



CORPORATE FINANCE – PRIVATE EQUITY

2009: into the storm...

Italian Private Equity and Venture Capital market:
2009 performances

ADVISORY

In co-operation with

AIFI

KPMG Corporate Finance

KPMG International is the coordinating entity for a global network of professional services firms, providing audit, tax and advisory services, with an industry focus. With nearly 140,000 professionals worldwide, member firms provide audit, tax and advisory services in 146 countries. The KPMG Corporate Finance global network includes more than 2,100 professionals in 79 countries, including Italy, where it operates with 55 professionals and offices in Milan, Rome and Bologna. The professionals of KPMG Corporate Finance have considerable experience in assisting and advising clients in the research, design, assessment, development, implementation and finalisation of acquisition, sale, merger, privatization and joint/venture strategies and in structured finance operations in general, offering all-comprehensive assistance at each stage of the transaction.

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

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 140.000 professionisti a livello mondiale, le società del network offrono servizi di revisione, consulenza fiscale ed aziendale in 146 Paesi. Il network internazionale di KPMG Corporate Finance comprende oltre 2.100 professionisti in 79 Paesi, tra cui l'Italia, che dispone di circa 55 professionisti ed uffici a Milano, Roma e Bologna. I professionisti di KPMG Corporate Finance hanno sviluppato significative esperienze di assistenza e consulenza ai clienti nella ricerca, studio, valutazione, strutturazione, sviluppo, realizzazione e finalizzazione di strategie di acquisizione, disinvestimento, fusione, privatizzazione, joint-venture e di finanza strutturata in genere, con assistenza completa in ogni fase della transazione.

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

AIFI

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

Contents

Background	
Aim of the report and information used	4
Definitions and glossary	6
Methodology	6
The Italian macroeconomic framework	8
The Italian Private Equity and Venture Capital market performances in 2009	
How did 2009 perform?	12
Focus on 2009 Write Off	22
1, 3, 5 and 10 year performances	28
Different categories of Private Equity Houses, different performances	36
Net Pooled IRR: a comparison with the European benchmark	40
Appendix	

Sommario

Background	
Finalità del rapporto ed informazioni utilizzate	5
Definizioni e glossario	7
Premessa metodologica	7
Contesto macroeconomico italiano	9
Le performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2009	
Come è andato il 2009?	13
Focus sui Write Off 2009	23
Le performance a 1, 3, 5 e 10 anni	29
Diverse tipologie di operatori, diverse performance	37
IRR Netto: un parametro di confronto con il benchmark europeo	41
Appendice	

Background

Aim of the report and information used

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

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

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

In particular, this paper thus provides an in depth snapshot of market performances in 2009, 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 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 2009, 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 a company.
- **EVCA** – European Private Equity and Venture Capital Association.
- **IRR (Internal Rate of Return)** – the annual compound return on an investment calculated on the basis of cash inflows and outflows.
- **MBO/MBI (Management Buy Out/Management Buy In)** – acquisitions resulting in a shareholding structure which includes a group of managers. The terms Buy Out or Buy In depend on whether the group of managers is internal or external to the target company.
- **Pan-European Private Equity firm** – players that manage or advise, through a network of advisors, a significant amount of money, mainly raised from European or worldwide mega funds, often without any specific geographical allocation.
- **Private Equity and Venture Capital activities** – sector of investments in risk capital made by professional investors.
- **Replacement** – type of investment in risk capital mainly made in order to replace minority shareholders.
- **SGR** – a management company authorised by Italian Law to solely manage closed-end funds.

Methodology

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

Performance data are 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 an unique Private Equity House, where total return is given by the total amount of inflows and outflows related to the monitored transactions.

It is worth to note that:

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

Definizioni e glossario

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

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; ove opportuno, i dati trasmessi dagli operatori sono stati integrati con informazioni rivenienti da fonti pubbliche. Tutte le informazioni qui presentate fanno riferimento a dati aggregati e/o analizzati per macro-categorie.

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

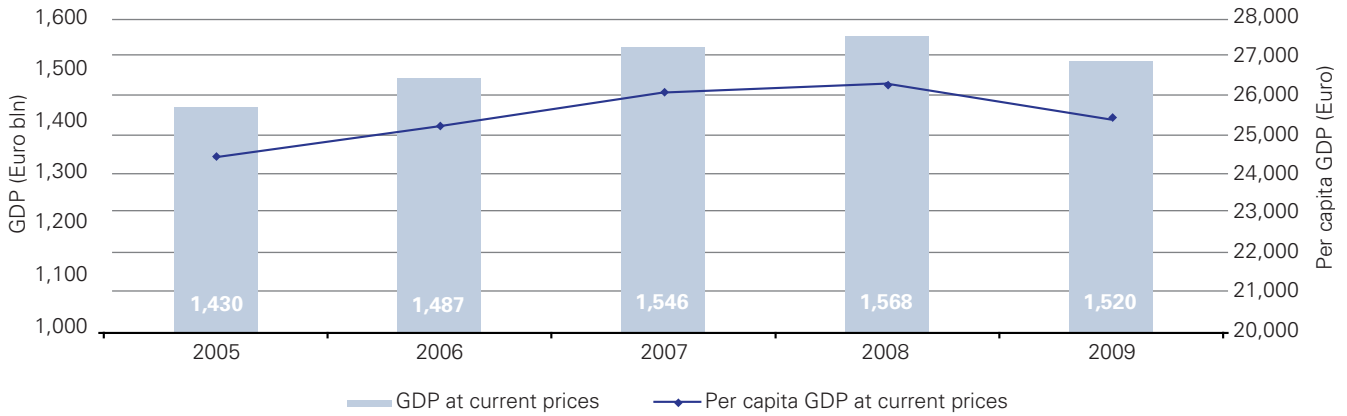
È opportuno evidenziare che:

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

The Italian macroeconomic framework

A brief overview of the key indicators for the domestic economy in the five years from 2005 to 2009 is provided below, in order to give a clear view of where the Private Equity and Venture Capital sector fits into the macro economy.

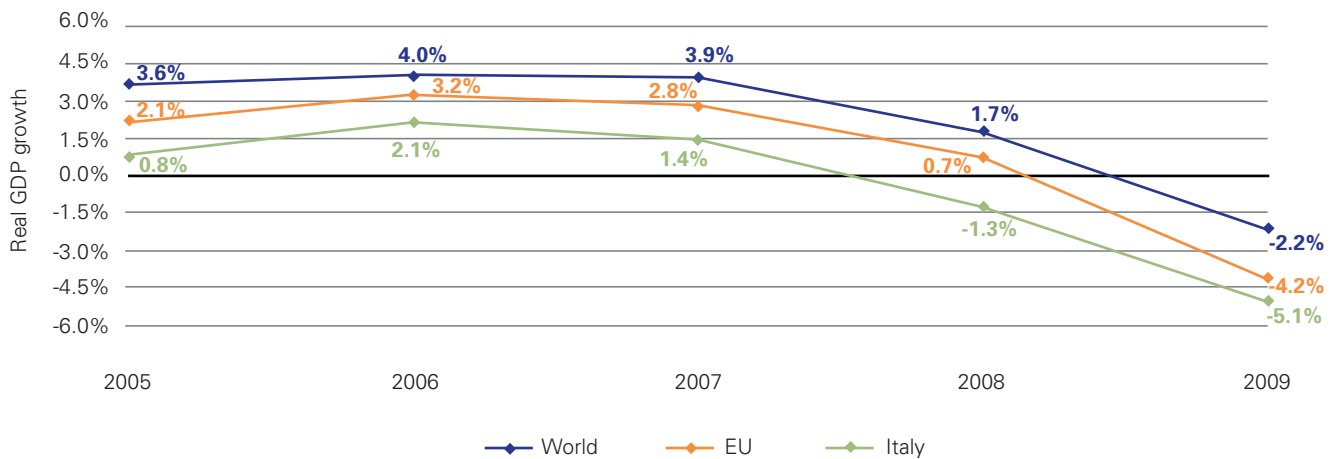
CHART 1 – Italian economic growth



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

During the time frame considered, Italian GDP (at current prices) records an overall CAGR of 1.5%, growing from Euro 1,430 billion in 2005 to Euro 1,520 billion in 2009. After the economic growth recorded in 2005-2008 (i.e. CAGR 2005-2008 approximately 3.1%), an inversion of the trend occurred in 2009 (i.e. 2008-2009 GDP decrease equal to around 3%), essentially due to the negative global economic scenario started in the second half of 2008. A similar trend is observed for the per capita GDP, even though it records a decline even sharper, mainly due to the demographic trend (i.e. 2008-2009 GDP variation: -3%; Italian population variation: +0.5%).

CHART 2 – Real GDP growth



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

The 2009 world real GDP growth rate shows a significant decrease, confirming the negative trend started in 2008. Consistently with the global situation, European real GDP growth slowed down significantly to approximately -4.2%; however, analysts estimate a proximate slight recovery, predicting a growth rate of around 0.9% in 2010. In this context, the Italian economy shows a further significant slump, with a negative growth rate in 2009 (i.e. -5.1%); analysts' projections predict a trend inversion in 2010 with an outlook equal to about 0.6%.



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. 2005-2009).

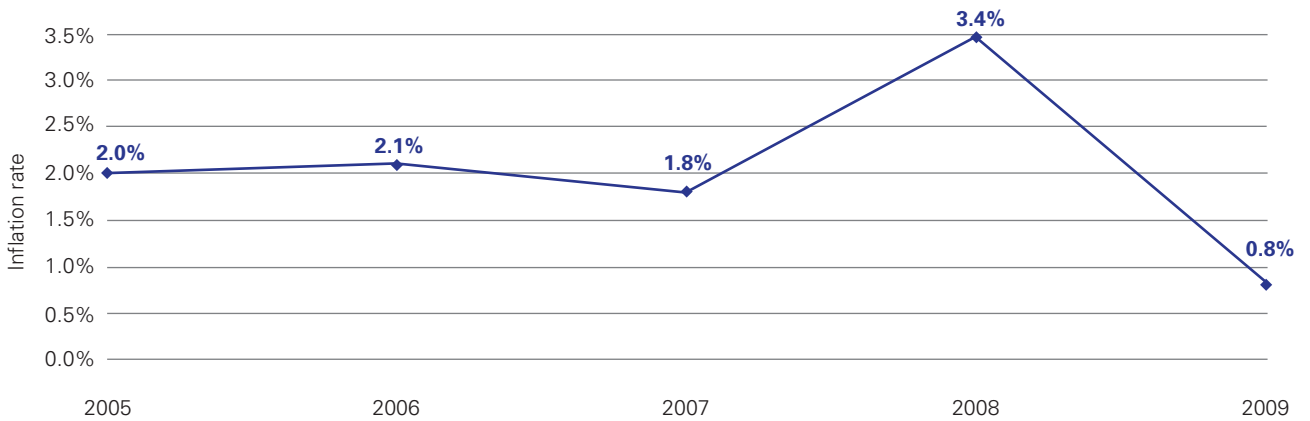
RIF. CHART 1 – Crescita economica in Italia

Nel quinquennio di riferimento, il Prodotto Interno Lordo nazionale (a prezzi correnti) evidenzia, nel complesso, un CAGR pari a circa l'1,5%, passando da circa Euro 1.430 bln nel 2005 a circa Euro 1.520 bln nel 2009. Dopo la fase di crescita caratterizzante il periodo 2005-2008 (i.e. CAGR 2005-2008 pari a circa il 3,1%), nel 2009 si è tuttavia registrata una sensibile inversione di tendenza (i.e. decremento del PIL 2008-2009 pari a circa il 3%), essenzialmente connessa alla congiuntura negativa che ha investito l'economia globale a partire dalla seconda metà del 2008. Il PIL pro-capite presenta un andamento sostanzialmente analogo a quello del PIL, evidenziando tuttavia, nel 2009, una flessione più marcata, anche per effetto della crescita demografica (i.e. variazione PIL 2008-2009: -3%; variazione popolazione italiana 2008-2009: +0,5%).

RIF. CHART 2 – Crescita del PIL reale

Nel 2009, l'andamento del PIL reale presenta, a livello mondiale, una significativa flessione, confermando il trend negativo già avviato nel 2008. L'economia europea, in linea con la congiuntura mondiale negativa, evidenzia un forte rallentamento del PIL reale (i.e. -4,2%); le proiezioni degli analisti, tuttavia, vedono segnali di ripresa già nel 2010, stimando un tasso di crescita nell'ordine dello 0,9%. In tale contesto, l'economia italiana mostra un'ulteriore sensibile diminuzione, evidenziando, nel 2009, un tasso di crescita negativo (i.e. -5,1%); le proiezioni prevedono un'inversione di tendenza nel 2010, con outlook stimato pari a circa lo 0,6%.

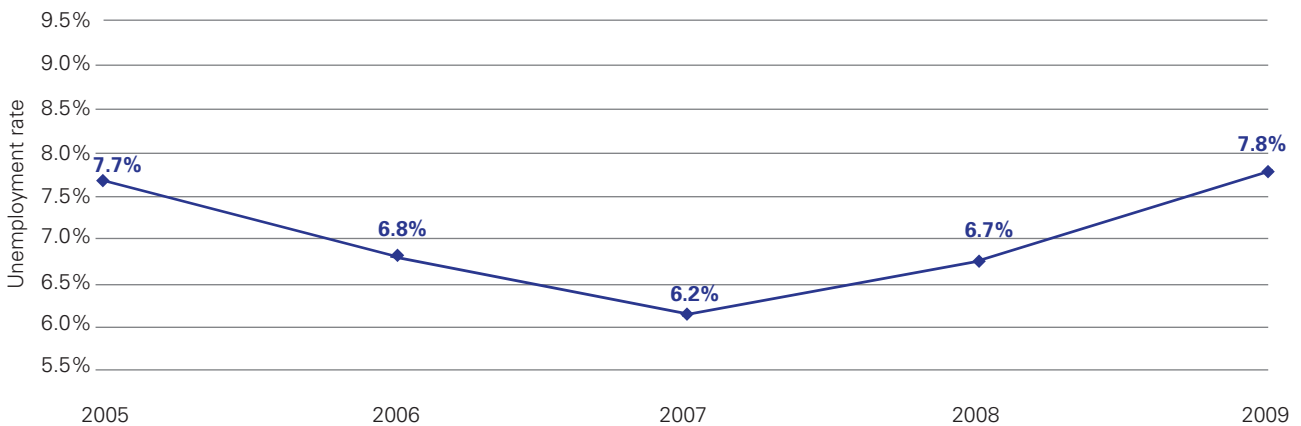
CHART 3 – Italian inflation rate



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

After the sharp increase recorded in 2008, the inflation rate shows, in 2009, a remarkable downturn (i.e. 0.8%).

CHART 4 – Italian unemployment rate



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

Confirming the negative trend started in 2008, the Italian unemployment rate rises to 7.8% in 2009 (vs 6.7% in 2008).



RIF. CHART 3 – Tasso di inflazione in Italia

Il tasso di inflazione, dopo il sensibile incremento registrato nel 2008, evidenzia, nel 2009, una netta flessione, attestandosi a circa lo 0,8%.

RIF. CHART 4 – Tasso di disoccupazione in Italia

Il tasso nazionale di disoccupazione, a conferma del trend negativo iniziato nel 2008, evidenzia, nel 2009, un ulteriore incremento, attestandosi a circa il 7,8% (vs 6,7% nel 2008).

The Italian Private Equity and Venture Capital market performances in 2009

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

Specifically, the analyses include two main performance indicators:

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

How did 2009 perform?

'From Inception' Gross Pooled IRR

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

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

'From Inception' main sample

	2007	2008	2009
No. of companies included in the research panel	66	71	75
No. of companies presenting realised investments	33	38	23
No. of realised investments 'From Inception'	99	78	42
Average investment size (Euro mln)	16.4	16.5	19.9
Total Cash Out (Euro mln)	1,627	1,289	836
Total Cash In (Euro mln)	4,105	2,193	361
Average cash multiple	2.5x	1.7x	0.4x

The sample considered in the analysis shows a further enlargement (i.e. 75 Private Equity Houses involved in 2009, the highest number since the beginning of the survey), this reflecting, on the one hand, the growing interest of the Private Equity Houses in the monitoring of performances and, on the other hand, the good reliability of the survey (due to the more extensive coverage of the sample).

In 2009, the Italian Private Equity and Venture Capital market has been remarkably affected by the global economic crisis, highlighting – even more significantly compared to previous year – a sharp 'downturn' in terms of both volumes and (especially) performances.

The number of divestments recorded in the sample almost halved, passing from 78 in 2008 to 42 in 2009. Similarly, the number of Private Equity and Venture Capital Houses presenting realised operations show a decrease of 40% (i.e. 23 in 2009 vs 38 in 2008); contrarily, the average investment size increases (i.e. Euro 19.9 mln in 2009 vs Euro 16.5 mln in 2008), consistently with the consolidated historical trend of previous years.

Le performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2009

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

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

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

Come è andato il 2009?

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'

	2007	2008	2009
Operatori coinvolti nella ricerca	66	71	75
Operatori che presentano operazioni realizzate	33	38	23
Numero transazioni dismesse	99	78	42
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	16,4	16,5	19,9
Cash Out complessivo (Euro mln)	1.627	1.289	836
Cash In complessivo (Euro mln)	4.105	2.193	361
Cash multiple medio	2,5x	1,7x	0,4x

La struttura del campione evidenzia l'ulteriore estensione del panel di riferimento (i.e. 75 operatori nel 2009, massimo storico in termini di adesioni), a conferma da un lato della crescente sensibilità, da parte degli operatori stessi, verso il monitoraggio delle performance complessive del settore, dall'altro della buona significatività dell'indagine (per effetto della sempre più ampia rappresentatività del campione).

Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital, nel 2009, ha notevolmente risentito degli effetti della crisi economica globale, evidenziando – in modo decisamente più marcato rispetto a quanto già parzialmente emerso nel 2008 – un netto 'downturn', sia in termini di volumi, sia (soprattutto) di performance.

In terms of investment volume, total Cash Out reaches approximately Euro 836 mln, recording on a yearly basis a decrease of around 35%, essentially due to the decrease in the number of divestments. Total Cash In shows a decrease of about 84%, due both to the decrease of divestments and (more significantly) to the relevant incidence of Write Off recorded in 2009.

The average cash multiple is, for the first time since the beginning of the survey (i.e. 1996), lower than one, dropping from 1.7x in 2008 to 0.4x in 2009.

'From Inception' performances

	2007	2008	2009
Yearly Pooled IRR	29.2%	18.9%	-16.6%
Upper quarter (by performance)	80.8%	50.7%	33.7%
Upper quarter (by investment size)	31.1%	18.4%	-20.2%

As a whole, 2009 performances slump, reaching, for the first time since the beginning of the survey, a (significantly) negative figure (i.e. -16.6%). 2009 performances are significantly affected by the Write Off (both total and partial)⁽¹⁾ recorded in the year, whose incidence on the sample appears predominant both by number and (even more) by value. Specifically, the number of Write Off passes from 14 in 2008 to 17 in 2009: in relative terms, their incidence more than doubled both by number (i.e. 40% in 2009 vs 18% in 2008) and (even more remarkably) by Cash Out (i.e. 84% in 2009 vs 33% in 2008). To sum up, in 2009 almost half of the divestments monitored and more than 4/5 of their relative Cash Out are attributable to Write Off⁽²⁾.

Upper quarter by performance (i.e. the cluster which includes the 25% of transactions with the highest returns) shows, in 2009, an IRR equal to around 34%, significantly lower than the previous two years (i.e. 51% in 2008, 81% in 2007); similarly, the upper quarter by investment size (i.e. the cluster which includes the 25% of transactions with the greatest investment size) falls sharply, reaching a significantly negative figure (i.e. -20% in 2009 vs 18% in 2008 vs 31% in 2007), consistently with the overall performance.

Performance distribution by IRR class

	Cash Out			Cash In			No. of transactions		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Write Off/Negative	8.5%	34.1%	86.6%	1.0%	0.9%	6.7%	20	21	24
0% - 10%	4.4%	7.0%	2.2%	2.2%	5.7%	6.8%	25	16	7
10% - 20%	23.1%	2.9%	3.8%	15.9%	2.8%	17.8%	15	8	5
20% - 30%	19.2%	29.7%	2.0%	19.3%	43.4%	11.0%	7	7	3
30% - 40%	6.6%	14.6%	0.3%	5.6%	21.8%	1.9%	5	9	1
40% - 50%	6.0%	2.6%	4.6%	6.6%	6.3%	44.3%	9	5	1
50% - 100%	14.5%	8.3%	-	20.1%	14.6%	-	14	7	-
100% - 500%	17.7%	0.9%	0.4%	29.3%	4.5%	11.4%	4	5	1
> 500%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total (Euro mln)	1,627	1,289	836	4,105	2,193	361	99	78	42

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

⁽²⁾ For a more detailed analysis on the impact of Write Off on 2009 performance please refer to the section 'Focus on 2009 Write Off' illustrated in the followings.

Il numero di disinvestimenti effettuati dagli operatori del campione risulta pressoché dimezzato, passando da 78 nel 2008 a 42 nel 2009. Analogamente, il numero di operatori che presentano operazioni realizzate evidenzia una flessione nell'ordine del 40% (i.e. 23 nel 2009 vs 38 nel 2008); per contro, la dimensione media di investimento si conferma in aumento (i.e. Euro 19,9 mln nel 2009 vs Euro 16,5 mln nel 2008), in linea con un trend ormai consolidatosi da diversi anni.

In termini di volumi di investimento, il Cash Out complessivo si attesta a circa Euro 836 mln, registrando un decremento pari a circa il 35%, essenzialmente connesso alla riduzione del numero di disinvestimenti segnalati. Il Cash In complessivo evidenzia invece una flessione nell'ordine dell'84%, per effetto sia del decremento del numero di disinvestimenti, sia (soprattutto) dell'elevata incidenza dei Write Off registrati nell'anno.

Il multiplo medio di uscita implicito (i.e. cosiddetto 'cash multiple') registra, per la prima volta dall'avvio dell'indagine (i.e. 1996), un valore inferiore all'unità, passando da circa 1,7x nel 2008 a circa 0,4x nel 2009.

Le performance 'From Inception'

	2007	2008	2009
IRR Lordo Aggregato	29,2%	18,9%	-16,6%
Quartile superiore per performance	80,8%	50,7%	33,7%
Quartile superiore per ammontare investito	31,1%	18,4%	-20,2%

La performance delle operazioni disinvestite nel corso del 2009 evidenzia, nel complesso, un crollo, attestandosi, per la prima volta dall'inizio dell'indagine, su un valore (ampiamente) negativo (i.e. -16,6%). Determinanti ai fini delle performance 2009 risultano i Write Off (sia totali, sia parziali)⁽¹⁾ registrati nell'anno, la cui incidenza sul campione appare preponderante sia per numero, sia (ancor più) per controvalore. Nello specifico, il numero di Write Off passa da 14 nel 2008 a 17 nel 2009: in termini relativi, la loro incidenza risulta tuttavia più che raddoppiata sia per numero (i.e. 40% nel 2009 vs 18% nel 2008), sia soprattutto per Cash Out (84% nel 2009 vs 33% nel 2008). In sostanza, nel 2009, quasi la metà dei disinvestimenti monitorati e più dei 4/5 dei relativi volumi di Cash Out sono costituiti da Write Off⁽²⁾.

Il quartile superiore per performance (i.e. il cluster costituito dal 25% dei disinvestimenti con i rendimenti maggiori) presenta, nel 2009, un IRR pari a circa il 34%, in sensibile flessione rispetto al biennio precedente (i.e. 51% nel 2008, 81% nel 2007); analogamente, il quartile superiore per ammontare investito (i.e. il cluster che raggruppa il 25% delle operazioni caratterizzate dai maggiori volumi di investimento) mostra una netta flessione, attestandosi ad un valore ampiamente negativo (i.e. -20% nel 2009 vs 18% nel 2008 vs 31% nel 2007), in linea con il dato complessivo.

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

⁽²⁾ Per maggiori dettagli circa l'impatto dei Write Off sulle performance 2009 si rimanda, nel seguito, all'apposita sezione 'Focus sui Write Off 2009'.

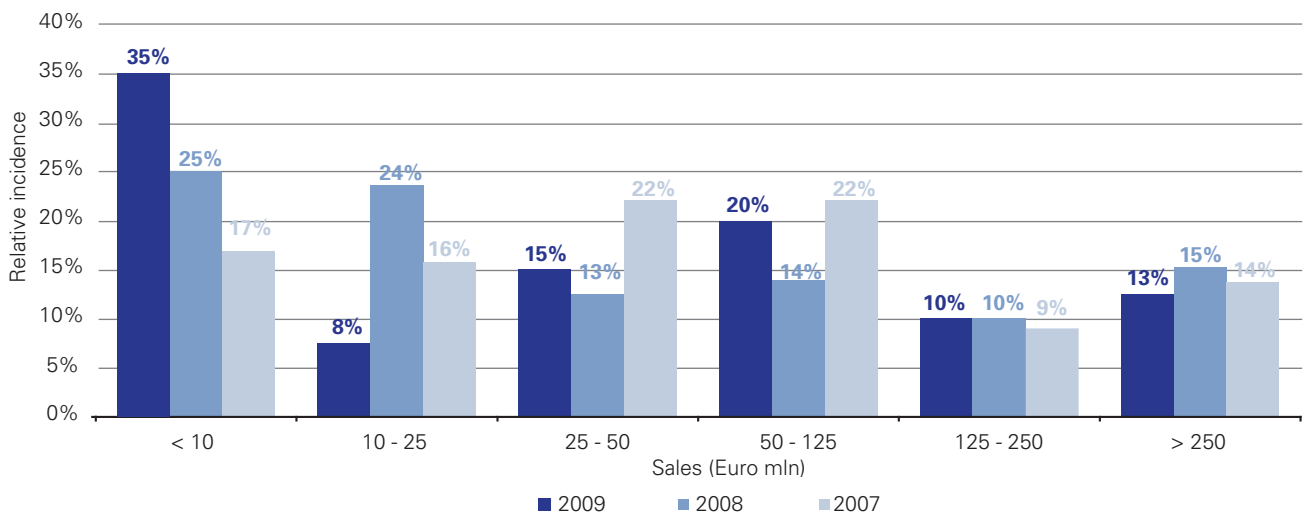
The performance breakdown by IRR class firstly highlights the material increase, in 2009, of transactions with negative IRR/Write Off, whose incidence more than doubled both by number (i.e. 57% in 2009 vs 27% in 2008) and by Cash Out (i.e. 87% in 2009 vs 34% in 2008), confirming the (negative) trend started in 2008; in this context, it should be pointed out that in 2007 the incidence of the written off and negative transactions stood just at 20% by number (vs 57% in 2009) and at 9% by Cash Out (vs 87% in 2009).

High performance transactions (IRR between 30% and 50%) show a sharp decrease both by number (i.e. just two, equal to 5% in 2009 vs 18% in 2008) and by Cash Out (i.e. 5% in 2009 vs 17% in 2008); similarly, 'outstanding' transactions (i.e. above 50% IRR) record a significant decline by number (i.e. just one, equal to 2% in 2009 vs 15% in 2008) and by Cash Out (i.e. 0.4% in 2009 vs 9.2% in 2008).

Referring to the three-year-period 2007-2009, it is worth to note that the incidence of transactions with an IRR higher than 30% (intended as the possible target return for Private Equity Houses) declines (i) by number from about 32% in 2007 to about 7% in 2009 and (ii) by Cash Out from 45% in 2007 to about 5% in 2009.

As a whole, the analysis by IRR class seems to show that the sharp downturn in 2009 performance is essentially due to the relevant (both by number and by size) impact of Write Off recorded in the year and, at the same time, to the considerable decrease of performing/over-performing transactions (i.e. above 30% IRR).

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



The breakdown by target sales size confirms that over half of the divestments monitored are related to small-medium companies (i.e. with a turnover of less than Euro 50 mln), whose incidence (by number) stood at 58% in 2009 (vs 61% in 2008). The percentage (by number) of transactions involving medium companies (i.e. with sales between Euro 50 mln and Euro 250 mln) significantly rises from 24% in 2008 to 30% in 2009; meanwhile, the percentage of transactions targeting large companies (i.e. with sales higher than Euro 250 mln) shows a slight decline (i.e. 13% in 2009 vs 15% in 2008).

Breakdown per classe di IRR realizzato

	Cash Out			Cash In			No. transazioni		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Negativo/Write Off	8,5%	34,1%	86,6%	1,0%	0,9%	6,7%	20	21	24
0% - 10%	4,4%	7,0%	2,2%	2,2%	5,7%	6,8%	25	16	7
10% - 20%	23,1%	2,9%	3,8%	15,9%	2,8%	17,8%	15	8	5
20% - 30%	19,2%	29,7%	2,0%	19,3%	43,4%	11,0%	7	7	3
30% - 40%	6,6%	14,6%	0,3%	5,6%	21,8%	1,9%	5	9	1
40% - 50%	6,0%	2,6%	4,6%	6,6%	6,3%	44,3%	9	5	1
50% - 100%	14,5%	8,3%	-	20,1%	14,6%	-	14	7	-
100% - 500%	17,7%	0,9%	0,4%	29,3%	4,5%	11,4%	4	5	1
> 500%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Totale (Euro mln)	1.627	1.289	836	4.105	2.193	361	99	78	42

Il breakdown per classe di IRR realizzato evidenzia in primis il netto incremento, nel 2009, del cluster di operazioni con IRR negativo/Write Off, la cui incidenza risulta più che raddoppiata sia per numero (i.e. 57% nel 2009 vs 27% nel 2008), sia per Cash Out (i.e. 87% nel 2009 vs 34% nel 2008), a conferma del trend (negativo) manifestatosi a partire dal 2008; in tale contesto, è opportuno evidenziare che nel 2007 l'incidenza delle operazioni con IRR negativo/Write Off si limitava al 20% per numero (vs 57% nel 2009) ed al 9% per Cash Out (vs 87% nel 2009).

Le transazioni con performance elevate (i.e. con IRR compreso tra il 30% e il 50%) registrano una netta flessione, sia per numero (i.e. solamente due, pari al 5% nel 2009 vs 18% nel 2008), sia in termini di Cash Out (i.e. 5% nel 2009 vs 17% nel 2008); analogamente, l'incidenza delle operazioni con rendimento 'outstanding' (i.e. con IRR maggiore del 50%) presenta un significativo decremento in termini sia di incidenza numerica (i.e. solamente una, pari al 2% nel 2009 vs 15% nel 2008), sia di Cash Out (i.e. 0,4% nel 2009 vs 9,2% nel 2008).

È opportuno rilevare come, con riferimento al triennio in esame (2007-2009), l'incidenza delle operazioni con IRR superiore al 30% (inteso come possibile rendimento target per gli operatori) passi (i) per numero da circa il 32% nel 2007 a circa il 7% nel 2009 e (ii) per Cash Out da circa il 45% nel 2007 a poco più del 5% nel 2009.

Nel complesso, il dettaglio per classe di IRR mostra come la drastica flessione delle performance 2009 sia ascrivibile da un lato al significativo impatto (sia per numero, sia per dimensioni) dei Write Off registrati nell'anno, dall'altro, specularmente, alla netta riduzione di operazioni 'performing/over-performing' (i.e. con rendimento pari ad almeno il 30%).

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

Il dettaglio per fatturato delle aziende target conferma come oltre la metà dei disinvestimenti monitorati riguardi target di dimensioni medio-piccole (i.e. con fatturato inferiore ad Euro 50 mln), la cui incidenza (per numero) si attesta, nel 2009, a circa il 58% (vs 61% nel 2008). Le operazioni relative a target di medie dimensioni (i.e. con fatturato compreso tra Euro 50 mln ed Euro 250 mln) registrano un sostanziale incremento, passando da circa il 24% nel 2008 a circa il 30% nel 2009; per contro, l'incidenza delle operazioni relative a target di grandi dimensioni (i.e. con fatturato superiore ad Euro 250 mln) presenta una leggera flessione (i.e. 13% nel 2009 vs 15% nel 2008).

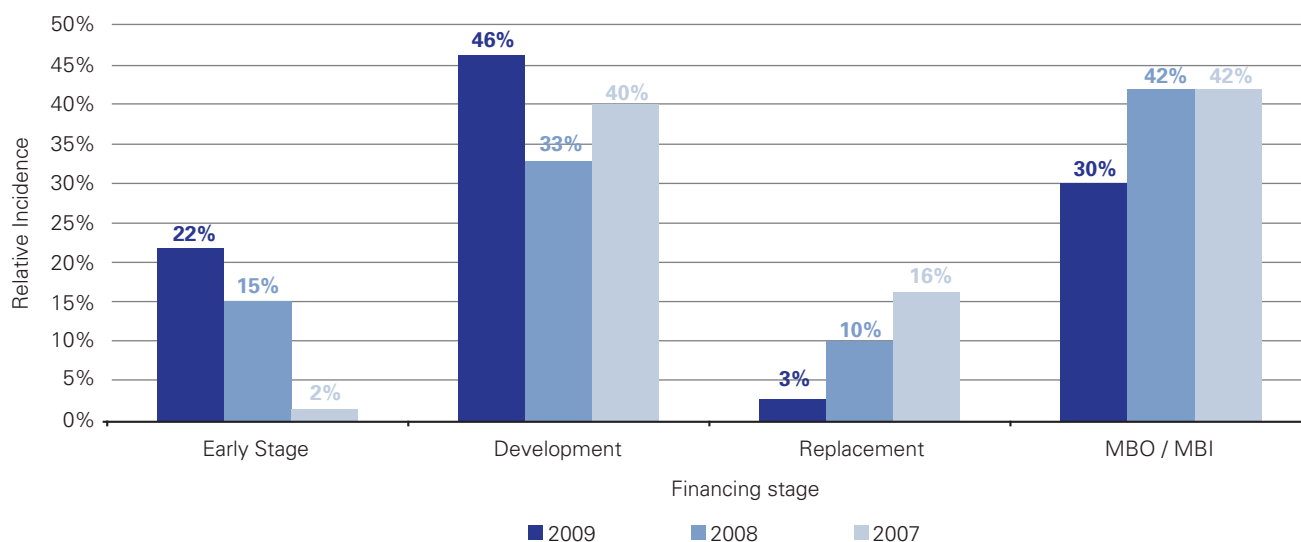
Transaction breakdown by target sales size (Yearly Pooled IRR)

Sales (Euro mln)	2008		2009	
	No.	IRR	No.	IRR
< 10	18	0.5%	14	0.3%
10 - 25	17	23.0%	3	-28.5%
25 - 50	9	48.3%	6	1.7%
50 - 125	10	13.2%	8	19.0%
125 - 250	7	24.7%	4	7.4%
> 250	11	16.7%	5	-38.0%

The weighted average IRR (i.e. in terms of Cash Out) related to transactions involving small-medium targets (i.e. with a turnover of less than Euro 50 mln) shows a sharp decline (i.e. -0.7% in 2009 vs 22.9% in 2008); at the same time, performance related to transactions targeting large companies (i.e. with sales higher than Euro 250 mln) records a material slump, falling from 16.7% in 2008 to a deeply negative return in 2009 (i.e. -38.0%). Meanwhile, transactions involving medium companies (i.e. with turnover between Euro 50 mln and Euro 250 mln) show a still positive performance (even though with a marked decline compared to previous year), recording a return, in 2009, equal to 9.3% (vs 17.2% in 2008).

To summarize, the breakdown by target sales size highlights that the downturn affecting 2009 performances seems to be mainly related to small-medium size companies and (above all) to large companies, the latter involving some of the most relevant Write Off recorded in the year.

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



The transaction breakdown by financing stage shows the significant increase, within the sample, of Development transactions, whose incidence (by number) passes from 33% in 2008 to 46% in 2009; on the other hand, MBO/MBI transactions (historically prevalent) record a sharp drop, falling from 42% in 2008 to 30% in 2009. Early Stage transactions record a (further) increase (i.e. 22% in 2009 vs 15% in 2008), whereas Replacement transactions show a (further) decrease (i.e. 3% in 2009 vs 10% in 2008).

As a whole, the distribution by financing stage highlights the great predominance of Development and MBO/MBI transactions, whose incidence, in 2009, stands over 75% of the overall transactions monitored, confirming the trend consolidated over the years.

Breakdown per fatturato delle aziende target (IRR Lordo Aggregato)

Fatturato (Euro mln)	2008		2009	
	No.	IRR	No.	IRR
< 10	18	0,5%	14	0,3%
10 - 25	17	23,0%	3	-28,5%
25 - 50	9	48,3%	6	1,7%
50 - 125	10	13,2%	8	19,0%
125 - 250	7	24,7%	4	7,4%
> 250	11	16,7%	5	-38,0%

In termini di rendimenti (i.e. IRR medio ponderato per Cash Out), le operazioni riguardanti target di dimensioni medio-piccole (i.e. con fatturato inferiore ad Euro 50 mln) registrano un netto decremento (i.e. -0,7% nel 2009 vs 22,9% nel 2008); parallelamente, le operazioni riguardanti target di grandi dimensioni (i.e. con fatturato superiore ad Euro 250 mln) evidenziano un crollo, passando dal 16,7% del 2008 ad un rendimento ampiamente negativo nel 2009 (i.e. -38,0%). Si osserva, per contro, una certa 'tenuta' (seppure comunque in flessione), delle operazioni inerenti target di medie dimensioni (i.e. con fatturato compreso tra Euro 50 mln ed Euro 250 mln), il cui rendimento si è attestato, nel 2009, a circa il 9,3% (vs 17,2% nel 2008).

In definitiva, l'analisi per fatturato delle aziende target sembrerebbe evidenziare come la drastica flessione della performance caratterizzante il 2009 sia essenzialmente ascrivibile al significativo calo dei rendimenti relativi a target di medio-piccole e soprattutto di grandi dimensioni (quest'ultimi principalmente per effetto dei diversi rilevanti Write Off segnalati nell'anno).

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

Il breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target evidenzia il significativo incremento, nell'ambito del campione, degli investimenti riguardanti target in fase di sviluppo (cd. Development), la cui incidenza (per numero) passa dal 33% nel 2008 al 46% nel 2009; per contro, si osserva la netta flessione delle operazioni di MBO/MBI (storicamente le più diffuse), la cui incidenza scende dal 42% nel 2008 al 30% nel 2009. Le operazioni riguardanti le prime fasi del ciclo di vita (cd. Early Stage) si confermano in aumento (i.e. 22% nel 2009 vs 15% nel 2008), mentre quelle finalizzate alla sostituzione degli azionisti di minoranza (cd. Replacement) mostrano un'ulteriore flessione (i.e. 3% nel 2009 vs 10% nel 2008).

Nel complesso, il dettaglio per fase del ciclo di vita delle aziende target conferma la netta prevalenza delle operazioni di Development e MBO/MBI, la cui incidenza complessiva, nel 2009, supera il 75% del totale delle transazioni monitorate, confermando un trend ormai consolidatosi negli anni.

Transaction breakdown by financing stage (Yearly Pooled IRR)⁽³⁾

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
No. of transactions	11	8	24	17	7	1	31	11
Yearly Pooled IRR	-2.7%	34.8%	9.6%	13.6%	20.8%	Neg.	21.2%	-33.1%

In terms of performance, it should be pointed out the significant drop affecting MBO/MBI transactions (i.e. -33.1% in 2009 vs 21.2% in 2008), even though they historically represented the top performers within the market. Such result is essentially due to the relevant impact of Write Off, most of them (in terms of investment size) involving MBO/MBI transactions.

On the contrary, performances of Development transactions show a slight increase, from 9.6% in 2008 to 13.6% in 2009, thanks also to the lower impact of Write Off within this cluster. Similarly, Early Stage transactions, which historically represented a limited cluster with small average investment size, record positive performances, in clear countertrend compared to the previous year (i.e. 34.8% in 2009 vs -2.7% in 2008); however, it should be pointed out that Early Stage transactions are traditionally characterized by 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 From Inception analysis, consistently with the macroeconomic scenario, shows a significant slump of performances, emphasizing the negative trend began in the previous year. The significant performance decrease is due, on the one hand, to the relevant impact of Write Off (i.e. their incidence stands respectively at 40% by number and 84% by Cash Out) and, on the other hand, to the general decline in the performance related to the 'trade sale' (i.e. return excluding Write Off: 19.9% in 2009 vs 27.1% in 2008). The analyses carried out on the different sub-samples highlight that MBO/MBI transactions involving large companies, where most of the Write off are recorded, have been the worst hit in terms of performance.

⁽³⁾ In relation to the sole Replacement transaction monitored in 2009, due to the cash flow distribution, it is not possible to calculate its IRR accurately (however, it would be significantly negative).

Breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target (IRR Lordo Aggregato)⁽³⁾

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
No. transazioni	11	8	24	17	7	1	31	11
IRR Lordo Aggregato	-2,7%	34,8%	9,6%	13,6%	20,8%	Neg.	21,2%	-33,1%

In termini di rendimenti, si osserva innanzitutto il crollo (i.e. -33,1% nel 2009 vs 21,2% nel 2008) delle performance relative alle operazioni di MBO/MBI, storicamente risultanti come 'top performer' del mercato. Tale dato è essenzialmente connesso al significativo impatto dei Write Off, larga parte dei quali (in termini di dimensioni) afferenti ad operazioni di MBO/MBI.

Per contro, le performance delle operazioni di Development mostrano un leggero incremento, passando dal 9,6% nel 2008 al 13,6% nel 2009, anche per effetto del minore impatto, su tale cluster, dei Write Off. Analogamente, le operazioni di Early Stage, che storicamente rappresentano un campione ridotto e con dimensioni di investimento limitate, registrano performance positive ed in netta controtendenza rispetto al periodo precedente (i.e. 34,8% nel 2009 vs -2,7% nel 2008); è tuttavia opportuno segnalare come le performance di tale cluster risultino storicamente contraddistinte da un andamento molto volatile (i.e. 89,1% nel 2007, 13,8% nel 2006, -1,8% nel 2005 e 30,5% nel 2004).

In sintesi, l'analisi 'From Inception', in linea con lo scenario macroeconomico contingente, evidenzia, nel complesso, una drastica flessione delle performance, enfatizzando, in tal senso, l'inversione di tendenza già manifestatasi nell'anno precedente. Nello specifico, la flessione delle performance è principalmente ascrivibile ai Write Off (i.e. la cui incidenza risulta rispettivamente pari al 40% per numero ed all'84% per Cash Out), oltre che al generale calo dei rendimenti relativi ai 'trade sale' (i.e. dato al netto dei Write Off: 19,9% nel 2009 vs 27,1% nel 2008). Le analisi effettuate sui vari cluster del campione evidenziano come gli investimenti maggiormente penalizzati in termini di performance siano le operazioni di MBO/MBI su target di grandi dimensioni, nel cui ambito si collocano, peraltro, larga parte dei Write Off segnalati.

⁽³⁾ In relazione alla sola operazione di Replacement registrata nel 2009, stanti le dinamiche dei flussi della stessa, non è possibile stimarne in modo puntuale l'IRR (che risulterebbe tuttavia ampiamente negativo).

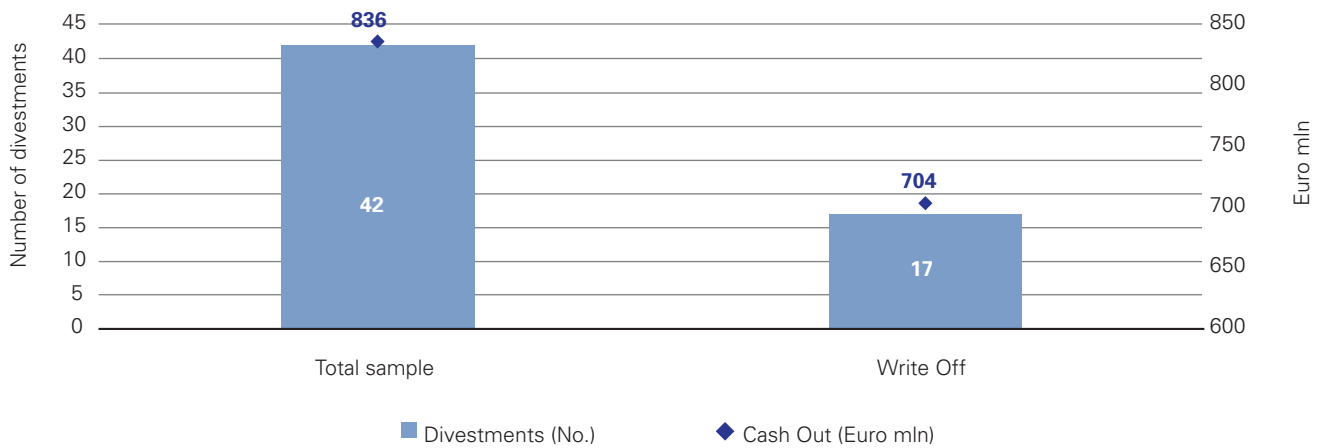
Focus on 2009 Write Off

Given the relevant impact of Write Off on the sample, a new specifically dedicated section has been introduced this year.

This section is aimed at providing a more detailed outline of the Write Off recorded in 2009, in order to better understand their incidence – both by number and (especially) by investment size – across the various clusters analysed in the From Inception analysis.

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

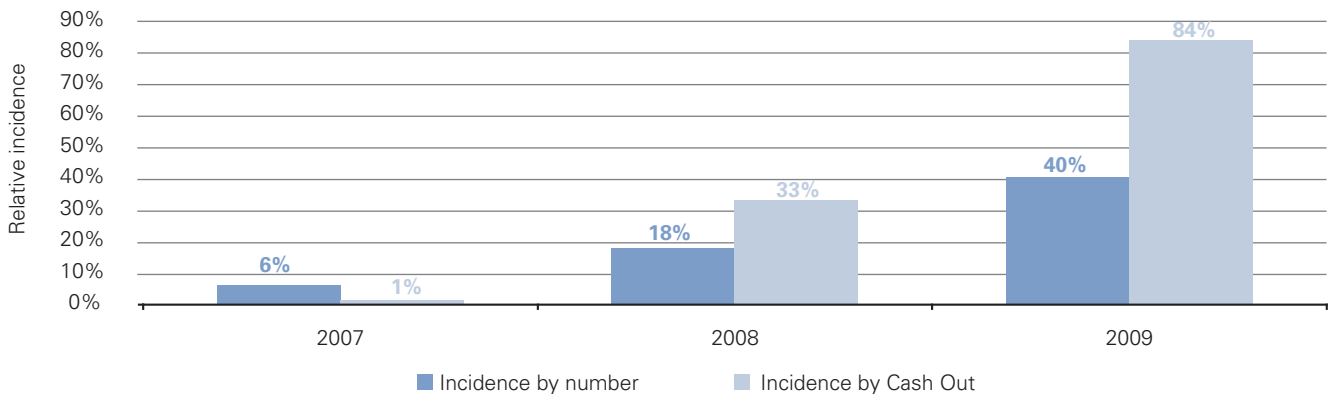
CHART 7 – Incidence (by number and by Cash Out) of Write Off in 2009



In 2009, 17 Write Off have been reported (i.e. 16 total Write Off and 1 partial Write Off), on a total of 42 transactions monitored; the investment volume (i.e. Cash Out) related to such Write Off amount to over Euro 700 mln, whereas total Cash Out of the 42 monitored transactions equal to approximately Euro 836 mln.

In practice, the incidence of the Write Off on the overall sample stands at 40% by number (i.e. 17 vs 42) and at about 84% in terms of Cash Out (i.e. Euro 704 mln vs Euro 836 mln).

CHART 8 – Incidence (by number and by Cash Out) of Write Off in 2007-2009



The comparison with historical data highlights how the incidence – by number and, even more significantly, by Cash Out – of the Write Off recorded, in 2007-2009, a drastic increase. Specifically, the incidence by number of Write Off

Focus sui Write Off 2009

Stante la rilevante incidenza dei Write Off sul campione, quest'anno è stata inserita, per la prima volta, un'apposita sezione di approfondimento specificatamente dedicata.

La sezione in oggetto si propone di fornire un quadro più dettagliato dei Write Off registrati nel 2009, al fine di meglio comprenderne l'incidenza – in termini sia di numero, sia (soprattutto) di volumi di investimento – sui vari cluster esaminati nell'ambito dell'analisi From Inception.

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

RIF. CHART 7 – Incidenza (per numero e per Cash Out) dei Write Off nel 2009

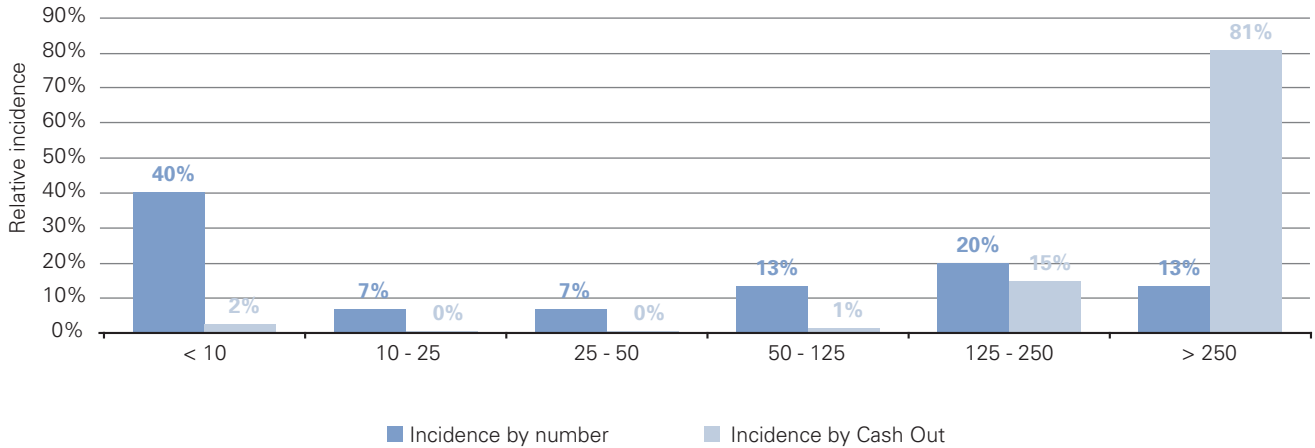
Nel 2009 sono stati segnalati 17 Write Off, di cui 16 Write Off totali ed 1 Write Off parziale, su un totale di 42 operazioni complessivamente monitorate; i volumi di investimento (i.e. Cash Out) afferenti tali Write Off ammontano ad oltre Euro 700 mln, a fronte di Cash Out complessivi relativi alla totalità delle 42 operazioni monitorate pari a circa Euro 836 mln.

In sostanza, l'incidenza relativa dei Write Off sul campione risulta pari a circa il 40% per numero (i.e. 17 vs 42) ed a circa l'84% in termini di Cash Out (i.e. Euro 704 mln vs Euro 836 mln).



passes from about 6% in 2007 to around 40% in 2009, whereas the incidence by Cash Out increases even more: if in 2007 it was marginal (i.e. 1%), in 2009 it reaches approximately 84% of total Cash Out.

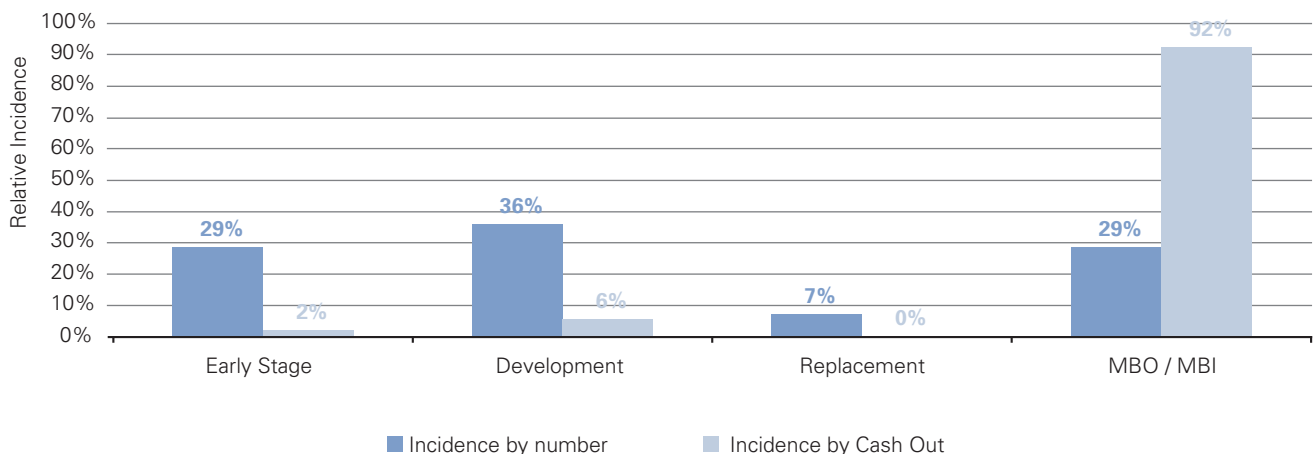
CHART 9 – 2009 Write Off: breakdown by target sales size (incidence by number and by Cash Out)



The target sales breakdown shows how, in terms of incidence by number, over 50% (i.e. 53%) of Write Off is related to small-medium companies (i.e. with a turnover of less than Euro 50 mln); transactions involving medium-large companies (i.e. with sales between Euro 50 mln and Euro 250 mln) have an incidence by number of about 33%, while transactions targeting large companies (i.e. with sales higher than Euro 250 mln) represent about 13%.

Such evidences appear to be reversed in terms of incidence by Cash Out (i.e. more relevant for the performances): transactions targeting large companies represent over 80% of total Write Off, followed by medium-large companies (i.e. 16%) and small-medium targets (i.e. 3%).

CHART 10 – 2009 Write Off: breakdown by financing stage (incidence by number and by Cash Out)



The breakdown by financing stage of the target companies shows, in terms of incidence by number, that over 90% of Write Off are homogeneously distributed among Early Stage, MBO/MBI and Development transactions (the latter having a slightly higher incidence than the others).

In terms of incidence by Cash Out, the most (i.e. more than 90%) of Write Off refer to MBO/MBI transactions. It is worth to outline that, also considering the

RIF. CHART 8 – Incidenza (per numero e per Cash Out) dei Write Off nel triennio 2007-2009

Il raffronto con i dati storici evidenzia come l'incidenza, sia per numero, ma ancor più in termini di volumi, dei Write Off abbia registrato, nel triennio 2007-2009, un drastico incremento. Nello specifico, in termini numerici, l'incidenza dei Write Off passa da circa il 6% nel 2007 a circa il 40% nel 2009; in termini di Cash Out il trend appare ancor più marcato: se nel 2007 l'incidenza dei Write Off risultava marginale (i.e. circa 1%), nel 2009 gli stessi rappresentano circa l'84% dei volumi complessivi.

RIF. CHART 9 – Write Off 2009: breakdown per fatturato delle aziende target (incidenza relativa per numero e per Cash Out)

Il dettaglio per fatturato delle aziende target evidenzia come, in termini di incidenza per numero, oltre il 50% (i.e. 53%) dei Write Off riguardi target di dimensioni medio-piccole (i.e. con fatturato inferiore ad Euro 50 mln); i target di dimensioni medio-grandi (i.e. con fatturato compreso tra Euro 50 mln ed Euro 250 mln) presentano un'incidenza per numero pari a circa il 33%, mentre quelli di grandi dimensioni (i.e. con fatturato superiore ad Euro 250 mln) si attestano a circa il 13%.

Tali evidenze risultano, per contro, invertite se si considera l'incidenza in termini di Cash Out (i.e. maggiormente rilevante ai fini della determinazione delle performance complessive): i target di grandi dimensioni rappresentano infatti oltre l'80% dei Write Off complessivi, seguiti da quelli medio-grandi (i.e. 16%) e da quelli medio-piccoli (i.e. 3%).

RIF. CHART 10 – Write Off 2009: breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target (incidenza relativa per numero e per Cash Out)

Il dettaglio per fase del ciclo di vita delle aziende target mostra come, in termini di incidenza per numero, oltre il 90% dei Write Off si distribuisca, in modo piuttosto omogeneo, tra Early Stage, MBO/MBI e Development (questi ultimi con una lieve prevalenza sui primi due).

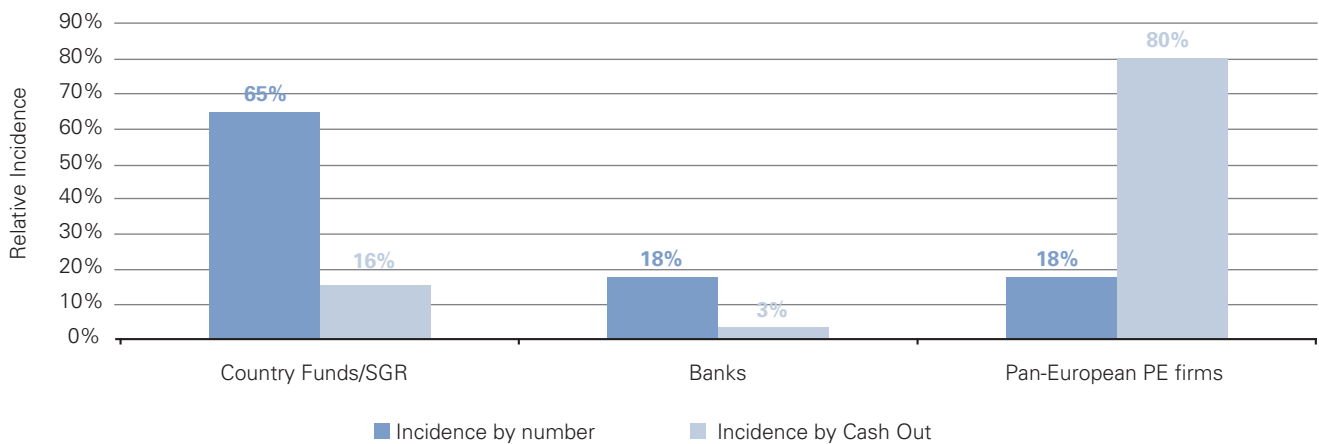
In termini di incidenza per Cash Out, si evince come larga parte (i.e. oltre il 90%) dei Write Off sia ascrivibile ad operazioni di MBO/MBI. È opportuno peraltro sottolineare che, anche facendo riferimento al dettaglio per fatturato del target (di cui in precedenza), i MBO/MBI maggiormente penalizzati risultino quelli inerenti target di grandi dimensioni (i.e. con fatturato superiore ad Euro 250 mln), nel cui ambito si registrano i Write Off più rilevanti.

In sostanza, in un quadro di generale e significativa flessione, i Write Off di alcune operazioni medio-grandi di MBO/MBI hanno rappresentato la principale causa del crollo delle performance dell'anno.

breakdown by target sales size (previously illustrated), the MBO/MBI transactions which have been worst hit are those related to large companies (i.e. with turnover higher than Euro 250 mln), where the most relevant Write Off are recorded.

In practice, in a framework of general and significant decline, the Write Off of some MBO/MBI transactions involving medium-large companies caused the 2009 performance to slump.

CHART 11 – 2009 Write Off: breakdown by fund category (incidence by number and by Cash Out)



The breakdown by fund category highlights how, in terms of incidence by number, about 65% of Write Off is related to transactions carried out by Country Funds/SGR: this figure is consistent with the large predominance of such category of funds in the overall sample (i.e. as better illustrated in the followings, over 75% of overall transactions monitored have been carried out by Country Funds/SGR).

On the other hand, the incidence by Cash Out highlights that about 80% of Write Off's investment volumes (i.e. Cash Out) are attributable to Pan-European Private Equity funds (although their incidence by number on the overall sample is lower than 10%): these evidences are clearly related to the investment strategy of such funds, which are typically focused on MBO/MBI transactions involving large companies (the cluster where the most relevant Write Off, in terms of investment size, are recorded).

RIF. CHART 11 – Write Off 2009: breakdown per tipologia di operatore (incidenza relativa per numero e per Cash Out)

Il dettaglio per tipologia di operatore evidenzia come, in termini di incidenza per numero, circa il 65% dei Write Off riguardi operazioni effettuate da Country Fund/SGR: tale dato è peraltro in linea con la netta prevalenza di detta tipologia di operatori nell'ambito della generalità del campione (i.e. come meglio illustrato nel seguito, circa il 75% delle operazioni complessivamente monitorate sono state effettuate da Country Fund/SGR).

L'incidenza per Cash Out mostra, per contro, come circa l'80% dei volumi di investimento (i.e. Cash Out) inerenti i Write Off sia riconducibile a fondi internazionali (benché l'incidenza per numero di tali operatori sul totale del campione risulti inferiore al 10%): ciò è evidentemente connesso alla strategia di investimento di tali operatori, tipicamente orientati ad operazioni di MBO/MBI su target di grandi dimensioni (nel cui ambito abbiamo osservato collocarsi i Write Off dimensionalmente più rilevanti).



1, 3, 5 and 10 year performances

'By Horizon' Gross Pooled IRR

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

It is worth to note that, this year, also in order to facilitate the comparison with international benchmarks, the one year horizon – which considers all the investments made in the last year of analysis (i.e. in this case, 2009) – has been introduced.

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

- 1 YR: Gross Pooled IRR analysed in 2009;
- 3 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2007 to 2009;
- 5 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2005 to 2009;
- 10 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2000 to 2009.

'By Horizon' main sample

2009	1YR	3YR	5YR	10YR
No. of companies showing investments	26	59	74	92
No. of transactions	58	260	459	865
of which: - <i>realised investments</i>	1	23	121	486
- <i>investments still in portfolio</i>	57	237	338	379
Average investment size (Euro mln)	9.3	17.5	16.8	14.0
Total Cash Out (Euro mln)	537	4,557	7,712	12,094
Total Cash In (Euro mln)	546	3,524	9,160	15,993
Average (implied) cash multiple	1.0x	0.8x	1.2x	1.3x

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, figures show a gradual increase in the average investment size, growing from Euro 14 mln in the 10YR horizon to approximately Euro 17.5 mln in the 3YR horizon. The Cash multiple, in the 3YR horizon, shows a figure lower than one (i.e. 0.8x), confirming the negative trend affecting the market in the last two years.

With focus on the 1YR horizon, the analysis highlights that, within the sample, 58 new investments have been made in 2009 (i.e. 57 still portfolio and 1 divested in the year). Considering historical data, 2008 1YR horizon counted 113 new investments (vs 97 new investments in 2007 1YR horizon), testifying the material decrease of the investment activity in 2009. Similarly, the average investment size in the 1YR horizon (i.e. Euro 9.3 mln) is significantly lower than other clusters. Furthermore, it is worth to note that, in 2009, 1YR horizon average (implied) cash multiple is equal to 1.0x (vs 3YR: 0.8x): such evidence is due, on the one hand, to the consolidated practice of Private Equity Houses of measuring most of the investments still in their portfolios (especially those recently acquired) at cost and, on the other hand, to the fact that 2009 investments have been likely made at significantly lower prices (therefore less exposed to subsequent depreciations) than those 'pre-crisis' made in 2007-2008.

Le performance a 1, 3, 5 e 10 anni

IRR Lordo Aggregato 'By Horizon'

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

È opportuno evidenziare che, anche per ragioni di comparabilità con i dati internazionali, quest'anno è stato per la prima volta introdotto l'orizzonte temporale ad un anno, che considera tutti gli investimenti effettuati nell'ultimo anno di analisi (i.e. nel caso specifico, nel 2009).

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

- 1 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel 2009;
- 3 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2007-2009;
- 5 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2005-2009;
- 10 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2000-2009.

Il campione 'By Horizon'

2009	1YR	3YR	5YR	10YR
Operatori che presentano investimenti	26	59	74	92
Numero di transazioni	58	260	459	865
di cui: - partecipazioni disinvestite	1	23	121	486
- partecipazioni ancora in portafoglio	57	237	338	379
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	9,3	17,5	16,8	14,0
Cash Out complessivo (Euro mln)	537	4.557	7.712	12.094
Cash In complessivo (Euro mln)	546	3.524	9.160	15.993
Cash multiple (implicito) medio	1,0x	0,8x	1,2x	1,3x

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 14 mln nell'orizzonte 10YR a circa Euro 17,5 mln nell'orizzonte 3YR. In termini di multiplo di uscita implicito (i.e. cosiddetto 'Cash multiple'), si registra, nell'orizzonte 3YR, un valore inferiore all'unità (i.e. 0,8x), a conferma della fase negativa attraversata dal mercato nell'ultimo biennio.

L'analisi relativa all'orizzonte 1YR evidenzia come, nell'ambito del campione, siano stati segnalati 58 nuovi investimenti effettuati nel 2009, di cui 57 ancora in portafoglio ed 1 disinvestito nel corso dell'anno. Con riferimento ai dati storici, l'orizzonte 1YR 2008 includeva 113 nuovi investimenti (vs 97 nuovi investimenti nel 1YR 2007), a testimonianza di come il 2009 sia stato caratterizzato da una significativa contrazione dell'attività di investimento. Analogamente, si evidenzia come, nell'orizzonte 1YR, la dimensione media dell'investimento (i.e. Euro 9,3 mln) risulti significativamente inferiore agli altri cluster temporali. È inoltre opportuno rilevare come, con riferimento ai dati 2009, il cash multiple (implicito)

'By Horizon' performances

2009	1YR	3YR	5YR	10YR
Yearly Pooled IRR	6.1%	-1.4%	11.4%	13.4%
Upper quarter (by performance)	52.4%	4.8%	59.8%	46.7%
Upper quarter (by investment size)	-1.4%	-1.9%	11.4%	12.7%

2008	1YR	3YR	5YR	10YR
Yearly Pooled IRR	-1.6%	5.1%	28.8%	19.6%
Upper quarter (by performance)	0.3%	36.7%	72.6%	57.3%
Upper quarter (by investment size)	-1.0%	-1.5%	21.8%	16.8%

As a whole, the comparison of performance figures in 2008-2009 shows, across all the timeframes considered (except for the 1YR horizon), an overall decrease of IRR, as well as the upper quarter by performance and by investment size. More specifically, such downturn (partially occurred even in 2008) appears stronger in the short horizon (i.e. 3YR), due to its major exposure to the negative market momentum; on the contrary, the longer horizons (i.e. 5YR and 10YR) show higher returns, as they benefit from positive performances recorded before 2008.

On the contrary, the 1YR horizon shows that 2009 performance records a material increase compared to 2008 return (i.e. 2009 1YR IRR: 6.1% vs 2008 1YR IRR: -1.6%). To summarize, matching (within the sample) investment volumes with performance figures, the following main evidences are observed:

- despite the crisis occurred in the second half of the year, 2008 has been characterized by high investment activity (i.e. 2008 new investments: 113 vs 2007 new investments: 97), mainly concentrated in the first months. In this context, large part of the investments have been made at 'pre-crisis' prices, so that, in many cases, they needed to be depreciated at the end of the year;
- in 2009, against a material reduction of the investment activity (i.e. 2009 new investments: 58 vs 2008 new investments: 113), a better year-end valorisation of the investments has been observed (i.e. 2009 1YR IRR: 6.1%), testifying a more 'selective' investment strategy and acquisition prices which probably already incorporate the market downturn.

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

	2009				2008				2007			
	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR
Realised investments	2%	3%	19%	47%	0%	9%	26%	50%	2%	13%	29%	54%
Write Off	0%	6%	7%	9%	0%	3%	3%	9%	0%	1%	1%	6%
Investments still in portfolio	98%	91%	74%	44%	100%	88%	71%	41%	98%	86%	70%	40%

The breakdown highlights the progressive increase of the incidence (by number) of Write Off, consistently with the results of the From Inception analysis. In this context, it should be pointed out that the 1YR horizon figure is poorly significant, due to the fact that it includes just the investments made in the last year.

As a whole, 10YR horizon figures (the more statistically-significant) show that, against an average 10% incidence of Write Off, the remaining part of the sample is almost equally distributed between realised investments and investments still in portfolio.

medio relativo all'orizzonte 1YR risulti pari a 1,0x (vs 3YR: 0,8x): tale evidenza è connessa da un lato alla prassi comune, da parte degli operatori, di valutare larga parte delle partecipazioni ancora in portafoglio (soprattutto quelle acquisite di recente) al costo, dall'altro al fatto che gli investimenti del 2009 sono stati probabilmente effettuati a prezzi molto ridimensionati (e quindi meno soggetti a successive svalutazioni) rispetto a quelli 'pre-crisi' effettuati nel biennio 2007-2008.

Le performance 'By Horizon'

2009	1YR	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato	6,1%	-1,4%	11,4%	13,4%
Quartile superiore per performance	52,4%	4,8%	59,8%	46,7%
Quartile superiore per ammontare investito	-1,4%	-1,9%	11,4%	12,7%

2008	1YR	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato	-1,6%	5,1%	28,8%	19,6%
Quartile superiore per performance	0,3%	36,7%	72,6%	57,3%
Quartile superiore per ammontare investito	-1,0%	-1,5%	21,8%	16,8%

In linea generale, dal raffronto dei prospetti relativi alle performance 2008-2009, si evince un sostanziale decremento dei rendimenti, anche con riferimento ai quartili superiori per performance e per ammontare investito, trasversale a tutti gli orizzonti temporali di riferimento (ad eccezione dell'orizzonte 1YR). Nello specifico, tale inversione di tendenza (parzialmente manifestatasi già a partire dal 2008) risulta particolarmente marcata nell'orizzonte di breve periodo (i.e. 3YR), in quanto maggiormente influenzato dal *market momentum* negativo, a differenza invece degli orizzonti temporali più estesi (i.e. 5YR e 10YR) che 'beneficiano' evidentemente anche delle performance positive degli anni antecedenti al 2008.

Con riferimento all'orizzonte 1YR, si evidenzia come il rendimento 2009 risulti, per contro, in sensibile incremento rispetto al medesimo dato 2008 (i.e. IRR 1YR 2009: 6,1% vs IRR 1YR 2008: -1,6%). In sostanza, incrociando i dati relativi ai volumi con quelli relativi alle performance si evince come, nell'ambito del campione:

- il 2008, nonostante il manifestarsi della crisi (nella seconda metà dell'anno), sia stato comunque caratterizzato da un'elevata attività di investimento (i.e. nuovi investimenti 2008: 113 vs nuovi investimenti 2007: 97), concentrata in particolare nei primi mesi. In tale contesto, buona parte degli investimenti dell'anno sono stati effettuati a prezzi cosiddetti 'pre-crisi' ed hanno quindi evidenziato, in molti casi, la necessità, a fine anno, di interventi di svalutazione;
- nel 2009, a fronte di una sostanziale riduzione dell'attività di investimento (i.e. nuovi investimenti 2009: 58 vs nuovi investimenti 2008: 113), si è tuttavia riscontrata una migliore 'tenuta' in termini di valorizzazione a fine anno degli investimenti effettuati (i.e. IRR 1YR 2009: 6,1%), a testimonianza di una strategia di investimento più 'selettiva' e di prezzi di acquisizione che, probabilmente, incorporano già il downturn di mercato.

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

	2009				2008				2007			
	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR
Partecipazioni disinvestite	2%	3%	19%	47%	0%	9%	26%	50%	2%	13%	29%	54%
Write Off	0%	6%	7%	9%	0%	3%	3%	9%	0%	1%	1%	6%
Partecipazioni ancora in portafoglio	98%	91%	74%	44%	100%	88%	71%	41%	98%	86%	70%	40%

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

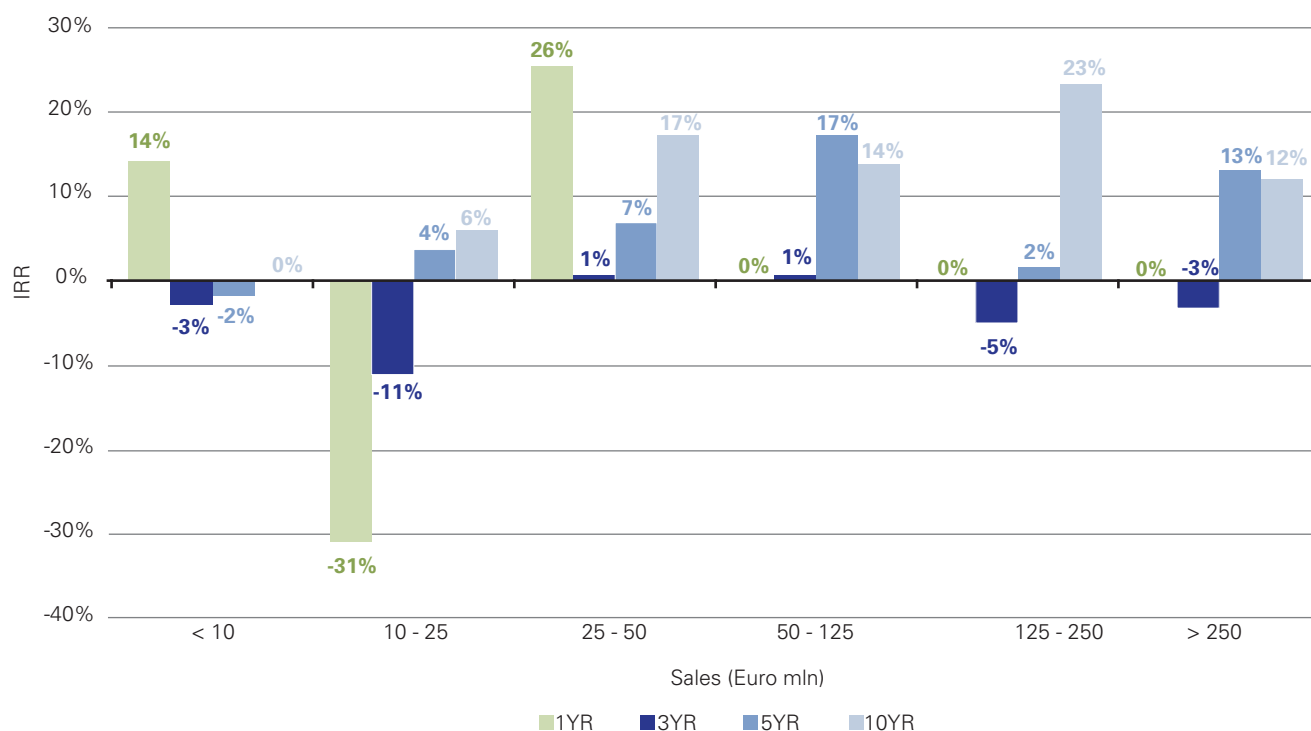
10YR	No. of transactions			Cash Out		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Book value deals	56.3%	54.1%	50.9%	53.3%	57.0%	40.8%
Revalued deals	27.3%	27.5%	26.6%	30.0%	15.8%	34.7%
Depreciated deals	16.3%	18.4%	22.4%	16.8%	27.2%	24.5%
Investments still in portfolio (No. and Euro mln)	355	364	379	5,602	5,805	5,095

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 cost is confirmed. This practice seems to be decreasing as the incidence (by number) of book-valued deals declines from 56.3% in 2007 to 50.9% in 2009 (i.e. such trend is confirmed also by the Cash Out analysis, where the incidence passes from 53.3% in 2007 to 40.8% in 2009).

Consistently with the From Inception analysis, the percentage (by number) of depreciated deals increases (i.e. 22.4% in 2009 vs 18.4% in 2008), whilst their incidence by Cash Out decreases (i.e. 24.5% in 2009 vs 27.2% in 2008). It is worth to remark that the cluster 'depreciated deals' does not include Write Off (neither partial nor total), as they are considered, for the purpose of these analyses, within realised investments; if the Write Off were included in the cluster 'depreciated deals', its incidence would be, in the 2009 10YR horizon, equal to 36% by number and 49% by Cash Out.

The incidence by number of revalued deals remains substantially stable (i.e. near 27%), whereas, in the terms of incidence by Cash Out, they record a significant increase (i.e. 34.7% in 2009 vs 15.8% in 2008).

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



Il breakdown delle partecipazioni incluse nel campione mostra come l'incidenza (per numero) dei Write Off sia progressivamente incrementata nell'ultimo triennio, in linea con quanto osservato nell'ambito dell'analisi From Inception. In tale contesto, è peraltro opportuno segnalare come l'orizzonte 1YR sia in quest'ottica poco significativo, includendo esclusivamente le operazioni realizzate nel corso dell'anno.

In termini generali, il dettaglio relativo all'orizzonte 10YR (i.e. statisticamente più significativo) evidenzia come, a fronte di un'incidenza media dei Write Off nell'ordine del 10%, la restante parte del campione sia più o meno equamente distribuita tra disinvestimenti e partecipazioni ancora in portafoglio.

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

10YR	No. transazioni			Cash Out		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Partecipazioni valutate al valore di carico	56,3%	54,1%	50,9%	53,3%	57,0%	40,8%
Partecipazioni rivalutate	27,3%	27,5%	26,6%	30,0%	15,8%	34,7%
Partecipazioni svalutate	16,3%	18,4%	22,4%	16,8%	27,2%	24,5%
Investimenti ancora in portafoglio (No. e Euro mln)	355	364	379	5.602	5.805	5.095

Con riferimento all'orizzonte temporale più esteso (i.e. 10YR), statisticamente più significativo, risulta essenzialmente confermata la prassi, da parte degli operatori, di valorizzare le partecipazioni ancora in portafoglio al relativo valore di costo. Tale tendenza sembrerebbe tuttavia in progressiva diminuzione, tanto che l'incidenza (per numero) delle operazioni valutate al costo scende dal 56,3% nel 2007 al 50,9% nel 2009 (i.e. detto trend appare confermato anche dall'analisi per Cash Out, nella quale l'incidenza passa dal 53,3% del 2007 al 40,8% del 2009).

Parallelamente, in linea con quanto osservato nell'ambito dell'analisi From Inception, si evidenzia il sensibile incremento dell'incidenza (per numero) delle partecipazioni svalutate (i.e. 22,4% nel 2009 vs 18,4% nel 2008), a fronte, tuttavia, di una lieve diminuzione delle stesse in termini di Cash Out (i.e. 24,5% nel 2009 vs 27,2% nel 2008). In tale ambito, è opportuno sottolineare che il cluster 'partecipazioni svalutate' non include i Write Off (né parziali, né totali), in quanto questi ultimi sono considerati, ai fini delle analisi in oggetto, come investimenti già realizzati; se i Write Off fossero inclusi nel cluster 'partecipazioni svalutate', l'incidenza dello stesso, nell'orizzonte 10YR, risulterebbe pari, nel 2009, a circa il 36% per numero ed a circa il 49% per Cash Out.

Le partecipazioni rivalutate risultano sostanzialmente invariate in termini di incidenza per numero (i.e. attestandosi stabilmente nell'intorno del 27%), mentre mostrano un significativo incremento in termini di incidenza per Cash Out (i.e. 34,7% nel 2009 vs 15,8% nel 2008).

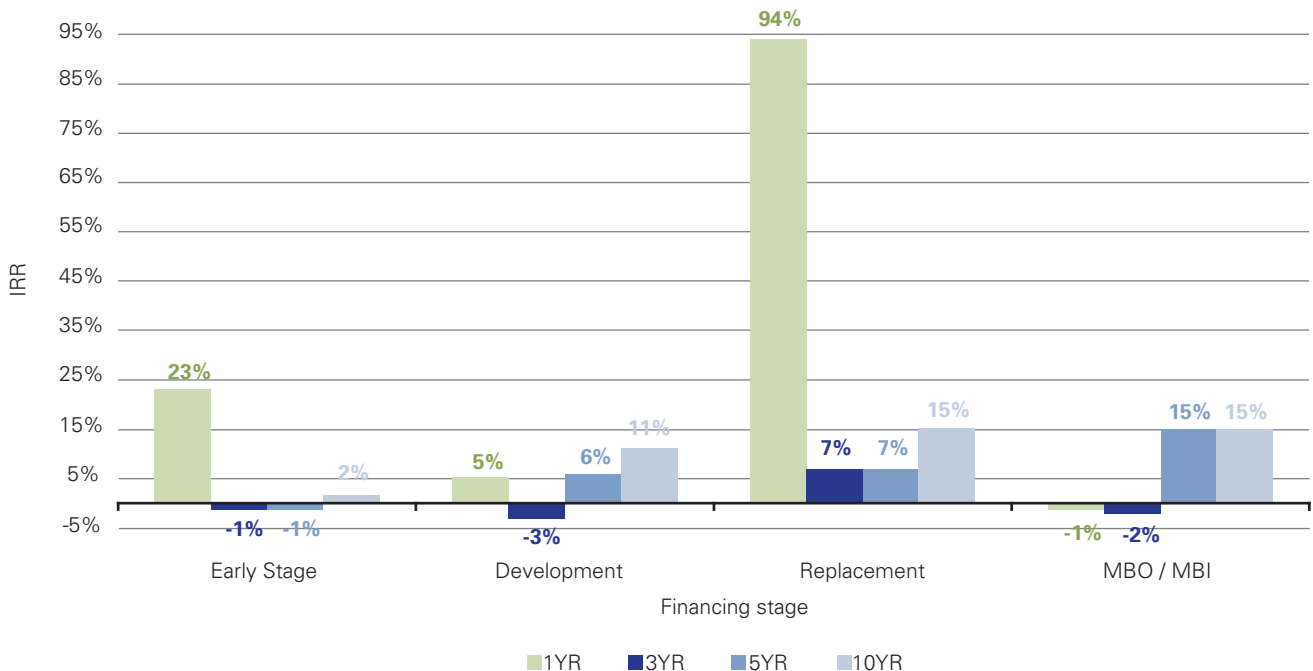
RIF. CHART 12 – Breakdown dell'IRR 'By Horizon' per fatturato delle aziende target

Il dettaglio dell'IRR per fatturato delle aziende target evidenzia, con particolare riferimento all'orizzonte di lungo periodo (i.e. 10YR), quanto già emerso nell'ambito dell'analisi From Inception, ovvero la marcata flessione delle performance relative ad operazioni riguardanti target di medio-piccole e (soprattutto) grandi dimensioni. In particolare, il rendimento medio ponderato per Cash Out delle transazioni riguardanti target medio-piccoli (i.e. con fatturato inferiore ad Euro 50 mln) passa da circa il 17% nel 2008 a circa il 9% nel 2009.

As already pointed out in the From Inception analysis, the breakdown by target sales size highlights, with particular focus on the long timeframe (i.e. 10YR), the significant downturn of performances concerning transactions involving small-medium and (especially) large size companies. In particular, the weighted average IRR (i.e. in terms of Cash Out) of transactions involving small-medium companies (i.e. with a turnover of less than Euro 50 mln) decreases from 17% in 2008 to about 9% in 2009. Similarly, the returns of transaction related to large companies (i.e. with turnover higher than Euro 250 mln) falls from 21% in 2008 to 12% in 2009; the latter figure is mainly affected, as already mentioned, by the negative performances recorded by MBO/MBI transactions (involving large targets).

On the other hand, transactions involving medium-size companies (i.e. with turnover between Euro 50 mln and Euro 250 mln) remained substantially stable, showing a weighted IRR in terms of Cash Out near to 18% in 2009 (as well as in 2008).

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



The IRR distribution by financing stage, with particular focus on the 10YR horizon (i.e. statistically the most significant), shows an overall downturn of performances: specifically, the returns of Early Stage transactions falls from 14% in 2008 to 2% in 2009, while return on Development transactions passes from 19% in 2008 to 11% in 2009; on the other hand, Replacement transactions record a sensible increase (i.e. 15% in 2009 vs 12% in 2008). MBO/MBI transactions, despite a remarkable decline (i.e. 15% in 2009 vs 23% in 2008), confirm their role of top performers within the market.

Analogamente, il rendimento delle operazioni inerenti target con fatturato superiore ad Euro 250 mln scende dal 21% nel 2008 al 12% nel 2009; tale dato risente, come già evidenziato, delle performance particolarmente negative registrate da alcune operazioni di MBO/MBI, aventi ad oggetto target di grandi dimensioni.

Si rileva, per contro, la 'tenuta' delle operazioni su target di medie dimensioni (i.e. fatturato compreso tra Euro 50 mln ed Euro 250 mln), il cui rendimento medio ponderato per Cash Out si attesta, nel 2009, come già nel 2008, nell'intorno del 18%.

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

Il breakdown dell'IRR per fase di ciclo di vita dell'azienda target, con particolare riferimento all'orizzonte 10 YR (i.e. statisticamente più significativo), mostra una generalizzata flessione delle performance: nello specifico, il rendimento delle operazioni di Early Stage scende dal 14% nel 2008 al 2% nel 2009, mentre quello delle operazioni di Development passa dal 19% nel 2008 all'11% nel 2009; le operazioni di Replacement, per contro, registrano un sensibile incremento (i.e. 15% nel 2009 vs 12% nel 2008). Le operazioni di MBO/MBI, seppure in significativa flessione (i.e. 15% nel 2009 vs 23% nel 2008), si confermano 'top performer' del mercato.



Different categories of Private Equity Houses, different performances

Analysis by fund category

Following up the analyses carried out in the past editions of the survey, a specific analysis on 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⁽⁴⁾

	No. of transactions		Cash In (Euro mln)		Cash Out (Euro mln)		Yearly Pooled IRR	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Country Funds/SGR	61	31	534	148	273	185	14.7%	-8.5%
Banks	6	8	87	213	49	86	16.1%	19.0%
Pan-European PE firms	9	3	1,503	0	951	565	20.6%	Neg.

In terms of incidence by number, the analysis confirms that the Italian Private Equity and Venture Capital market is predominantly covered by Country Funds/SGR, which together have carried out, in 2009, about 75% of the total transactions monitored; within the Country Fund/SGR cluster, about three-quarters of the transactions have been carried out by SGR. Similarly, the incidence by number of banks increases (i.e. 19% in 2009 vs 8% in 2008), whereas the percentage (by number) of transactions involving Pan-European Private Equity firms slightly decreases (i.e. 7% in 2009 vs 12% in 2008).

In terms of IRRs, the sample highlights the negative performance of Pan-European Private Equity firms, given the presence of some of the most relevant Write Off of the year within this cluster; in particular, it is worth to remark that, within the Pan-European Private Equity firms cluster, all the transactions recorded in 2009 are Write Off, so that it is not possible to calculate its IRR (obviously negative) accurately. Country Funds/SGR show a sharp drop in returns (i.e. -8.5% in 2009 vs 14.7% in 2008), whereas banks record a slight increase (i.e. 19.0% in 2009 vs 16.1% in 2008), thanks also to the lower incidence of Write Off within such cluster.

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 analysis related to these firms may be not fully meaningful. Keeping in mind the above-mentioned methodological assumptions (related to Pan-European Private Equity firms) it is worth to note that the increase in the number of operators/transactions surveyed leads to the increasing significance of the results, with a special focus on the 'By Horizon' figures (provided below).

⁽⁴⁾ In relation to Pan-European PE firms, 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 (which would however be significantly negative).

Diverse tipologie di operatori, diverse performance

Analisi per tipologia di operatore

Facendo seguito a quanto già effettuato nelle scorse edizioni, è stata altresì 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 e Pan-European Private Equity firm), al fine di analizzarne le relative dinamiche di performance in termini di IRR Lordo Aggregato (i.e. sia 'From Inception', sia 'By Horizon').

Performance 'From Inception' per tipologia di operatore⁽⁴⁾

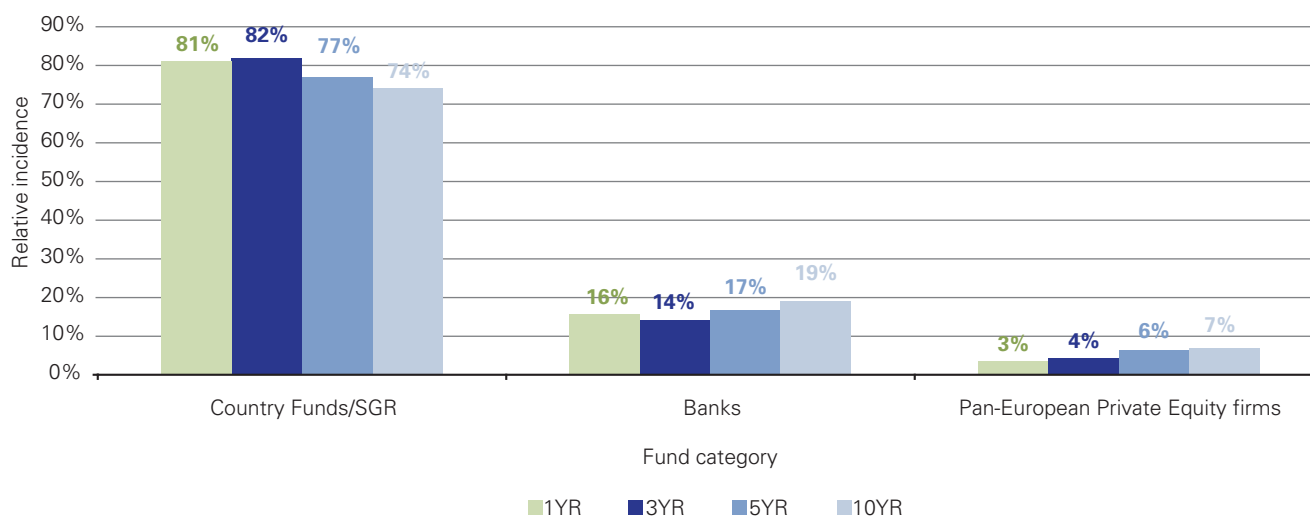
	No. transazioni		Cash In (Euro mln)		Cash Out (Euro mln)		IRR Lordo Aggregato	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Country Fund/SGR	61	31	534	148	273	185	14,7%	-8,5%
Banche	6	8	87	213	49	86	16,1%	19,0%
Pan-European PE firm	9	3	1.503	0	951	565	20,6%	Neg.

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 2009, hanno complessivamente realizzato circa il 75% delle operazioni monitorate; in tal senso, è opportuno segnalare che, nell'ambito della categoria Country Fund/SGR, circa tre quarti delle transazioni risultano realizzate da SGR. Analogamente, si osserva un sensibile incremento dell'incidenza degli operatori bancari (i.e. 19% nel 2009 vs 8% nel 2008), a fronte della lieve flessione dei fondi internazionali (i.e. 7% nel 2009 vs 12% nel 2008).

In termini di rendimenti, il campione evidenzia la performance particolarmente negativa dei fondi internazionali, nel cui ambito si collocano alcuni dei principali Write Off segnalati nell'anno; in tal senso, è opportuno rilevare che, nell'ambito del cluster dei fondi internazionali, tutte le operazioni segnalate nel 2009 rappresentano dei Write Off e pertanto non è possibile rilevarne il dato puntuale di performance (ovviamente negativo). I Country Fund/SGR registrano una netta flessione dei rendimenti (i.e. -8,5% nel 2009 vs 14,7% nel 2008), mentre gli istituti bancari, anche per effetto della minore incidenza dei Write Off, mostrano un lieve incremento delle performance (i.e. 19,0% nel 2009 vs 16,1% nel 2008).

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 ciò (oltre che del numero esiguo di transazioni afferenti tale cluster), le analisi specificatamente inerenti tale categoria di operatori potrebbero risultare non pienamente significative. Fatte salve dette precisazioni, è tuttavia opportuno considerare come il progressivo incremento del numero di operatori/operazioni campionati favorisca, con particolare riferimento ai dati 'By Horizon' (di cui nel seguito), un progressivo incremento della significatività dell'analisi.

⁽⁴⁾ In relazione ai fondi internazionali, a causa del numero esiguo di transazioni e della distribuzione dei relativi flussi, non è possibile stimarne in modo puntuale l'IRR 2009 (che risulterebbe tuttavia ampiamente negativo).

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

In percentage terms (by number), the ‘By Horizon’ breakdown by fund category substantially confirms the key role of Country Funds/SGR, which, on average, represent more than 75% of monitored transactions. The comparison between the short and the long timeframe (i.e. 3YR vs 10YR) highlights the partial decrease of transactions realised by banks (i.e. from 19% in 10YR to 14% in 3YR) and the increase of transactions carried out by Country Funds/SGR (i.e. from 74% in 10YR to 82% in 3YR); the number of international fund transactions continues at approximately 5%.

‘By Horizon’ performance by fund category

2009	Yearly Pooled IRR				Cash In				Cash Out			
	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR
Country Funds/SGR	4.2%	-7.3%	15.1%	15.8%	79.4%	45.7%	35.3%	40.0%	79.8%	38.7%	35.7%	38.0%
Banks	0.8%	-3.7%	6.9%	11.6%	13.8%	10.7%	11.7%	13.9%	14.0%	8.6%	12.2%	14.1%
Pan-European Private Equity firms	99.3%	-7.4%	11.3%	12.2%	6.8%	43.7%	53.0%	46.1%	6.2%	52.7%	52.1%	47.9%

The ‘By Horizon’ performance analysis, with a special focus on the 10YR horizon (i.e. the more statistically significant), shows, in 2009, the Country Funds/SGR as top performers (even though such role was historically held by international funds): this is principally due to the impact of some relevant Write Off (recorded both in 2008 and, especially, in 2009), which have strongly hit, in the current year, Pan-European Private Equity funds. On the other hand, international funds confirm their key role in terms of investment volumes: specifically, they show investments accounting for around 48% of total Cash Out, even though (by number) they represent just about the 7% of the sample.

**RIF. CHART 14 – 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 oltre 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 19% nel 10YR al 14% nel 3YR), a fronte dell’incremento delle transazioni relative a Country Fund/SGR (i.e. dal 74% nel 10YR all’82% nel 3YR); l’incidenza del numero di operazioni realizzate dai fondi internazionali si attesta mediamente nell’intorno del 5%.

Performance ‘By Horizon’ per tipologia di operatore

2009	IRR Lordo Aggregato				Cash In				Cash Out			
	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR
Country Fund/SGR	4,2%	-7,3%	15,1%	15,8%	79,4%	45,7%	35,3%	40,0%	79,8%	38,7%	35,7%	38,0%
Banche	0,8%	-3,7%	6,9%	11,6%	13,8%	10,7%	11,7%	13,9%	14,0%	8,6%	12,2%	14,1%
Pan-European PE firm	99,3%	-7,4%	11,3%	12,2%	6,8%	43,7%	53,0%	46,1%	6,2%	52,7%	52,1%	47,9%

L’analisi delle performance ‘By Horizon’, con focus specifico sull’orizzonte 10YR (i.e. statisticamente più significativo), evidenzia, nel 2009, il ruolo di ‘top performer’ (storicamente appannaggio dei fondi internazionali) da parte dei Country Fund/SGR: tale evidenza è principalmente connessa al significativo impatto di alcuni rilevanti Write Off (registrati sia nel 2008, ma soprattutto nel 2009) che hanno particolarmente penalizzato i fondi internazionali monitorati nell’ambito dell’indagine. Per contro, i fondi internazionali si confermano i più rappresentativi in termini di volumi di investimento (i.e. circa 48% dei Cash Out complessivi), pur avendo effettuato (per numero) solo il 7% circa del totale delle operazioni monitorate.



Net Pooled IRR: a comparison with the European benchmark

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

In order to provide a comparison between the Italian and the European performance⁽⁵⁾, 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⁽⁶⁾ 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⁽⁷⁾.

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

2009 Italian performances vs European figures

2009	1YR	3YR	5YR	10YR
Italy Gross Pooled IRR	6.1%	-1.4%	11.4%	13.4%
Italy Net Pooled IRR	3.7%	n.a.	6.9%	8.0%
Europe Net Pooled IRR*	3.1%	n.a.	6.1%	8.8%

* EVCA estimates as of 12/31/2009

Taking into account the above-mentioned methodological assumptions, the domestic performances are substantially aligned with the European benchmark.

Historical Italian performances vs European figures

	2007			2008		
	3YR	5YR	10YR	3YR	5YR	10YR
Italy Gross Pooled IRR	29.9%	25.2%	22.7%	5.1%	28.8%	19.6%
Italy Net Pooled IRR	17.9%	15.1%	14.1%	3.1%	17.3%	11.8%
Europe Net Pooled IRR	17.1%	11.5%	11.5%	6.3%	10.5%	9.3%

On the whole, the comparison with historical data focusing on the 10YR horizon shows, on the one hand, that overall performances dropped in 2008 and (even more) in 2009 and, on the other hand, that the domestic market's return is substantially aligned with (or higher than) the European benchmark.

⁽⁵⁾ When this document was prepared, 2009 figures related to US benchmark were not (yet) available.

⁽⁶⁾ 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.

⁽⁷⁾ 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 22.7% vs Net IRR 2007 10YR 14.1%).

IRR Netto: un parametro di confronto con il benchmark europeo

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

Al fine di consentire una comparazione tra le performance del mercato italiano ed il benchmark europeo⁽⁵⁾, 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⁽⁶⁾, 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⁽⁷⁾.

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

Performance 2009 Italia vs benchmark europeo

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

* EVCA - Stima al 31/12/2009

Ferme restando le precisazioni metodologiche di cui sopra, il rendimento del mercato domestico appare sostanzialmente in linea con il benchmark europeo.

Performance storiche Italia vs benchmark europeo

	2007			2008		
	3YR	5YR	10YR	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato Italia	29,9%	25,2%	22,7%	5,1%	28,8%	19,6%
IRR Netto Aggregato Italia	17,9%	15,1%	14,1%	3,1%	17,3%	11,8%
IRR Netto Aggregato Europa	17,1%	11,5%	11,5%	6,3%	10,5%	9,3%

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 del 2008 e (soprattutto) del 2009, dall'altro i rendimenti mediamente in linea (ovvero 'over-performing') del mercato italiano rispetto al benchmark europeo.

⁽⁵⁾ Al momento della predisposizione del presente documento non risultano (ancora) disponibili i dati 2009 relativi al benchmark del mercato USA.

⁽⁶⁾ 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.

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

Appendix

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

IRR 'From Inception' distribution by way out

	Trade Sale	
	2008	2009
No. of transactions	62	21
Yearly Pooled IRR	27.1%	19.9%

2009 IRR 'From Inception' distribution by time gap between first investment and divestment

2009	< 2	2 - 3	3 - 4	4 - 5	5 - 7	> 7
No. of transactions	7	7	7	4	6	11
Yearly Pooled IRR	-86.4%	-65.4%	34.7%	-22.1%	-40.9%	7.5%

2009 IRR 'From Inception' distribution by target industry

Industry	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food-Farming	2	-86.0%	11	86
Industrial manufacturing and similar	14	3.0%	52	44
Energy and Chemicals	3	-55.8%	3	10
ICT	4	-38.3%	47	419
Consumer goods	5	-53.1%	17	185
Biotechnology	-	-	-	-
Financial Institutions	2	-7.5%	3	5
Pharma-Healthcare	4	32.6%	186	50
Transportation-Infrastructure	3	11.7%	34	18
Other	3	-99.2%	0	12

2009 IRR 'From Inception' distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	2	-0.1%	6	6
5% - 10%	1	5.1%	1	1
10% - 25%	9	23.8%	246	85
25% - 50%	19	-1.1%	62	65
>50%	1	0.0%	1	1

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	
	2008	2009
No. transazioni	62	21
IRR Lordo Aggregato	27,1%	19,9%

Breakdown IRR 2009 'From Inception' per time gap compreso tra il primo investimento e la dismissione

2009	< 2	2 - 3	3 - 4	4 - 5	5 - 7	> 7
No. transazioni	7	7	7	4	6	11
IRR Lordo Aggregato	-86,4%	-65,4%	34,7%	-22,1%	-40,9%	7,5%

Breakdown IRR 2009 'From Inception' per settore delle aziende target

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	2	-86,0%	11	86
Produzioni industriali e collegate	14	3,0%	52	44
Chimico-Energetico	3	-55,8%	3	10
ICT	4	-38,3%	47	419
Produzione beni di consumo	5	-53,1%	17	185
Biotecnologie	-	-	-	-
Finanziario	2	-7,5%	3	5
Farmaceutico-Sanitario	4	32,6%	186	50
Trasporti-Infrastrutture	3	11,7%	34	18
Altro	3	-99,2%	0	12

Breakdown IRR 2009 'From Inception' per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	2	-0,1%	6	6
5% - 10%	1	5,1%	1	1
10% - 25%	9	23,8%	246	85
25% - 50%	19	-1,1%	62	65
>50%	1	0,0%	1	1

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

2009 IRR 'By Horizon 1YR' distribution by target industry⁽⁸⁾

Industry	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food-Farming	-	-	-	-
Industrial manufacturing and similar	13	0.0%	43	43
Energy and Chemicals	5	0.0%	282	282
ICT	11	-11.2%	24	25
Consumer goods	5	0.0%	42	42
Biotechnology	1	n.a.	1	0
Financial Institutions	2	80.8%	27	23
Pharma-Healthcare	2	0.0%	1	1
Transportation-Infrastructure	7	0.1%	86	86
Other	12	39.7%	38	33

2009 IRR 'By Horizon 1YR' distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	5	49.0%	17	14
5% - 10%	6	0.4%	38	38
10% - 25%	17	16.3%	74	68
25% - 50%	22	2.3%	84	84
>50%	8	-2.0%	332	333

2009 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	10	-29.8%	83	170
Industrial manufacturing and similar	74	-29.9%	455	882
Energy and Chemicals	22	7.2%	476	456
ICT	30	6.3%	725	665
Consumer goods	39	-3.4%	1,016	1,594
Biotechnology	10	1.5%	17	17
Financial Institutions	3	5.2%	49	46
Pharma-Healthcare	10	-0.1%	73	74
Transportation-Infrastructure	19	-0.2%	320	321
Other	39	-6.1%	293	313

2009 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%	27	1.9%	105	103
5% - 10%	19	-1.7%	190	216
10% - 25%	64	4.9%	1,075	1,010
25% - 50%	81	-3.2%	640	667
>50%	55	-3.0%	1,454	2,398

⁽⁸⁾ In relation to the sole transaction involving biotechnology, due to the cash flow distribution, it is not possible to calculate its Gross Pooled IRR accurately (which would however be significantly positive).

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

Breakdown IRR 2009 'By Horizon 1YR' per settore delle aziende target⁽⁸⁾

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	-	-	-	-
Produzioni industriali e collegate	13	0,0%	43	43
Chimico-Energetico	5	0,0%	282	282
ICT	11	-11,2%	24	25
Produzione beni di consumo	5	0,0%	42	42
Biotecnologie	1	n.a.	1	0
Finanziario	2	80,8%	27	23
Farmaceutico-Sanitario	2	0,0%	1	1
Trasporti-Infrastrutture	7	0,1%	86	86
Altro	12	39,7%	38	33

Breakdown IRR 2009 'By Horizon 1YR' per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	5	49,0%	17	14
5% - 10%	6	0,4%	38	38
10% - 25%	17	16,3%	74	68
25% - 50%	22	2,3%	84	84
>50%	8	-2,0%	332	333

Breakdown IRR 2009 'By Horizon 3YR' per settore delle aziende target

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	10	-29,8%	83	170
Produzioni industriali e collegate	74	-29,9%	455	882
Chimico-Energetico	22	7,2%	476	456
ICT	30	6,3%	725	665
Produzione beni di consumo	39	-3,4%	1.016	1.594
Biotecnologie	10	1,5%	17	17
Finanziario	3	5,2%	49	46
Farmaceutico-Sanitario	10	-0,1%	73	74
Trasporti-Infrastrutture	19	-0,2%	320	321
Altro	39	-6,1%	293	313

Breakdown IRR 2009 'By Horizon 3YR' per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	27	1,9%	105	103
5% - 10%	19	-1,7%	190	216
10% - 25%	64	4,9%	1.075	1.010
25% - 50%	81	-3,2%	640	667
>50%	55	-3,0%	1.454	2.398

⁽⁸⁾ In relazione alla sola operazione afferente il segmento biotecnologie, a causa della distribuzione dei relativi flussi, non è possibile stimarne in modo puntuale l'IRR (che risulterebbe tuttavia ampiamente positivo).

2009 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	24	-7.5%	277	335
Industrial manufacturing and similar	125	34.9%	2,518	1,650
Energy and Chemicals	38	6.4%	666	625
ICT	46	6.8%	797	720
Consumer goods	67	-0.9%	2,192	2,592
Biotechnology	16	15.0%	35	30
Financial Institutions	8	41.5%	390	156
Pharma-Healthcare	21	26.5%	297	163
Transportation-Infrastructure	38	0.8%	594	586
Other	58	150.1%	1,282	724

2009 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%	40	13.2%	292	254
5% - 10%	30	-0.7%	252	271
10% - 25%	99	9.9%	1,606	1,363
25% - 50%	139	-0.1%	1,285	1,287
>50%	90	16.9%	4,966	3,927

2009 IRR 'By Horizon 10YR' distribution by target industry

Industry	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food-Farming	44	12.9%	620	479
Industrial manufacturing and similar	263	19.3%	4,490	2,802
Energy and Chemicals	56	7.8%	1,035	910
ICT	119	-1.2%	1,041	1,462
Consumer goods	125	-0.5%	2,987	3,275
Biotechnology	20	12.9%	106	63
Financial Institutions	26	43.6%	854	335
Pharma-Healthcare	40	28.0%	710	339
Transportation-Infrastructure	60	26.2%	2,015	1,177
Other	88	36.2%	1,824	1,012

2009 IRR 'By Horizon 10YR' distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	81	12.3%	597	476
5% - 10%	74	15.8%	805	583
10% - 25%	221	14.5%	3,008	2,216
25% - 50%	257	9.9%	2,320	1,922
>50%	143	21.3%	8,160	5,470

Breakdown IRR 2009 'By Horizon 5YR' per settore delle aziende target

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	24	-7,5%	277	335
Produzioni industriali e collegate	125	34,9%	2.518	1.650
Chimico-Energetico	38	6,4%	666	625
ICT	46	6,8%	797	720
Produzione beni di consumo	67	-0,9%	2.192	2.592
Biotecnologie	16	15,0%	35	30
Finanziario	8	41,5%	390	156
Farmaceutico-Sanitario	21	26,5%	297	163
Trasporti-Infrastrutture	38	0,8%	594	586
Altro	58	150,1%	1.282	724

Breakdown IRR 2009 'By Horizon 5YR' per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	40	13,2%	292	254
5% - 10%	30	-0,7%	252	271
10% - 25%	99	9,9%	1.606	1.363
25% - 50%	139	-0,1%	1.285	1.287
>50%	90	16,9%	4.966	3.927

Breakdown IRR 2009 'By Horizon 10YR' per settore delle aziende target

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	44	12,9%	620	479
Produzioni industriali e collegate	263	19,3%	4.490	2.802
Chimico-Energetico	56	7,8%	1.035	910
ICT	119	-1,2%	1.041	1.462
Produzione beni di consumo	125	-0,5%	2.987	3.275
Biotecnologie	20	12,9%	106	63
Finanziario	26	43,6%	854	335
Farmaceutico-Sanitario	40	28,0%	710	339
Trasporti-Infrastrutture	60	26,2%	2.015	1.177
Altro	88	36,2%	1.824	1.012

Breakdown IRR 2009 'By Horizon 10YR' per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	81	12,3%	597	476
5% - 10%	74	15,8%	805	583
10% - 25%	221	14,5%	3.008	2.216
25% - 50%	257	9,9%	2.320	1.922
>50%	143	21,3%	8.160	5.470

Contacts

Maximilian P. Fiani
Partner
Country Head of KPMG Corporate Finance
Tel. +39 02 6764 3647

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

Paolo Mascaretti
Partner
KPMG Transaction Services – Country Head of
KPMG 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.

© 2010 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.

KPMG and the KPMG logo are registered trademarks of KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. Printed in Italy.

© 2010 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.

KPMG e il logo KPMG sono marchi registrati di KPMG International Cooperative ("KPMG International"), entità di diritto svizzero. Stampato in Italia.

Publication date: May 2010

Data di pubblicazione: Maggio 2010