

CORPORATE FINANCE – PRIVATE EQUITY

## 2008: a bumpy ride

Italian Private Equity and Venture Capital market:  
2008 performances

ADVISORY

# KPMG Corporate Finance

KPMG International is the coordinating entity for a global network of professional services firms, providing audit, tax and advisory services, with an industry focus. With nearly 135,000 professionals worldwide, member firms provide audit, tax and advisory services in 150 offices. The KPMG Corporate Finance global network includes more than 2,200 professionals in 62 countries, including Italy, where it operates with about 60 professionals and offices in Milan, Rome and Bologna. The professionals of KPMG Corporate Finance have considerable experience in assisting and advising clients in the research, design, assessment, development, implementation and finalisation of acquisition, sale, merger, privatization and joint/venture strategies and in structured finance operations in general, offering all-comprehensive assistance at each stage of the transaction.

Within the KPMG Corporate Finance network, the "Private Equity Group", which involves a team of local professionals coordinated internationally, provides advice related specifically to Private Equity transactions. Fabrizio Baroni headed the team that prepared this paper, assisted by Erika Timolina, Beniamino Viscogliosi and Mariachiara Vizziello.

## AIFI

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

# KPMG Corporate Finance

KPMG International è composta da un network di società che offrono servizi professionali, quali revisione, consulenza fiscale ed aziendale con focus settoriale. Con circa 135.000 professionisti a livello mondiale, le società del network offrono servizi di revisione, consulenza fiscale ed aziendale in 150 uffici. Il network internazionale di KPMG Corporate Finance comprende oltre 2.200 professionisti in 62 Paesi, tra cui l'Italia, che dispone di circa 60 professionisti ed uffici a Milano, Roma e Bologna. I professionisti di KPMG Corporate Finance hanno sviluppato significative esperienze di assistenza e consulenza ai clienti nella ricerca, studio, valutazione, strutturazione, sviluppo, realizzazione e finalizzazione di strategie di acquisizione, disinvestimento, fusione, privatizzazione, joint-venture e di finanza strutturata in genere, con assistenza completa in ogni fase della transazione.

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

## AIFI

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

## Contents

<b>Background</b>	
Aim of the report and information used	4
Definitions and glossary	6
Methodology	6
The Italian macroeconomic framework	8
<b>The Italian Private Equity and Venture Capital market performances in 2008</b>	
How did 2008 perform?	12
3, 5 and 10 year performances	22
Different categories of Private Equity Houses, different performances	28
Net Pooled IRR: a comparison with the international markets	32
<b>Appendix</b>	

## Sommario

<b>Background</b>	
Finalità del rapporto ed informazioni utilizzate	5
Definizioni e glossario	7
Premessa metodologica	7
Contesto macroeconomico italiano	9
<b>Le performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2008</b>	
Come è andato il 2008?	13
Le performance a 3, 5 e 10 anni	23
Diverse tipologie di operatori, diverse performance	29
IRR Netto: un parametro di confronto con i mercati internazionali	33
<b>Appendice</b>	

## Background

### **Aim of the report and information used**

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

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

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

In particular, this paper thus provides an in depth snapshot of market performances in 2008, with reference to historical data where appropriate.

## Background

### **Finalità del rapporto ed informazioni utilizzate**

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

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

In sostanza, il presente lavoro, mediante l'analisi dei dati trasmessi direttamente dagli operatori nel corso delle varie edizioni, intende verificare empiricamente lo "stato dell'arte" del settore del Private Equity e Venture Capital in Italia, evidenziandone, peraltro, gli eventuali trend in atto e le possibili dinamiche evolutive.

In particolare, il documento fornisce un'overview dettagliata delle performance di mercato registrate nell'anno 2008, proponendo, ove opportuno, eventuali integrazioni con i dati storici.

### Definitions and glossary

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

### Methodology

The analyses presented in this document and all information and data used to calculate market performances were provided to AIFI and KPMG Corporate Finance on a confidential basis. All the information presented in this paper refers to aggregated data and/or data analysed by macro category.

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

Because of the gaps in some information, analyses concerning certain sub-categories (derived from the main sample) have sometimes been carried out on the basis of case by case "clustered" sub-samples.

### Definizioni e glossario

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

### Premessa metodologica

Le analisi fornite nel presente documento, nonché le informazioni ed i dati utilizzati ai fini del calcolo delle performance di mercato, sono stati comunicati ad AIFI ed a KPMG Corporate Finance in forma riservata e confidenziale. Tutte le informazioni qui presentate fanno riferimento a dati aggregati e/o analizzati per macro-categorie.

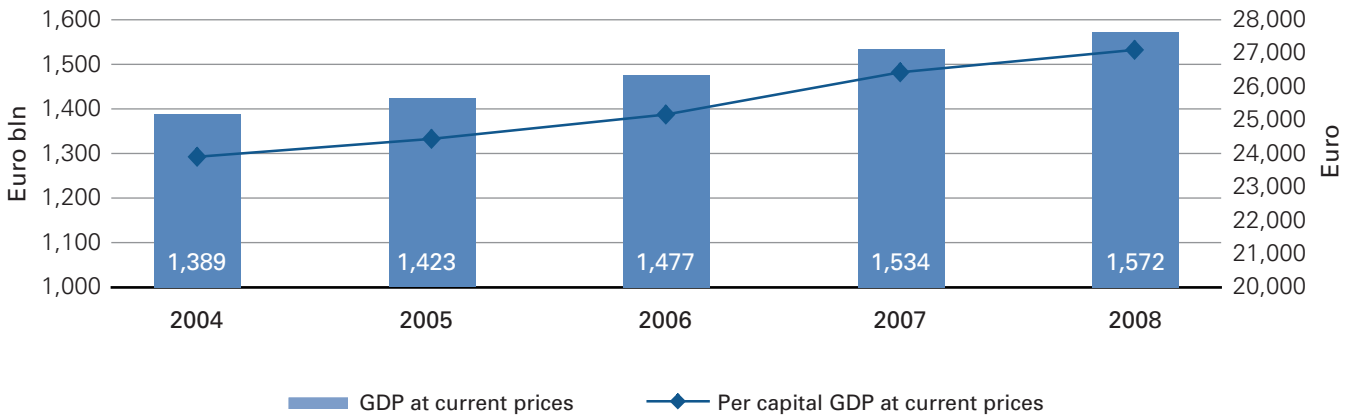
I dati di performance presentati sono forniti in termini di IRR Lordo Aggregato, calcolato sulla base di flussi mensili. In particolare, si segnala come tale dato rappresenti la media ponderata dei rendimenti della totalità degli investimenti realizzati dagli operatori e non la media dei rendimenti dei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

È opportuno evidenziare che, nelle analisi svolte su specifici sotto-gruppi dei campioni di riferimento, data la mancanza, in alcuni casi, delle relative informazioni di dettaglio, le elaborazioni sono state talvolta svolte su sotto-campioni più ristretti, "clusterizzati" caso per caso.

### The Italian macroeconomic framework

A brief overview of the key indicators for the domestic economy in the five years from 2004 to 2008 is provided below, in order to give a clear view of where the Private Equity and Venture Capital sector fits into the macro economy.

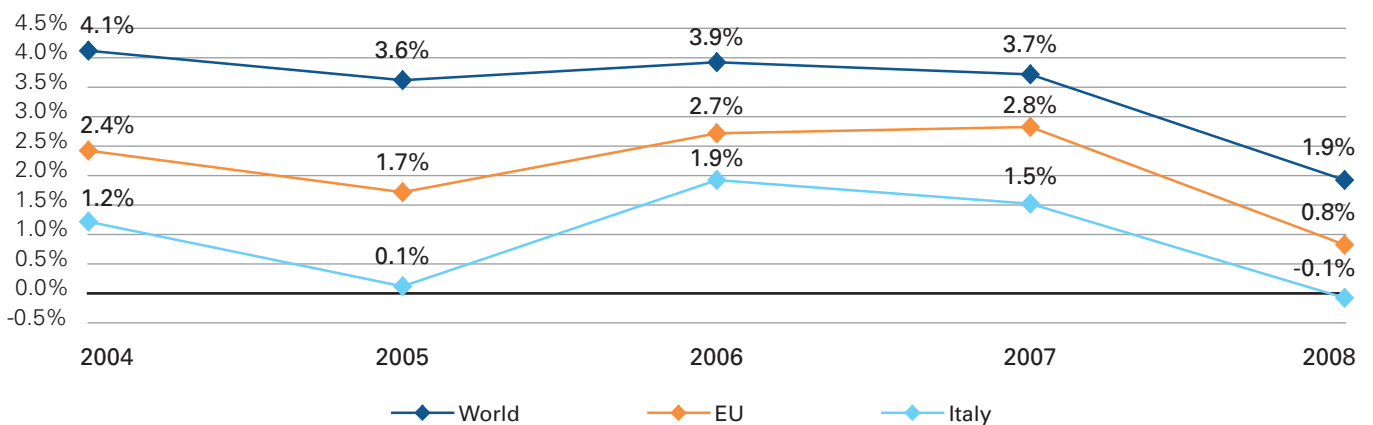
**CHART 1 – Italian economic growth**



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

During the time frame considered, Italian GDP at current prices records a CAGR of 3.1%, growing from Euro 1,389 billion in 2004 to Euro 1,572 billion in 2008. A similar growth trend is seen for the per capital GDP, which reflects the substantially stable demographic trend.

**CHART 2 – Real GDP growth**



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

The 2008 world real GDP growth rate shows a significant decrease, confirmed by the 2009 forecasts (i.e. expected real GDP decrease of around -3.0%). Meanwhile, European GDP growth, following the expansion phase of the last two years, slowed down significantly to approximately 0.8%; this result is confirmed by the analysts' estimates for 2009 in the range of -4.1%. In this scenario, the Italian economy, in line with the historical trend, shows another significant slump, with a negative growth rate in 2008 (-0.1%); analysts confirm this trend for 2009 (around -4.5%).



### **Contesto macroeconomico italiano**

Al fine di inquadrare l'attività del settore del Private Equity e Venture Capital nel contesto economico di riferimento, sono nel seguito illustrati i principali indicatori macroeconomici che hanno caratterizzato l'economia italiana nell'ultimo quinquennio (i.e. 2004-2008).

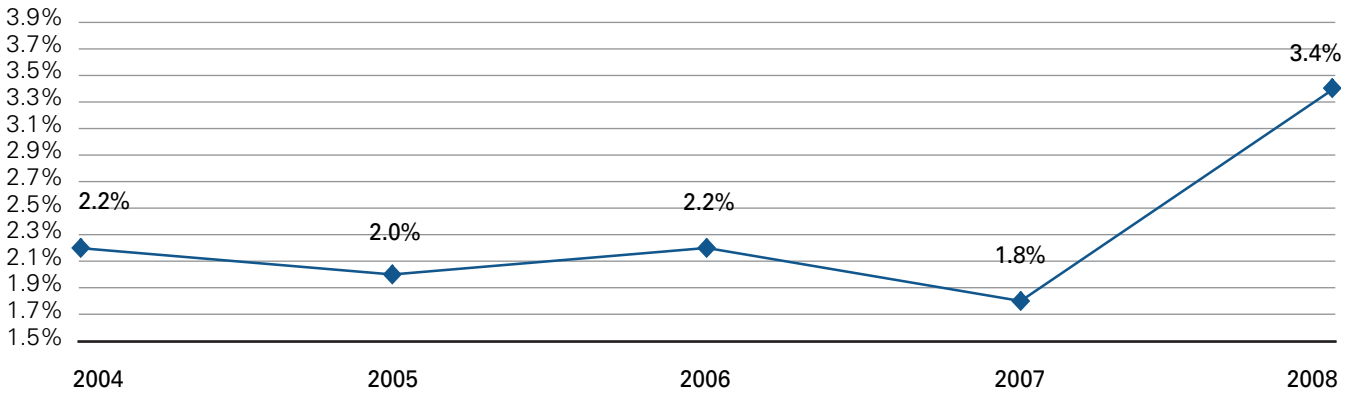
#### **Rif. CHART 1 – Crescita economica in Italia**

Nell'orizzonte temporale considerato, il Prodotto Interno Lordo italiano a prezzi correnti registra un CAGR pari al 3,1%, passando da Euro 1.389 bln nel 2004 a Euro 1.572 bln nel 2008. Il PIL pro-capite presenta un andamento sostanzialmente analogo, evidenziando, peraltro, la relativa stabilità del trend demografico.

#### **Rif. CHART 2 – Crescita del PIL reale**

Nel 2008, l'andamento del PIL reale presenta, a livello mondiale, una significativa flessione, confermata peraltro dall'outlook 2009, stimato dagli analisti nell'ordine del -3,0%. L'economia europea, dopo la fase espansiva dell'ultimo biennio, evidenzia, nel 2008, un netto rallentamento, attestandosi intorno allo 0,8%; tale inversione di tendenza risulterebbe ancor più marcata con riferimento all'outlook 2009, stimato dagli analisti pari a circa il -4,1%. In tale contesto, l'economia italiana, in linea con il trend storico, mostra un'ulteriore sensibile flessione, evidenziando, nel 2008, un tasso di crescita negativo (i.e. -0,1%); le proiezioni degli analisti confermano tale trend, con un outlook 2009 stimato pari a circa il -4,5%.

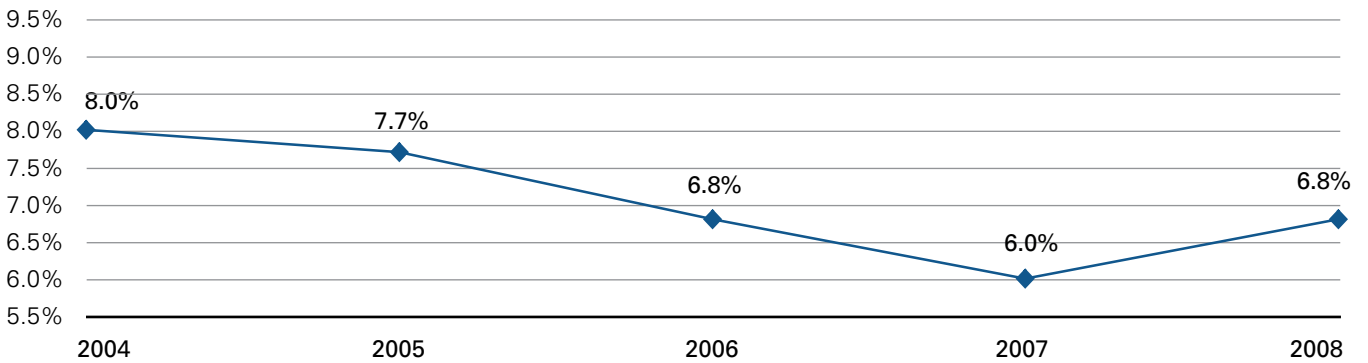
**CHART 3 – Italian inflation rate**



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

After fluctuating over the past four years, the inflation rate increased strongly in 2008 to around 3.4%.

**CHART 4 – Italian unemployment rate**



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

After decreasing continuously for four years, the Italian unemployment rate rises to 6.8% in 2008, confirming the current economic cycle.



#### **Rif. CHART 3 – Tasso di inflazione in Italia**

Il tasso di inflazione, dopo l'andamento piuttosto altalenante registrato nell'ultimo quadriennio, evidenzia, nel 2008, un netto incremento, attestandosi intorno al 3,4%.

#### **Rif. CHART 4 – Tasso di disoccupazione in Italia**

A conferma del ciclo economico in atto, il tasso nazionale di disoccupazione, dopo la fase di costante decremento caratterizzante l'ultimo quadriennio, registra nel 2008 un'inversione di tendenza, attestandosi al 6,8%.

## The Italian Private Equity and Venture Capital market performances in 2008

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

Specifically, the analyses include two main performance indicators:

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

### How did 2008 perform?

#### “From Inception” Gross Pooled IRR

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

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

#### “From Inception” main sample

	2006	2007	2008
No. of companies included in the research panel	62	66	71
No. of companies presenting realised investments	30	33	38
No. of realised investments "From Inception"	88	99	78
Average investment size (Euro mln)	10.9	16.4	16.5
Total Cash Out (Euro mln)	966	1,627	1,289
Total Cash In (Euro mln)	1,956	4,105	2,193
Average cash multiple	2.0x	2.5x	1.7x

The sample considered in the analysis testifies to its further enlargement with the highest number of Private Equity Houses involved in 2008 (i.e. 71) since the beginning of the survey, this reflecting the more extensive coverage and ongoing fine-tuning of the survey as well as sector players' growing focus on performance.

In 2008, the number of divestments records a fall of approximately 20% in comparison to 2007 (i.e. 78 in 2008 vs 99 in 2007), whereas the average investment size remains substantially stable, in line with the previous year and historical trends.

## Le performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2008

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

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

- **IRR Lordo Aggregato "From Inception"** (definito, 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, nella terminologia internazionale, "Gross Pooled IRR on All Investments"), che indica le performance relative agli investimenti realizzati nell'orizzonte temporale di riferimento (i.e. 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.

### Come è andato il 2008?

#### IRR Lordo Aggregato "From Inception"

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

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

#### Il campione "From Inception"

	2006	2007	2008
Operatori coinvolti nella ricerca	62	66	71
Operatori che presentano operazioni realizzate	30	33	38
Numero transazioni dismesse	88	99	78
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	10,9	16,4	16,5
Cash Out complessivo (Euro mln)	966	1.627	1.289
Cash In complessivo (Euro mln)	1.956	4.105	2.193
Cash multiple medio	2,0x	2,5x	1,7x

La struttura del campione evidenzia l'ulteriore estensione del panel di riferimento, registrandosi nel 2008 il massimo storico in termini di numero di adesioni (i.e. 71 operatori), a testimonianza da un lato della crescente sensibilità da parte degli operatori verso il monitoraggio delle performance, dall'altro del sempre maggiore affinamento e livello di copertura dell'indagine.

In terms of investment size, the total Cash Out decreases by approximately 20% compared to 2007, in line with the decrease in the number of reported divestments; similarly, the Cash In volume has almost halved, due both to the decrease of divestment numbers and to the slowdown of 2008 performance, which has been mainly caused by the relevant Write Off recorded in 2008.

The Cash Out multiple recorded a sharp decrease, from roughly 2.5x in 2007 to approximately 1.7x in 2008.

### “From Inception” performances

	2006	2007	2008
Yearly Pooled IRR	28.5%	29.2%	18.9%
Upper quarter (by performance)	115.0%	80.8%	50.7%
Upper quarter (by investment size)	24.2%	31.1%	18.4%

As a whole, 2008 performances stand at 18.9%, showing a reversal of the historical growth trend; in this context, it is worth noting that the 2007 and 2008 results are partially influenced by certain “outlier” (i.e. very large Write Off in 2008 vs significant “over-performing” transactions in 2007), which if normalised would show a partial reduction in the gap between 2007 and 2008 IRRs.

Upper quarter by performance (i.e. the cluster which includes 25% highest return transactions) shows an IRR (2008) of 51%, significantly lower than the 2007 figure; similarly, the upper quarter by investment size figure (i.e. the cluster which includes the 25% of transactions with the greatest investment size) fell sharply to be in line with the IRR of the sample as a whole (i.e. 18.4% vs. 18.9%).

To sum up, the analysis by quarter seems to highlight, on the one hand, the general drop in 2008 performance, and on the other hand, the increasing performance stabilization, shown by the steady move of the upper quarter by performance towards the panel's average return.

### Performance distribution by IRR class

	Cash Out			Cash In			No. of transactions		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Negative/Write Off	17.1%	8.5%	34.1%	4.0%	1.0%	0.9%	13	20	21
0% - 10%	39.7%	4.4%	7.0%	20.8%	2.2%	5.7%	34	25	16
10% - 20%	3.0%	23.1%	2.9%	3.2%	15.9%	2.8%	9	15	8
20% - 30%	10.8%	19.2%	29.7%	12.1%	19.3%	43.4%	8	7	7
30% - 40%	2.5%	6.6%	14.6%	2.9%	5.6%	21.8%	4	5	9
40% - 50%	1.3%	6.0%	2.6%	2.8%	6.6%	6.3%	4	9	5
50% - 100%	17.0%	14.5%	8.3%	18.4%	20.1%	14.6%	7	14	7
100% - 500%	1.7%	17.7%	0.9%	9.4%	29.3%	4.5%	7	4	5
> 500%	6.9%	-	-	26.4%	-	-	2	-	-
Total (Euro mln)	966	1,627	1,289	1,956	4,105	2,193	88	99	78

Transactions with negative IRR or Write Off increase sharply both in number (i.e. 27% in 2008 vs 20% in 2007), and (especially) by Cash Out (i.e. 34% in 2008 vs 9% in 2007); written off transactions more than doubled in such cluster (14 in 2008 vs 6 in 2007), while as a percentage of Cash Out they increase from approximately 1% in 2007 to about 33% in 2008.

Nel 2008, il numero di disinvestimenti registra una flessione nell'ordine del 20% (i.e. 78 nel 2008 vs. 99 nel 2007), a fronte di una dimensione media di investimento (i.e. Euro 16,5 mln) sostanzialmente in linea con l'anno precedente e con il trend storico di crescita.

In termini di volumi di investimento, il Cash Out complessivo registra un decremento pari a circa il 20%, essenzialmente connesso alla riduzione del numero di disinvestimenti segnalati; analogamente, il Cash In risulta pressoché dimezzato, per effetto sia del decremento del numero di disinvestimenti, sia del calo generalizzato delle performance 2008, con particolare riferimento ad alcuni rilevanti Write Off registrati nell'anno.

Il multiplo di uscita implicito (i.e. cosiddetto "cash multiple") registra un netto decremento, passando da circa 2,5x nel 2007 a circa 1,7x nel 2008.

### Le performance "From Inception"

	2006	2007	2008
IRR Lordo Aggregato	28,5%	29,2%	18,9%
Quartile superiore per performance	115,0%	80,8%	50,7%
Quartile superiore per ammontare investito	24,2%	31,1%	18,4%

Nel complesso, la performance delle operazioni disinvestite nel corso del 2008 si attesta al 18,9%, segnando un'inversione di tendenza rispetto al trend storico di crescita; in tale contesto, è peraltro opportuno rilevare che i risultati 2007 e 2008 sono parzialmente influenzati da alcuni "outlier" (i.e. Write Off particolarmente rilevanti nel 2008 vs. significative operazioni "over-performing" nel 2007), la cui normalizzazione statistica evidenzerebbe una (parziale) riduzione del gap tra i rendimenti registrati nel biennio di riferimento.

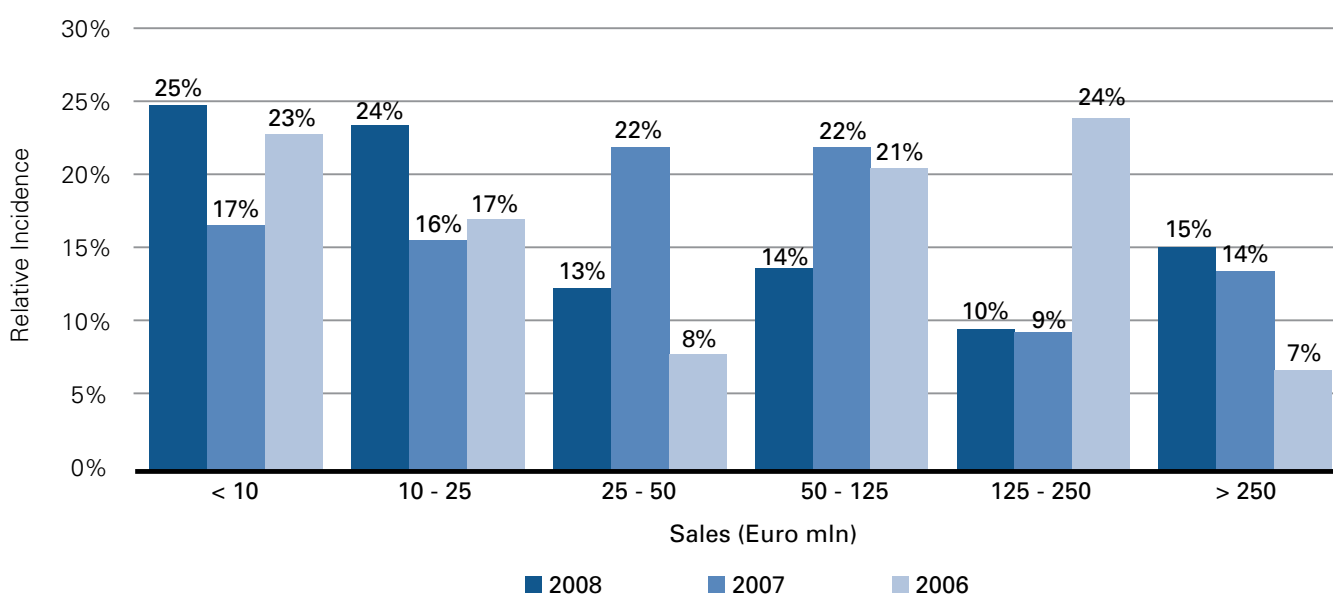
Il quartile superiore per performance (i.e. il cluster costituito dal 25% dei disinvestimenti con i rendimenti maggiori) presenta un IRR pari al 51%, in sensibile flessione rispetto al periodo precedente; analogamente, il quartile superiore per ammontare investito (i.e. il cluster che raggruppa il 25% delle operazioni caratterizzate dai maggiori investimenti) mostra un sensibile decremento, attestandosi ad un valore sostanzialmente in linea con il rendimento medio complessivo registrato dal campione (i.e. 18,4% vs. 18,9%).

In generale, l'analisi per quartile da un lato conferma il calo generalizzato delle performance registrato nel 2008, dall'altro sembra testimoniare una sempre maggiore stabilizzazione dei rendimenti, evidenziata dalla progressiva convergenza (rispetto ai dati storici) del quartile superiore per performance verso valori più prossimi al dato medio.

High performance transactions (IRR between 30% and 50%) show a slight increase both in number (i.e. 18% in 2008 vs 14% in 2007) and by Cash Out (i.e. 17% in 2008 vs. 13% in 2007); on the other hand, even though "outstanding" transactions (i.e. above 50% IRR) are stable in number (i.e. 15% in 2008 vs 18% in 2007), as a percentage of Cash Out, they fell significantly (i.e. 9% in 2008 vs 32% in 2007).

In short, the analysis by IRR class seems to show that decreasing 2008 performances are essentially due to the relevant (both in terms of size and number) Write Off, and at the same time to the considerable decrease (especially in terms of Cash Out percentages) in "over – performing" transactions (i.e. IRR above 50%).

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



The breakdown by target sales size highlights the substantial increase in the number of transactions related to small-medium enterprises (i.e. with a turnover of less than Euro 50 mln), which increased from approximately 55% in 2007 to 61% in 2008 as a percentage of the total by number. Meanwhile, the percentage (by number) of transactions involving medium enterprises (i.e. with sales between Euro 50 mln and Euro 250 mln) has dropped from 32% in 2007 to 24% in 2008. The percentage of transactions targeting large enterprises (i.e. with sales higher than Euro 250 mln) is substantially stable at approximately 15%.

**Transaction breakdown by target sales size (Yearly Pooled IRR)**

Sales (Euro mln)	2007		2008	
	No.	IRR	No.	IRR
< 10	16	13.6%	18	0.5%
10 - 25	15	3.8%	17	23.0%
25 - 50	21	29.1%	9	48.3%
50 - 125	21	17.9%	10	13.2%
125 - 250	9	25.6%	7	24.7%
> 250	13	36.6%	11	16.7%

**Breakdown per classe di IRR realizzato**

	Cash Out			Cash In			No. transazioni		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Negativo/Write Off	17,1%	8,5%	34,1%	4,0%	1,0%	0,9%	13	20	21
0% - 10%	39,7%	4,4%	7,0%	20,8%	2,2%	5,7%	34	25	16
10% - 20%	3,0%	23,1%	2,9%	3,2%	15,9%	2,8%	9	15	8
20% - 30%	10,8%	19,2%	29,7%	12,1%	19,3%	43,4%	8	7	7
30% - 40%	2,5%	6,6%	14,6%	2,9%	5,6%	21,8%	4	5	9
40% - 50%	1,3%	6,0%	2,6%	2,8%	6,6%	6,3%	4	9	5
50% - 100%	17,0%	14,5%	8,3%	18,4%	20,1%	14,6%	7	14	7
100% - 500%	1,7%	17,7%	0,9%	9,4%	29,3%	4,5%	7	4	5
> 500%	6,9%	-	-	26,4%	-	-	2	-	-
Totale (Euro mln)	966	1.627	1.289	1.956	4.105	2.193	88	99	78

Le operazioni con IRR negativo o Write Off evidenziano un significativo incremento, in termini sia di incidenza numerica (i.e. 27% nel 2008 vs. 20% nel 2007), sia (soprattutto) di Cash Out (i.e. 34% nel 2008 vs. 9% nel 2007); nell'ambito di tale cluster, il numero dei Write Off risulta più che raddoppiato (i.e. 14 nel 2008 vs. 6 nel 2007), mentre l'incidenza degli stessi, in termini di Cash Out, passa da circa l'1% nel 2007 a circa il 33% nel 2008.

Le transazioni con performance elevate (i.e. con IRR compreso tra il 30% e il 50%) registrano un lieve incremento, sia per numero (i.e. 18% nel 2008 vs. 14% nel 2007), sia in termini di Cash Out (i.e. 17% nel 2008 vs. 13% nel 2007); per contro, l'incidenza delle operazioni con rendimento "outstanding" (i.e. con IRR maggiore del 50%), benché relativamente stabile per numero (i.e. 15% nel 2008 vs. 18% nel 2007), presenta una significativa flessione a livello di Cash Out (i.e. 9% nel 2008 vs. 32% nel 2007).

Nel complesso, il dettaglio per classe di IRR evidenzia come la flessione della performance 2008 sia essenzialmente ascrivibile da un lato ad alcuni rilevanti (sia per numero, sia per dimensioni) Write Off registrati nell'anno, dall'altro alla sensibile riduzione (soprattutto in termini di incidenza per Cash Out) di operazioni "over-performing" (i.e. con IRR maggiore del 50%).

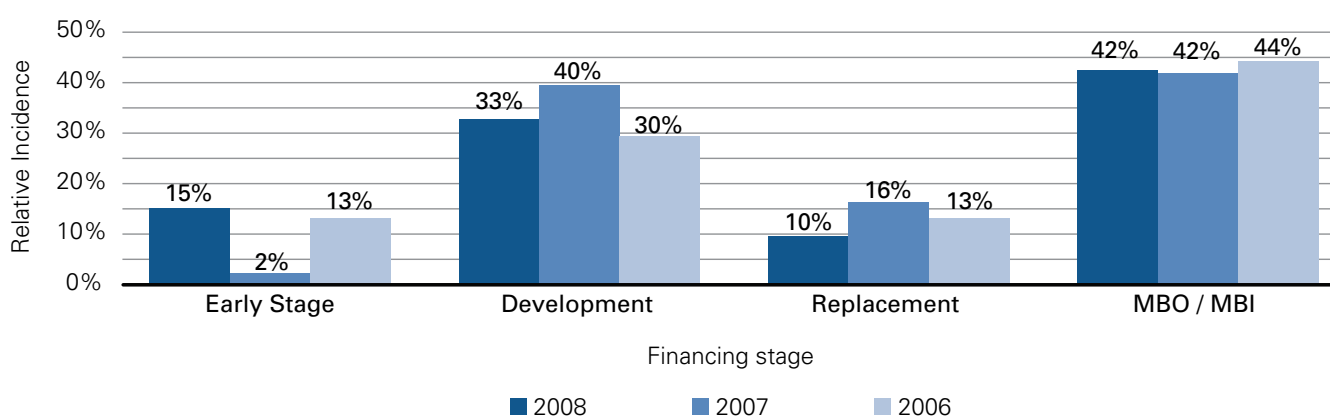
**Rif. CHART 5 – Breakdown per fatturato delle aziende target (incidenza relativa per numero)**

Il dettaglio per fatturato delle aziende target evidenzia il sensibile incremento delle operazioni relative a target di dimensioni medio-piccole (i.e. con fatturato inferiore ad Euro 50 mln), la cui incidenza (per numero) passa da circa il 55% nel 2007 a circa il 61% nel 2008. Parallelamente, si osserva un significativo decremento delle operazioni relative a target di medie dimensioni (i.e. con fatturato compreso tra Euro 50 mln ed Euro 250 mln), la cui incidenza scende dal 32% nel 2007 al 24% nel 2008. L'incidenza delle operazioni relative a target di grandi dimensioni (i.e. con fatturato superiore ad Euro 250 mln) risulta sostanzialmente stabile intorno al 15%.

The weighted average IRR (i.e. in terms of Cash Out) related to transactions involving small-medium targets shows a slight increase from approximately 21.2% in 2007 to roughly 22.9% in 2008. There is a significant downturn in the performances of transactions involving medium enterprises (i.e. 17.2% in 2008 vs 21.4% in 2007), and (above all) large enterprises (i.e. 16.7% in 2008 vs 36.6% in 2007).

To summarize, the breakdown by target sales size shows how the downturn in 2008 performances seems to be mostly related to medium-large size enterprises, a cluster affected by the majority of the Write Off recorded in the year.

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



Development and replacement transactions, which represent respectively 33% and 10% of the sample, show a significant decrease in percentage terms by number. Similarly Early Stage transactions show a sharp increase from approximately 2% in 2007 up to and exceeding 15% in 2008. MBO/ MBI transactions, continue to account for over 40% of the total monitored transactions.

As a whole, the distribution by financing stage shows the great predominance, though less than in 2007, of MBO/MBI and Development transactions, equal to more than 75% of the panel, confirming the trend seen over the last few years.

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

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
No. of transactions	2	11	34	24	14	7	36	31
Yearly Pooled IRR	89.1%	-2.7%	21.3%	9.6%	14.6%	20.8%	36.1%	21.2%

In terms of performance, there is a significant drop in returns affecting both Development (i.e. 9.6% in 2008 vs 21.3% in 2007) and MBO/MBI transactions (21.2% in 2008 vs 36.1% in 2007). Despite their weaker performance, MBO/MBI transactions consolidated their "top performer" role in the Italian market. On the contrary, Replacement transactions saw a significant rise from 14.6% in 2007 to 20.8% in 2008, while Early Stage transactions, which represent a limited cluster with a small average investment size, performed negatively (-2.7%), showing a

**Breakdown per fatturato delle aziende target (IRR Lordo Aggregato)**

Fatturato (Euro mln)	2007		2008	
	No.	IRR	No.	IRR
< 10	16	13,6%	18	0,5%
10 - 25	15	3,8%	17	23,0%
25 - 50	21	29,1%	9	48,3%
50 - 125	21	17,9%	10	13,2%
125 - 250	9	25,6%	7	24,7%
> 250	13	36,6%	11	16,7%

In termini di rendimenti (i.e. IRR medio ponderato per Cash Out), le operazioni riguardanti target di dimensioni medio-piccole registrano un lieve incremento, passando da circa il 21,2% nel 2007 a circa il 22,9% nel 2008. Si osserva, per contro, una netta flessione delle performance con riferimento alle operazioni relative a target sia di medie dimensioni (i.e. 17,2% nel 2008 vs. 21,4% nel 2007), sia (soprattutto) di grandi dimensioni (i.e. 16,7% nel 2008 vs. 36,6% nel 2007).

In definitiva, l'analisi per fatturato delle aziende target sembrerebbe evidenziare come la flessione della performance complessiva registrata nel 2008 sia principalmente connessa al significativo calo dei rendimenti riguardanti target di medie e grandi dimensioni, nel cui ambito sono peraltro riconducibili buona parte dei Write Off segnalati nell'anno.

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

Gli investimenti effettuati in fase di sviluppo (i.e. Development) e le operazioni finalizzate alla sostituzione degli azionisti di minoranza (i.e. Replacements), rispettivamente pari a circa il 33% ed il 10% del campione, mostrano, in termini di incidenza per numero, un sensibile decremento; parallelamente, gli investimenti riguardanti le prime fasi del ciclo di vita (i.e. Early Stage) evidenziano un significativo incremento, passando da circa il 2% nel 2007 ad oltre il 15% nel 2008. Le operazioni di MBO/MBI si attestano stabilmente al di sopra del 40% delle transazioni complessivamente monitorate.

Nel complesso, il dettaglio per fase del ciclo di vita delle aziende target evidenzia la netta prevalenza, benché in lieve calo rispetto all'anno precedente, delle operazioni di Development e MBO/MBI, la cui incidenza complessiva nel 2008 supera il 75% del totale delle transazioni monitorate, confermando un trend consolidatosi negli ultimi anni.

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

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
No. transazioni	2	11	34	24	14	7	36	31
IRR Lordo Aggregato	89,1%	-2,7%	21,3%	9,6%	14,6%	20,8%	36,1%	21,2%

In termini di performance, si osserva il significativo calo dei rendimenti da parte delle operazioni sia di Development (i.e. 9,6% nel 2008 vs. 21,3% nel 2007), sia di MBO/MBI (i.e. 21,2% nel 2008 vs. 36,1% nel 2007); queste ultime, sebbene

clear about-turn with respect to historical performances. It should be pointed out that Early Stage transactions are traditionally characterized by a widely fluctuating performances (i.e. 89.1% in 2007, 13.8% in 2006, -1.8% in 2005 and 30.5% in 2004).

To sum up, the 2008 survey, in line with the macroeconomic scenario, substantially highlights a significant fall compared to the historical growth trend, started in 2003. Specifically, the significant performance decrease is due mainly (but not solely) to the significant impact, in terms of numbers and invested capital, of Write Off transactions – the majority of which took place in the last three years.

The analyses carried out on the different sub-samples highlight that MBO/ MBI and Development transactions involving medium and (especially) large enterprises, where most of the Write Off are recorded, have been the worst – hit in terms of performance.

in flessione rispetto all'anno precedente, si confermano "top performer" nel mercato di riferimento. I rendimenti relativi alle operazioni di Replacement, per contro, evidenziano un significativo incremento, passando dal 14,6% nel 2007 al 20,8% nel 2008, mentre le operazioni di Early Stage, che storicamente rappresentano un campione ridotto e con dimensioni di investimento limitate, registrano performance negative (i.e. -2,7%) ed in netta controtendenza rispetto al periodo precedente. E' tuttavia opportuno segnalare come le performance di tale cluster risultino storicamente contraddistinte da un andamento piuttosto altalenante (i.e. 89,1% nel 2007, 13,8% nel 2006, -1,8% nel 2005 e 30,5% nel 2004).

In definitiva, l'analisi "From Inception", in linea con lo scenario macroeconomico contingente, segna una netta inversione di tendenza rispetto al trend storico di crescita iniziato nel 2003; in particolare la significativa flessione delle performance è principalmente ascrivibile (anche se non solo) all'incidenza dei Write Off – buona parte dei quali afferenti ad investimenti effettuati nell'ultimo triennio – sensibilmente incrementati in termini sia di numero, sia (soprattutto) di capitale investito. Le analisi effettuate sui vari cluster del campione evidenziano come gli investimenti maggiormente penalizzati in termini di performance siano le operazioni di MBO/MBI e Development relativi a target di medie e soprattutto grandi dimensioni, nel cui ambito si registrano, peraltro, larga parte dei Write Off segnalati nell'anno.



## 3, 5 and 10 year performances

### “By Horizon” Gross Pooled IRR

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

The year-end measurement of investments still in portfolio was provided directly by the Private Equity Houses, which generally tend to prudently measure the investments in their portfolios at their carrying amount.

The By Horizon figures are obtained by applying the “average rolling” method to the specific timeframes:

- 3YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2006 to 2008;
- 5YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2004 to 2008;
- 10YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 1999 to 2008.

### “By Horizon” main sample

2008	3YR	5YR	10YR
No. of companies showing investments	59	65	82
No. of transactions	299	452	897
of which: - <i>realised investments</i>	35	131	533
- <i>investments still in portfolio</i>	264	321	364
Average investment size (Euro mln)	17.8	16.7	12.5
Total Cash Out (Euro mln)	5,307	7,566	11,228
Total Cash In (Euro mln)	5,628	10,500	16,521
Average (implied) cash multiple	1.1x	1.4x	1.5x

The structure of the sample (in terms of the number of Private Equity Houses, number of transactions and total invested volumes) should ensure a good level of reliability and statistical significance of the analyses performed.

As a whole, 2008 figures show a gradual increase in the average investment size, growing from Euro 12.5 mln in the 10YR horizon to approximately Euro 17.8 mln in the 3YR horizon, confirming “From Inception” historical trend.

### “By Horizon” performances

2008	3YR	5YR	10YR
Yearly Pooled IRR	5.1%	28.8%	19.6%
Upper quarter (by performance)	36.7%	72.6%	57.3%
Upper quarter (by investment size)	-1.5%	21.8%	16.8%

2007	3YR	5YR	10YR
Yearly Pooled IRR	29.9%	25.2%	22.7%
Upper quarter (by performance)	95.7%	54.0%	83.8%
Upper quarter (by investment size)	34.3%	27.3%	20.6%

2008 saw a significant decrease (compared to 2007), especially for the upper quarter results (i.e. both by performance and by investment size). Specifically, this reversal is particularly visible in the short term (i.e. 3YR), mainly due to the impact of 2008 divestments and, specifically, the impact of certain large Write Off in the period.

## Le performance a 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. 3, 5 e 10 anni), indipendentemente dal fatto che essi siano stati disinvestiti o risultino ancora in portafoglio ("Gross Pooled IRR on All Investments").

Per quanto concerne le partecipazioni ancora in portafoglio, si precisa che la valorizzazione a fine anno delle stesse è stata fornita direttamente dagli operatori; si deve, peraltro, segnalare come, sulla base di un approccio prudenziale, tale valorizzazione risulti in larga parte dei casi effettuata al costo.

E' altresì opportuno evidenziare come i dati desunti dall'analisi "By Horizon" sono soggetti al meccanismo della "media rolling", applicato all'orizzonte temporale di riferimento:

- 3YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2006-2008;
- 5YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2004-2008;
- 10YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 1999-2008.

### Il campione "By Horizon"

2008	3YR	5YR	10YR
Operatori che presentano investimenti	59	65	82
Numero di transazioni	299	452	897
di cui: - partecipazioni disinvestite	35	131	533
- partecipazioni ancora in portafoglio	264	321	364
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	17,8	16,7	12,5
Cash Out complessivo (Euro mln)	5.307	7.566	11.228
Cash In complessivo (Euro mln)	5.628	10.500	16.521
Cash multiple (implicito) medio	1,1x	1,4x	1,5x

La composizione del campione (in termini di operatori coinvolti, numero di operazioni e volumi di investimento realizzati) dovrebbe essere tale da assicurare un buon grado di affidabilità e di rilevanza statistica alle analisi condotte.

Nel complesso, si riscontra un progressivo incremento della dimensione media dell'investimento, che passa da circa Euro 12,5 mln nell'orizzonte 10YR a circa Euro 17,8 mln nell'orizzonte 3YR, confermando, in tal senso, i risultati evidenziati dall'analisi "From Inception", relativamente al trend consolidatosi negli ultimi anni.

### Le performance "By Horizon"

2008	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato	5,1%	28,8%	19,6%
Quartile superiore per performance	36,7%	72,6%	57,3%
Quartile superiore per ammontare investito	-1,5%	21,8%	16,8%
2007	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato	29,9%	25,2%	22,7%
Quartile superiore per performance	95,7%	54,0%	83,8%
Quartile superiore per ammontare investito	34,3%	27,3%	20,6%

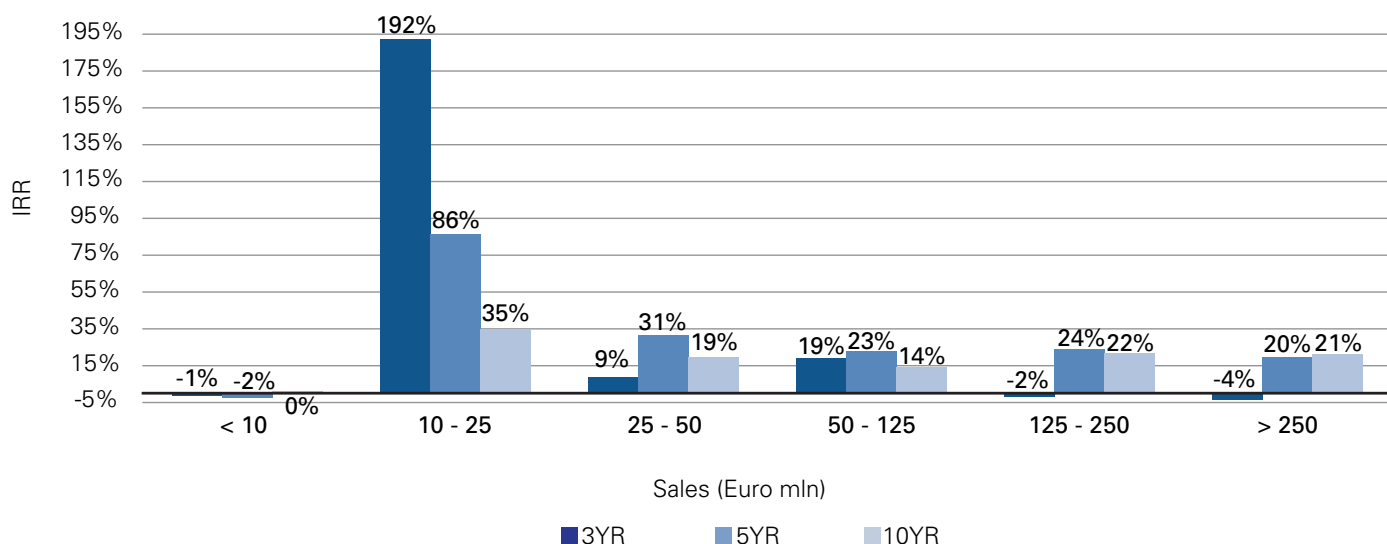
With regards to the upper quarter by investment size, it is worth noting that, also considering historical figures, the analyses do not highlight any correlation between the investment size and performance.

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

10YR	No. of transactions			Cash Out		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Book value deals	54.4%	56.3%	54.1%	70.0%	53.3%	57.0%
Revalued deals	30.0%	27.3%	27.5%	20.7%	30.0%	15.8%
Depreciated deals	15.6%	16.3%	18.4%	9.3%	16.8%	27.2%
Investments still in portfolio (No. and Euro mln)	327	355	364	6,953	5,602	5,805

Focusing on the more statistically-significant long-term timeframe (i.e. 10YR), the consolidated practice of Private Equity Houses of measuring most of the investments still in their portfolios at carrying amount is confirmed. As a percentage (by number) continues to be above 50% of all monitored transactions. Similarly, in line with our previous comments, the percentage by number (i.e. 18.4% vs 16.3%) and (above all) by Cash Out (27.2% vs 16.8%) of depreciated deals increased slightly; revalued deals across all the analyzed timeframes make up, in line with historical trends, less than one third of monitored transactions.

### CHART 7 – “By Horizon” IRR distribution by target sales size



The breakdown by target sales size substantially confirms the “From Inception” analysis’ findings; namely, on one hand, the significant drop in transactions involving medium-large companies and, on the other hand, the “top performer” role maintained by transactions related to small-medium enterprises.

It should be noted that such performances are clearly affected by the above-mentioned practice of the Private Equity Houses of measuring most of the investments still in their portfolios at cost.

In linea generale, dal raffronto dei prospetti relativi alle performance 2007-2008, si evince un sostanziale decremento dei rendimenti, anche con riferimento ai quartili superiori per performance e per ammontare investito; nello specifico, tale inversione di tendenza risulta particolarmente marcata nell'orizzonte di breve periodo (i.e. 3YR), principalmente per effetto dei disinvestimenti realizzati nel 2008 e, in particolare, di alcuni significativi Write Off registrati nel periodo di riferimento. In relazione al quartile superiore per ammontare investito, è opportuno rilevare che, anche con riferimento ai dati storici, l'analisi sembrerebbe non evidenziare alcuna correlazione significativa tra ammontare dell'investimento e performance.

### Valorizzazione delle partecipazioni in portafoglio

10YR	No. transazioni			Cash Out		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Partecipazioni valutate al valore di carico	54,4%	56,3%	54,1%	70,0%	53,3%	57,0%
Partecipazioni rivalutate	30,0%	27,3%	27,5%	20,7%	30,0%	15,8%
Partecipazioni svalutate	15,6%	16,3%	18,4%	9,3%	16,8%	27,2%
Investimenti ancora in portafoglio (No. e Euro mln)	327	355	364	6.953	5.602	5.805

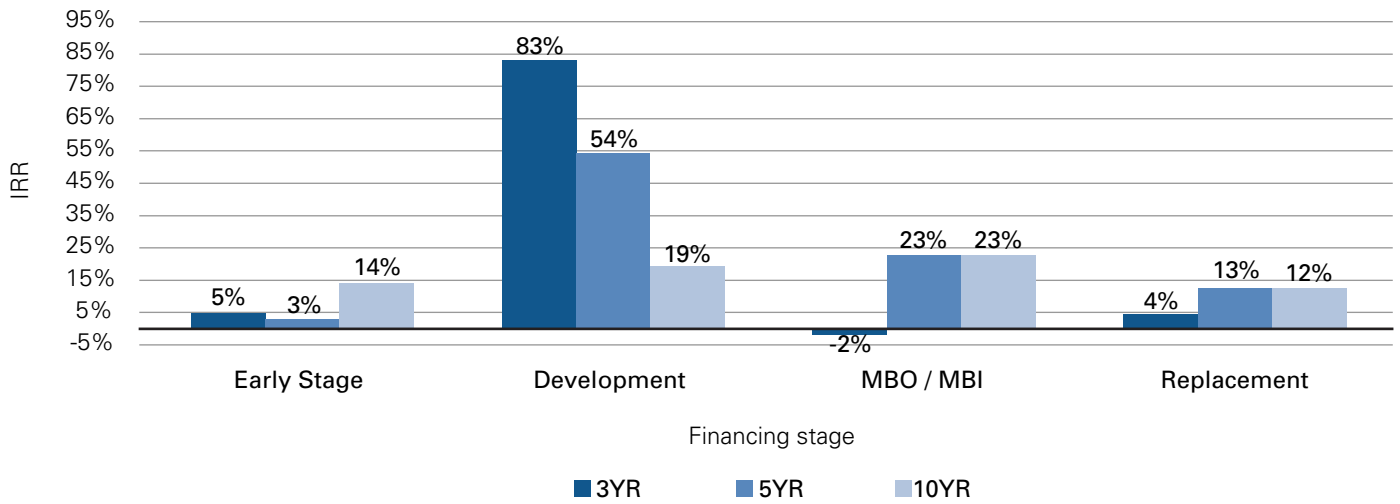
Con riferimento all'orizzonte temporale più esteso (i.e. 10YR), statisticamente più significativo, risulta essenzialmente confermata la tendenza, da parte degli operatori, a valorizzare le partecipazioni ancora in portafoglio al relativo valore di costo, la cui incidenza si attesta stabilmente al di sopra del 50% del totale delle operazioni monitorate. Parallelamente, in linea con quanto osservato in precedenza, si evidenzia un significativo incremento dell'incidenza, in termini sia numerici (i.e. 18,4% vs. 16,3%), sia (soprattutto) di Cash Out (i.e. 27,2% vs. 16,8%), delle partecipazioni svalutate; le partecipazioni rivalutate rappresentano, lungo tutti gli orizzonti di riferimento, meno di un terzo del totale, sostanzialmente in linea con i dati storici.

### Rif. CHART 7 – Breakdown dell'IRR “By Horizon” per fatturato delle aziende target

Il dettaglio dell'IRR per fatturato delle aziende target conferma sostanzialmente quanto evidenziato nell'ambito dell'analisi “From Inception”, ovvero da un lato la sensibile flessione delle performance relative ad operazioni aventi ad oggetto target di medie e grandi dimensioni, dall'altro il ruolo di “top performer” delle transazioni relative a target di dimensioni medio-piccole.

E' tuttavia opportuno sottolineare come, con particolare riferimento alle partecipazioni in portafoglio, tali indicatori di performance risentano evidentemente della predetta prassi comune, da parte degli operatori, di valutare molte delle partecipazioni in portafoglio al costo.

**CHART 8 – “By Horizon” IRR distribution by financing stage**



With a particular focus on 10YR horizon (the more statistically-significant), a breakdown by financing stage confirms the key role of MBO/MBI transactions in terms of performance (i.e. 23%), whose IRR, on the other hand, shows a significant fall in the short term period (i.e. 3YR), mainly due to the impact of certain large Write Off involving recent transactions.

**Rif. CHART 8 – Breakdown dell'IRR "By Horizon" per fase del ciclo di vita delle aziende target**

Il dettaglio dell'IRR per fase del ciclo di vita delle aziende target, con particolare riferimento all'orizzonte 10YR (i.e. statisticamente più significativo), conferma il ruolo primario, in termini di performance, delle operazioni di MBO/MBI (i.e. 23%), il cui rendimento evidenzia tuttavia una significativa flessione nell'orizzonte di breve periodo (i.e. 3YR), principalmente per effetto di taluni rilevanti Write Off relativi ad operazioni recenti.



## Different categories of Private Equity Houses, different performances

### Analysis by fund category

Following up the proven tested analysis introduced in the past editions of the survey, (this year) a specific analysis of the performances by fund category is provided again. In practice, this kind of analysis is aimed at dividing (based on the nature of Private Equity Houses) the panel into three sub-categories (i.e. Country Funds/SGR, Banks and Pan-European Private Equity firms) and at analysing their related performances in terms of Gross Pooled IRR, both "From Inception" and "By Horizon".

### "From Inception" performance by fund category

	No. of transactions		Cash In (Euro mln)		Cash Out (Euro mln)		Yearly Pooled IRR	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Country Funds/SGR	76	61	1,228	534	574	273	24.2%	14.7%
Banks	16	6	463	87	238	49	17.7%	16.1%
Pan-European PE firms	7	9	2,413	1,503	815	951	39.4%	20.6%

The "From Inception" analysis by fund category confirms the strong presence of Country Funds/SGR within the Italian Private Equity and Venture Capital market, accounting for (by number) more than 80% of monitored transactions. About 67% of such transactions in the Country Funds/SGR category have been carried out by SGRs.

Meanwhile, the percentage (by number) of transactions involving Pan-European Private Equity firms increased (i.e. 12% in 2008 vs 7% in 2007) while the number of transactions carried out by Banks decreased (i.e. 8% in 2008 vs 16% in 2007).

In terms of IRRs, the performance recorded by Country Funds/SGR and, especially, the Pan-European Private Equity firms show an overall decrease. In particular, Pan-European Private Equity firms' IRR has halved (i.e. 39.4% vs 20.6%) mainly because of their investment strategy focused on Buy-Out deals involving medium-large size enterprises, whose 2008 IRRs show a sharp drop.

Focusing on Pan-European Private Equity firms, it should be pointed out that the sample does not include the investments made by Pan-European Private Equity firms which are not based in Italy. Therefore, the "From Inception" analysis related to these firms may be not fully meaningful. Keeping in mind the above-mentioned methodological assumptions (i.e. related to Pan-European Private Equity firms), it is worth noting that the increase in the number of operators/ transactions surveyed leads to the increasing significance of the results obtained in 2008 compared to the 2007 figures, with a special focus on the "By Horizon" figures (i.e. provided in the following).

## Diverse tipologie di operatori, diverse performance

### Analisi per tipologia di operatore

Facendo seguito a quanto già sperimentato nelle scorse edizioni, anche quest'anno è stata effettuata una specifica analisi delle performance per tipologia di operatore. In sostanza, tale focus di analisi si propone di segmentare il panel di riferimento in tre sotto-campioni (i.e. Country Fund/SGR, Banche, Pan-European Private Equity firm), al fine di analizzarne le relative dinamiche di performance in termini di IRR Lordo Aggregato, sia "From Inception" sia "By Horizon".

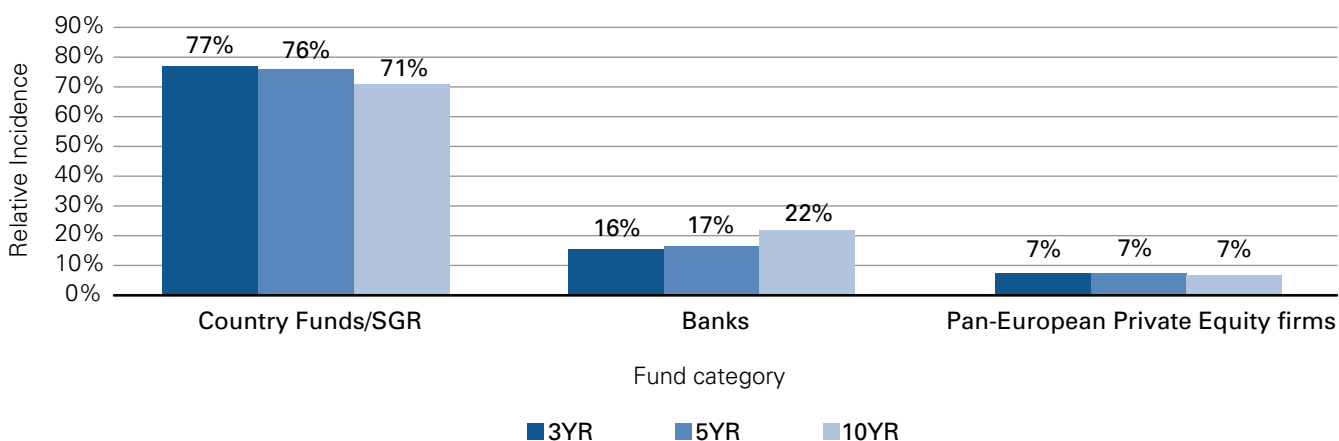
#### Performance "From Inception" per tipologia di operatore

	No. transazioni		Cash In (Euro mln)		Cash Out (Euro mln)		IRR Lordo Aggregato	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Country Fund/SGR	76	61	1.228	534	574	273	24,2%	14,7%
Banche	16	6	463	87	238	49	17,7%	16,1%
Pan-European PE firm	7	9	2.413	1.503	815	951	39,4%	20,6%

In termini di incidenza per numero di operazioni, l'analisi conferma come il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital sia prevalentemente presidiato da Country Fund/SGR, i quali nel 2008 hanno complessivamente realizzato oltre l'80% delle operazioni monitorate; è opportuno segnalare che, nell'ambito della categoria Country Fund/SGR, circa il 67% delle transazioni risultano realizzate da SGR. Parallelamente, si osserva un incremento delle operazioni effettuate dalle Pan-European Private Equity firm (i.e. 12% nel 2008 vs 7% nel 2007), a fronte di una flessione degli investimenti da parte degli operatori di derivazione bancaria (i.e. 8% nel 2008 vs 16% nel 2007).

In termini di rendimenti, si riscontra un generale decremento delle performance, con particolare riferimento ai Country Fund/SGR e, soprattutto, agli operatori internazionali, il cui rendimento risulta pressoché dimezzato (i.e. 39,4% vs. 20,6%); in tal senso, la performance dei fondi internazionali risente evidentemente di una strategia di investimento tendenzialmente focalizzata su operazioni di Buy-Out con target di medie e grandi dimensioni, i cui rendimenti, quest'anno, risultano complessivamente in significativo calo.

In relazione ai fondi internazionali, occorre precisare che il campione monitorato non comprende le operazioni realizzate da Pan-European Private Equity firm non stabilmente basate in Italia; alla luce di quanto sopra, talune analisi specificatamente inerenti detta categoria di operatori potrebbero risultare non pienamente significative. Fatte salve tali precisazioni metodologiche, è tuttavia opportuno considerare come il progressivo incremento del numero di operatori/operazioni campionati favorisca, con particolare riferimento ai dati "By Horizon" (di cui nel seguito), un sempre maggior grado di significatività del livello di analisi.

**CHART 9 – “By Horizon” main sample by fund category (incidence by number)**

In percentage terms by number, the “By Horizon” breakdown by fund category substantially confirms the key role of Country Funds/SGRs, which, on average, represent about 75% of monitored transactions.

The comparison between the short and the long timeframe (i.e. 3YR vs. 10YR) highlights the decrease in transactions (by number) of Banks (i.e. from 22% in the 10YR horizon to 16% in the 3YR horizon), whereas transactions performed by Country Funds/SGRs increased slightly (i.e. from 71% in the 10YR horizon to approximately 77% in the 3YR horizon); the number of international fund transactions continues at approximately 7%.

#### “By Horizon” performance by fund category

2008	Yearly Pooled IRR			Cash In			Cash Out		
	3YR	5YR	10YR	3YR	5YR	10YR	3YR	5YR	10YR
Country Funds/SGR	49.6%	51.9%	21.4%	48.0%	43.8%	43.5%	30.7%	32.5%	37.4%
Banks	-6.8%	2.4%	10.0%	7.8%	8.5%	13.5%	9.1%	11.4%	16.0%
Pan-European Private Equity firms	-2.9%	16.0%	23.8%	44.2%	47.7%	42.9%	60.2%	56.1%	46.6%

The “By Horizon” performance analysis, with a special focus on the 10YR horizon (i.e. the more statistically significant and less influenced by Write Off occurred in 2008), shows the key role of Pan-European Private Equity firms, both in terms of returns (i.e. IRR of around 24%) and (above all) in terms of total invested volumes; in fact international funds show investments accounting for 47% of total Cash Out, despite the low percentage by number (i.e. 7%).

**Rif. CHART 9 – Il campione “By Horizon” per tipologia di operatore  
(incidenza relativa per numero)**

In termini di incidenza per numero, l'analisi “By Horizon” ribadisce essenzialmente il ruolo primario detenuto dai Country Fund/SGR, avendo realizzato mediamente circa il 75% delle transazioni monitorate. Dal raffronto tra orizzonte di breve e lungo termine (i.e. 3YR vs. 10YR), si evidenzia una parziale flessione delle operazioni realizzate da operatori di derivazione bancaria (i.e. dal 22% nel 10YR al 16% nel 3YR), a fronte di un lieve incremento delle transazioni relative a Country Fund/SGR (i.e. dal 71% nel 10YR al 77% circa nel 3YR); l'incidenza del numero di operazioni realizzate dai fondi internazionali si attesta stabilmente intorno al 7%.

**Le performance “By Horizon” per tipologia di operatore**

2008	IRR Lordo Aggregato			Cash In			Cash Out		
	3YR	5YR	10YR	3YR	5YR	10YR	3YR	5YR	10YR
Country Fund/SGR	49,6%	51,9%	21,4%	48,0%	43,8%	43,5%	30,7%	32,5%	37,4%
Banche	-6,8%	2,4%	10,0%	7,8%	8,5%	13,5%	9,1%	11,4%	16,0%
Pan-European Private Equity firm	-2,9%	16,0%	23,8%	44,2%	47,7%	42,9%	60,2%	56,1%	46,6%

L'analisi delle performance “By Horizon”, con focus specifico sull'orizzonte 10YR (i.e. statisticamente più significativo ed influenzato in misura minore dai dati contingenti relativi ai significativi Write Off del 2008), evidenzia la rilevanza dei fondi internazionali, in termini sia di performance (i.e. IRR pari a circa il 24%), sia (soprattutto) di volumi medi di investimento: in tal senso, i fondi internazionali presentano investimenti pari a circa il 47% dei Cash Out complessivi, avendo tuttavia effettuato meno del 10% (i.e. 7%) del totale delle operazioni monitorate.



## Net Pooled IRR: a comparison with international markets

### “By Horizon” Net Pooled IRR and comparison with international data

In order to provide a comparison between the Italian and the international performance data (i.e. Europe and US), an empirical analysis has been carried out, with the aim of estimating the possible Net Pooled IRR (“By Horizon”) of the Italian market by simulating<sup>(1)</sup> the possible relationship between the Gross Pooled IRR data and the related net value.

Based on a simulation developed using assumptions taken from common market practices, this analysis would seem to show that the net domestic performance should fall, in general terms, between approximately 50-65% of the gross figure<sup>(2)</sup>.

According to the empirical analysis, the following table summarizes the possible Italian net performance compared with similar European and US market figures.

### 2008 Italian performances vs. international figures

2008	3YR	5YR	10YR
Italy Gross Pooled IRR	5.1%	28.8%	19.6%
Italy Net Pooled IRR	3.1%	17.3%	11.8%
Europe Net Pooled IRR*	6.3%	10.5%	9.3%
USA Net Pooled IRR**	4.2%	6.4%	15.5%

\* EVCA - as of 12/31/2008

\*\* NVCA - as of 12/31/2008, “all Venture sample”

Taking into account the above-mentioned methodological assumptions, the medium (5YR) and long (10YR) horizons – the latter being the more statistically-significant – confirm that the domestic market outperformed the European benchmark<sup>(3)</sup>.

### 2006 and 2007 Italian performances vs. international figures

	2006			2007		
	3YR	5YR	10YR	3YR	5YR	10YR
Italy Gross Pooled IRR	23.6%	22.5%	22.0%	29.9%	25.2%	22.7%
Italy Net Pooled IRR	14.2%	13.5%	13.2%	17.9%	15.1%	14.1%
Europe Net Pooled IRR	11.0%	4.3%	10.3%	17.1%	11.5%	11.5%
USA Net Pooled IRR	13.2%	5.9%	11.2%	10.4%	6.7%	17.9%

On the whole, the comparison with historical data focusing on the 10YR horizon, confirms, on the one hand, the outstanding performances of the domestic market compared mainly to the European market, and on the other hand, the overall downturn in international performances.

<sup>(1)</sup> 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.

<sup>(2)</sup> It should be pointed out that, in 2007, a specific pilot analysis on the Net Pooled IRR was performed; focusing on the 10YR horizon, the analysis showed a Net Pooled IRR equal to 62% of Gross Pooled IRR (i.e. Gross IRR “By Horizon” 2007 10YR 22.7% vs Net Pooled IRR 10YR 14.4%).

<sup>(3)</sup> On the contrary, in the 3YR timeframe, the Italian market shows a lower performance than the international figure, mostly due to the large Write Off.

## IRR Netto: un parametro di confronto con i mercati internazionali

### IRR Netto Aggregato "By Horizon" e confronto con i dati internazionali

Al fine di consentire una comparazione tra le performance del mercato italiano e le principali realtà internazionali (i.e. Europa ed USA), è stata sviluppata un'analisi empirica volta a stimare il possibile IRR Netto Aggregato ("By Horizon") del mercato domestico, provando a desumere, attraverso opportune simulazioni statistiche<sup>(1)</sup>, il grado di relazione esistente tra l'IRR Lordo Aggregato ("By Horizon") ed il relativo dato netto.

Tale analisi, basata su una simulazione sviluppata su ipotesi relative alla comune prassi di mercato, sembra mostrare che, in termini generali, la performance netta del mercato nazionale dovrebbe collocarsi in un range compreso tra il 50% ed il 65% rispetto al dato lordo<sup>(2)</sup>.

Alla luce delle suddette considerazioni, si fornisce nel seguito il confronto tra le performance nette del mercato italiano ed i benchmark europeo e statunitense.

#### Performance 2008 Italia vs. benchmark internazionali

2008	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato Italia	5,1%	28,8%	19,6%
IRR Netto Aggregato Italia	3,1%	17,3%	11,8%
IRR Netto Aggregato Europa*	6,3%	10,5%	9,3%
IRR Netto Aggregato USA**	4,2%	6,4%	15,5%

\* EVCA - Dati al 31/12/2008

\*\* NVCA - Dati al 31/12/2008, relativi al campione "all Venture"

Ferme restando le precisazioni metodologiche di cui sopra, in relazione agli orizzonti di medio (i.e. 5YR) e lungo periodo (i.e. 10YR) - dove quest'ultimo appare essere quello a maggior valenza statistica - si confermano, coerentemente al passato, le extra-performance del mercato domestico rispetto al benchmark europeo<sup>(3)</sup>.

#### Performance storiche (2006 e 2007) Italia vs. benchmark internazionali

	2006			2007		
	3YR	5YR	10YR	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato Italia	23,6%	22,5%	22,0%	29,9%	25,2%	22,7%
IRR Netto Aggregato Italia	14,2%	13,5%	13,2%	17,9%	15,1%	14,1%
IRR Netto Aggregato Europa	11,0%	4,3%	10,3%	17,1%	11,5%	11,5%
IRR Netto Aggregato USA	13,2%	5,9%	11,2%	10,4%	6,7%	17,9%

Nel complesso, il confronto con i dati storici, con particolare riferimento all'orizzonte temporale 10YR, sembrerebbe evidenziare da un lato una generale flessione delle performance a livello internazionale, dall'altro i rendimenti "over-performing" del mercato italiano, soprattutto rispetto al benchmark europeo.

<sup>(1)</sup> 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.

<sup>(2)</sup> A tal proposito, è opportuno evidenziare che, in relazione all'analisi dei dati del 2007, era 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%).

<sup>(3)</sup> Per contro, i dati relativi all'orizzonte di breve periodo (i.e. 3YR), significativamente influenzati dai rilevanti Write Off del 2008, evidenziano performance inferiori ai dati internazionali.

## Appendix

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

### IRR “From Inception” distribution by way out

	Trade Sale		IPO/Sales post IPO	
	2007	2008	2007	2008
No. of transactions	81	62	8	2
Yearly Pooled IRR	21.7%	27.1%	80.3%	113.5%

### 2008 IRR “From Inception” distribution by time gap between first investment and divestment

2008	< 2	2 - 3	3 - 4	4 - 5	5 - 7	> 7
No. of transactions	8	28	12	12	9	9
Yearly Pooled IRR	n.a. <sup>(1)</sup>	35.9%	27.3%	31.5%	27.4%	0.0%

### 2008 IRR “From Inception” distribution by target industry

Industry	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food-Farming	7	8.7%	48	32
Industrial manufacturing and similar	32	10.0%	953	746
Energy and Chemicals	3	55.2%	22	11
ICT	5	-11.1%	13	24
Consumer goods	7	36.5%	64	26
Biotechnology	2	n.a. <sup>(1)</sup>	0	0
Financial Institutions	3	2.4%	36	31
Pharma-Healthcare	4	25.9%	23	10
Transportation-Infrastructures	5	28.1%	761	291
Other	7	35.2%	257	107

### 2008 IRR “From Inception” distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	3	6.1%	28	21
5% - 10%	4	30.6%	80	29
10% - 25%	14	-1.6%	54	75
25% - 50%	14	29.4%	206	71
>50%	17	15.8%	1,242	857

<sup>(1)</sup> Due to the small amount of transactions and the cash flow distribution, it is not possible to calculate the cluster's Gross Pooled IRR accurately.

## Appendice

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

### Breakdown IRR "From Inception" per modalità di way out

	Trade Sale		IPO/Sales post IPO	
	2007	2008	2007	2008
No. transazioni	81	62	8	2
IRR Lordo Aggregato	21,7%	27,1%	80,3%	113,5%

### Breakdown IRR 2008 "From Inception" per time gap compreso tra il primo investimento e la dismissione

2008	< 2	2 - 3	3 - 4	4 - 5	5 - 7	> 7
No. transazioni	8	28	12	12	9	9
IRR Lordo Aggregato	n.a. <sup>(1)</sup>	35,9%	27,3%	31,5%	27,4%	0,0%

### Breakdown IRR 2008 "From Inception" per settore delle aziende target

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	7	8,7%	48	32
Produzioni industriali e collegate	32	10,0%	953	746
Chimico-Energetico	3	55,2%	22	11
ICT	5	-11,1%	13	24
Produzione beni di consumo	7	36,5%	64	26
Biotecnologie	2	n.a. <sup>(1)</sup>	0	0
Finanziario	3	2,4%	36	31
Farmaceutico-Sanitario	4	25,9%	23	10
Trasporti-Infrastrutture	5	28,1%	761	291
Altro	7	35,2%	257	107

### Breakdown IRR 2008 "From Inception" per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	3	6,1%	28	21
5% - 10%	4	30,6%	80	29
10% - 25%	14	-1,6%	54	75
25% - 50%	14	29,4%	206	71
>50%	17	15,8%	1.242	857

<sup>(1)</sup> A causa del numero esiguo di operazioni e della distribuzione dei relativi flussi, non è possibile calcolare in modo puntuale l'IRR Lordo Aggregato relativo a tale cluster.

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

#### 2008 IRR “By Horizon 3YR” distribution by target industry

Industry	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food-Farming	17	0.4%	208	206
Industrial manufacturing and similar	81	-3.0%	592	894
Energy and Chemicals	25	4.3%	260	248
ICT	24	0.5%	642	640
Consumer goods	50	16.7%	2,489	2,092
Biotechnology	14	22.5%	30	25
Financial Institutions	5	34.3%	233	133
Pharma-Healthcare	12	0.1%	84	84
Transportation-Infrastructures	21	1.2%	332	327
Other	34	16.5%	648	532

#### 2008 IRR “By Horizon 3YR” distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	29	14.3%	130	121
5% - 10%	18	0.5%	189	189
10% - 25%	63	124.1%	2,081	1,080
25% - 50%	93	0.4%	1,326	1,320
>50%	54	-2.8%	1,429	2,255

#### 2008 IRR “By Horizon 5YR” distribution by target industry

Industry	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food-Farming	26	3.4%	374	348
Industrial manufacturing and similar	127	37.1%	2,756	1,685
Energy and Chemicals	35	11.8%	386	335
ICT	43	2.9%	709	694
Consumer goods	72	20.3%	3,191	2,544
Biotechnology	15	16.3%	33	28
Financial Institutions	6	33.9%	233	133
Pharma-Healthcare	19	7.9%	136	124
Transportation-Infrastructures	36	30.9%	1,032	723
Other	51	113.4%	1,372	697

#### 2008 IRR “By Horizon 5YR” distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	38	24.4%	354	288
5% - 10%	30	18.8%	305	246
10% - 25%	99	50.8%	2,566	1,398
25% - 50%	138	12.8%	2,005	1,774
>50%	82	28.7%	4,411	3,285

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

#### Breakdown IRR 2008 "By Horizon 3YR" per settore delle aziende target

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	17	0,4%	208	206
Produzioni industriali e collegate	81	-3,0%	592	894
Chimico-Energetico	25	4,3%	260	248
ICT	24	0,5%	642	640
Produzione beni di consumo	50	16,7%	2.489	2.092
Biotecnologie	14	22,5%	30	25
Finanziario	5	34,3%	233	133
Farmaceutico-Sanitario	12	0,1%	84	84
Trasporti-Infrastrutture	21	1,2%	332	327
Altro	34	16,5%	648	532

#### Breakdown IRR 2008 "By Horizon 3YR" per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	29	14,3%	130	121
5% - 10%	18	0,5%	189	189
10% - 25%	63	124,1%	2.081	1.080
25% - 50%	93	0,4%	1.326	1.320
>50%	54	-2,8%	1.429	2.255

#### Breakdown IRR 2008 "By Horizon 5YR" per settore delle aziende target

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	26	3,4%	374	348
Produzioni industriali e collegate	127	37,1%	2.756	1.685
Chimico-Energetico	35	11,8%	386	335
ICT	43	2,9%	709	694
Produzione beni di consumo	72	20,3%	3.191	2.544
Biotecnologie	15	16,3%	33	28
Finanziario	6	33,9%	233	133
Farmaceutico-Sanitario	19	7,9%	136	124
Trasporti-Infrastrutture	36	30,9%	1.032	723
Altro	51	113,4%	1.372	697

#### Breakdown IRR 2008 "By Horizon 5YR" per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	38	24,4%	354	288
5% - 10%	30	18,8%	305	246
10% - 25%	99	50,8%	2.566	1.398
25% - 50%	138	12,8%	2.005	1.774
>50%	82	28,7%	4.411	3.285

**2008 IRR "By Horizon 10YR" distribution by target industry**

<b>Industry</b>	<b>No. of transactions</b>	<b>Yearly Pooled IRR</b>	<b>Cash In (Euro mln)</b>	<b>Cash Out (Euro mln)</b>
Food-Farming	45	18.5%	710	485
Industrial manufacturing and similar	296	18.6%	4,868	3,032
Energy and Chemicals	55	8.2%	712	610
ICT	118	-0.5%	973	1,042
Consumer goods	132	13.3%	3,689	2,981
Biotechnology	20	101.1%	176	72
Financial Institutions	29	35.5%	723	335
Pharma-Healthcare	40	26.8%	548	306
Transportation-Infrastructures	54	26.5%	1,899	1,092
Other	82	42.5%	1,770	942

**2008 IRR "By Horizon 10YR" distribution by stake held**

<b>Stake held</b>	<b>No. of transactions</b>	<b>Yearly Pooled IRR</b>	<b>Cash In (Euro mln)</b>	<b>Cash Out (Euro mln)</b>
<5%	86	12.5%	593	486
5% - 10%	88	19.8%	876	579
10% - 25%	240	21.8%	4,009	2,348
25% - 50%	264	14.7%	2,917	2,358
>50%	132	22.4%	7,002	4,648

**Breakdown IRR 2008 "By Horizon 10YR" per settore delle aziende target**

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	45	18,5%	710	485
Produzioni industriali e collegate	296	18,6%	4.868	3.032
Chimico-Energetico	55	8,2%	712	610
ICT	118	-0,5%	973	1.042
Produzione beni di consumo	132	13,3%	3.689	2.981
Biotecnologie	20	101,1%	176	72
Finanziario	29	35,5%	723	335
Farmaceutico-Sanitario	40	26,8%	548	306
Trasporti-Infrastrutture	54	26,5%	1.899	1.092
Altro	82	42,5%	1.770	942

**Breakdown IRR 2008 "By Horizon 10YR" per quota di capitale**

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	86	12,5%	593	486
5% - 10%	88	19,8%	876	579
10% - 25%	240	21,8%	4.009	2.348
25% - 50%	264	14,7%	2.917	2.358
>50%	132	22,4%	7.002	4.648



## Contacts

Maximilian P. Fiani  
Partner  
Country Head of KPMG Corporate Finance  
Tel. +39 02 6764 3910

Fabrizio Baroni  
Director  
KPMG Corporate Finance – Private Equity Group  
Tel. +39 06 8097 1728

Paolo Mascaretti  
Partner  
KPMG Transactions Services – Country Head of  
Private Equity Line of Business  
Tel. +39 02 6763 2670

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.

© 2009 KPMG Advisory S.p.A., an Italian limited liability share capital company, is a member firm of KPMG International, a Swiss cooperative. All rights reserved.  
KPMG and the KPMG logo are registered trademarks of KPMG International, a Swiss cooperative.

Publication date: June 2009

Graphics: [www.newadv.com](http://www.newadv.com)