRR superiore al 30%) hanno registrato un incremento sia per numero (i.e. 19 nel 2014 vs 12 nel 2013) che per controvalore (i.e. 7,3% nel 2013 vs 2,0% nel 2012).

Il 2014 infatti si caratterizza per lo spostamento verso classi più elevate di rendimento.

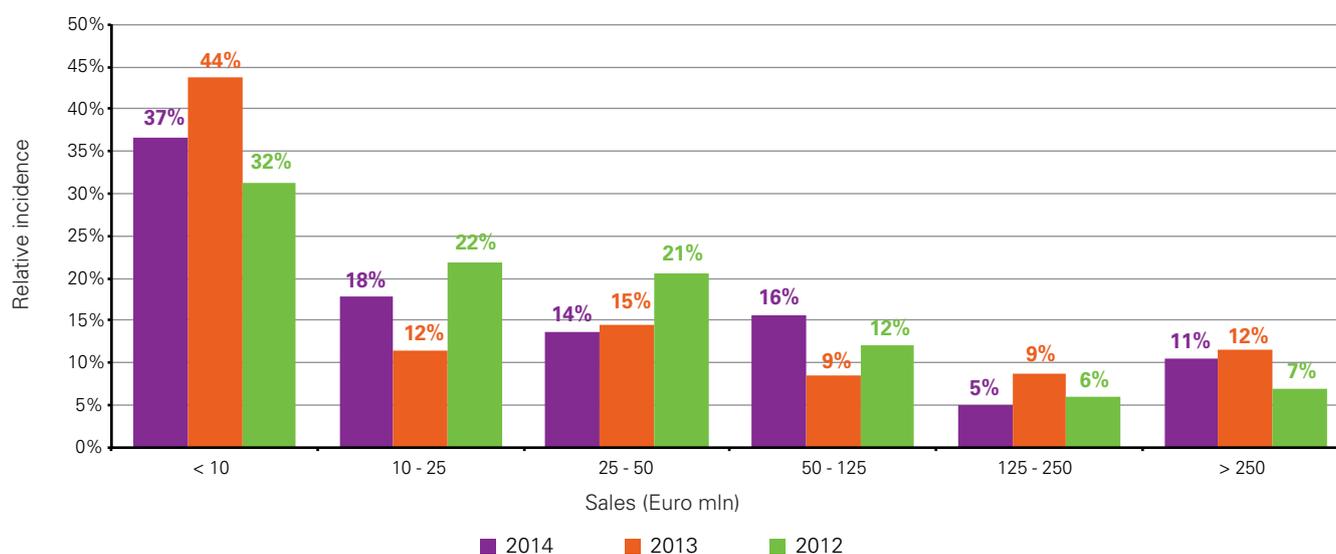
Divestments with IRR higher than 30% in 2014 increased from 12 in 2013 (i.e. 15.6% of Cash Out) to 19 recorded in 2014 (i.e. 61.5% of Cash Out). In fact, 2014 is characterized by a shift toward higher yield clusters.

In particular, the cluster ranging between 30-40% IRR represented, with 6 transactions, 24.8% of Cash Out and 20.5% of Cash in (vs 3.0% and 4.1% in 2013 respectively).

Roughly 6 transactions recorded outstanding returns (IRR in the range 50%-100%), among these there are two out of three IPOs offered in 2014.

There were 6 outstanding transactions (with IRR >100%) in 2014 (vs 3 in 2013).

CHART 5 – Breakdown by target turnover (incidence by number)



The breakdown by target turnover showed a prevailing incidence of divestments related to small-medium companies (i.e. with turnover of less than Euro 50 million), which represented 68.4% of the total sample (vs 70.6% in 2013). The incidence of transactions related to medium targets (i.e. with turnover ranging between Euro 50 million and Euro 250 million) grew compared to the previous year (i.e. 21.1% in 2014 vs 17.6% in 2013), while transactions related to large companies (i.e. with turnover higher than Euro 250 million) slightly decreased (i.e. 10.5% in 2014 vs 11.8% in 2013).

TAB. 4 – Transaction breakdown by target turnover (Yearly Pooled IRR)

Turnover (Euro mln)	2013		2014	
	No.	IRR	No.	IRR
<50	72	-2.1%	65	19.1%
50 - 250	18	23.2%	20	7.4%
>250	12	19.0%	10	32.2%

The breakdown by target turnover in terms of IRR highlighted:

- Increasing returns on small companies' operations (from -2.1% in 2013 to 19.1% in 2014);
- High returns on large companies' transactions, even though exits remained almost stable compared to 2013.

In particolare, il cluster con IRR compresi tra 30% e 40% rappresenta, con 6 operazioni, il 24,8% in termini di Cash Out e il 20,5% in termini di Cash In totale (vs 3,0% e 4,1% nel 2013 rispettivamente).

Circa 6 investimenti hanno realizzato rendimenti outstanding (IRR compreso tra il 50% e il 100%), fra questi due delle tre IPO realizzate nel 2014.

Le transazioni con IRR superiore al 100% registrate quest'anno sono 6 (vs 3 nell'anno 2013).

GRAFICO V – Breakdown per fatturato delle aziende target (incidenza relativa per numero)

Il dettaglio per fatturato delle aziende target mostra come, nel 2014, i disinvestimenti abbiano riguardato principalmente target di dimensioni medio-piccole (i.e. con fatturato inferiore ad Euro 50 mln), che infatti rappresentano circa il 68,4% del campione (vs 70,6% nel 2013). L'incidenza delle operazioni riguardanti target di medie dimensioni (i.e. con un fatturato compreso tra Euro 50 mln ed Euro 250 mln) mostra una crescita rispetto allo scorso anno (i.e. 21,1% nel 2014 vs 17,6% nel 2013), mentre le operazioni relative a imprese di grandi dimensioni (i.e. con fatturato superiore ad Euro 250 mln) diminuiscono leggermente (i.e. 10,5% nel 2014 vs 11,8% nel 2013).

TAB. 4 – Breakdown per fatturato delle aziende target (IRR Lordo Aggregato)

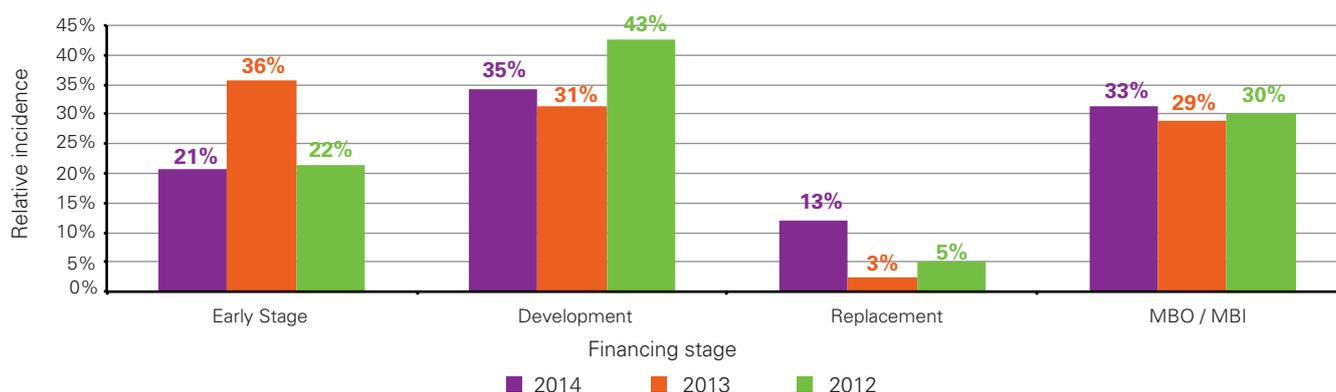
Fatturato (Euro mln)	2013		2014	
	No.	IRR	No.	IRR
<50	72	-2,1%	65	19,1%
50 - 250	18	23,2%	20	7,4%
>250	12	19,0%	10	32,2%

Il breakdown per fatturato delle aziende target mostra:

- Rendimenti crescenti che riguardano le aziende di piccole dimensioni (i.e. 19,1% nel 2014 vs -2,1% nel 2013);
- Alti livelli di rendimento anche per le società di grandi dimensioni, seppur a parità di numero di disinvestimenti rispetto al 2013.

GRAFICO VI – Breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target (incidenza relativa per numero)

Rispetto all'anno scorso, l'interesse degli operatori verso le operazioni riguardanti MBO/MBI rimane costante; esse rappresentano infatti il 31,6% del totale dei disinvestimenti (vs 29,4% nel 2013). Le operazioni di Replacement registrano l'incremento più notevole (i.e. 12,6% nel 2014 vs 2,9% nel 2013). L'incidenza delle operazioni di Development aumenta leggermente (i.e. 34,7% nel 2014 vs 31,4% nel 2013), mentre le operazioni riguardanti le fasi di Early Stage registrano un decremento significativo (i.e. 21,1% nel 2014 vs 36,3% nel 2013) e risultano allineate ai risultati del 2012.

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

Compared to last year results, operators' interest in MBO/MBI operations remained stable; in fact they represent (by number) 31.6% of total divestments (vs 29.4% in 2013). Replacement transactions recorded the most significant increase (i.e. 12.6% in 2014 vs 2.9% in 2013).

The incidence of Development transactions slightly increased (i.e. 34.7% in 2014 vs 31.4% in 2013). Deals related to Early Stage record a significant decrease (i.e. 21.1% in 2014 vs 36.3% in 2013) and resulted aligned to 2012 results.

TAB. 5 – Transaction breakdown by financing stage (Yearly Pooled IRR)

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
No. of transactions	37	20	32	33	3	12	30	30
Yearly Pooled IRR	-1.6%	-0.8%	18.4%	2.6%	20.0%	26.5%	18.9%	22.0%

IRR analysis by financing stage, as represented in Table 5, highlighted that MBO/MBIs performed at 22.0% and Replacement at 26.5% in 2014.

Replacement transactions confirmed last year's shift, passing from negative returns in 2012 (i.e. -11.1%) to positive returns in both 2013 and in 2014; indeed, they represent the financing stage with the highest average return of the last five years. Development transactions remained almost stable since 2013 but experienced a considerable reduction of IRR.

Early Stage transactions, which have always represented a limited sample with low investment volumes, showed negative returns (i.e. -0.8% in 2014 vs -1.6% in 2013). It is important to note that Early Stage transaction returns are historically affected by high volatility.

TAB. 5 – Breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target (IRR Lordo Aggregato)

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
No. transazioni	37	20	32	33	3	12	30	30
IRR Lordo Aggregato	-1,6%	-0,8%	18,4%	2,6%	20,0%	26,5%	18,9%	22,0%

In termini di rendimenti, le operazioni di MBO/MBI registrano nell'anno 2014 un IRR pari a 22,0%, mentre quelle relative alla fase Replacement un IRR pari a 26,5%.

Quest'ultima tipologia di operazioni conferma la netta inversione di tendenza registrata nel 2013. I rendimenti erano stati negativi nel 2012 (i.e. -11,1%) e poi del 20% circa nel 2013. Le operazioni di Replacement, aumentate anche in termini numerici rispetto al 2013, realizzano il più alto rendimento medio negli ultimi cinque anni.

Le operazioni di Development registrano una sensibile riduzione dei rendimenti (i.e. 2,6% nel 2014 vs 18,4% nel 2013) a parità di operazioni chiuse.

La performance delle operazioni Early Stage invece, storicamente contraddistinte da un'elevata variabilità, realizzano un rendimento negativo (i.e. -0,8% nel 2014 vs -1,6% nel 2013).

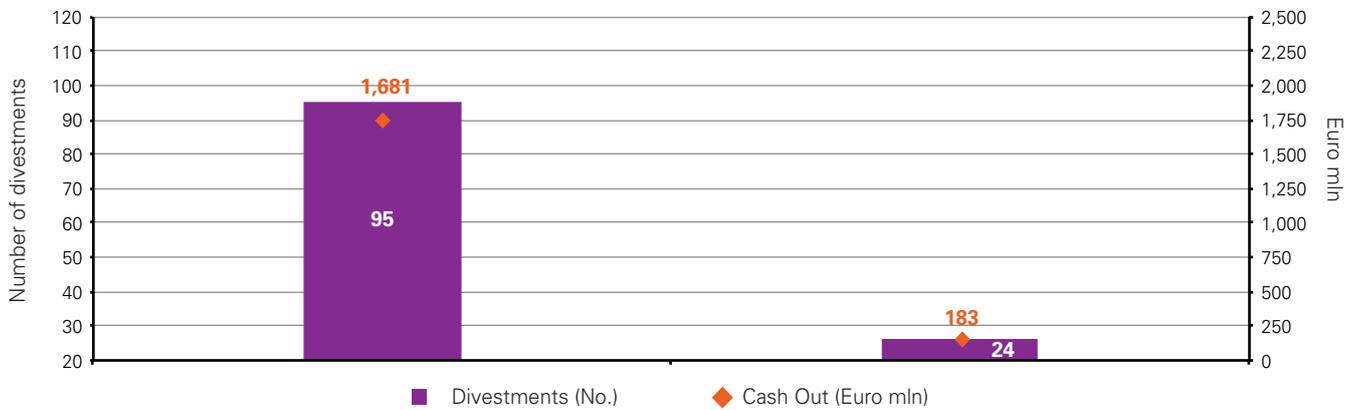


The impact of Write Offs on 2014 performance

This section provides a more detailed outline of Write Offs recorded in 2014, in order to better understand their evolution and their incidence – by number and by investment size – across the various clusters in the ‘From Inception’ analysis.

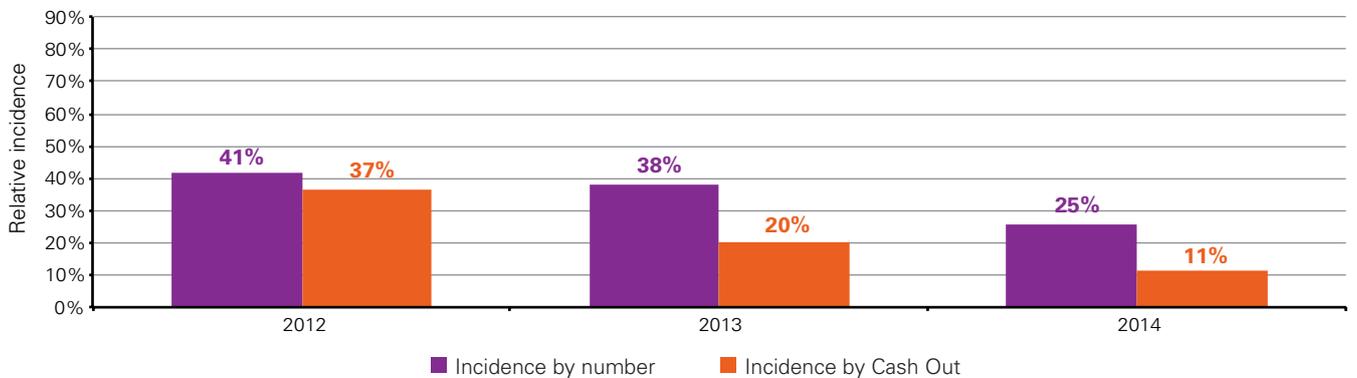
As already noted both total Write Offs (i.e. depreciation of 100% of the investment value) and partial Write Offs have been considered in the ‘From Inception’ analysis; for the purposes of this survey, partial Write Offs refer to those transactions that have been significantly written down (i.e. by more than 80% of the investment value).

CHART 7 – Write Offs (by number and by Cash Out) in 2014



Among the 95 monitored operations in 2014, 24 can be classified as Write Offs, of which 16 were total Write Offs and 8 were partial. In 2013 there were 39 Write Offs (33 total and 6 partial). The overall incidence of Write Offs in the 2014 sample stands at about 25% by number (vs 38% in 2013) and at about 11% in terms of Cash Out (vs 20% in 2013).

CHART 8 – Incidence of Write Off in 2012-2014 (by number and by Cash Out)



Note that positive yearly performance is strictly connected with the decrease in Write-Offs. In fact, in the period 2012-2014 (characterized by increasing IRR results), Write-Offs’ incidence reduction was roughly 30% by number and 41% by Cash Out.

L'impatto dei Write Off sulla performance 2014

L'analisi che segue cerca di delineare un quadro più dettagliato dei Write Off registrati nel corso del 2014 al fine di meglio comprenderne la loro evoluzione e la loro incidenza – in termini di numero e di volumi di investimento – sui vari cluster esaminati nell'ambito dell'analisi 'From Inception'.

E' opportuno sottolineare che, come indicato precedentemente, 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 la cui svalutazione, benché non totale, risulti comunque particolarmente rilevante (i.e. pari ad almeno l'80% del valore complessivo dell'investimento)

GRAFICO VII – Write Off (per Cash Out e per numero) nel 2014

Delle 95 operazioni monitorate nel 2014, 24 sono relative a Write Off (di cui 16 totali e 8 parziali). Nel 2013 i Write Off erano stati 39, di cui 33 totali e 6 parziali.

Infatti nel 2014 l'incidenza dei Write Off risulta del 25% per numero (vs 38% nel 2013) e circa dell'11% per ammontare investito (vs 20% nel 2013).

GRAFICO VIII – Incidenza (per numero e per Cash Out) dei Write Off nel triennio 2012-2014

Osserviamo come la performance positiva in termini di IRR sia strettamente connessa al decremento dei Write Off. Infatti, nel periodo 2012-2014, caratterizzato da risultati IRR crescenti, l'incidenza dei Write Off risulta diminuita circa del 30% per numero e del 41% per Cash Out.

GRAFICO IX – Write Off 2014: breakdown per fatturato delle aziende target (incidenza relativa per numero e per Cash Out)

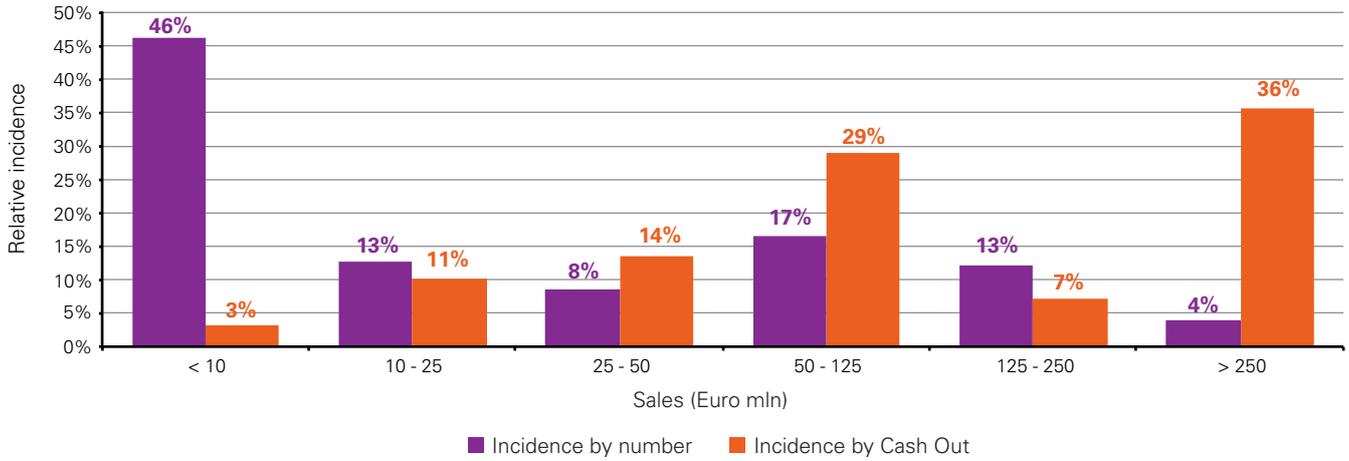
In linea con il 2013, quasi la metà dei Write Off è relativa a target di piccole dimensioni (i.e. con fatturato < Euro 10 mln), con un'incidenza in termini di Cash Out pari al 3%. D'altra parte, meno del 4% dei Write Off è ascrivibile a target di grandi dimensioni (i.e. fatturato > Euro 250 mln) che invece rappresentano il 36% del Cash Out totale.

GRAFICO X – Write Off 2014: breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target (incidenza relativa per numero e per Cash Out)

L'analisi dei Write Off per fase del ciclo di vita delle aziende target evidenzia uno scenario simile a quello osservato nel 2013

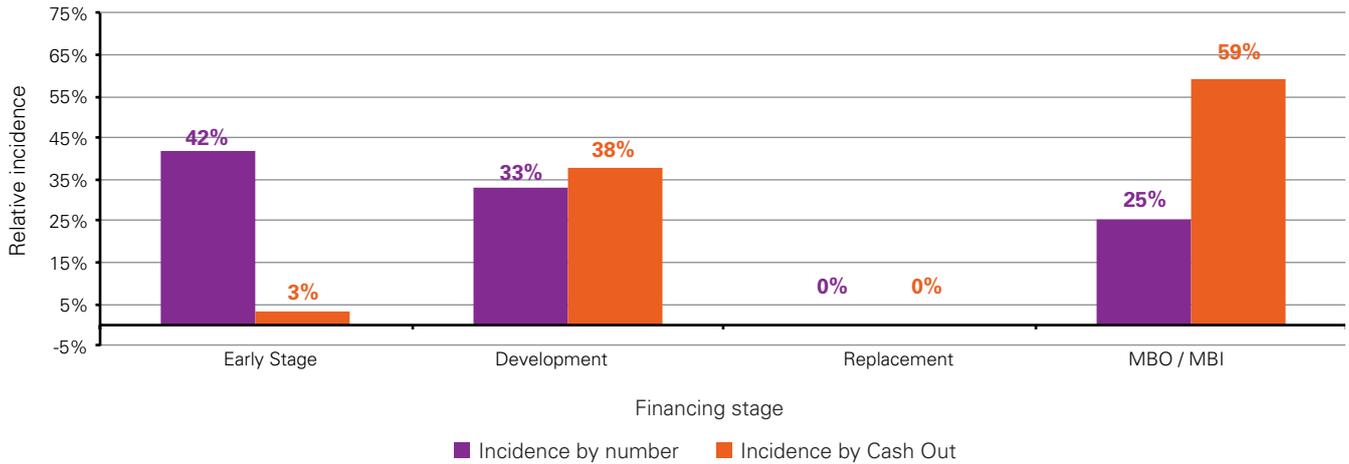
- in termini di incidenza relativa le operazioni Early Stage riconfermano la loro prevalenza (i.e. 42% nel 2014 vs 49% nel 2013);
- in termini di incidenza per Cash Out le MBO/MBI rappresentano più del 50% del totale dei Write Off (i.e. 59% nel 2014 vs 66% nel 2013).

CHART 9 – 2014 Write Off: breakdown by target size (incidence by number and by Cash Out)



In line with 2013, small companies (i.e. turnover < Euro 10 mln), representing 3% of Cash Out, accounted for almost half of 2014 Write Offs. On the other hand, large companies (i.e. turnover > Euro 250 mln), responsible for less than 4% of Write Offs, accounted for 36% of total Cash Out.

CHART 10 – 2014 Write Off: breakdown by financing stage (incidence by number and by Cash Out)



The 2014 Write Off analysis on the financing stage shows similar figures to the 2013 analysis:

- In terms of incidence by number, Early Stage remained prevalent (i.e. 42% in 2014 vs 49% in 2013)
- In terms of incidence by Cash Out, MBO/MBIs accounted for more than 50% of total Write Offs (i.e. 59% in 2014 vs 66% in 2013)



1, 3, 5 and 10 year performance

'By Horizon' Gross Pooled IRR

This analysis considers all investments in the referenced time-frames (i.e. 1, 3, 5 and 10 years), regardless of whether they were (partially or totally) divested or are still in portfolio ('Gross Pooled IRR on All Investments').

It is worth noting that the investments still in portfolio year-end valuation was provided by Private Equity houses; furthermore the 'By Horizon' figures are computed by 'the average rolling' method relating to the specific time frames:

- 1 YR: Gross Pooled IRR analysed in 2014;
- 3 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2012 to 2014;
- 5 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2010 to 2014;
- 10 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2005 to 2014.

TAB. 6 – 'By Horizon' main sample

2014	1YR	3YR	5YR	10YR
Active PE houses	40	71	97	125
No. of transactions	91	352	595	1,147
of which: - <i>realised investments</i>	-	43	117	460
- <i>investments still in portfolio</i>	91	309	478	687
Average investment size (Euro mln)	12.4	14.2	14.8	17.7
Total Cash Out (Euro mln)	1,125	4,997	8,810	20,269
Total Cash In (Euro mln)	1,127	5,591	10,623	27,630
Average (implied) cash multiple	1.0x	1.1x	1.2x	1.4x

The number of active Private Equity Houses involved, number of transactions and investment volumes should ensure a reliable and statistically significant analysis across the different time-frames considered.

The 1YR Horizon (which includes the investments made in 2014) accounted for 91 new investments vs 114 in 2013. The related investment size decreased by about 33% (i.e. Euro 12.4 mln in 2014 vs Euro 18.6 mln in 2013); the Private Equity funds' increasing difficulty in finding investments opportunities that generate an adequate return may explain the general decrease. Despite the general decrease, the average investment size remained stable in the 10YR horizon.

The cash multiples observed both in the 5YR and 10YR horizons remained stable (i.e. 1.2x in 2014 5YR vs 1.2x in 2013 5YR and 1.4x in 2014 10YR vs 1.4x in 2013 10YR).

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 (totalmente o parzialmente) disinvestiti o risultino ancora in portafoglio ('Gross Pooled IRR on All Investments').

In relazione alle 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 2014;
- 3 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2012-2014;
- 5 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2010-2014;
- 10 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2005-2014.

TAB. 6 – Il campione 'By Horizon'

2014	1YR	3YR	5YR	10YR
Operatori che presentano investimenti	40	71	97	125
Numero di transazioni	91	352	595	1.147
di cui: - partecipazioni disinvestite	-	43	117	460
- partecipazioni ancora in portafoglio	91	309	478	687
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	12,4	14,2	14,8	17,7
Cash Out complessivo (Euro mln)	1.125	4.997	8.810	20.269
Cash In complessivo (Euro mln)	1.127	5.591	10.623	27.630
Cash multiple (implicito) medio	1,0x	1,1x	1,2x	1,4x

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

Focalizzando l'attenzione sull'orizzonte 1YR (contenente tutti i nuovi investimenti effettuati nel corso del 2014), si registrano 91 nuovi investimenti contro 114 dell'1YR 2013. La dimensione media degli investimenti risulta diminuita del 33% circa (i.e. Euro 12,4 mln nel 2014 vs Euro 18,6 mln nel 2013); questo calo generalizzato può essere generalmente spiegato dalla crescente difficoltà da parte degli operatori di Private Equity e Venture Capital nel trovare buone opportunità d'investimento capaci di generare ritorni soddisfacenti.

Il multiplo medio di uscita implicito (i.e. 'cash multiple') con riferimento all'orizzonte 5YR e 10YR, mostra una sostanziale stabilità (i.e. 1,2x nel 5YR 2014 vs 1,2x nel 5YR 2013) e (i.e. 1,4x nel 10YR 2014 vs 1,4x nel 10YR 2013)

TAB. 7 – ‘By Horizon’ performance

2014	3YR	5YR	10YR
Yearly Pooled IRR	8.9%	9.3%	10.0%
Upper quarter (by performance)	16.7%	20.7%	34.0%
Upper quarter (by investment size)	9.2%	8.7%	10.3%

2013	3YR	5YR	10YR
Yearly Pooled IRR	6.5%	11.3%	11.1%
Upper quarter (by performance)	24.4%	18.4%	38.7%
Upper quarter (by investment size)	7.1%	11.6%	11.3%

The 10YR Horizon (the most statistically significant) showed a slight decrease in the overall performance: 10.0% in 2014 vs 11.1% in 2013. The upper quarter by performance decreased slightly (i.e. 34.0% in 2014 vs 38.7% in 2013) as did the upper quarter by investment size (i.e. 10.3% in 2014 vs 11.3% in 2013).

TAB. 8 – Breakdown of the investments included in the analysis ‘By Horizon’ (incidence by number)

	2012				2013				2014			
	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR
Realised investments	0.0%	3.9%	9.4%	30.7%	0.0%	5.9%	9.8%	26.7%	0.0%	8.2%	12.3%	27.0%
Write Offs	1.4%	3.9%	8.6%	10.0%	1.0%	6.1%	8.4%	12.3%	0.0%	4.0%	7.4%	13.1%
Investments still in portfolio	98.6%	92.2%	82.0%	59.3%	99.0%	88.0%	81.8%	61.0%	100.0%	87.8%	80.3%	59.9%

The breakdown of investments highlighted that in the 2014 10YR horizon (i.e. containing all the investments made in the last decade) about 60% of the investments were still in portfolio and only 27% were divested, while the remaining 13% were subject to Write Off. Overall, in the period analysed, we observed high levels of investments still in portfolio (i.e. 2012-2014) reflecting a progressive extension of the holding period. Similarly, Write Offs increased slightly (i.e. 10% in 2012 and 12%-13% in 2013-2014).

TAB. 9 – Investments still in portfolio breakdown (by number and by Cash Out)

10YR	No. of transactions			Cash Out		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Book value deals	58.3%	56.4%	58.8%	46.8%	27.9%	34.8%
Revalued deals	25.7%	26.6%	24.9%	29.7%	51.4%	45.0%
Devalued deals	16.0%	17.0%	16.3%	23.5%	20.7%	20.1%
Investments still in portfolio (No. and Euro mln)	618	677	687	9,325	10,728	10,013

The analysis on the longest and most statistically significant time-frame (i.e. 10YR) confirms that many Private Equity houses measure investments still in portfolio at cost. We observed a stable figure in terms of number incidence (i.e. 58.8% in 2014 vs 56.4% in 2013) and a net increase by Cash Out (i.e. 34.8% in 2014 vs 27.9% in 2013).

The revalued deals showed a decrease both by number (i.e. 24.9% in 2014 vs 26.6% in 2013) and by Cash Out (i.e. 45.0% in 2014 vs 51.4% in 2013).

TAB. 7 – Le performance ‘By Horizon’

2014	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato	8,9%	9,3%	10,0%
Quartile superiore per performance	16,7%	20,7%	34,0%
Quartile superiore per ammontare investito	9,2%	8,7%	10,3%

2013	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato	6,5%	11,3%	11,1%
Quartile superiore per performance	24,4%	18,4%	38,7%
Quartile superiore per ammontare investito	7,1%	11,6%	11,3%

I prospetti relativi alle performance del biennio 2013-2014 evidenziano trend differenti. Focalizzando l'attenzione sull'orizzonte 10YR (il più significativo dal punto di vista statistico), possiamo osservare un leggero calo in termini di IRR (i.e. 10,0% nel 2014 vs 11,1% nel 2013).

Il quartile superiore per performance mostra un peggioramento (i.e. 34,0% nel 2014 vs 38,7% nel 2013), così come quello per ammontare investito (i.e. 10,3% nel 2014 vs 11,3% nel 2013).

TAB. 8 – Breakdown delle partecipazioni incluse nel campione ‘By Horizon’ (incidenza relativa per numero)

	2012				2013				2014			
	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR
Partecipazioni disinvestite	0,0%	3,9%	9,4%	30,7%	0,0%	5,9%	9,8%	26,7%	0,0%	8,2%	12,3%	27,0%
Write Off	1,4%	3,9%	8,6%	10,0%	1,0%	6,1%	8,4%	12,3%	0,0%	4,0%	7,4%	13,1%
Partecipazioni ancora in portafoglio	98,6%	92,2%	82,0%	59,3%	99,0%	88,0%	81,8%	61,0%	100,0%	87,8%	80,3%	59,9%

Il dettaglio delle partecipazioni incluse nel campione evidenzia come, nel 2014, con riferimento all'orizzonte 10YR (i.e. orizzonte che include tutte le partecipazioni acquisite nell'ultimo decennio), circa il 60% delle partecipazioni risulti ancora in portafoglio e circa solo il 27% sia stato disinvestito, mentre il rimanente 13% sia stato oggetto di Write Off. Nel triennio di analisi (i.e. 2012-2014) si osserva un generale allineamento dei risultati; tale evidenza suggerisce un progressivo allungamento dei tempi medi di permanenza delle partecipazioni nei portafogli dei fondi.

TAB. 9 – Valorizzazione delle partecipazioni in portafoglio (incidenza relativa per numero e per Cash Out)

10YR	No. transazioni			Cash Out		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Partecipazioni valutate al ‘valore di carico’	58,3%	56,4%	58,8%	46,8%	27,9%	34,8%
Partecipazioni rivalutate	25,7%	26,6%	24,9%	29,7%	51,4%	45,0%
Partecipazioni svalutate	16,0%	17,0%	16,3%	23,5%	20,7%	20,1%
Investimenti ancora in portafoglio (No. e Euro mln)	618	677	687	9.325	10.728	10.013

Focalizzando l'analisi sulle sole partecipazioni ancora in portafoglio, con particolare attenzione all'orizzonte temporale più ampio e significativo (10YR), si conferma la consolidata prassi degli operatori di valorizzare le partecipazioni ancora in portafoglio al loro valore di carico: tale fenomeno risulta costante nel triennio in

Depreciated deals remained stable, both by number (i.e. 16.3% in 2014 vs 17.0% in 2013) and by Cash Out (i.e. 20.1% in 2014 vs 20.7% in 2013). It should be pointed out that the 'depreciated deals' cluster does not include Write Offs (neither partial nor total), as they are considered, for the purpose of these analyses, realised investments.

To sum up, it seems that in the aftermaths of the financial crisis operators have become more conservative when changing investment valuation criteria.

Analysis of performance by Private Equity House category

An analysis by fund category is also provided. Such analysis provides a breakdown into three sub-categories (i.e. Country Funds/SGR, Banks and Pan-European Private Equity), in order to analyse investment volume and performance in terms of Gross Pooled IRR (i.e. both 'From Inception' and 'By Horizon').

TAB. 10 – 'From Inception' performance by fund category

	No. of transactions		Cash In (Euro mln)		Cash Out (Euro mln)		Yearly Pooled IRR	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Country Fund/SGR	82	82	813	1,911	558	966	37.4%	40.2%
Banks	11	10	173	534	165	408	1.1%	8.0%
Pan-European PE firm	9	3	3,823	1,044	1,392	307	20.9%	23.0%

The 'From Inception' analysis by fund category revealed that, in the Italian Private Equity and Venture Capital market, Country Fund/SGR accounted for approximately 90% of transactions.

Country Fund/SGR led both in number of closed deals and in Cash Out (i.e. 55% in 2014 vs 26% in 2013). Banks recorded a remarkable increase in Cash Out incidence (i.e. +148%) mainly due to one exceptional transaction. In 2014, investment volumes of Pan European Private Equity firms followed closely 2012 volumes. In fact, a mega deal representing almost 50% of total Cash Out affected 2013 figures.

In 2014, Country Fund/SGR recorded a positive IRR performance (i.e. 40.2%). Banks significantly increased their returns (i.e. 8.0% in 2014 vs 1.1% in 2013), while Pan-European Private Equity firms, only with three transactions, recorded higher returns (i.e. 23.0% in 2014 vs 20.9% in 2013).

The sample does not include investments made by Pan-European Private Equity firms that do not have an office in Italy. Therefore the analysis related to these firms is not very meaningful, also considering the small number of transactions carried out by international funds.

esame (2012-2014) in termini numerici (i.e. 58,8% nel 2014 vs 56,4% nel 2013) e crescente se si considerano i volumi d'investimento (i.e. 34,8% nel 2014 vs 27,9% nel 2013).

Le partecipazioni rivalutate mostrano invece una diminuzione sia in termini numerici (i.e. 24,9% nel 2014 vs 26,6% nel 2013), sia di Cash Out (i.e. 45,0% nel 2014 vs 51,4% nel 2013).

Le partecipazioni svalutate rimangono stabili sia in termini numerici (i.e. 16,3% nel 2014 vs 17,0% nel 2013) sia per Cash Out (i.e. 20,1% nel 2014 vs 20,7% nel 2013). In particolare, è opportuno rammentare che il cluster 'partecipazioni svalutate' non include, ai fini dell'analisi in oggetto, i Write Off (in quanto questi ultimi sono considerati come disinvestimenti).

Riassumendo sembra infatti che gli operatori siano divenuti più cauti a modificare i criteri di valutazione dei propri investimenti, specialmente a seguito del clima d'incertezza generato dal perdurare della crisi e dalla volatilità dei mercati finanziari.

Analisi della performance per tipologia di operatore

In linea con le precedenti edizioni, si propone una specifica analisi della 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').

TAB. 10 – Performance 'From Inception' per tipologia di operatore

	No. transazioni		Cash In (Euro mln)		Cash Out (Euro mln)		IRR Lordo Aggregato	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Country Fund/SGR	82	82	813	1.911	558	966	37,4%	40,2%
Banche	11	10	173	534	165	408	1,1%	8,0%
Pan-European PE firm	9	3	3.823	1.044	1.392	307	20,9%	23,0%

L'analisi 'From Inception' per tipologia di operatore mette in luce come il mercato del Private Equity e Venture Capital in Italia sia composto per l'90% circa da operatori rientranti nella categoria Country Fund/SGR.

In termini di volumi di investimento si osserva, nel 2014, come i Country Fund/SGR dominino il campione sia in termini di incidenza relativa per numero sia per Cash Out (i.e. 55% nel 2014 vs 26% nel 2013), mentre gli operatori di emanazione bancaria registrino una crescita significativa in termini di incidenza per Cash Out (i.e. +148%), grazie principalmente ad un'operazione particolarmente positiva.

Nel 2014 i volumi d'investimento dei fondi Pan Europei risultano maggiormente in linea con quelli realizzati nel 2012. Infatti il Cash Out 2013 era condizionato da un'operazione particolarmente rilevante che rappresentava quasi il 50% del totale investito.

Net Pooled IRR: a comparison with the European benchmark

Net Pooled IRR: a comparison with the European benchmark

We run an empirical analysis aimed at estimating the possible Net Pooled IRR ('By Horizon') of the Italian market by simulating² 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 practice, this analysis shows that the net domestic performance falls, in general terms, between approximately 50 and 65% of the gross figure³.

According to the empirical analysis, with reference to 2012-2013, a comparison between the Italian net performance and the associated European market figures is provided in the following.

TAB. 11 – Performance 2014: Net Pooled IRR

2014	1YR	3YR	5YR	10YR
Italy Gross Pooled IRR	0.3%	8.9%	9.3%	10.0%
Italy Net Pooled IRR	0.2%	5.3%	5.6%	6.0%
Europe Net Pooled IRR	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Taking into account the above-mentioned methodological assumptions, the net performance (i.e. Net Pooled IRR) of the domestic market, for the long-term time-frame (10YR), stood at 6.0% in 2014.

TAB. 12 – Historical Italian performance vs European figures

	2012			2013		
	3YR	5YR	10YR	3YR	5YR	10YR
Italy Gross Pooled IRR	-1.6%	4.9%	7.7%	6.5%	11.3%	11.1%
Italy Net Pooled IRR	-	2.9%	4.6%	3.9%	6.8%	6.6%
Europe Net Pooled IRR	9.2%	1.6%	8.1%	6.1%	7.9%	8.4%

Historical data show a net improvement in 2013 after a 2012 characterized by negative performance. Focusing on 2013 results, the comparison with the European benchmark, with particular focus on the 10YR horizon, shows how the domestic market, unlike the 2011, records lower returns than the European equivalent (i.e. 6.6% vs 8.4%).

2. When this document was prepared, 2014 figures related to the European benchmark were not available.

3. 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.

4. 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%).

In termini di rendimenti, i Country Fund/SGR registrano, nel 2014, performance positive (i.e. 40,2%). Gli operatori bancari mostrano un incremento significativo delle loro performance (i.e. 8,0% nel 2014 vs 1,1% nel 2013), mentre i fondi internazionali, sebbene con sole tre operazioni, conseguono risultati crescenti (i.e. 23,0% nel 2014 vs 20,9% nel 2013).

Per quanto riguarda i fondi internazionali, è opportuno tenere in considerazione che l'indagine effettuata non comprende la totalità delle operazioni realizzate da Pan-European Private Equity firm non stabilmente basate in Italia; a tal riguardo, le analisi su tale categoria di operatori potrebbero non risultare pienamente significative, anche per effetto di un numero di transazioni rientranti in tale cluster ancora non sufficientemente rappresentativo.

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 europeo², 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 statistiche³, 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 lordo⁴.

Alla luce delle suddette considerazioni, si fornisce nel seguito il confronto, con riferimento al biennio 2012-2013, tra le performance nette del mercato italiano ed il benchmark europeo.

TAB. 11 – Performance 2014: IRR Netto Aggregato

2014	1YR	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato Italia	0,3%	8,9%	9,3%	10,0%
IRR Netto Aggregato Italia	0,2%	5,3%	5,6%	6,0%
IRR Netto Aggregato Europa	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

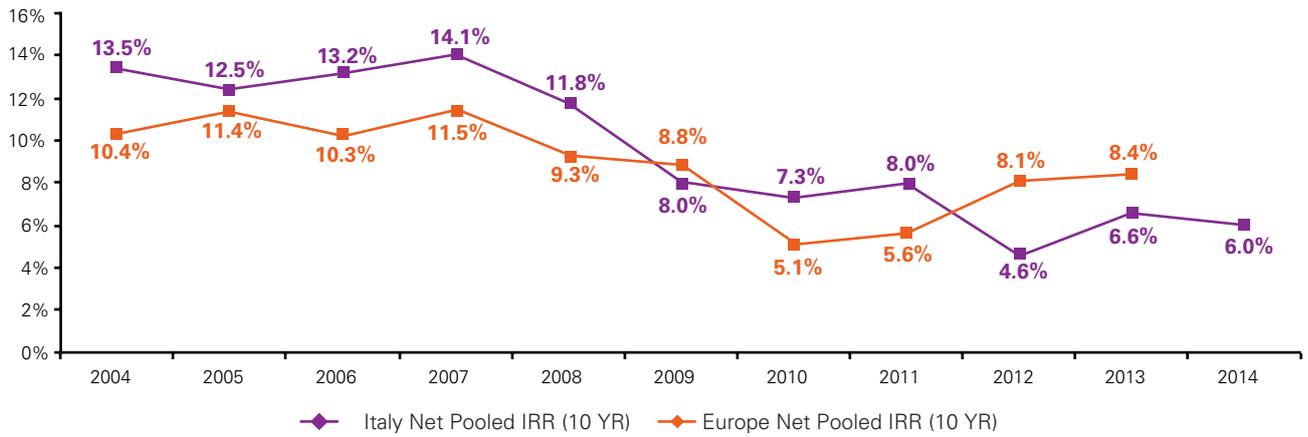
Sulla base delle precisazioni metodologiche menzionate nel 2014, il rendimento netto (i.e. IRR Netto Aggregato) del mercato domestico, nell'orizzonte di lungo periodo (i.e. 10YR), si attesta a 6,0%.

2. Al momento della predisposizione del presente documento non risultano disponibili i dati 2014 relativi al benchmark del mercato europeo.

3. 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.

4. 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%).

CHART 11- 10YR Net Performance comparison, Italy vs Europe



TAB. 12 – Performance storiche Italia vs benchmark europeo

	2012			2013		
	3YR	5YR	10YR	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato Italia	-1,6%	4,9%	7,7%	6,5%	11,3%	11,1%
IRR Netto Aggregato Italia	-	2,9%	4,6%	3,9%	6,8%	6,6%
IRR Netto Aggregato Europa	9,2%	1,6%	8,1%	6,1%	7,9%	8,4%

I dati storici, relativi al biennio 2012-2013, sottolineano un generale miglioramento delle performance nazionali nel 2013. In merito ai risultati del 2013, il confronto con il benchmark europeo evidenzia, con particolare riferimento all'orizzonte di lungo periodo (i.e. 10YR), come il mercato italiano abbia conseguito, in termini di IRR Netto Aggregato, una performance inferiore (i.e. 6,6% contro 8,4%).

GRAFICO XI – Performance nette 10YR, Italia vs Europa



Alessandro Papetti, Partner Clessidra



Competenze, esperienza, visione al servizio delle aziende italiane

Fondata nel 2003 da Claudio Sposito, Clessidra è il principale gestore di Fondi di Private Equity esclusivamente dedicati al mercato italiano attraverso i Fondi Clessidra Capital Partners (CCP) e Clessidra Capital Partners II (CCPII), con una dotazione complessiva di circa 2 miliardi di Euro. È in fase di raccolta il terzo fondo con target 1 miliardo di Euro.

Dopo oltre dieci anni di attività dedicata al mercato italiano, quali pensa siano stati gli elementi che hanno caratterizzato l'operato di Clessidra in Italia?

Clessidra nasce circa dodici anni fa, nel 2003. Nel 2004 abbiamo raccolto il primo fondo (Clessidra Capital Partners) e nel 2009 il secondo (Clessidra Capital Partners II), con una dotazione complessiva di circa 2 miliardi di euro. Gli investimenti realizzati sono stati 18, per un totale di oltre €1,5bn investiti, le dismissioni effettuate 10 (totali o parziali). Abbiamo già restituito ai nostri investitori circa €1,9bn. Su queste basi, considerando inoltre la difficile congiuntura economica degli ultimi anni ed il valore del portafoglio rimanente, credo che il risultato complessivo dell'attività svolta fino ad oggi possa dirsi molto positivo.

Oggi è in corso il fund raising del terzo fondo, già operativo e che ha già completato due nuovi investimenti per circa 200 milioni, dati che si aggiungono a quelli relativi ai primi due fondi. Il focus sarà, ancora una volta, investire su realtà italiane di medie dimensioni con un buon posizionamento di mercato e significative prospettive di crescita.

Il nostro Team è composto di 40 persone (rispetto agli iniziali 15) di cui ben oltre la metà dedicate all'attività di investimento.

Direi che Clessidra negli anni ha dunque assunto un ruolo di leadership in Italia, in un periodo in cui abbiamo visto uscire dal mercato diverse organizzazioni che preesistevano.

Tra gli elementi che hanno da sempre contraddistinto l'azione di Clessidra possiamo evidenziare in particolare:

- la capacità di origination proprietaria (legata al nostro network, ai rapporti ed alla credibilità). Lo stretto legame che si instaura in situazioni di questo tipo con gli imprenditori e i manager ha spesso consentito, attraverso un'analisi condotta in maniera efficace ed una migliore e più approfondita comprensione dei business, di ottenere un maggiore comfort sul profilo rischio/rendimento degli investimenti che abbiamo completato. La grande maggioranza dei nostri investimenti non nascono da processi d'asta dove evidentemente il prezzo gioca un ruolo differente da altre logiche appena descritte;
- un approccio orientato alle componenti del business più che a quelle finanziarie. La creazione di valore nasce prevalentemente da interventi volti alla crescita delle nostre società di portafoglio, sia organica che tramite crescita esterna. Abbiamo realizzato, credo sia un dato significativo, 13 add-ons su 9 Portfolio Companies (quindi sul 50% degli investimenti). Generalmente dedichiamo molto tempo alla creazione di un rapporto solido con gli imprenditori e i manager incentrato su temi di sviluppo industriale, sempre nel rispetto dei reciproci ruoli ma con un assoluto allineamento di interessi;
- un limitato ricorso alla leva finanziaria, a sostegno della nostra tesi che la direttrice prevalente di creazione di valore è quella legata alla crescita ed alla ricerca di efficienza.

Nel corso degli anni inoltre l'azione di Clessidra si è evoluta e si è contraddistinta, in risposta ai cambiamenti che hanno caratterizzato l'economia ed il settore, per ulteriori fattori quali:

- l'interesse crescente nei confronti di business di respiro internazionale e meno legati al mercato italiano. La quota di export del portafoglio del primo fondo si aggirava attorno al 20%, quella del secondo fondo è pari a circa l'80%;
- l'ampliamento delle competenze: coerentemente con l'approccio industriale abbiamo accolto nel nostro team professionisti di grande esperienza con background consulenziale o provenienti dal mondo delle imprese, più che dall'ambiente finanziario, che apportano importante know how sia nel Team che nelle singole aziende acquisite;
- l'acquisizione, prevalentemente, di partecipazioni di controllo o di co-controllo: riteniamo infatti che la governance aziendale sia un ingrediente importante per un chiaro e spedito processo di creazione di valore.

Quale dovrebbe essere il ruolo del Private Equity in Italia? Alla luce degli oltre dieci anni di esperienza, crede che il ruolo di voi operatori sia cambiato ed eventualmente, quali sono state le ragioni del cambiamento?

Le statistiche che leggiamo spesso sono piuttosto chiare. L'Italia (ottava economia mondiale con un GDP di oltre €2tn) è un mercato in cui l'incidenza del Private Equity rispetto alle dimensioni dell'economia del Paese (volume degli investimenti rispetto al GDP) è ancora molto modesta (attorno allo 0,1%, cioè meno di 1/3 rispetto agli Stati Uniti e comunque al di sotto della media europea). Se aggiungiamo la nota considerazione del forte peso che il sistema creditizio italiano ha avuto da sempre nel finanziamento alle imprese, che ha radici profonde e quasi culturali, e l'evoluzione che alle banche è oggi (giustamente) imposta, lo spazio di crescita del Private Equity sembra significativo.

Il ruolo del Private Equity può dunque essere quello di contribuire allo sviluppo delle aziende italiane in una fase in cui l'internazionalizzazione e la globalizzazione creano un contesto competitivo in forte trasformazione e richiedono nuove capacità di visione e nuove competenze. Dal mio punto di vista gli operatori di Private Equity possono accompagnare e supportare tante piccole e medie aziende italiane ad adeguarsi ad un nuovo contesto fornendo esperienza, competenze, managerialità, visione e approccio internazionale, oltre naturalmente alle risorse finanziarie.

Forse dovrebbe cambiare ulteriormente l'atteggiamento 'verso' il Private Equity, considerandolo appieno e sfruttandolo come uno strumento di crescita piuttosto che, talvolta, come un soggetto da cui quasi difendersi.

Quali sono le caratteristiche che devono possedere le aziende target su cui decidete di investire? In particolare, che peso ha sulle vostre scelte d'investimento la qualità del management dell'azienda target?

Le principali caratteristiche delle aziende target che ci interessano sono il posizionamento competitivo, la qualità dei prodotti e dei servizi offerti, l'orientamento ai mercati internazionali, le potenzialità di crescita e di sviluppo, l'assetto manageriale e, non

meno importante, un prezzo di ingresso adeguato alla tipologia di investimento. Questi elementi spesso si traducono in buoni risultati sia economici che finanziari.

Clessidra è il più grande fondo di buy-out focalizzato sul mercato domestico che ricerca aziende italiane di media dimensione, con fatturato tra €100mln e €1bn.

Oggi stiamo rivolgendo la nostra attenzione con maggiore enfasi verso imprese la cui vocazione all'export e al Made in Italy risulti predominante. L'Italia è un'economia già caratterizzata da grandi esportazioni e da alcuni settori con grande tradizione e appeal internazionale. L'export rappresenta il 30% del GDP (€600bn) e circa la metà di tale export è realizzato da circa 5.000 aziende che si collocano nel range di dimensione prima indicato, localizzate prevalentemente nelle Regioni del Nord. Di queste aziende circa il 60% sono family-owned, alle prese con passaggi generazionali, che rappresentano spesso il catalizzatore per decisioni di passaggio di proprietà.

Quando valutiamo una di questi possibili target la qualità del management che la gestirà durante il nostro periodo di investimento rappresenta sempre un elemento fondamentale. Ci sono casi in cui incontriamo realtà già ben managerializzate e dove non è di fatto necessario alcun intervento, se non altro di rafforzamento, a livello del management team.

In altri casi invece, specie per aziende relativamente più piccole o in cui l'imprenditore ha sempre gestito in prima persona l'azienda, dobbiamo intervenire nell'organizzazione e creare, a volte quasi ex novo, una struttura manageriale. Anche in questi casi, comunque, vediamo un'opportunità poiché anche in questo modo si contribuisce allo sviluppo di queste aziende e se ne possono migliorare ulteriormente i risultati, contribuendo ad un rafforzamento complessivo della stessa. Per far questo risulta molto utile il nostro Network di conoscenze e contatti con professionisti appartenenti a differenti settori.

A Suo parere, quali sono i processi tipici di creazione di valore che perseguite una volta completata l'operazione di acquisizione?

La definizione dei processi di creazione di valore è una componente fondamentale delle analisi che portano alla realizzazione dell'investimento e viene svolta ben prima di effettuare l'investimento stesso, nonché tradotta nel business plan. Il business plan riflette quindi sostanzialmente la comprensione del business e delle scelte che ne derivano in termini di strategia, di prodotti, di servizi, di mercati, di assetto industriale, di efficienza di costi, delle persone e, come spesso avviene, di ipotesi di percorsi di crescita esterna.

Sulla base dell'esperienza delle operazioni che abbiamo portato a termine, risulta che il valore creato nelle nostre Portfolio Companies è in gran parte legato alla crescita aziendale (sia per linee interne che esterne), seguito dalle maggiori efficienze di costo e dall'impatto del deleverage. Naturalmente a volte il ritorno su un investimento può essere amplificato da un differenziale positivo di multiplo tra entry ed exit, ma quest'ultimo è un elemento maggiormente legato alla congiuntura di mercato più che alle nostre capacità di execution del piano.

Alessandro Tenderini, CEO Pixartprinting



Il caso di successo di Pixartprinting

Pixartprinting è una società che fornisce on line servizi di stampa di piccolo formato (riviste, cataloghi, cartoline, adesivi, dépliant) e di grande formato (riproduzioni in alta risoluzione, poster, affissioni, banner, espositori), packaging, stampe su tessuto. Oggi è considerata un 'One Stop Shop' del mercato europeo della stampa B2B. Dopo l'acquisto del 75% da parte del fondo Alcedo che la detiene per un breve periodo (2011-2014), ad aprile 2014 la società è stata acquistata da Cimpress, leader mondiale del settore, quotato al NASDAQ.

Dott. Tenderini, può delinearci brevemente la storia e l'evoluzione della Pixartprinting S.p.A.?

Pixartprinting viene fondata nel 1994 da Matteo Rigamonti come service bureau per tipografie. I clienti erano locali o si estendevano al massimo alle province di Padova e Treviso; i prodotti erano rappresentati principalmente da sviluppi grafici e impaginati per tipografie e studi grafici locali. Pixartprinting produceva pellicole per le tipografie perché in quel periodo non esistevano i 'Computer To Plate', che creano le 'lastre', ma esistevano delle altre strutture chiamate in gergo 'fotolito' che le tipografie usavano per fare i film dai quali produrre poi le lastre con un procedimento analogico. Nel 1998 la sede aziendale si sviluppava su 140mq ed era composta da due team, uno dedicato alla progettazione grafica e uno al service.

Nel 2000 Internet esisteva ma non era ancora sfruttato a livello commerciale. Partendo da questo abbiamo puntato sul web come strumento commerciale, inizialmente utilizzandolo non tanto per vendere ma per fornire dei preventivi, offrendo un servizio. Abbiamo sviluppato internamente un software che permettesse ai clienti di crearsi on line un preventivo, risparmiando anche 10 giorni di attesa rispetto ai preventivi fatti dal tipografo tradizionale. Il problema principale era rappresentato dalla scarsa dimestichezza del cliente con

questo strumento; rispetto al mercato avevamo un vantaggio competitivo dato dalla velocità e dai prezzi concorrenziali. Abbiamo poi iniziato a fare campagne tradizionali di comunicazione su giornali, tramite mail e fax, al fine di far conoscere la novità dello strumento.

La vera svolta è arrivata nel 2003. Ci trovavamo a fronteggiare un sempre più crescente problema di recupero crediti che assorbiva anche 5 giorni di lavoro al mese, non sempre portando i risultati sperati. A quel punto abbiamo deciso di risolvere il problema alla fonte, ossia accettare solo ordini via web che comportassero il pagamento anticipato all'atto dell'ordine.

Da questa rivoluzione, che ha comportato anche la perdita di clienti storici, ci aspettavamo dapprima un calo di fatturato; al contrario è cresciuto, anche se con diversa composizione del portfolio, perché l'attenzione e il tempo prima dedicati al recupero crediti sono stati utilizzati per la ricerca di nuovi prodotti, come ad esempio il grande formato, di nuovi processi di produzione e nuove forme di comunicazione che ci hanno permesso di creare un listino più competitivo.

Nel 2009 c'è stato un altro cambiamento nella storia di Pixartprinting. Sul mercato si era nel frattempo affacciato un competitor che aveva cominciato a vendere prodotti offset.

Abbiamo capito che dovevamo ragionare diversamente e, facendo tesoro dell'esperienza, abbiamo deciso nuovi investimenti per proseguire nel percorso di crescita.

Oggi l'azienda affronta il mercato della stampa a 360 gradi, stampando dal piccolo al grande formato, dal biglietto da visita alla copertura del palazzo.

Quali sono state le motivazioni strategiche che hanno portato all'apertura del capitale a un investitore come un fondo di Private Equity? Perché avete scelto il fondo Alcedo?

L'idea di far entrare un investitore, o comunque di cedere parte della Società, deriva da una duplice esigenza di Matteo: da un lato, ridimensionare il suo impegno personale, dall'altro dotare l'azienda di strumenti e struttura adeguati alla veloce crescita dimensionale e a un mercato sempre più grande e sofisticato.

La quotazione in Borsa non rappresentava a quel tempo un'opportunità: non c'erano ancora né le dimensioni né la preparazione culturale per affrontarla.

Oltre all'investitore finanziario abbiamo valutato anche investitori industriali che tuttavia abbiamo scartato perché non comprendevano l'essenza dell'azienda e del suo modello di business e si mostravano poco flessibili. Il rischio che correavamo era di rovinare un'azienda sana e interrompere il processo di crescita, snaturando l'unicità del modello di business.

Come è nata la collaborazione con Alcedo e quali sono stati gli elementi caratterizzanti degli anni in cui la maggioranza della società era posseduta dal fondo?

Abbiamo incontrato anche altri fondi di Private Equity, ma abbiamo scelto Alcedo per il loro DNA. Ci ha conquistato la cura nei rapporti con il management e il tatto nel non imporsi, nonostante fossero azionisti di maggioranza. L'apporto del fondo è stato di supporto alla riorganizzazione aziendale, amministrativa e contabile, oltre che a una maggiore apertura verso l'internazionalizzazione dei mercati. E' stato rivisto il sistema azienda nel suo complesso: procedure, organigramma, controllo di gestione e sistemi di governance. E' stata creata una struttura manageriale con inserimento di nuove figure scelte insieme al fondo (un responsabile marketing, un CFO, un responsabile controllo di gestione, un responsabile HR), sempre nel rispetto delle esigenze e del DNA dell'azienda. Abbiamo potenziato la strategia di internazionalizzazione che avevamo cominciato già con l'apertura al mercato francese prima di Alcedo, portando il fatturato estero da un 25% (al momento dell'ingresso di Alcedo) al 45% (al momento dell'uscita). Nel complesso in meno di 3 anni insieme abbiamo quasi raddoppiato il fatturato e l'EBITDA dell'azienda.

Questo passaggio con Alcedo ha reso possibile l'acquisizione da parte di Cimpres, principale operatore nel settore web

to print, quotato al Nasdaq. Sono soddisfatto dell'esperienza con il Private Equity; ritengo che siano stati degli ottimi catalizzatori, che hanno agevolato con gli strumenti in loro possesso il nostro sviluppo.

Come è avvenuto l'exit del Fondo e per quali ragioni in tempi così brevi? Come è nata la collaborazione con Cimpres e come si inserisce Pixartprinting nel suo mondo?

Alcedo è entrato a dicembre 2011 e la cessione a Cimpres è avvenuta nel mese di aprile 2014.

In fase di uscita del Fondo, c'era interesse anche da parte di altri 2 operatori industriali, ma insieme ad Alcedo abbiamo ritenuto che, in considerazione delle opportunità di crescita e sviluppo futuro della Società, oltre che naturalmente per motivi valutativi, Cimpres rappresentasse la soluzione migliore.

In realtà Cimpres e Pixartprinting operano su mercati diversi, con business differenti. Con la società Vistaprint, Cimpres opera prevalentemente nel microbusiness e nel B2C (usando dei template già pronti e da personalizzare proposti nel loro e-shop), noi nel B2B (nell'ambito dell'upload & print, per il quale il cliente deve essere in grado di prodursi il file da solo). Questo primo anno di percorso ci ha permesso di capire e di conoscerci meglio e di cominciare un processo di scambio delle conoscenze, teso a valorizzare gli aspetti più peculiari di ognuna delle due aziende a servizio della crescita del business del gruppo, e creando un interscambio bidirezionale di conoscenze.

La nostra azienda intanto continua a crescere: nel 2013 abbiamo fatturato 56 milioni (fatturato 2011 all'ingresso di Alcedo erano circa 32 milioni di Euro).

Appendix

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

TAB. 13 – IRR 'From Inception' distribution by way out

	Trade Sale	
	2013	2014
No. of transactions	63	63
Yearly Pooled IRR	20.8%	15.6%

TAB. 14 – 2014 IRR 'From Inception' distribution by time gap between first investment and divestment

2014	< 2	2 - 3	3 - 4	4 - 5	5 - 7	> 7
No. of transactions	14	16	8	10	24	23
Yearly Pooled IRR	63.3%	57.9%	15.2%	32.2%	29.7%	0.2%

TAB. 15 – 2014 IRR 'From Inception' distribution by target industry

Sector	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food&Beverage	3	1.7%	8	9
Industrial manufacturing and similar	20	15.3%	392	242
Energy and Chemicals	13	6.0%	636	505
ICT	12	-1.2%	28	33
Consumer goods	10	36.5%	1,058	306
Biotechnology	1	-63.9%	0	1
Financial Institutions	7	45.0%	698	225
Pharma-Healthcare	5	8.7%	44	29
Transportation-Infrastructures	3	-6.3%	17	24
Other	21	20.8%	609	307

TAB. 16 – 2014 IRR 'From Inception' distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	8	17.0%	136	58
5% - 10%	4	-14.9%	15	37
10% - 25%	26	6.7%	613	500
25% - 50%	29	35.2%	1,114	359
>50%	28	19.0%	1,612	728

Appendice

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

TAB. 13 – Breakdown IRR 'From Inception' per modalità di way out

	Trade Sale	
	2013	2014
No. transazioni	63	63
IRR Lordo Aggregato	20,8%	15,6%

TAB. 14 – Breakdown IRR 2014 'From Inception' per time gap compreso tra il primo investimento e la dismissione

2014	< 2	2 - 3	3 - 4	4 - 5	5 - 7	> 7
No. transazioni	14	16	8	10	24	23
IRR Lordo Aggregato	63,3%	57,9%	15,2%	32,2%	29,7%	0,2%

TAB. 15 – Breakdown IRR 2014 'From Inception' per settore delle aziende target

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	3	1,7%	8	9
Produzioni industriali e collegate	20	15,3%	392	242
Chimico-Energetico	13	6,0%	636	505
ICT	12	-1,2%	28	33
Produzione beni di consumo	10	36,5%	1.058	306
Biotechologie	1	-63,9%	0	1
Finanziario	7	45,0%	698	225
Farmaceutico-Sanitario	5	8,7%	44	29
Trasporti-Infrastrutture	3	-6,3%	17	24
Altro	21	20,8%	609	307

TAB. 16 – Breakdown IRR 2014 'From Inception' per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	8	17,0%	136	58
5% - 10%	4	-14,9%	15	37
10% - 25%	26	6,7%	613	500
25% - 50%	29	35,2%	1.114	359
>50%	28	19,0%	1.612	728

Contacts

Maximilian P. Fiani

Partner

KPMG Corporate Finance

Tel. +39 02 6764 3647

Email: mfiani@kpmg.it

Paolo Mascaretti

Partner

Head of KPMG Private Equity Line of Business

Tel. +39 02 6764 3776

Email: pmascaretti@kpmg.it

Gavina Valentina Tedde

Supervising Senior

KPMG Transaction Services

Tel: +39 02 67631

Email: gtedde@kpmg.it

Stefano Boccasile

Staff Accountant

KPMG Transaction Services

Tel: +39 02 67631

Email: sboccasile@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.

© 2015 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.

© 2015 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.

Printed in Italy
Publication date: May 2015

