



cutting through complexity™

CORPORATE FINANCE - PRIVATE EQUITY

2010: a long dawn...

Italian Private Equity and Venture Capital
market: 2010 performances

kpmg.com/it

In co-operation with

AIFI

KPMG Corporate Finance

KPMG International is the coordinating entity for a global network of professional services firms, providing audit, tax and advisory services, with an industry focus. With more than 138,000 professionals worldwide, member firms provide audit, tax and advisory services in 150 countries. The KPMG Corporate Finance global network includes more than 2,100 professionals in 82 countries, including Italy, where it operates with 60 professionals and offices in Milan, Rome and Bologna. The professionals of KPMG Corporate Finance have considerable experience in assisting and advising clients in the research, design, assessment, development, implementation and finalisation of acquisition, sale, merger, privatization and joint/venture strategies and in structured finance operations in general, offering all-comprehensive assistance at each stage of the transaction.

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

AIFI

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

KPMG Corporate Finance

KPMG International è composta da un network di società che offrono servizi professionali, quali revisione, consulenza fiscale ed aziendale con focus settoriale. Con oltre 138.000 professionisti a livello mondiale, le società del network offrono servizi di revisione, consulenza fiscale ed aziendale in 150 Paesi. Il network internazionale di KPMG Corporate Finance comprende oltre 2.100 professionisti in 82 Paesi, tra cui l'Italia, che dispone di circa 60 professionisti ed uffici a Milano, Roma e Bologna. I professionisti di KPMG Corporate Finance hanno sviluppato significative esperienze di assistenza e consulenza ai clienti nella ricerca, studio, valutazione, strutturazione, sviluppo, realizzazione e finalizzazione di strategie di acquisizione, disinvestimento, fusione, privatizzazione, joint-venture e di finanza strutturata in genere, con assistenza completa in ogni fase della transazione.

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

AIFI

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

Contents

Background	
Aim of the report and information used	4
Definitions and glossary	6
Methodology	6
The Italian macroeconomic framework	8
The Italian Private Equity and Venture Capital market performances in 2010	
How did 2010 perform?	12
The impact of Write Off on 2010 performances	22
1, 3, 5 and 10 year performances	28
Analysis of performances by Private Equity House category	36
Net Pooled IRR: a comparison with the European benchmark	40
Appendix	

Sommario

Background	
Finalità del rapporto ed informazioni utilizzate	5
Definizioni e glossario	7
Nota metodologica	7
Contesto macroeconomico italiano	9
Le performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2010	
Come è andato il 2010?	13
L'impatto dei Write Off sulle performance 2010	23
Le performance a 1, 3, 5 e 10 anni	29
Analisi delle performance per tipologia di operatore	37
IRR Netto: un parametro di confronto con il benchmark europeo	41
Appendice	

Background

Aim of the report and information used

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

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

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

In particular, this paper thus provides an in depth snapshot of market performances in 2010, with reference/comparison to historical data where appropriate.

Background

Finalità del rapporto ed informazioni utilizzate

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

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

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

In particolare, il documento fornisce un'overview dettagliata delle performance di mercato registrate nell'anno 2010 proponendo, ove opportuno, eventuali integrazioni/raffronti con i dati storici.

Definitions and glossary

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

Methodology

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

Performance data are given in terms of Gross Pooled IRR, calculated using monthly flows. In particular, this return represents 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, considered on a monthly basis, related to the monitored transactions.

It is worth noting that:

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

Definizioni e glossario

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

Nota metodologica

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

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

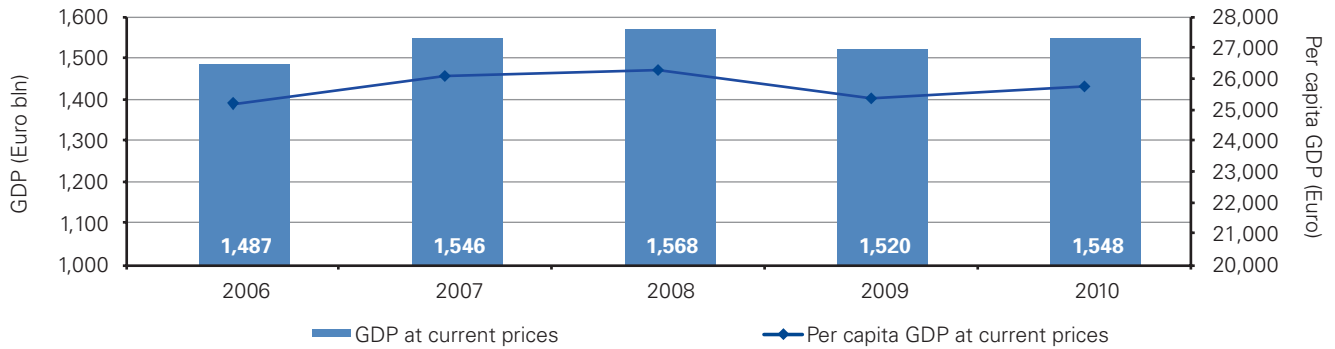
È opportuno evidenziare che:

- le analisi illustrate nel seguito considerano esclusivamente le operazioni per le quali sono stati resi disponibili, in forma completa, tutti i dati 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 2006 to 2010 is provided below, in order to give a clear view of where the Private Equity and Venture Capital sector fits into the macro economy.

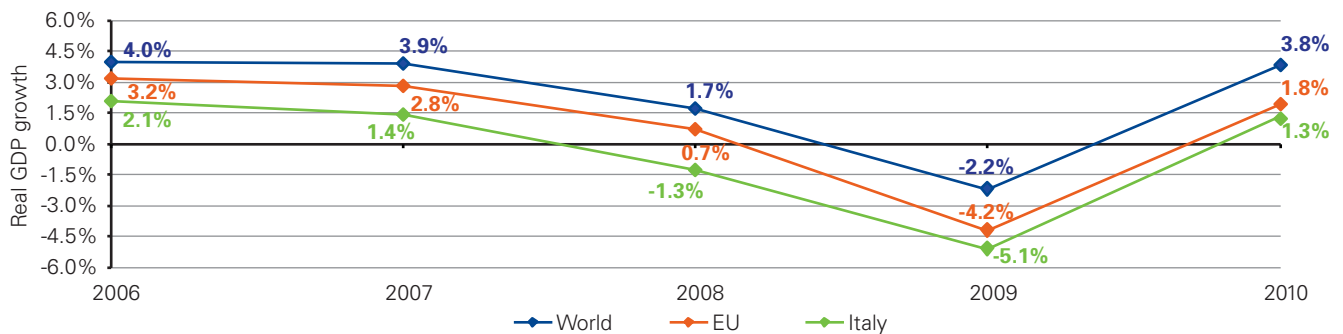
CHART 1 – Italian economic growth



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

During the timeframe considered, Italian GDP (at current prices) records an overall CAGR of about 1.0%, growing from Euro 1,487 billion in 2006 to Euro 1,548 billion in 2010. After the economic growth recorded in 2006-2008 (i.e. CAGR 2006-2008 approximately 2.7%) and the drop of 2009 (i.e. 2008-2009 GDP decrease equal to around 3%), an important recovery is recorded in 2010 (i.e. 2009-2010 GDP increase equal to about 1.8%). A similar trend is observed for the per capita GDP, which records however a minor increase mainly due to the demographic trend (i.e. 2009-2010 per capita GDP variation: +1.5%; Italian population variation 2009-2010: +0.3%).

CHART 2 – Real GDP growth



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

The 2010 world real GDP growth rate shows a trend inversion respect to the negative phase characterizing the two previous years, returning at 2007 growth levels (i.e. approximately 3.9%). Consistently with the positive global trend, European real GDP growth showed, in 2010, a significant recovery (i.e. +1.8%). In this context, also the Italian economy shows signs of (partial) recovery, recording, in 2010, a positive growth rate (i.e. +1.3%); analysts' projections predict a continuation of the positive trend also in 2011 with an expected outlook equal to about 1.7% for the European economy and 0.6% for the Italian economy.



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. 2006-2010).

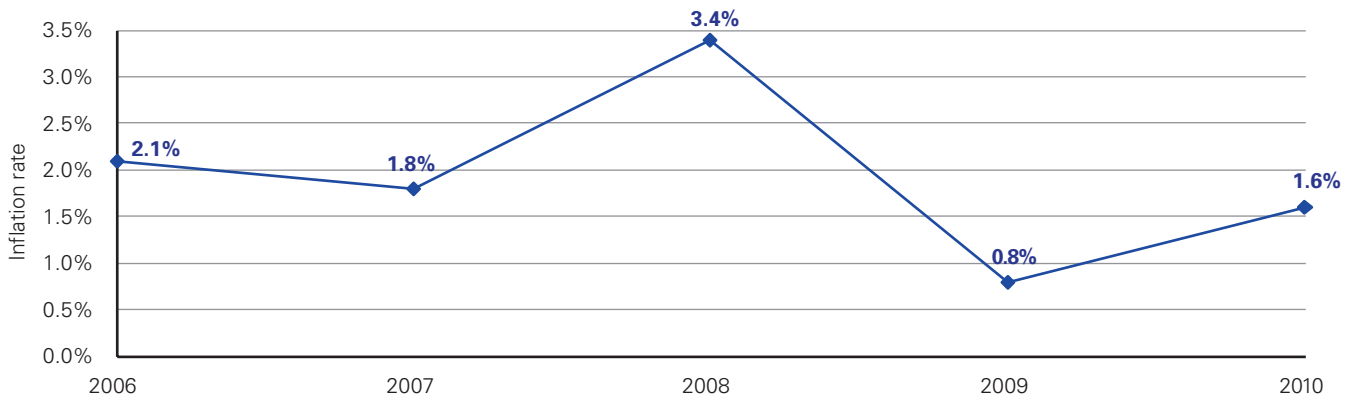
RIF. CHART 1 – Crescita economica in Italia

Nel quinquennio di riferimento, il Prodotto Interno Lordo nazionale (a prezzi correnti) evidenzia, nel complesso, un CAGR pari a circa l'1,0%, passando da circa Euro 1.487 bln nel 2006 a circa Euro 1.548 bln nel 2010. Dopo la fase di crescita caratterizzante il periodo 2006-2008 (i.e. CAGR 2006-2008 pari a circa il 2,7%) e la successiva flessione nel 2009 (i.e. decremento del PIL 2008-2009 pari a circa il 3%), si registra, nel 2010, un'importante ripresa (i.e. incremento del PIL 2009-2010 pari a circa l'1,8%). Il PIL pro-capite presenta un andamento sostanzialmente analogo a quello del PIL, evidenziando, nel 2010, un incremento leggermente inferiore, essenzialmente per effetto della crescita demografica (i.e. variazione PIL pro-capite 2009-2010: +1,5%; variazione popolazione italiana 2009-2010: +0,3%).

RIF. CHART 2 – Crescita del PIL reale

Nel 2010 l'andamento del PIL reale evidenzia, a livello mondiale, un'inversione di tendenza rispetto alla fase negativa caratterizzante i due anni precedenti, riportandosi ai livelli di crescita del 2007 (i.e. nell'intorno del 3,9%). Analogamente, l'economia europea, in linea con il trend positivo a livello mondiale, registra, nel 2010, una sensibile ripresa (i.e. +1,8%). In tale contesto, anche l'economia italiana mostra segnali di (parziale) recupero, registrando, nel 2010, un tasso di crescita positivo (i.e. +1,3%); le proiezioni degli analisti stimano il prosieguo di tale fase positiva anche nel 2011, con un outlook previsto pari a circa l'1,7% per l'economia europea ed a circa lo 0,6% per l'economia italiana.

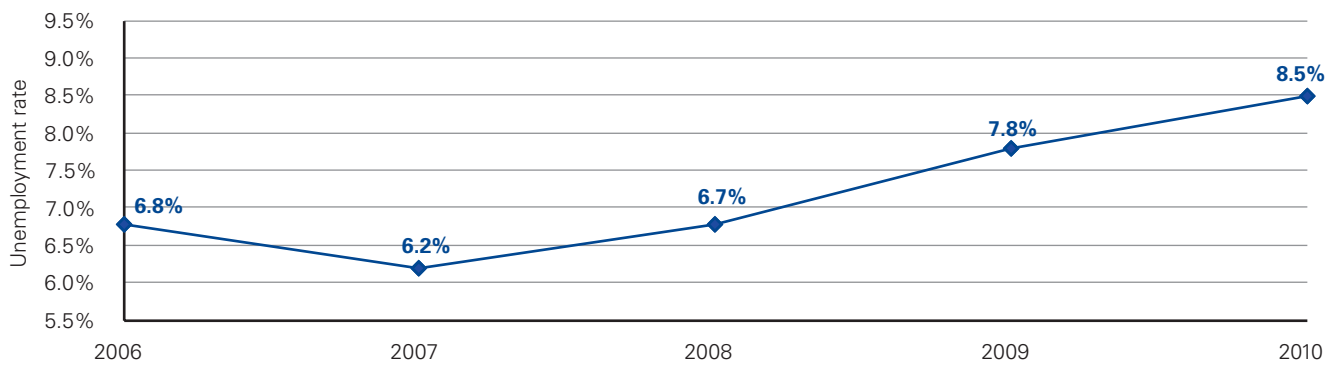
CHART 3 – Italian inflation rate



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

After the sharp decrease of 2009, the inflation rate, in 2010, records a sensible increase, standing at approximately 1.6% (vs 0.8% in 2009).

CHART 4 – Italian unemployment rate



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

The Italian unemployment rate highlights, in 2010, a further increase, standing at 8.5% (vs 7.8% in 2009), confirming the (negative) trend in place since 2008.



RIF. CHART 3 – Tasso di inflazione in Italia

Il tasso di inflazione, dopo la netta flessione del 2009, registra, nel 2010, un netto incremento, attestandosi a circa l'1,6% (vs 0,8% nel 2009).

RIF. CHART 4 – Tasso di disoccupazione in Italia

Il tasso nazionale di disoccupazione evidenzia, nel 2010, un ulteriore incremento, attestandosi a circa l'8,5% (vs 7,8% nel 2009), a conferma del trend (negativo) in atto dal 2008.

The Italian Private Equity and Venture Capital market performances in 2010

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 (provided by the operators) has been considered.

How did 2010 perform?

'From Inception' Gross Pooled IRR

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

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

'From Inception' main sample

	2008	2009	2010
No. of companies included in the research panel	71	75	84
No. of companies presenting realised investments	38	23	26
No. of realised investments 'From Inception'	78	42	52
Average investment size (Euro mln)	16.5	19.9	12.1
Total Cash Out (Euro mln)	1,289	836	628
Total Cash In (Euro mln)	2,193	361	466
Average cash multiple	1.7x	0.4x	0.7x

Le performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2010

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

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

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

Come è andato il 2010?

IRR Lordo Aggregato 'From Inception'

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

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

Il campione 'From Inception'

	2008	2009	2010
Operatori coinvolti nella ricerca	71	75	84
Operatori che presentano operazioni realizzate	38	23	26
Numero transazioni dismesse	78	42	52
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	16,5	19,9	12,1
Cash Out complessivo (Euro mln)	1.289	836	628
Cash In complessivo (Euro mln)	2.193	361	466
Cash multiple medio	1,7x	0,4x	0,7x

The sample considered in the analysis shows a further enlargement (i.e. 84 Private Equity Houses involved in 2010, 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).

After the performances slump recorded in 2009, in conjunction with the global economic crisis, the Italian Private Equity and Venture Capital market shows, in 2010, partial signs of recovery; nonetheless, overall performances still remain negative, mainly due to some relevant Write Off recorded in the year.

The number of divestments recorded in the sample increases by 24%, passing from 42 in 2009 to 52 in 2010; similarly, the number of Private Equity and Venture Capital Houses presenting realised operations show an increase of 13% (i.e. 26 in 2010 vs 23 in 2009). Contrarily, the average investment size highlights a sharp decrease, passing from Euro 19.9 mln in 2009 to Euro 12.1 mln in 2010. In terms of investment volumes, the total Cash Out stands approximately at Euro 628 mln in 2010, recording, on a yearly basis, a decrease of about 25% (i.e. Euro 836 mln in 2009), mainly due to the decrease in the average investment size. On the other hand, the total Cash In highlights an increase of about 29% (i.e. Euro 466 mln in 2010 vs Euro 361 mln in 2009), related both to the increase in number of divestments and (especially) to the lower incidence (both by number and by value) of Write Off recorded in the year.

Despite the average cash multiple still remains lower than one, a slight increase is recorded (i.e. rising from 0.4x in 2009 to 0.7x in 2010).

'From Inception' performances

	2008	2009	2010
Yearly Pooled IRR	18.9%	-16.6%	-11.4%
Upper quarter (by performance)	50.7%	33.7%	43.1%
Upper quarter (by investment size)	18.4%	-20.2%	-19.1%

Although the performance of 2010 divestments still records a negative value, signs of partial recovery emerge with respect to 2009 figures (i.e. -11.4% in 2010 vs -16.6% in 2009). Crucial in the determination of 2010 performances, similarly to the past year, are the Write Off (both total and partial)⁽¹⁾ recorded in the year, whose incidence on the sample, although decreasing compared to 2009, still appears relevant both by number and (even more) by value. More specifically, the number of Write Off remains almost unchanged, passing from 17 in 2009 to 16 in 2010, with a decreasing incidence by number (i.e. 31% in 2010 vs 40% in 2009); in terms of value, 2010 Write Off recorded Euro 366 mln by Cash Out, while the value (in terms of Cash Out) was Euro 704 mln in 2009, this highlighting a significant decrease in terms of relative incidence on the sample (i.e. from 84% in 2009 to 58% in 2010). It should be pointed out that also in 2010 the incidence of Write Off has been particularly significant: about one-third of the divestments monitored and more than one half of their relative Cash Out is attributable to Write Off⁽²⁾.

⁽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 2010 performances, please refer to the section 'The impact of Write Off on 2010 performances' illustrated in the followings.

La struttura del campione evidenzia l'ulteriore estensione del panel di riferimento (i.e. 84 operatori nel 2010, massimo storico in termini di adesioni), a conferma da un lato della crescente sensibilità, da parte degli operatori, verso il monitoraggio delle performance complessive del settore, dall'altro della buona significatività dell'indagine (per effetto della sempre più ampia rappresentatività del campione).

Dopo il crollo dei rendimenti registrato nel 2009, in concomitanza con la crisi economica globale, il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital mostra, nel 2010, alcuni parziali segnali di ripresa; la performance complessiva resta tuttavia ancora negativa, principalmente per effetto di alcuni rilevanti Write Off registrati nell'anno.

Il numero di disinvestimenti effettuati dagli operatori del campione incrementa del 24%, passando da 42 nel 2009 a 52 nel 2010; analogamente, il numero di operatori che presentano operazioni realizzate aumenta del 13% (i.e. 26 nel 2010 vs 23 nel 2009). La dimensione media di investimento evidenzia, per contro, un netto decremento, passando da Euro 19,9 mln nel 2009 ad Euro 12,1 mln nel 2010. In termini di volumi di investimento, il Cash Out complessivo si attesta a circa Euro 628 mln nel 2010, in calo di circa il 25% rispetto al 2009 (i.e. Euro 836 mln), essenzialmente per effetto del decremento della dimensione media di investimento. Per contro, il Cash In complessivo evidenzia un incremento nell'ordine del 29% (i.e. Euro 466 mln nel 2010 vs Euro 361 mln nel 2009), connesso sia all'aumento del numero di disinvestimenti, sia (soprattutto) alla minore incidenza (in termini sia di numero, sia di controvalore) dei Write Off registrati nell'anno.

Il multiplo medio di uscita implicito (i.e. cosiddetto 'cash multiple'), pur restando inferiore all'unità, mostra un sensibile incremento, passando da circa 0,4x nel 2009 a circa 0,7x nel 2010.

Le performance 'From Inception'

	2008	2009	2010
IRR Lordo Aggregato	18,9%	-16,6%	-11,4%
Quartile superiore per performance	50,7%	33,7%	43,1%
Quartile superiore per ammontare investito	18,4%	-20,2%	-19,1%

La performance delle operazioni disinvestite nel 2010 evidenzia un parziale recupero rispetto al dato del 2009, pur restando negativa (i.e. -11,4% nel 2010 vs -16,6% nel 2009). Determinanti ai fini delle performance 2010 risultano, al pari dell'anno precedente, i Write Off (sia totali, sia parziali)⁽¹⁾ registrati nell'anno, la cui incidenza sul campione, benché in decremento rispetto al 2009, si conferma elevata, sia per numero, sia (ancor più) per controvalore. Nello specifico, il numero di Write Off rimane pressoché invariato, passando da 17 nel 2009 a 16 nel 2010, con un'incidenza in calo (i.e. 31% nel 2010 vs 40% nel 2009); in termini di valore, i Write Off del 2010 hanno riguardato Euro 366 mln in termini di Cash Out, mentre il controvalore (in termini di Cash Out) era di Euro 704 mln nel 2009, evidenziando un significativo decremento in termini di incidenza relativa sul campione (i.e. dall'84% del 2009 al 58% del 2010). È peraltro opportuno evidenziare come anche nel 2010 il peso dei Write Off sia stato particolarmente significativo: circa un terzo dei disinvestimenti monitorati e poco più della metà dei relativi volumi di Cash Out risultano relativi a Write Off⁽²⁾.

⁽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 2010 si rimanda, nel seguito, all'apposita sezione 'L'impatto dei Write Off sulle performance 2010'.

Consistently with the trend of the overall performances, the upper quarter by performance (i.e. the cluster which includes the 25% of transactions with the highest returns) shows, in 2010, an IRR equal to around 43%, higher than the previous year (i.e. 34% in 2009); the upper quarter by investment size (i.e. the cluster which includes the 25% of transactions with the greatest investment size) shows, instead, negative performance in line with 2009 (i.e. approximately around -20%), mainly due to the (lower) performance of the transactions involving large companies (i.e. with sales higher than Euro 250 mln).

Performance distribution by IRR class

	Cash Out			Cash In			No. of transactions		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Write Off/Negative	34.1%	86.6%	80.3%	0.9%	6.7%	29.2%	21	24	24
0% - 10%	7.0%	2.2%	2.3%	5.7%	6.8%	3.5%	16	7	8
10% - 20%	2.9%	3.8%	8.2%	2.8%	17.8%	19.0%	8	5	7
20% - 30%	29.7%	2.0%	2.1%	43.4%	11.0%	6.7%	7	3	3
30% - 40%	14.6%	0.3%	3.9%	21.8%	1.9%	22.7%	9	1	4
40% - 50%	2.6%	4.6%	0.4%	6.3%	44.3%	3.2%	5	1	2
50% - 100%	8.3%	-	2.9%	14.6%	-	15.7%	7	-	4
100% - 500%	0.9%	0.4%	-	4.5%	11.4%	-	5	1	-
> 500%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total (Euro mln)	1,289	836	628	2,193	361	466	78	42	52

The performance breakdown by IRR class highlights, similarly to the previous year, a material prevalence of transactions with negative IRR/Write Off, whose incidence, however, is decreasing both by number (i.e. 46% in 2010 vs 57% in 2009) and (more slightly) by Cash Out (i.e. 80% in 2010 vs 87% in 2009), confirming the (partial) signs of recovery of this year.

High performance transactions (i.e. IRR between 30% and 50%) show an increase by number (i.e. 12% in 2010 vs 5% in 2009), against a certain stability by Cash Out (i.e. around 5%). At the same time, 'outstanding' transactions (i.e. with an IRR above 50%) record an increase both by number (i.e. 8% in 2010 vs 2% in 2009) and by Cash Out (i.e. 2.9% in 2010 vs 0.4% in 2009).

Referring to the three-year-period 2008-2010, it is worth noting that, despite the partial recovery recorded in 2010, the incidence of transactions with an IRR higher than 30% (intended as the possible target return for Private Equity Houses) decreased (i) by number from 33% in 2008 to about 19% in 2010 and (ii) by Cash Out from 26% in 2008 to around 7% in 2010.

As a whole, the analysis by IRR class shows an improved scenario compared to 2009, although 2010 performances are still strongly penalized by the relevant impact (both by number and by size) of Write Off recorded in the year and, at the same time, by the low incidence of performing/over-performing transactions (i.e. with an IRR above 30%).

Coerentemente con l'andamento della performance generale, il quartile superiore per performance (i.e. il cluster costituito dal 25% dei disinvestimenti con i rendimenti maggiori) presenta, nel 2010, un IRR pari a circa il 43%, in aumento rispetto all'anno precedente (i.e. 34% nel 2009); il quartile superiore per ammontare investito (i.e. il cluster che raggruppa il 25% delle operazioni caratterizzate dai maggiori volumi di investimento) mostra, invece, performance negative in linea con il 2009 (i.e. nell'intorno del -20%), per effetto dei rendimenti mediamente peggiori delle operazioni inerenti target di grandi dimensioni (i.e. con fatturato superiore ad Euro 250 mln).

Breakdown per classe di IRR realizzato

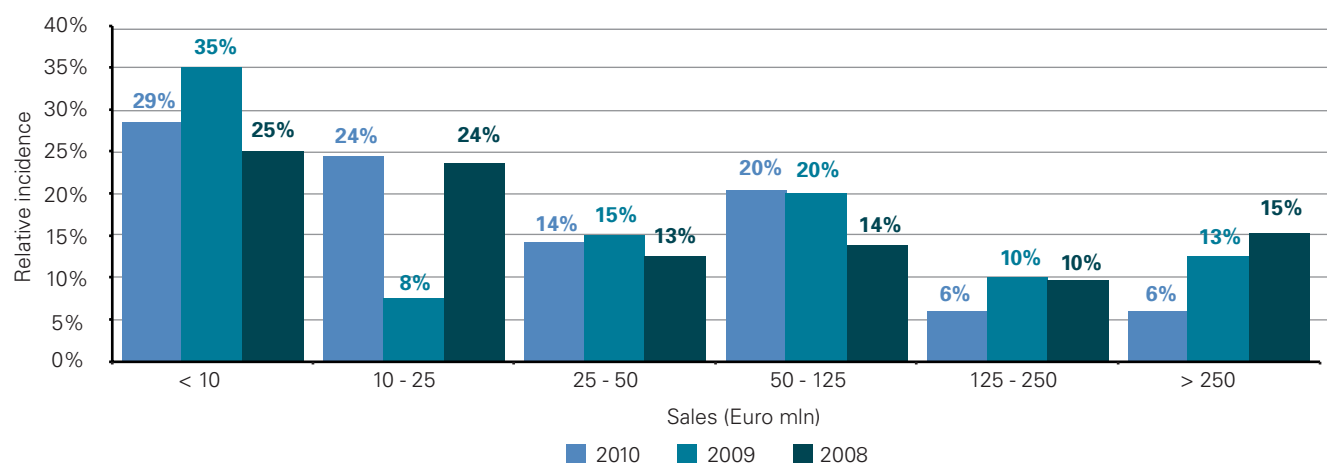
	Cash Out			Cash In			No. transazioni		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Negativo/Write Off	34,1%	86,6%	80,3%	0,9%	6,7%	29,2%	21	24	24
0% - 10%	7,0%	2,2%	2,3%	5,7%	6,8%	3,5%	16	7	8
10% - 20%	2,9%	3,8%	8,2%	2,8%	17,8%	19,0%	8	5	7
20% - 30%	29,7%	2,0%	2,1%	43,4%	11,0%	6,7%	7	3	3
30% - 40%	14,6%	0,3%	3,9%	21,8%	1,9%	22,7%	9	1	4
40% - 50%	2,6%	4,6%	0,4%	6,3%	44,3%	3,2%	5	1	2
50% - 100%	8,3%	-	2,9%	14,6%	-	15,7%	7	-	4
100% - 500%	0,9%	0,4%	-	4,5%	11,4%	-	5	1	-
> 500%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Totale (Euro mln)	1.289	836	628	2.193	361	466	78	42	52

Il breakdown per classe di IRR realizzato evidenzia, al pari dell'anno precedente, una netta prevalenza del cluster di operazioni con IRR negativo/Write Off, la cui incidenza risulta tuttavia in diminuzione sia per numero (i.e. 46% nel 2010 vs 57% nel 2009), sia (in misura più lieve) per Cash Out (i.e. 80% nel 2010 vs 87% nel 2009), a conferma dei (parziali) segnali di recupero di quest'anno.

Le transazioni con performance elevate (i.e. con IRR compreso tra il 30% e il 50%) registrano un incremento in termini numerici (i.e. 12% nel 2010 vs 5% nel 2009), a fronte di una sostanziale stabilità in termini di Cash Out (i.e. nell'intorno del 5%). Parallelamente, le operazioni con rendimento 'outstanding' (i.e. con IRR maggiore del 50%) presentano un incremento sia per numero (i.e. 8% nel 2010 vs 2% nel 2009) sia per Cash Out (i.e. 2,9% nel 2010 vs 0,4% nel 2009).

E' opportuno rilevare come, malgrado il parziale recupero registrato nel 2010, con riferimento al triennio in esame (2008-2010), l'incidenza delle operazioni con IRR superiore al 30% (inteso come possibile rendimento target per gli operatori) sia passata (i) per numero da circa il 33% nel 2008 a circa il 19% nel 2010 e (ii) per Cash Out da poco più del 26% nel 2008 a circa il 7% nel 2010.

Nel complesso, il dettaglio per classe di IRR mostra uno scenario in miglioramento rispetto al 2009 sebbene le performance 2010 siano ancora fortemente penalizzate da un lato dal significativo impatto (sia per numero, sia per dimensioni) dei Write Off registrati nell'anno, dall'altro, specularmente, dall'incidenza ancora limitata delle operazioni 'performing/over-performing' (i.e. con rendimento superiore al 30%).

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

The breakdown by target sales size shows how divestments related to small-medium companies (i.e. with a turnover of less than Euro 50 mln), are the most common (in terms of incidence by number), representing, in 2010, about two-thirds of all divestments monitored (i.e. 67% in 2010 vs 58% in 2009). The incidence (by number) of transactions involving medium companies (i.e. with sales between Euro 50 mln and Euro 250 mln) stands approximately at 30% (i.e. 27% in 2010 vs 30% in 2009), whereas the incidence of transactions targeting large companies (i.e. with sales higher than Euro 250 mln) shows a slight decline (i.e. 6% in 2010 vs 13% in 2009).

Transaction breakdown by target sales size (Yearly Pooled IRR)

Sales (Euro mln)	2009		2010	
	No.	IRR	No.	IRR
< 10	14	0.3%	14	1.2%
10 - 25	3	-28.5%	12	-5.0%
25 - 50	6	1.7%	7	40.2%
50 - 125	8	19.0%	10	8.4%
125 - 250	4	7.4%	3	-11.2%
> 250	5	-38.0%	3	-70.0%

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) records a sharp increase (i.e. 11.9% in 2010 vs -0.7% in 2009), whereas performances related to transactions targeting medium companies (i.e. with sales between Euro 50 mln and Euro 250 mln) experience a significant decrease, passing from 9.3% in 2009 to 0.7% in 2010 (also due to some significant Write Off related to this cluster). The transactions involving large companies (i.e. with sales higher than Euro 250 mln) confirm largely negative returns (i.e. from -38% in 2009 to -70% in 2010) due to the effect of the Write Off within this cluster.

To summarize, the breakdown by target sales size seems to highlight that the partial recovery of the performances in 2010 is mainly due to the improvement of returns related to small-medium size companies; meanwhile, overall performances are still significantly penalized by the presence of some relevant Write Off involving medium and (especially) large size companies.

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

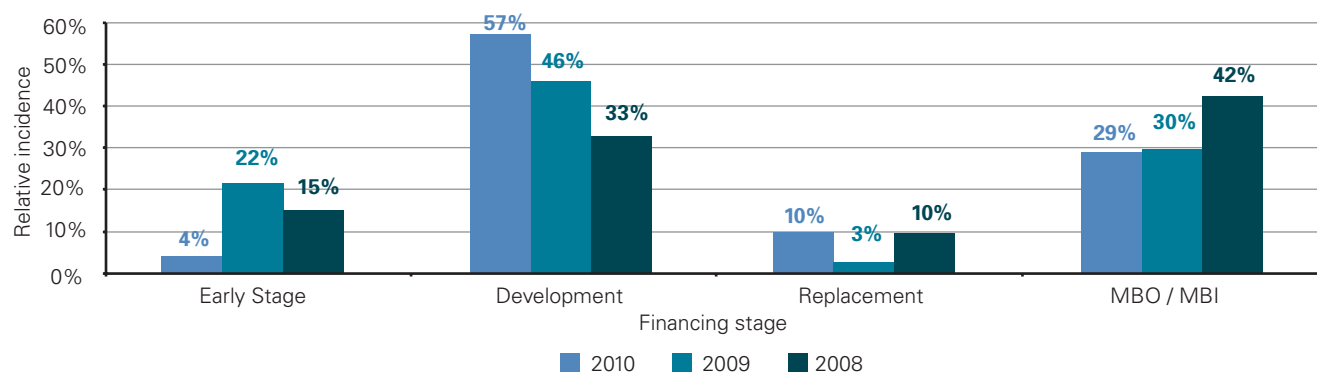
Il dettaglio per fatturato delle aziende target evidenzia come i disinvestimenti riguardanti target di dimensioni medio-piccole (i.e. con fatturato inferiore ad Euro 50 mln) si confermino (in termini di incidenza per numero) i più diffusi, rappresentando, nel 2010, circa i due terzi dei disinvestimenti complessivamente monitorati (i.e. 67% nel 2010 vs 58% nel 2009). Le operazioni relative a target di medie dimensioni (i.e. con fatturato compreso tra Euro 50 mln ed Euro 250 mln) si attestano nell'intorno del 30% (i.e. 27% nel 2010 vs 30% nel 2009), mentre le operazioni relative a target di grandi dimensioni (i.e. con fatturato superiore ad Euro 250 mln) mostrano una lieve flessione (i.e. 6% nel 2010 vs 13% nel 2009).

Breakdown per fatturato delle aziende target (IRR Lordo Aggregato)

Fatturato (Euro mln)	2009		2010	
	No.	IRR	No.	IRR
< 10	14	0,3%	14	1,2%
10 - 25	3	-28,5%	12	-5,0%
25 - 50	6	1,7%	7	40,2%
50 - 125	8	19,0%	10	8,4%
125 - 250	4	7,4%	3	-11,2%
> 250	5	-38,0%	3	-70,0%

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 incremento (i.e. 11,9% nel 2010 vs -0,7% nel 2009), mentre le operazioni inerenti target di medie dimensioni (i.e. con fatturato compreso tra Euro 50 mln ed Euro 250 mln) mostrano una sensibile flessione, passando dal 9,3% nel 2009 allo 0,7% nel 2010 (anche per effetto di alcuni significativi Write Off afferenti tale cluster). Le operazioni riguardanti target di grandi dimensioni (i.e. con fatturato superiore ad Euro 250 mln) confermano i rendimenti ampiamente negativi (i.e. passando da -38% nel 2009 a -70% nel 2010), a causa del marcato effetto dei Write Off su tale cluster.

In definitiva, l'analisi per fatturato delle aziende target sembrerebbe evidenziare come il parziale recupero della performance 2010 sia essenzialmente ascrivibile all'incremento dei rendimenti relativi a target di dimensioni medio-piccole; per contro, la presenza di alcuni rilevanti Write Off inerenti target di medie e (soprattutto) di grandi dimensioni penalizza significativamente la performance complessiva del campione.

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

The transaction breakdown by financing stage shows the material increase, in line with the trend of 2008-2009, of Development transactions, whose incidence (by number) passes from 46% in 2009 to 57% in 2010; similarly, Replacement transactions increase from 3% in 2009 to 10% in 2010, returning at 2008 levels. On the other hand, Early Stage transactions record a sharp drop (i.e. 4% in 2010 vs 22% in 2009), whereas MBO/MBI transactions stand firmly at approximately 30%.

As a whole, the distribution by financing stage highlights the predominance of Development and MBO/MBI transactions, whose incidence, in 2010, stands above 85% of the overall transactions monitored, confirming the consolidated trend of the past years.

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

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
No. of transactions	8	2	17	29	1	5	11	15
Yearly Pooled IRR	34.8%	Neg.	13.6%	5.5%	Neg.	23.0%	-33.1%	-27.8%

In terms of performances, MBO/MBI transactions confirm extremely negative returns, with an IRR stable at around -30% (i.e. -27.8% in 2010 vs -33.1% in 2009). In line with 2009, such result is essentially due to the relevant impact of Write Off, most of which (especially in terms of investment size) involved MBO/MBI transactions. At the same time, Development transactions confirm positive performances, even though showing a decrease compared to previous year (i.e. 5.5% in 2010 vs 13.6% in 2009).

Replacement transactions record a strong increase, passing from a largely negative performance in 2009 to an IRR of approximately 23% in 2010 (it is worth noting, however, the absence of Write Off within the specific cluster). Early Stage transactions – which historically represented a numerically limited cluster with small average investment size – record a slump in 2010 (essentially because this cluster consists of only two written off transactions), compared to 2009 performance (i.e. near 35%); however it should be pointed out that Early Stage transactions are traditionally characterized by widely fluctuating returns (i.e. -2.7% in 2008, 89.1% in 2007, 13.8% in 2006, -1.8% in 2005 and 30.5% in 2004).

To sum up, the From Inception analysis shows, overall, signs of a moderate recovery, even though the impact of Write Off (although with a declining incidence compared to 2009) still determine a crucial effect on the sample performances. Analysing the performances of the sole 'trade sale' transactions (i.e. returns excluding Write Off), the returns highlight a slight improvement (i.e. 21.3% in 2010 vs 19.9% in 2009), this reflecting the gradual overall recovery in progress. Following the trend observed in 2009, the analyses carried out on the different sub-samples confirm that MBO/MBI transactions involving medium-large companies (the cluster where most of the Write off continue to be recorded), have been the worst-hit in terms of performance.

⁽³⁾ In relation to the two Early Stage transactions monitored in 2010 and to the sole Replacement transaction monitored in 2009, due to the cash flow distribution, it is not possible to calculate their IRR accurately (however, it would be significantly negative).

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

Il breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target evidenzia il significativo incremento, in linea con il trend del biennio precedente, degli investimenti riguardanti target in fase di sviluppo (cd. Development), la cui incidenza (per numero) passa dal 46% nel 2009 al 57% nel 2010; analogamente, si osserva un aumento delle operazioni finalizzate alla sostituzione degli azionisti di minoranza (cd. Replacement), che si riportano sui livelli del 2008, passando dal 3% nel 2009 al 10% nel 2010. Per contro, le operazioni riguardanti le prime fasi del ciclo di vita (cd. Early Stage) registrano una netta flessione (i.e. 4% nel 2010 vs 22% nel 2009), mentre le operazioni di MBO/MBI si attestano stabilmente nell'intorno del 30%.

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 2010, supera l'85% del totale delle transazioni monitorate, confermando un trend ormai consolidatosi negli anni.

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

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
No. transazioni	8	2	17	29	1	5	11	15
IRR Lordo Aggregato	34,8%	Neg.	13,6%	5,5%	Neg.	23,0%	-33,1%	-27,8%

In termini di rendimenti, si confermano le performance estremamente negative delle operazioni di MBO/MBI, il cui IRR rimane su valori nell'ordine del -30% (i.e. -27,8% nel 2010 vs -33,1% nel 2009). Tale dato, in linea con quanto avvenuto nel 2009, è essenzialmente connesso al significativo impatto dei Write Off, larga parte dei quali (soprattutto in termini di dimensioni) aventi ad oggetto operazioni di MBO/MBI. Parallelamente, le operazioni di Development confermano performance positive, benché in flessione rispetto all'anno precedente (i.e. 5,5% nel 2010 vs 13,6% nel 2009).

Le operazioni di Replacement registrano un forte incremento, passando da una performance ampiamente negativa nel 2009 ad un IRR pari a circa il 23% nel 2010 (è da segnalare, peraltro, l'assenza di Write Off nel cluster specifico). Le operazioni di Early Stage – che storicamente rappresentano un campione numericamente ridotto e con dimensioni di investimento limitate – registrano invece un crollo nel 2010 (essendo tale cluster costituito da due sole operazioni, entrambe Write Off), a fronte di performance prossime al 35% nel 2009; tuttavia è opportuno segnalare come le performance delle operazioni di Early Stage risultino storicamente contraddistinte da un andamento molto volatile (i.e. -2,7% nel 2008, 89,1% nel 2007, 13,8% nel 2006, -1,8% nel 2005 e 30,5% nel 2004).

In sintesi, l'analisi 'From Inception' evidenzia, nel complesso, segnali di una moderata ripresa, benché i Write Off (ancorché con un'incidenza in calo rispetto al 2009) determinino ancora un impatto decisivo sulle performance del campione. Focalizzando l'analisi sulle performance delle sole operazioni di 'trade sale' (i.e. escludendo pertanto i Write Off), i rendimenti evidenziano un lieve miglioramento (i.e. 21,3% nel 2010 vs 19,9% nel 2009), a testimonianza del progressivo recupero complessivo in atto. In linea con quanto osservato nel 2009, le analisi effettuate sui vari cluster del campione confermano come gli investimenti maggiormente penalizzati in termini di performance siano le operazioni di MBO/MBI su target di medio-grandi dimensioni, nel cui ambito continuano a collocarsi larga parte dei Write Off rilevati.

⁽³⁾ In relazione alle due operazioni di Early Stage registrate nel 2010 ed alla sola operazione di Replacement registrata nel 2009, stanti le dinamiche dei flussi delle stesse, non è possibile stimarne in modo puntuale l'IRR (che risulterebbe tuttavia ampiamente negativo).

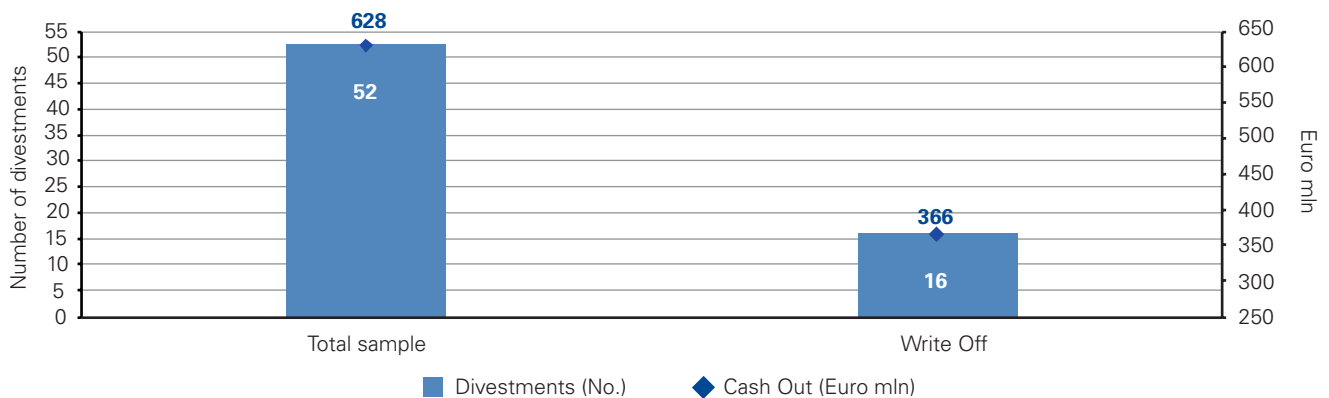
The impact of Write Off on 2010 performances

Given the relevant impact of Write Off on the sample, similarly to the previous edition, a specifically dedicated section has been introduced.

This section is aimed at providing a more detailed outline of the Write Off recorded in 2010, in order to better understand their incidence – both by number and (especially) by investment size – across the various clusters analysed in the ‘From Inception’ analysis.

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

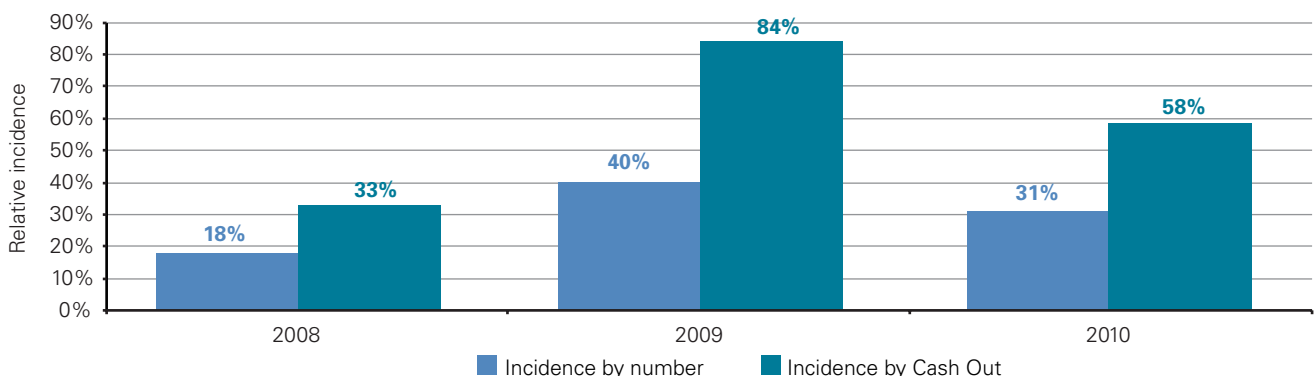
CHART 7 – Write Off (by number and by Cash Out) in 2010



In 2010, 16 Write Off have been reported (i.e. 12 total Write Off and 4 partial Write Off), on a total of 52 monitored transactions (vs 17 Write Off in 2009 on a total of 42 monitored transactions); the investment volumes (i.e. Cash Out) related to such Write Off amount to Euro 366 mln (vs Euro 704 mln in 2009), whereas total Cash Out of the 52 monitored transactions equals to about Euro 628 mln (vs about Euro 836 mln in 2009).

In practice, the incidence of the Write Off on the overall sample stands at 31% by number (i.e. 16 on 52) and at about 58% in terms of Cash Out (i.e. Euro 366 mln on Euro 628 mln).

CHART 8 – Incidence (by number and by Cash Out) of Write Off in 2008-2010



L'impatto dei Write Off sulle performance 2010

Stante la rilevante incidenza dei Write Off sul campione, come avvenuto per la precedente edizione, è stata inserita una specifica sezione di approfondimento.

La sezione in oggetto si propone di fornire un quadro più dettagliato dei Write Off registrati nel 2010, al fine di meglio comprenderne l'incidenza – in termini sia di numero, sia (soprattutto) di volumi di investimento – sui vari cluster esaminati nell'ambito dell'analisi 'From Inception'.

E' opportuno sottolineare che, come indicato in precedenza, ai fini dell'analisi 'From Inception', sono stati considerati sia i Write Off totali (i.e. svalutazione del 100% del valore dell'investimento), sia i Write Off parziali; 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 – Write Off (per numero e per Cash Out) nel 2010

Nel 2010 sono stati segnalati 16 Write Off, di cui 12 Write Off totali e 4 Write Off parziali, su un totale di 52 operazioni complessivamente monitorate (vs 17 Write Off nel 2009 su un totale di 42 operazioni); i volumi di investimento (i.e. Cash Out) afferenti tali Write Off ammontano ad Euro 366 mln (vs Euro 704 mln nel 2009), a fronte di Cash Out complessivi relativi alla totalità delle 52 operazioni monitorate pari a circa Euro 628 mln (vs Euro 836 mln circa nel 2009).

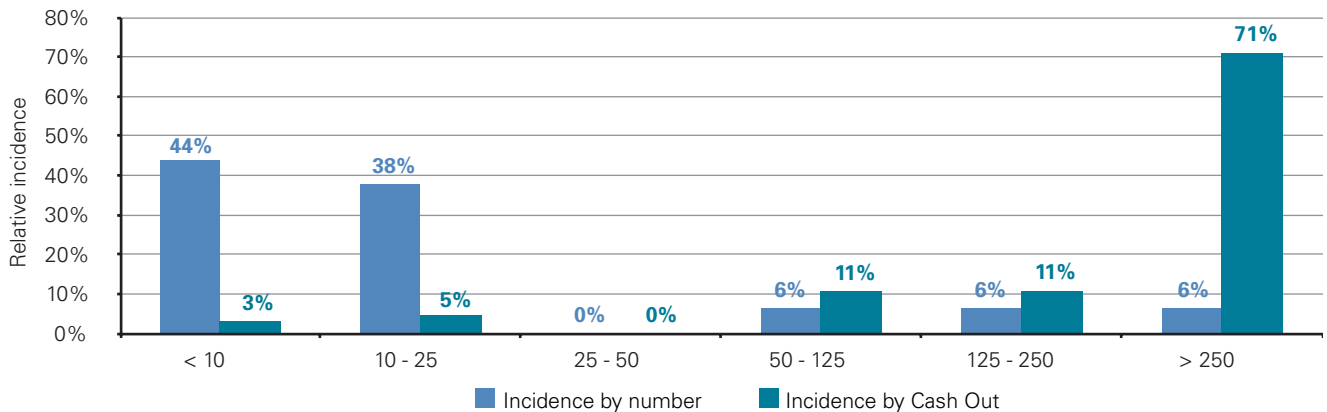
In sostanza, l'incidenza relativa dei Write Off sul campione risulta pari a circa il 31% per numero (i.e. 16 su 52) ed a circa il 58% in termini di Cash Out (i.e. Euro 366 mln su Euro 628 mln).

RIF. CHART 8 – Incidenza (per numero e per Cash Out) dei Write Off nel triennio 2008-2010

L'analisi dei dati storici evidenzia come, nel triennio 2008-2010, i Write Off abbiano avuto un impatto estremamente significativo sulle performance complessive del mercato del Private Equity italiano. Nello specifico, l'incidenza dei Write Off appare preponderante (soprattutto nel 2009-2010) sia per numero, sia per controvalore (i.e. Cash Out). Dopo il picco registratosi nel 2009 (i.e. incidenza pari al 40% per numero ed all'84% per Cash Out), i Write Off evidenziano, nel 2010, un sensibile calo (i.e. incidenza pari al 31% per numero ed al 58% per Cash Out), pur restando su valori ampiamente al di sopra dei livelli 'fisiologici'.

The comparison with historical data highlights that, in the three-year-period 2008-2010, Write Off had an extremely significant impact on the overall performances of the Italian Private Equity market. Specifically, the incidence of Write Off appears predominant (especially in 2009-2010) both by number and by Cash Out. After the peak recorded in 2009 (i.e. incidence equal to 40% by number and 84% by Cash Out), Write Off highlight, in 2010, a slight decrease (i.e. incidence equal to 31% by number and 58% by Cash Out), even though remaining at values well above 'physiological' levels.

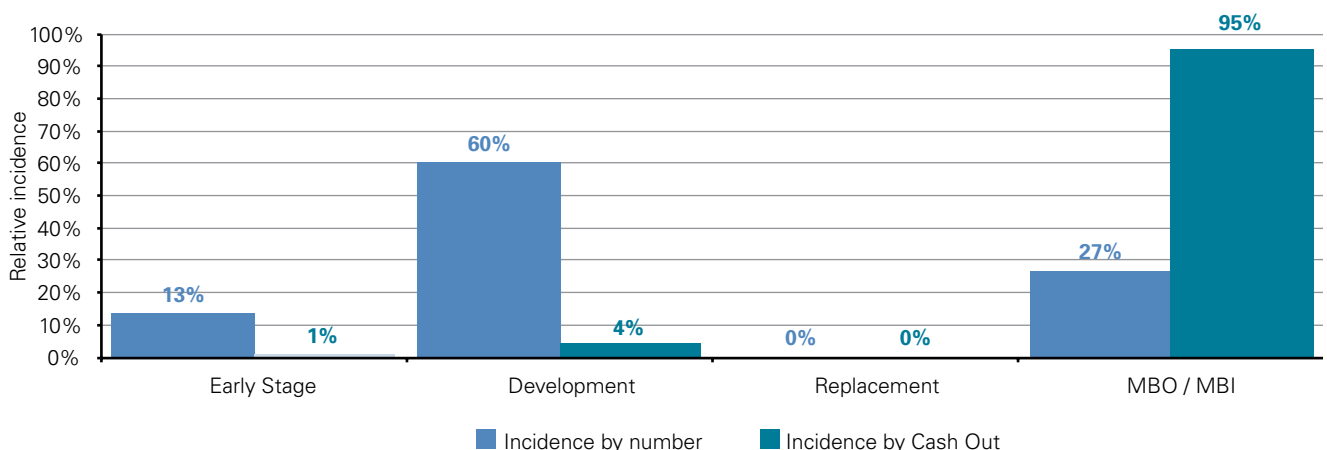
CHART 9 – 2010 Write Off: breakdown by target sales size (incidence by number and by Cash Out)



The target sales breakdown shows, in terms of incidence by number, that over 80% of Write Off is related to small-medium companies (i.e. with a turnover of less than Euro 50 mln); however, it is worth remarking how, for the cluster of companies with sales in the range of Euro 25-50 mln, there is no impact of Write Off, thus confirming the good performance recorded by transactions involving this target (i.e. IRR 2010 above 40% – see 'From Inception' analysis). Transactions involving medium companies (i.e. with sales between Euro 50 mln and Euro 250 mln) show an incidence (by number) of approximately 12%, while transactions targeting large companies (i.e. with sales higher than Euro 250 mln) stand at around 6%.

Such evidences appear clearly reversed in terms of incidence by Cash Out (i.e. more relevant for the determination of performances): transactions involving large companies represent over 70% of total Write Off, followed by medium companies (i.e. about 22%) and small-medium targets (i.e. about 8%).

CHART 10 – 2010 Write Off: breakdown by financing stage (incidence by number and by Cash Out)



RIF. CHART 9 – Write Off 2010: 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 l'80% dei Write Off riguardi target di dimensioni medio-piccole (i.e. con fatturato inferiore ad Euro 50 mln); in tale ambito, è tuttavia opportuno rilevare come, nella fascia di fatturato Euro 25-50 mln, non risultino Write Off, a conferma delle buone performance registrate dalle operazioni aventi ad oggetto tali target (i.e. IRR 2010 superiore al 40% – cfr. analisi 'From Inception'). I target di dimensioni medie (i.e. con fatturato compreso tra Euro 50 mln ed Euro 250 mln) presentano un'incidenza per numero dei Write Off pari a circa il 12%, mentre quelli di grandi dimensioni (i.e. con fatturato superiore ad Euro 250 mln) si attestano a circa il 6%.

Tali evidenze risultano evidentemente invertite se si considera l'incidenza dei Write Off in termini di Cash Out (i.e. maggiormente rilevante ai fini della determinazione delle performance complessive): oltre il 70% dei Write Off complessivi interessa infatti target di grandi dimensioni, seguiti da target medi (i.e. 22% circa) e medio-piccoli (i.e. 8% circa).

RIF. CHART 10 – Write Off 2010: 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, il 60% dei Write Off riguardi operazioni di Development, mentre il restante 40% si distribuisca tra MBO/MBI e Early Stage (i.e. 27% e 13% rispettivamente); per contro, le operazioni di Replacement non presentano alcun Write Off.

In termini di incidenza per Cash Out, si evince come (in linea peraltro con quanto osservato nel 2009) larghissima parte (i.e. circa il 95%) dei Write Off registrati nel 2010 sia ascrivibile ad operazioni di MBO/MBI (vs 92% nel 2009). Con riferimento al dettaglio per fatturato del target (di cui in precedenza), è inoltre opportuno sottolineare che i MBO/MBI maggiormente penalizzati risultino quelli inerenti target di medie e (soprattutto) grandi dimensioni.

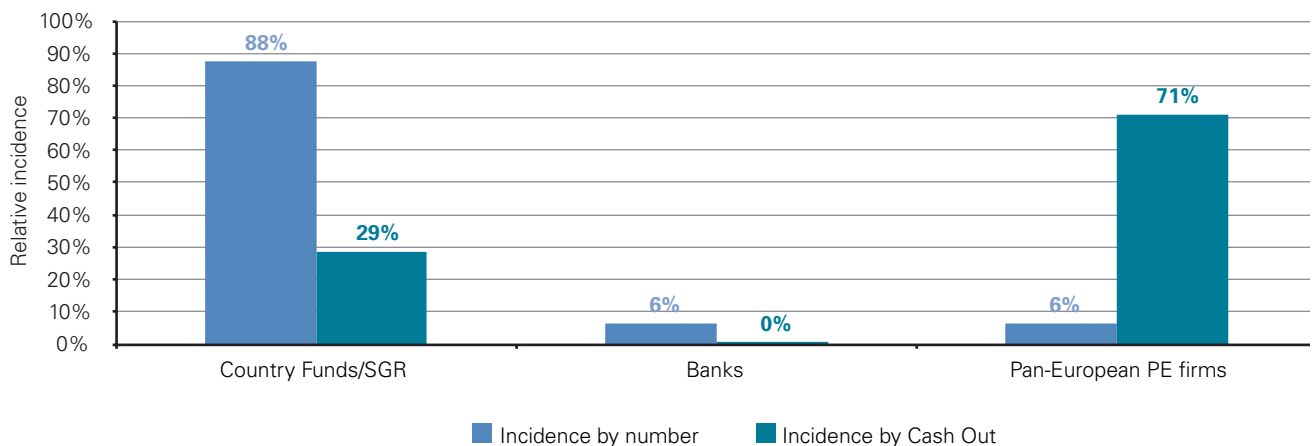
È opportuno sottolineare che, di fatto, in uno scenario di parziale recupero delle performance, alcuni Write Off relativi ad operazioni di MBO/MBI riguardanti target di medie e grandi dimensioni hanno determinato un impatto estremamente significativo sulla performance complessiva del campione.

The breakdown by financing stage of the target companies shows, in terms of incidence by number, that 60% of Write Off is related to Development transactions, while the remaining 40% is distributed among MBO/MBI and Early Stage transactions (i.e. 27% and 13% respectively); on the other hand, Replacement transactions do not record any Write Off.

In terms of incidence by Cash Out, the most (i.e. about 95%) of Write Off recorded in 2010 (similarly to what observed in 2009) refer to MBO/MBI transactions (vs 92% in 2009). It is worth outlining that, considering the breakdown by target sales size (previously illustrated), the MBO/MBI transactions which have been worst-hit are those involving medium and (especially) large companies.

It is worth highlighting that, in a framework of partial recovery of the performances, some Write Off related to MBO/MBI transactions involving medium-large companies caused an extremely significant impact on the overall performances in the sample.

CHART 11 – 2010 Write Off: breakdown by fund category (incidence by number and by Cash Out)



The breakdown by fund category highlights, in terms of incidence by number, that about 88% of Write Off (vs 65% in 2009) is related to transactions carried out by Country Funds/SGR: this figure is consistent with the predominance of such category of funds in the overall sample (i.e. as better illustrated in the followings, almost 80% of overall transactions monitored have been carried out by Country Funds/SGR).

On the other hand, the incidence by Cash Out highlights, in 2010, that about 71% (vs 80% in 2009) of Write Off's investment volumes (i.e. Cash Out) are attributable to Pan-European Private Equity firms (although their incidence by number on the overall sample is marginal): this evidence is supposedly related to the investment strategy of such funds, which are typically focused on MBO/MBI transactions involving medium-large companies (the clusters where the most relevant Write Off, in terms of investment size, are recorded, similarly to what observed in the past year).

RIF. CHART 11 – Write Off 2010: 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 l'88% dei Write Off (vs 65% nel 2009) 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, quasi l'80% delle operazioni complessivamente monitorate sono state effettuate da Country Fund/SGR).

L'incidenza per Cash Out mostra, per contro, come, nel 2010, circa il 71% (vs l'80% del 2009) 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 marginale): tale evidenza è presumibilmente connessa alla strategia di investimento di detti operatori, tipicamente orientati ad operazioni di MBO/MBI su target di medio-grandi dimensioni (nel cui ambito si sono registrati, quest'anno al pari dell'anno scorso, 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).

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

- 1 YR: Gross Pooled IRR analysed in 2010;
- 3 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2008 to 2010;
- 5 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2006 to 2010;
- 10 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2001 to 2010.

'By Horizon' main sample

2010	1YR	3YR	5YR	10YR
No. of companies showing investments	42	70	84	101
No. of transactions	77	280	477	889
of which: - <i>realised investments</i>	0	23	92	433
- <i>investments still in portfolio</i>	77	257	385	456
Average investment size (Euro mln)	8.2	13.0	16.2	14.9
Total Cash Out (Euro mln)	629	3,650	7,709	13,218
Total Cash In (Euro mln)	644	3,462	7,164	17,174
Average (implied) cash multiple	1.0x	0.9x	0.9x	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 decrease (except for the 5YR) in the average investment size, falling from about Euro 15-16 mln in the 10YR and 5YR horizons to approximately Euro 8 mln in the 1YR horizon, this reflecting a progressive reduction, in the last years, of the average equity ticket of the investment.

With focus on the 1YR horizon, the analysis highlights that, within the sample, 77 new investments were made in 2010 (i.e. all still in portfolio). Considering historical data, 2009 1YR horizon counted 58 new investments, demonstrating how 2010 is characterized by a partial recovery of the investment activity (even though it is still far from 2008 figures – i.e. 1YR 2008: 113 new investments).

In terms of average (implied) cash multiple, the 3YR and 5YR horizon record a value slightly lower than one (i.e. 0.9x), thus confirming the negative phase experienced by the market in the last two years. On the other hand, the average cash multiple of the 10YR horizon stands at a value higher than one (i.e. 1.3x), essentially due to the (positive) performances recorded by transactions realised before the crisis experienced in the past two years. The cash multiple related to the 1YR horizon (i.e. 1.0x) is poorly significant because it regards exclusively investments made during the year (which are all still in portfolio) and thus essentially measured at cost.

Le performance a 1, 3, 5 e 10 anni

IRR Lordo Aggregato 'By Horizon'

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

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

- 1 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel 2010;
- 3 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2008-2010;
- 5 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2006-2010;
- 10 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2001-2010.

Il campione 'By Horizon'

2010	1YR	3YR	5YR	10YR
Operatori che presentano investimenti	42	70	84	101
Numero di transazioni	77	280	477	889
di cui: - partecipazioni disinvestite	0	23	92	433
- partecipazioni ancora in portafoglio	77	257	385	456
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	8,2	13,0	16,2	14,9
Cash Out complessivo (Euro mln)	629	3.650	7.709	13.218
Cash In complessivo (Euro mln)	644	3.462	7.164	17.174
Cash multiple (implicito) medio	1,0x	0,9x	0,9x	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 decremento (eccetto per quanto riguarda il 5YR) della dimensione media dell'investimento, che passa da circa Euro 15-16 mln negli orizzonti 10YR e 5YR a circa Euro 8 mln nell'orizzonte 1YR, a testimonianza di una progressiva riduzione, negli ultimi anni, dell'equity ticket medio di investimento.

L'analisi relativa all'orizzonte 1YR evidenzia come, nell'ambito del campione, siano stati segnalati 77 nuovi investimenti effettuati nel 2010, tutti ancora in portafoglio. Con riferimento ai dati storici, l'orizzonte 1YR 2009 includeva 58 nuovi investimenti, ad evidenza di come il 2010 sia stato caratterizzato da una parziale ripresa dell'attività di investimento (sebbene con valori ancora lontani dai livelli del 2008 – i.e. 1YR 2008: 113 nuovi investimenti).

In termini di multiplo di uscita implicito (i.e. cosiddetto 'Cash multiple'), si registra, negli orizzonti 3YR e 5YR, un valore leggermente inferiore all'unità (i.e. 0,9x), a conferma della fase negativa attraversata dal mercato nell'ultimo biennio. Per contro, nell'orizzonte 10YR il cash multiple si attesta su un valore superiore all'unità (i.e. 1,3x), essenzialmente per effetto delle performance (positive)

'By Horizon' performances

2010	1YR	3YR	5YR	10YR
Yearly Pooled IRR	4.9%	-3.2%	-3.2%	12.2%
Upper quarter (by performance)	20.6%	4.7%	19.6%	46.7%
Upper quarter (by investment size)	0.2%	-3.5%	-0.4%	11.3%

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%

As a whole, the comparison of performance figures in 2009-2010 shows, across all the timeframes considered, a general decrease of the Yearly Pooled IRR, also considering the upper quarter by performance and by investment size (except for the 1YR, that records an improvement). Such decrease appears stronger in the short (i.e. 3YR) and (especially) medium horizon (i.e. 5YR), which have been more affected by the negative performances of the last two years; on the other hand, the long horizon (i.e. 10YR), which still benefits from the positive performances of the transactions recorded before 2009, shows a substantial stability (i.e. IRR 10YR 2010: 12.2% vs IRR 10YR 2009: 13.4%).

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

	2008				2009				2010			
	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR
Realised investments	0%	9%	26%	50%	2%	3%	19%	47%	0%	4%	13%	40%
Write Off	0%	3%	3%	9%	0%	6%	7%	9%	0%	5%	7%	8%
Investments still in portfolio	100%	88%	71%	41%	98%	91%	74%	44%	100%	92%	81%	51%

The breakdown highlights that, in 2010, with a particular focus on the 10YR horizon (i.e. inclusive of all investments made in the last decade), about one half of the investments are still in portfolio, about 40% have been divested and the remaining 10% have been written off. The incidence of investments that are still in portfolio progressively increases, along with the reduction of the timeframe, standing at 100% of the sample in 1YR horizon (which includes only the investments made during the year).

registrate dalle operazioni realizzate negli anni antecedenti la crisi dell'ultimo biennio. Il cash multiple relativo all'orizzonte 1YR (i.e. 1,0x) risulta scarsamente significativo in quanto riguardante esclusivamente gli investimenti effettuati nell'ultimo anno, peraltro tutti ancora in portafoglio e quindi essenzialmente valorizzati al costo.

Le performance 'By Horizon'

2010	1YR	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato	4,9%	-3,2%	-3,2%	12,2%
Quartile superiore per performance	20,6%	4,7%	19,6%	46,7%
Quartile superiore per ammontare investito	0,2%	-3,5%	-0,4%	11,3%

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%

In linea generale, dal raffronto dei prospetti relativi alle performance 2009-2010, si evince un decremento generalizzato dei rendimenti, trasversale a tutti gli orizzonti temporali di analisi, anche con riferimento ai quartili superiori per performance e per ammontare investito (ad eccezione del campione 1YR, in miglioramento). Tale flessione risulta particolarmente marcata negli orizzonti di breve (i.e. 3YR) e (soprattutto) di medio periodo (i.e. 5YR) che risentono maggiormente delle performance negative dell'ultimo biennio; per contro, l'orizzonte temporale più esteso (i.e. 10YR) 'beneficia' ancora delle performance positive degli anni antecedenti al 2009, mostrando pertanto una relativa stabilità (i.e. IRR 10YR 2010: 12,2% vs IRR 10YR 2009: 13,4%).

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

	2008				2009				2010			
	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR
Partecipazioni disinvestite	0%	9%	26%	50%	2%	3%	19%	47%	0%	4%	13%	40%
Write Off	0%	3%	3%	9%	0%	6%	7%	9%	0%	5%	7%	8%
Partecipazioni ancora in portafoglio	100%	88%	71%	41%	98%	91%	74%	44%	100%	92%	81%	51%

Il breakdown delle partecipazioni incluse nel campione mostra come, nel 2010, con particolare riferimento all'orizzonte di lungo periodo 10YR (i.e. orizzonte che include tutte le partecipazioni acquisite nell'ultimo decennio), circa la metà delle partecipazioni risultino ancora in portafoglio, circa il 40% siano state disinvestite ed il restante 10% siano state oggetto di Write Off. L'incidenza delle partecipazioni ancora in portafoglio incrementa progressivamente al ridursi dell'orizzonte temporale di riferimento, fino ad attestarsi al totale del campione nell'orizzonte 1YR (che include esclusivamente le operazioni effettuate nel corso dell'anno).

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

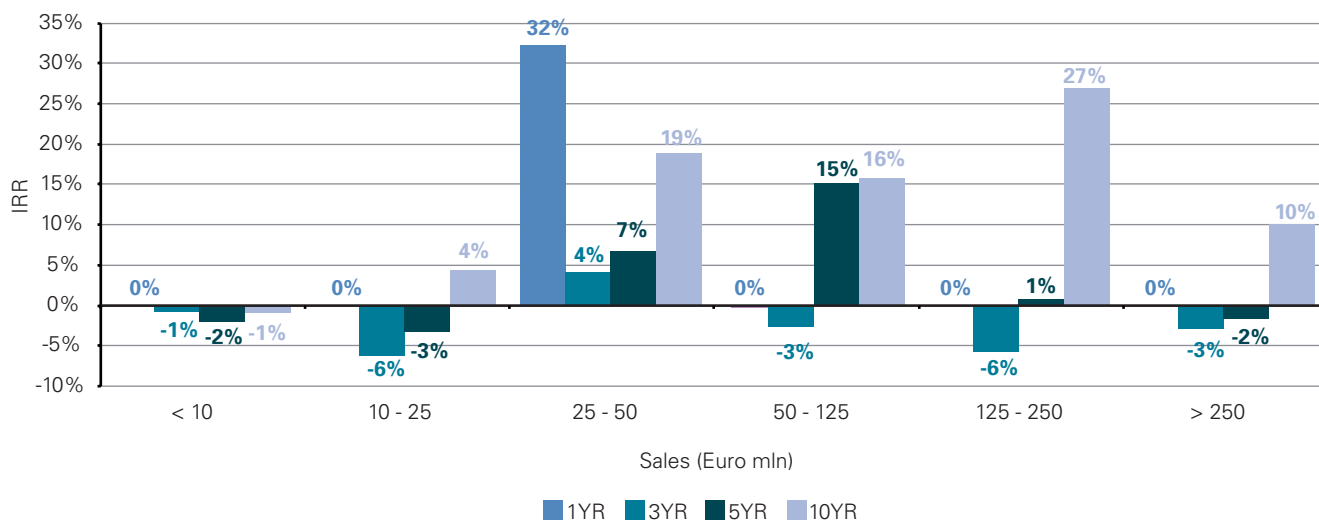
10YR	No. of transactions			Cash Out		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Book value deals	54.1%	50.9%	47.6%	57.0%	40.8%	35.4%
Revalued deals	27.5%	26.6%	28.7%	15.8%	34.7%	37.8%
Depreciated deals	18.4%	22.4%	23.7%	27.2%	24.5%	26.8%
Investments still in portfolio (No. and Euro mln)	364	379	456	5,805	5,095	6,396

Focusing on the more statistically-significant long-term timeframe (i.e. 10YR), the consolidated practice of many Private Equity Houses of measuring most of the investments still in their portfolios at cost is confirmed (in terms of number of deals monitored). This practice seems, however, to be decreasing as the incidence of book-valued deals shows a drop both by number (i.e. from 54.1% in 2008 to 47.6% in 2010) and (even more) by Cash Out (i.e. from 57.0% in 2008 to 35.4% in 2010).

Consistently, the incidence of depreciated deals remains substantially stable at approximately 25% (both by number and by Cash Out). It should be pointed out that the cluster 'depreciated deals' does not include Write Off (neither partial nor total), as they are considered, for the purpose of these analyses, within realised investments; if the Write Off were included in the cluster 'depreciated deals', its incidence would be, in the 2010 10YR horizon, equal to about 34% by number (vs 36% in 2009) and 49% by Cash Out (the same figure of 2009).

The revalued deals, instead, show a slight increase, both by number (i.e. 28.7% in 2010 vs 26.6% in 2009) and by Cash Out (i.e. 37.8% in 2010 vs 34.7% in 2009).

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



The breakdown by target sales size highlights, with particular focus on the long timeframe (i.e. 10YR), a substantial stability of performances between 2009 and 2010. In particular, with focus on transactions involving small-medium companies (i.e. with a turnover of less than Euro 50 mln), the weighted average IRR (i.e. in terms of Cash Out) stands, in the last two years, at approximately 10%. Transactions involving medium-size companies (i.e. with turnover between Euro 50 mln and Euro 250 mln) show a slight increase of the weighted average IRR in terms of Cash Out (i.e. from 18% in 2009 to 21% in 2010), whereas transactions related to large companies (i.e. with turnover higher than Euro 250 mln) record a slight decrease of returns, passing from 12% in 2009 to 10% in 2010.

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

10YR	No. transazioni			Cash Out		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Partecipazioni valutate al 'valore di carico'	54,1%	50,9%	47,6%	57,0%	40,8%	35,4%
Partecipazioni rivalutate	27,5%	26,6%	28,7%	15,8%	34,7%	37,8%
Partecipazioni svalutate	18,4%	22,4%	23,7%	27,2%	24,5%	26,8%
Investimenti ancora in portafoglio (No. e Euro mln)	364	379	456	5.805	5.095	6.396

Con riferimento all'orizzonte temporale più esteso (i.e. 10YR), statisticamente più significativo, risulta essenzialmente confermata (in termini di numero di operazioni monitorate) la prassi, da parte di molti operatori, di valorizzare le partecipazioni ancora in portafoglio al relativo 'valore di carico'. Tale prassi risulta tuttavia in progressiva diminuzione, tanto che l'incidenza delle partecipazioni valutate al costo evidenzia una flessione sia in termini di numero (i.e. dal 54,1% nel 2008 al 47,6% nel 2010), sia (soprattutto) di Cash Out (i.e. dal 57,0% nel 2008 al 35,4% nel 2010).

Parallelamente, l'incidenza delle partecipazioni svalutate si mantiene relativamente stabile nell'intorno del 25% (sia per numero, sia per Cash Out). 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 2010, a circa il 34% per numero (vs 36% nel 2009) ed a circa il 49% per Cash Out (dato analogo al 2009).

Le partecipazioni rivalutate mostrano infine un leggero incremento, sia per numero (i.e. 28,7% nel 2010 vs 26,6% nel 2009), sia per Cash Out (i.e. 37,8% nel 2010 vs 34,7% nel 2009).

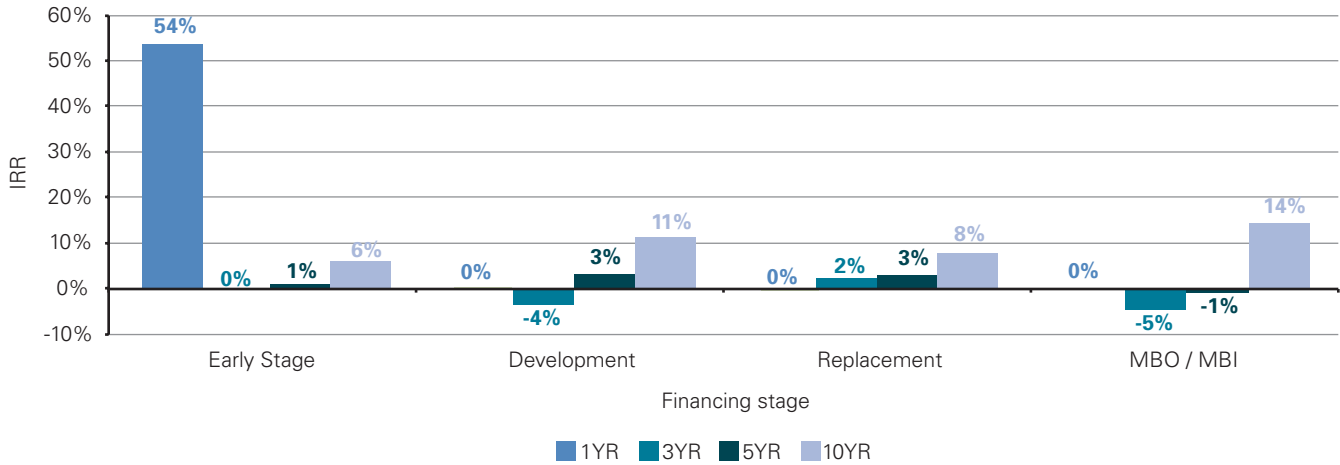
RIF. CHART 12 – Breakdown dell'IRR 'By Horizon' per fatturato delle aziende target

Il dettaglio dell'IRR per fatturato delle aziende target evidenzia, con riferimento all'orizzonte di lungo periodo (i.e. 10YR), una sostanziale stabilità delle performance tra il 2009 ed il 2010. In particolare, con riferimento alle operazioni riguardanti target di medio-piccole dimensioni (i.e. con fatturato inferiore ad Euro 50 mln), il rendimento medio ponderato per Cash Out si attesta, nell'ultimo biennio, nell'intorno del 10%. Le operazioni inerenti target di medie dimensioni (i.e. fatturato compreso tra Euro 50 mln ed Euro 250 mln) mostrano un rendimento medio ponderato per Cash Out in lieve incremento (i.e. dal 18% del 2009 al 21% del 2010), a fronte di una leggera flessione da parte delle operazioni riguardanti target di grandi dimensioni (i.e. con fatturato superiore ad Euro 250 mln), il cui rendimento passa dal 12% del 2009 al 10% del 2010.

Si rileva inoltre come, con riferimento all'orizzonte 5YR, si verifichi una netta flessione del rendimento delle operazioni riguardanti target di grandi dimensioni (i.e. -2% nel 2010 vs 13% nel 2009), essenzialmente per effetto dell'incidenza sul campione delle performance particolarmente negative di alcune (recenti) operazioni di MBO/MBI ricadute in tale cluster.

Moreover, it should be pointed out, with focus on the 5YR horizon, the sharp drop of returns involving large targets (i.e. -2% in 2010 vs 13% in 2009), mainly due to the incidence on the sample of the negative performances recorded by some (recent) MBO/MBI transactions falling in this cluster.

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



The IRR distribution by financing stage, with particular focus on the 10YR horizon (i.e. statistically the most significant), does not show, in general, any significant deviation compared to the previous year. Specifically, the returns of Early Stage transactions increase from 2% in 2009 to 6% in 2010, while returns on Replacement transactions decrease from 15% in 2009 to 8% in 2010. Development and MBO/MBI transactions record a certain stability compared to 2009 (i.e. about 11% and 14-15% respectively); notwithstanding the sharp drop of the last two years, MBO/MBI transactions confirm their role of top performers within the market.

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

Il breakdown dell'IRR per fase del ciclo di vita delle aziende target, con particolare riferimento all'orizzonte 10YR (i.e. statisticamente più significativo), non evidenzia, in generale, scostamenti particolarmente significativi rispetto all'anno precedente. Nello specifico, il rendimento delle operazioni di Early Stage incrementa dal 2% nel 2009 al 6% nel 2010, mentre quello delle operazioni di Replacement diminuisce dal 15% nel 2009 all'8% nel 2010. Le operazioni di Development e quelle di MBO/MBI registrano rendimenti sostanzialmente stabili rispetto al 2009 (i.e. rispettivamente pari a circa l'11% ed a circa il 14-15%); i MBO/MBI, nonostante la netta flessione dell'ultimo biennio, si confermano 'top performer' del mercato.



Analysis of performances by Private Equity House category

In line with the past editions, a specific analysis on performances by fund category is provided. In practice, this kind of analysis is aimed at dividing (based on the nature of Private Equity Houses) the panel into three sub-categories (i.e. Country Funds/SGR, Banks and Pan-European Private Equity firms) 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	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Country Funds/SGR	31	41	148	385	185	316	-8.5%	7.7%
Banks	8	10	213	81	86	52	19.0%	12.5%
Pan-European PE firms	3	1	0	0	565	260	Neg.	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 2010, almost 80% of the total transactions monitored; it is worth remarking that, within the Country Fund/SGR cluster, about two-thirds of the transactions have been carried out by SGR. On the other hand, the incidence by number of Pan-European Private Equity firms decreases (i.e. 2% in 2010 vs 7% in 2009), whereas the percentage (by number) of transactions involving banks remains substantially stable at approximately 19%.

In terms of IRR, the sample highlights, in line with 2009, the strongly negative performance of Pan-European Private Equity firms, counting only one Write Off within the cluster. Country Funds/SGR show a significant increase of returns (i.e. 7.7% in 2010 vs -8.5% in 2009), whereas banks, even though affected only marginally by Write Off, show a significant decrease of performances (i.e. 12.5% in 2010 vs 19.0% in 2009).

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, in the light of this (and also considering the small number of transactions made by international funds), the analysis related to these firms may be not fully meaningful. Keeping in mind the above-mentioned considerations, it is worth noting that the increase in the number of operators/transactions surveyed leads to an increasing significance of the results, with a special focus on the 'By Horizon' figures (i.e. provided in the followings).

⁽⁴⁾ In relation to the transactions carried out by international funds in 2009 and in 2010, due to the cash flow distribution, it is not possible to calculate their IRR accurately (however, it would be significantly negative).

Analisi delle performance per tipologia di operatore

In linea con le precedenti edizioni, si propone nel seguito una specifica analisi delle performance per tipologia di operatore. In sostanza, tale focus di analisi mira a segmentare il panel di riferimento in tre sotto-campioni (i.e. Country Fund/SGR, Banche e Pan-European Private Equity firm), al fine di analizzarne le relative dinamiche 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	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Country Fund/SGR	31	41	148	385	185	316	-8,5%	7,7%
Banche	8	10	213	81	86	52	19,0%	12,5%
Pan-European PE firm	3	1	0	0	565	260	Neg.	Neg.

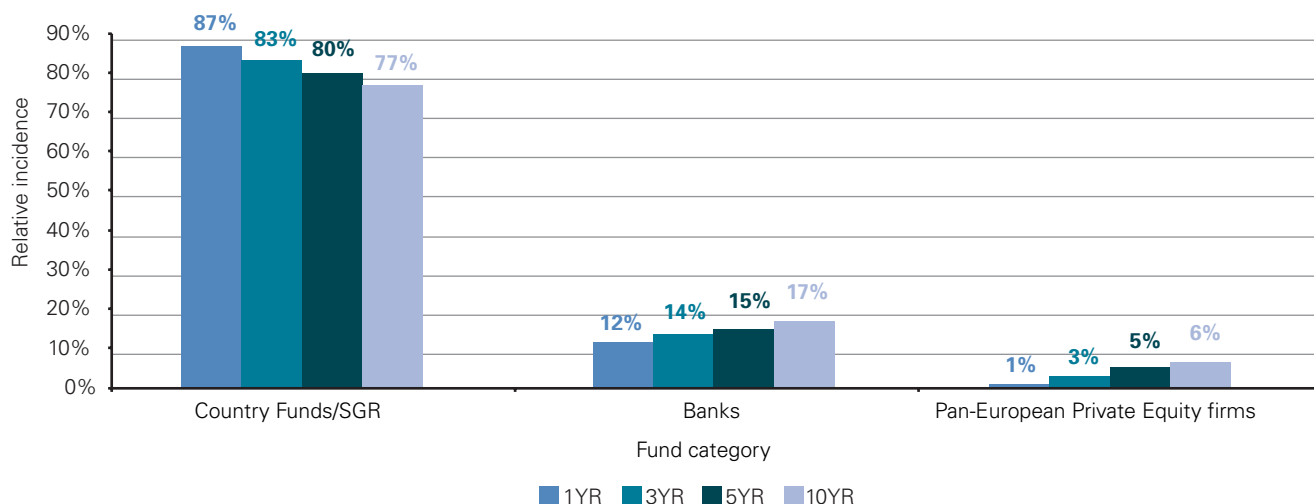
In termini di incidenza per numero di operazioni, l'analisi conferma come il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital sia prevalentemente presidiato da Country Fund/SGR, i quali, nel 2010, hanno complessivamente realizzato quasi l'80% delle operazioni monitorate; in tal senso, è opportuno segnalare che, nell'ambito della categoria Country Fund/SGR, circa i due terzi delle transazioni risultano realizzate da SGR. Di contro, si osserva una flessione dell'incidenza dei fondi internazionali (i.e. 2% nel 2010 vs 7% nel 2009), a fronte invece della relativa stabilità degli operatori bancari, con un'incidenza (per numero) intorno al 19%.

In termini di rendimenti, il campione evidenzia, in linea con il 2009, la performance particolarmente negativa dei fondi internazionali, nel cui ambito si colloca esclusivamente un Write Off. I Country Fund/SGR mostrano un significativo incremento dei rendimenti (i.e. 7,7% nel 2010 vs -8,5% nel 2009), mentre gli istituti bancari, benché interessati in misura soltanto marginale dai Write Off, mostrano un sensibile decremento delle performance (i.e. 12,5% nel 2010 vs 19,0% nel 2009).

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 alle operazioni effettuate da fondi internazionali nel 2009 e nel 2010, stanti le dinamiche dei flussi delle stesse, non è possibile stimarne in modo puntuale l'IRR (che risulterebbe tuttavia ampiamente negativo).

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



In percentage terms (by number), the ‘By Horizon’ breakdown by fund category substantially confirms the key role of Country Funds/SGR, which, on average, represent about 80% of the monitored transactions. The comparison between the short and the long timeframe (i.e. 1YR vs 10YR) highlights the decrease of the incidence by number of transactions realised by banks (i.e. from 17% in 10YR to 12% in 1YR) and by international funds (i.e. from 6% in 10YR to 1% in 1YR), against the increase of transactions carried out by Country Funds/SGR (i.e. from 77% in 10YR to 87% in 1YR).

‘By Horizon’ performance by fund category

2010	Yearly Pooled IRR				Cash In				Cash Out			
	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR
Country Funds/SGR	8.4%	-4.5%	-0.7%	14.1%	42.5%	49.7%	40.3%	38.7%	41.9%	50.7%	37.9%	37.8%
Banks	0.0%	-1.9%	3.3%	9.2%	9.4%	14.3%	12.7%	12.2%	9.5%	13.9%	11.0%	12.8%
Pan-European Private Equity firms	0.0%	-1.9%	-1.3%	11.8%	48.1%	36.0%	47.0%	49.2%	48.6%	35.4%	51.1%	49.4%

The ‘By Horizon’ performance analysis, with a special focus on the 10YR horizon (i.e. statistically the most significant), highlights, in 2010, the role of top performers of Country Funds/SGR (even though, until 2007, such role was held by international funds): this is principally due to the impact of some relevant Write Off (recorded in 2008 and, especially, in 2009-2010), which have strongly hit, in terms of performance, the Pan-European Private Equity firms monitored in the survey. On the other hand, however, international funds confirm their key role in terms of investment volumes: specifically, they show investments accounting for around 49% of total Cash Out, even though (by number) they represent only 6% 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’ conferma il ruolo primario dei Country Fund/SGR, che realizzano mediamente circa l’80% delle transazioni monitorate. Dal raffronto tra orizzonte di breve e lungo termine (i.e. 1YR vs 10YR), si evidenzia una flessione nell’incidenza per numero delle operazioni realizzate da operatori di derivazione bancaria (i.e. dal 17% nel 10YR al 12% nel 1YR) e da fondi internazionali (i.e. dal 6% nel 10YR all’1% nel 1YR), a fronte dell’incremento delle transazioni relative a Country Fund/SGR (i.e. dal 77% nel 10YR all’87% nel 1YR).

Le performance ‘By Horizon’ per tipologia di operatore

2010	IRR Lordo Aggregato				Cash In				Cash Out			
	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR	1YR	3YR	5YR	10YR
Country Fund/SGR	8,4%	-4,5%	-0,7%	14,1%	42,5%	49,7%	40,3%	38,7%	41,9%	50,7%	37,9%	37,8%
Banche	0,0%	-1,9%	3,3%	9,2%	9,4%	14,3%	12,7%	12,2%	9,5%	13,9%	11,0%	12,8%
Pan-European Private Equity firm	0,0%	-1,9%	-1,3%	11,8%	48,1%	36,0%	47,0%	49,2%	48,6%	35,4%	51,1%	49,4%

L’analisi delle performance ‘By Horizon’, con focus specifico sull’orizzonte 10YR (i.e. statisticamente più significativo), evidenzia, nel 2010, il ruolo di ‘top performer’ (fino al 2007 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 2009-2010) 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. oltre il 49% dei Cash Out complessivi), pur avendo effettuato (per numero) solo poco più del 6% 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.

2010 Italian performances vs European figures

2010	1YR	3YR	5YR	10YR
Italy Gross Pooled IRR	4.9%	-3.2%	-3.2%	12.2%
Italy Net Pooled IRR	2.9%	n.a.	n.a.	7.3%
Europe Net Pooled IRR*	20.7%	-4.3%	4.3%	4.6%

* EVCA estimates as of 12/31/2010

Taking into account the above-mentioned methodological assumptions, the domestic performances, considering the long-term timeframe (10YR), seem to be 'over-performing' compared to European figures; such evidence appear to be reversed in terms of the medium (i.e. 5YR) and (even though less significant) short-term (i.e. 1YR) horizons, while 3YR horizon is substantially aligned.

Historical Italian performances vs European figures

	2008			2009		
	3YR	5YR	10YR	3YR	5YR	10YR
Italy Gross Pooled IRR	5.1%	28.8%	19.6%	-1.4%	11.4%	13.4%
Italy Net Pooled IRR	3.1%	17.3%	11.8%	n.a.	6.9%	8.0%
Europe Net Pooled IRR	6.3%	10.5%	9.3%	n.a.	6.1%	8.8%

On the whole, the comparison with historical data focusing on the 10YR horizon shows, on the one hand, that overall performances dropped in 2009 and in 2010 and, on the other hand, that the domestic market's return is substantially aligned with (or partially higher than) the European benchmark.

⁽⁵⁾ When this document has been prepared, 2010 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 equal to 22.7% vs Net IRR 2007 10YR equal to 14.1%).

IRR Netto: un parametro di confronto con il benchmark europeo

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

Al fine di consentire una comparazione tra le performance del mercato italiano ed il benchmark europeo⁽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 2010 Italia vs benchmark europeo

2010	1YR	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato Italia	4,9%	-3,2%	-3,2%	12,2%
IRR Netto Aggregato Italia	2,9%	n.a.	n.a.	7,3%
IRR Netto Aggregato Europa*	20,7%	-4,3%	4,3%	4,6%

* EVCA - Stima al 31/12/2010

Ferme restando le precisazioni metodologiche di cui sopra, il rendimento del mercato domestico, nell'orizzonte di lungo periodo (i.e. 10YR), appare 'over-performing' rispetto a quello europeo; tale evidenza risulta invece invertita con riferimento al medio (i.e. 5YR) ed al (seppur meno significativo) breve periodo (i.e. 1YR), mentre l'orizzonte 3YR è sostanzialmente allineato.

Performance storiche Italia vs benchmark europeo

	2008			2009		
	3YR	5YR	10YR	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato Italia	5,1%	28,8%	19,6%	-1,4%	11,4%	13,4%
IRR Netto Aggregato Italia	3,1%	17,3%	11,8%	n.a.	6,9%	8,0%
IRR Netto Aggregato Europa	6,3%	10,5%	9,3%	n.a.	6,1%	8,8%

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 2009 e del 2010, dall'altro i rendimenti mediamente in linea (ovvero parzialmente 'over-performing') del mercato italiano rispetto al benchmark europeo.

⁽⁵⁾ Al momento della predisposizione del presente documento non risultano (ancora) disponibili i dati 2010 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	
	2009	2010
No. of transactions	21	28
Yearly Pooled IRR	19.9%	21.3%

2010 IRR 'From Inception' distribution by time gap between first investment and divestment

2010	< 2	2 - 3	3 - 4	4 - 5	5 - 7	> 7
No. of transactions	7	10	10	7	15	3
Yearly Pooled IRR	-28.0%	-48.0%	-8.9%	12.0%	15.3%	-28.7%

2010 IRR 'From Inception' distribution by target industry

Industry	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food-Farming	1	6.5%	1	1
Industrial manufacturing and similar	14	-36.4%	98	296
Energy and Chemicals	3	-1.4%	9	10
ICT	10	9.2%	58	40
Consumer goods	7	13.3%	43	28
Biotechnology	1	-78.7%	0	1
Financial Institutions	2	1.7%	18	17
Pharma-Healthcare	2	9.6%	15	9
Transportation-Infrastructure	5	-6.7%	147	165
Other	5	10.4%	76	53

2010 IRR 'From Inception' distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	3	-1.0%	109	110
5% - 10%	4	22.4%	19	10
10% - 25%	10	12.5%	55	31
25% - 50%	22	11.6%	160	116
>50%	10	-32.4%	123	352

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	
	2009	2010
No. transazioni	21	28
IRR Lordo Aggregato	19,9%	21,3%

Breakdown IRR 2010 'From Inception' per time gap compreso tra il primo investimento e la dismissione

2010	< 2	2 - 3	3 - 4	4 - 5	5 - 7	> 7
No. transazioni	7	10	10	7	15	3
IRR Lordo Aggregato	-28,0%	-48,0%	-8,9%	12,0%	15,3%	-28,7%

Breakdown IRR 2010 'From Inception' per settore delle aziende target

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	1	6,5%	1	1
Produzioni industriali e collegate	14	-36,4%	98	296
Chimico-Energetico	3	-1,4%	9	10
ICT	10	9,2%	58	40
Produzione beni di consumo	7	13,3%	43	28
Biotecnologie	1	-78,7%	0	1
Finanziario	2	1,7%	18	17
Farmaceutico-Sanitario	2	9,6%	15	9
Trasporti-Infrastrutture	5	-6,7%	147	165
Altro	5	10,4%	76	53

Breakdown IRR 2010 'From Inception' per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	3	-1,0%	109	110
5% - 10%	4	22,4%	19	10
10% - 25%	10	12,5%	55	31
25% - 50%	22	11,6%	160	116
>50%	10	-32,4%	123	352

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

2010 IRR 'By Horizon 1YR' distribution by target industry

Industry	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food-Farming	6	0.0%	40	40
Industrial manufacturing and similar	12	0.0%	29	29
Energy and Chemicals	22	20.0%	104	91
ICT	9	14.0%	34	33
Consumer goods	3	0.0%	320	320
Biotechnology	2	0.0%	1	1
Financial Institutions	3	0.0%	9	9
Pharma-Healthcare	3	0.0%	2	2
Transportation-Infrastructure	6	1.8%	43	43
Other	11	0.0%	63	63

2010 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%	1	0.0%	5	5
5% - 10%	9	0.0%	17	17
10% - 25%	16	5.7%	49	47
25% - 50%	31	20.5%	118	106
>50%	20	0.2%	455	455

2010 IRR 'By Horizon 3YR' distribution by target industry

Industry	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food-Farming	13	-21.0%	110	174
Industrial manufacturing and similar	59	-1.7%	336	346
Energy and Chemicals	39	4.9%	576	543
ICT	28	1.1%	700	683
Consumer goods	39	-9.0%	810	915
Biotechnology	10	9.8%	10	8
Financial Institutions	9	1.4%	178	174
Pharma-Healthcare	12	-2.4%	69	71
Transportation-Infrastructure	21	-8.7%	285	327
Other	49	-3.3%	381	403

2010 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%	25	-1.5%	124	127
5% - 10%	27	-5.1%	296	326
10% - 25%	65	1.3%	1,153	1,123
25% - 50%	91	-6.8%	800	904
>50%	66	0.6%	1,053	1,047

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

Breakdown IRR 2010 'By Horizon 1YR' per settore delle aziende target

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	6	0,0%	40	40
Produzioni industriali e collegate	12	0,0%	29	29
Chimico-Energetico	22	20,0%	104	91
ICT	9	14,0%	34	33
Produzione beni di consumo	3	0,0%	320	320
Biotecnologie	2	0,0%	1	1
Finanziario	3	0,0%	9	9
Farmaceutico-Sanitario	3	0,0%	2	2
Trasporti-Infrastrutture	6	1,8%	43	43
Altro	11	0,0%	63	63

Breakdown IRR 2010 'By Horizon 1YR' per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	1	0,0%	5	5
5% - 10%	9	0,0%	17	17
10% - 25%	16	5,7%	49	47
25% - 50%	31	20,5%	118	106
>50%	20	0,2%	455	455

Breakdown IRR 2010 'By Horizon 3YR' per settore delle aziende target

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	13	-21,0%	110	174
Produzioni industriali e collegate	59	-1,7%	336	346
Chimico-Energetico	39	4,9%	576	543
ICT	28	1,1%	700	683
Produzione beni di consumo	39	-9,0%	810	915
Biotecnologie	10	9,8%	10	8
Finanziario	9	1,4%	178	174
Farmaceutico-Sanitario	12	-2,4%	69	71
Trasporti-Infrastrutture	21	-8,7%	285	327
Altro	49	-3,3%	381	403

Breakdown IRR 2010 'By Horizon 3YR' per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	25	-1,5%	124	127
5% - 10%	27	-5,1%	296	326
10% - 25%	65	1,3%	1.153	1.123
25% - 50%	91	-6,8%	800	904
>50%	66	0,6%	1.053	1.047

2010 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	27	-2.0%	224	286
Industrial manufacturing and similar	115	-2.1%	820	1,385
Energy and Chemicals	58	3.6%	746	703
ICT	46	1.4%	743	720
Consumer goods	63	-1.3%	2,097	2,608
Biotechnology	18	15.9%	36	31
Financial Institutions	17	27.7%	679	333
Pharma-Healthcare	19	23.3%	291	168
Transportation-Infrastructure	37	-3.5%	524	567
Other	63	7.4%	889	762

2010 IRR 'By Horizon 5YR' distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	38	0.7%	169	167
5% - 10%	38	-0.3%	379	398
10% - 25%	105	5.1%	1,569	1,408
25% - 50%	147	-3.3%	1,332	1,439
>50%	106	-0.7%	3,195	3,817

2010 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	55	11.5%	727	560
Industrial manufacturing and similar	248	18.6%	4,136	2,842
Energy and Chemicals	73	6.9%	1,101	953
ICT	108	-1.0%	1,009	1,397
Consumer goods	127	2.3%	4,064	3,837
Biotechnology	22	5.0%	40	37
Financial Institutions	31	41.0%	1,126	504
Pharma-Healthcare	43	20.3%	656	374
Transportation-Infrastructure	60	24.2%	2,065	1,298
Other	101	31.6%	1,945	1,163

2010 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%	64	14.7%	522	415
5% - 10%	76	13.6%	912	699
10% - 25%	220	10.1%	2,738	2,190
25% - 50%	273	7.2%	2,610	2,246
>50%	172	21.3%	9,288	6,227

Breakdown IRR 2010 'By Horizon 5YR' per settore delle aziende target

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	27	-2,0%	224	286
Produzioni industriali e collegate	115	-2,1%	820	1.385
Chimico-Energetico	58	3,6%	746	703
ICT	46	1,4%	743	720
Produzione beni di consumo	63	-1,3%	2.097	2.608
Biotecnologie	18	15,9%	36	31
Finanziario	17	27,7%	679	333
Farmaceutico-Sanitario	19	23,3%	291	168
Trasporti-Infrastrutture	37	-3,5%	524	567
Altro	63	7,4%	889	762

Breakdown IRR 2010 'By Horizon 5YR' per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	38	0,7%	169	167
5% - 10%	38	-0,3%	379	398
10% - 25%	105	5,1%	1.569	1.408
25% - 50%	147	-3,3%	1.332	1.439
>50%	106	-0,7%	3.195	3.817

Breakdown IRR 2010 'By Horizon 10YR' per settore delle aziende target

Settore	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	55	11,5%	727	560
Produzioni industriali e collegate	248	18,6%	4.136	2.842
Chimico-Energetico	73	6,9%	1.101	953
ICT	108	-1,0%	1.009	1.397
Produzione beni di consumo	127	2,3%	4.064	3.837
Biotecnologie	22	5,0%	40	37
Finanziario	31	41,0%	1.126	504
Farmaceutico-Sanitario	43	20,3%	656	374
Trasporti-Infrastrutture	60	24,2%	2.065	1.298
Altro	101	31,6%	1.945	1.163

Breakdown IRR 2010 'By Horizon 10YR' per quota di capitale

Quota detenuta	No. transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	64	14,7%	522	415
5% - 10%	76	13,6%	912	699
10% - 25%	220	10,1%	2.738	2.190
25% - 50%	273	7,2%	2.610	2.246
>50%	172	21,3%	9.288	6.227

Contacts

Maximilian P. Fiani

Partner

Country Head of KPMG Corporate Finance

Tel. +39 02 6764 3647

Email: mfiani@kpmg.it

Fabrizio Baroni

Director

KPMG Corporate Finance – Private Equity Group

Tel. +39 06 8097 1728

Email: fbaroni@kpmg.it

Paolo Mascaretti

Partner

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

Tel. +39 02 6763 2670

Email: pmascaretti@kpmg.it

kpmg.com/it

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

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

© 2011 KPMG Advisory S.p.A., an Italian limited liability share capital company and a member firm of the KPMG network of independent member firm affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

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

Printed in Italy

Publication date: May 2011

© 2011 KPMG Advisory S.p.A., è una società per azioni di diritto italiano e fa parte del network KPMG di entità indipendenti affiliate a KPMG International Cooperative ("KPMG International"), entità di diritto svizzero. Tutti i diritti riservati. Denominazione e logo KPMG e "cutting through complexity" sono marchi registrati di KPMG International.

Stampato in Italia

Data di pubblicazione: Maggio 2011

