



CORPORATE FINANCE – PRIVATE EQUITY

Italy: a place to invest in!

1986-2006: 20 years of AIFI, Private Equity successful deals and excellent performances

ADVISORY

In co-operation with

AIFI

KPMG Corporate Finance

KPMG International is the coordinating entity for a global network of professional services firms, providing audit, tax, and advisory services, with an industry focus. With nearly 94,000 professionals worldwide, member firms provide audit, tax, and advisory services in 148 countries.

The KPMG Corporate Finance Global Network includes more than 1,500 professionals in 51 countries, including Italy, with 55 professionals and offices in Milan and Rome. The professionals of the Network have gained considerable experience in assisting and advising Clients in the research, study, design, development, realisation and finalisation of acquisition, sale, merger, privatisation and joint-venture strategies and in structured finance operations in general, with complete assistance in any stages of the transaction.

Within KPMG Corporate Finance network, the “Private Equity Group” provides advice specifically aimed at private equity transactions and has more than 50 professionals in Europe. Fabrizio Baroni headed the team that prepared the paper, supported by Erika Timolina and Claudio Biollo.

KPMG International è composta da un network di società che offrono servizi professionali, quali revisione, consulenza fiscale ed aziendale con focus settoriale. Con circa 94.000 professionisti a livello mondiale le società del network offrono servizi di revisione, consulenza fiscale ed aziendale in 148 paesi. Il network internazionale di KPMG Corporate Finance comprende 1.500 professionisti in 51 paesi, tra cui l'Italia, che dispone di 55 professionisti ed uffici a Milano e Roma.

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 conta in Europa oltre 50 professionisti. Il responsabile del presente lavoro è Fabrizio Baroni, coadiuvato da Erika Timolina e da Claudio Biollo.

Summary

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 sector: 20 years of (excellent) performances	
A successful development path	12
Twenty years of achievements	18
From decade to decade	20
Today's insights: 2005 performance	
How did 2005 perform?	26
2005 performance based on international analysis standards	28
Italy: a good market to invest in	32

Sommario

Background	
Finalità del rapporto ed informazioni utilizzate	5
Definizioni e glossario	7
Premessa metodologica	7
Contesto macroeconomico italiano	9
Il Private Equity e Venture Capital italiano: 20 anni di (ottime) performance	
Un percorso di sviluppo e di successo	13
20 anni di conferme	19
Di decennio in decennio	21
Uno sguardo al presente: performance 2005	
Come è andato il 2005?	27
Le performance 2005 secondo gli standard di analisi internazionali	29
Italia: un buon mercato in cui investire	33

Background

Aim of the report and information used

With the 20th anniversary of the Italian Private Equity and Venture Capital Association (AIFI) this year, KPMG Corporate Finance and AIFI have prepared an analysis of the historical trends of the performance of the private equity and venture capital transactions undertaken by Italian Private Equity Houses over the period.

Thanks to the annual surveys on market returns carried out by KPMG Corporate Finance with AIFI since 1996, the performance of the domestic private equity and venture capital market in terms of Internal Rate of Return (IRR) can be analysed along the last twenty years.

The aim of this report is to give a view of the developments in the sector commenting on the performance based on the review of the figures and data provided by the key Private Equity Houses operating in the domestic market over the years.

The report also provides a detailed picture of the 2005 market performance.

The main limitations to the analysis are due to the fact that the database of the transactions recorded over the twenty years has been put together over time during the publications of the surveys. Therefore, some of the data included therein, especially those related to the ten years from 1986 to 1996, may be less relevant compared to more recent periods given the lack of analytical details that were not then available and/or the existence of less statistically relevant information, due to the smaller number of Private Equity Houses and/or transactions included in the survey samples.

Background

Finalità del rapporto ed informazioni utilizzate

In occasione dei 20 anni di attività dell'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI), KPMG Corporate Finance ed AIFI hanno sviluppato un'analisi sull'andamento storico delle performance registrate dalle operazioni di private equity e venture capital che hanno coinvolto operatori italiani nel periodo in questione.

Facendo leva sulla ricerca sui rendimenti di mercato che, su base annuale, fin dal 1996 KPMG Corporate Finance svolge in collaborazione con AIFI, è stato possibile esaminare, a livello aggregato, la performance in termini di Tasso Interno di Rendimento fatta registrare dal mercato italiano del private equity e venture capital negli ultimi 20 anni.

In particolare, la finalità del presente studio è quella di fornire, attraverso l'analisi delle informazioni comunicate nel corso degli anni dai principali operatori del mercato italiano, un overview delle tendenze evolutive del settore del private equity e venture capital in termini di performance realizzate a livello aggregato.

Il documento presenta inoltre un quadro dettagliato delle performance registrate nel mercato con riferimento all'anno 2005.

E' opportuno segnalare, in questa sede, i principali limiti della presente analisi, dovuti al fatto che il database delle operazioni registrate nei 20 anni di riferimento si è venuto a costituire nel corso degli anni, in occasione delle varie edizioni della ricerca. Pertanto, con particolare riferimento al decennio 1986 – 1996, esiste la possibilità che alcune delle elaborazioni di seguito presentate possano fornire un'informativa con un grado inferiore di significatività rispetto a periodi più recenti, stante, da un lato, la mancanza di dettagli analitici allora non disponibili e/o, dall'altro, la presenza di informazioni statisticamente meno rilevanti, dato il numero più limitato di operatori e/o operazioni del campione alla base delle analisi.

Definitions and glossary

- AIFI – Italian Private Equity and Venture Capital Association.
- CAGR – Compounded Annual Growth Rate.
- Development – type of investment in venture capital made during a company's development stage, intended to expand an existing activity.
- 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 compounded return of an investment activity calculated on the basis of the related inflows and outflows.
- MBO/MBI (Management Buy Out/Management Buy In) – acquisitions resulting in a shareholder 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.
- Private equity and venture capital activities – this term is used to describe the sector of investments in risk capital made by professional investors.
- Replacement – type of investment in risk capital basically made in order to replace minority shareholders.

Methodology

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

The performance data are given in terms of IRR calculated using monthly flows.

Definizioni e glossario

- AIFI – Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital.
- Attività di private equity e venture capital – con tale termine si designa il settore degli investimenti nel capitale di rischio realizzata da investitori professionali.
- CAGR – tasso di crescita medio annuo composto
- Development – tipologia di investimento in capitale di rischio effettuato nella fase di sviluppo dell'impresa, finalizzato ad espandere 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 (Tasso Interno di Rendimento) – indica il rendimento annuo composto di un'attività di investimento ed è calcolato prendendo in considerazione le relative entrate ed uscite.
- MBO/MBI (Management Buy Out/Management Buy In) – operazioni 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.
- Replacement – tipologia di investimento in capitale di rischio effettuato essenzialmente allo scopo di sostituire azionisti di minoranza.

Premessa metodologica

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

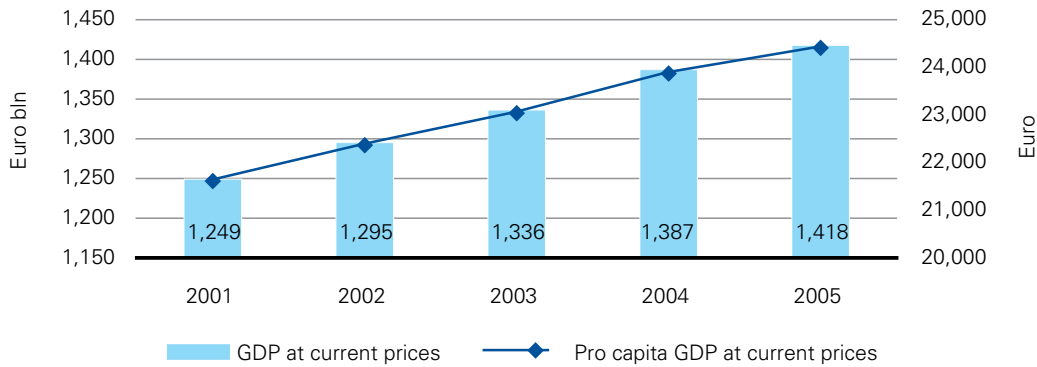
I dati di performance presentati sono forniti in termini di IRR, calcolato sulla base di flussi mensili.



The Italian macroeconomic framework

A brief overview of the key factors that affected the domestic economy in the five years from 2001 to 2005 is hereby provided in order to give a clear view of where the Private Equity and Venture Capital sector fits into the macro economy.

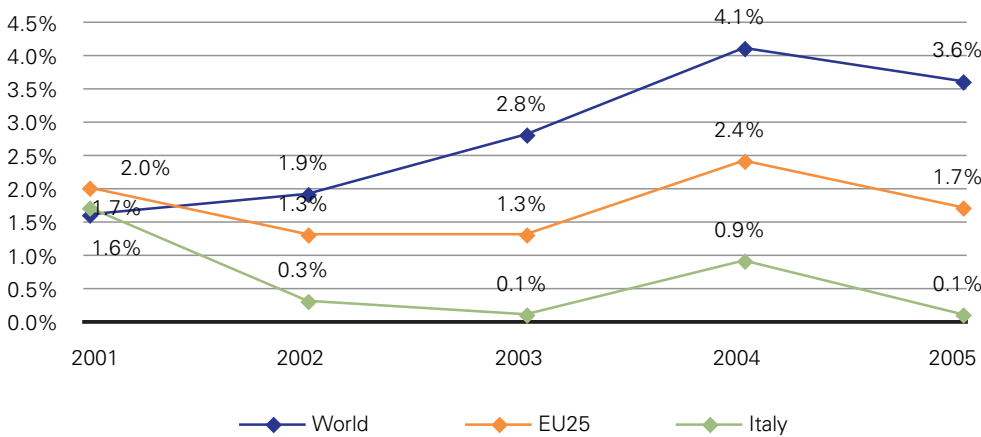
CHART 1 – Italian economic growth



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

Italian GDP grew at current prices from 1,249 billion Euro in 2001 to 1,418 billion Euro in 2005 with a CAGR at 3.22%. The pro capita GDP saw the same growth trend, due to a substantially stable demographic situation.

CHART 2 – Real GDP growth



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

A look at the international real GDP growth trends shows that the world economy went through a positive stage which peaked in 2004 and started to slow down in 2005. On the other hand, the European economy, which had grown at a faster rate than the world economy in 2001, was unable to maintain this pace and also saw a downturn in 2005. This about turn was even more marked in Italy which went from GDP trend levels in line with the world and European ones to quite a modest growth rate.



Contesto macroeconomico italiano

Al fine di inquadrare l'attività del settore del Private Equity e Venture Capital nel più ampio scenario macroeconomico italiano, si presenta nel seguito un overview sintetica dei principali indicatori che hanno caratterizzato l'economia del Paese nel quinquennio 2001-2005.

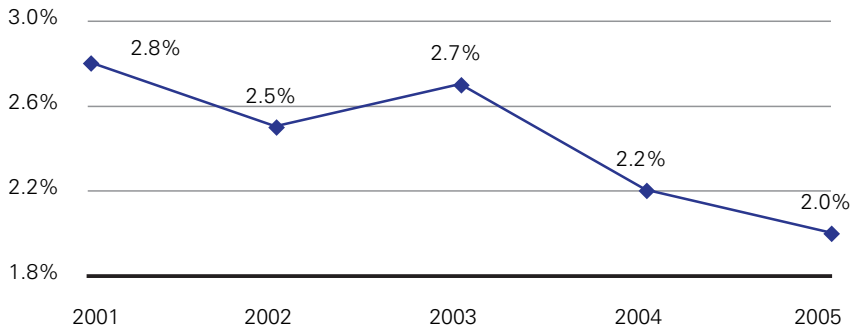
Rif. CHART 1 – Crescita economica Italia

Nel periodo esaminato, il Prodotto Interno Lordo italiano a prezzi correnti è passato da 1.249 miliardi di Euro nel 2001 a 1.418 miliardi di Euro nel 2005, con un CAGR pari al 3,22%. Lo stesso andamento di crescita è da segnalarsi per il PIL pro-capite, indice di un andamento demografico sostanzialmente stabile.

Rif. CHART 2 – Crescita PIL Reale

Esaminando l'andamento del PIL reale, si può notare come a livello internazionale, l'economia mondiale abbia attraversato una fase espansiva con il suo picco massimo nel 2004, salvo poi segnalare un rallentamento nel 2005. Per contro, l'economia europea, che nel 2001 cresceva più di quella mondiale, non è riuscita a confermare lo stesso ritmo di crescita, attestandosi su tassi più contenuti e facendo anch'essa registrare una frenata nell'ultimo anno. Nel nostro Paese, ancora più marcato è stato il rallentamento dell'economia che, da livelli in linea con il trend mondiale ed europeo, ha attraversato una fase riflessiva con una crescita particolarmente contenuta.

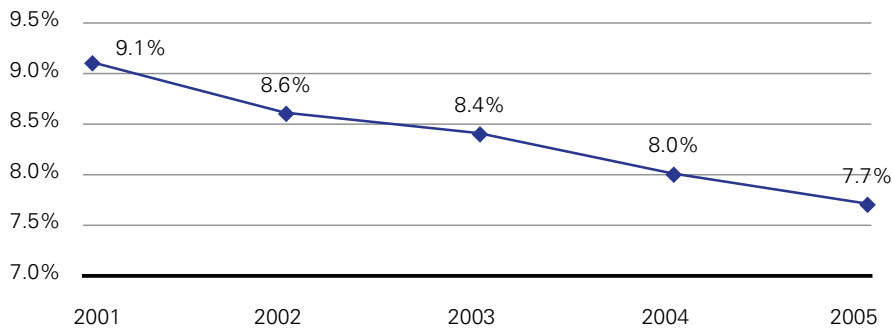
CHART 3 – Italian inflation rate



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

The domestic inflation rate performed in line with the small growth in the real economy and decreased from 2.8% in 2001 to 2.0% at the end of 2005.

CHART 4 – Italian unemployment rate



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

The domestic unemployment rate continues to improve steadily at roughly 4% (CAGR).



Rif. CHART 3 – Tasso di inflazione in Italia

In parallelo con la modesta crescita dell'economia reale, il tasso di inflazione in Italia ha registrato un andamento decrescente, passando dal 2,8% del 2001 al 2,0% di fine 2005.

Rif. CHART 4 – Tasso di disoccupazione in Italia

Il tasso di disoccupazione a livello nazionale mostra un costante decremento, pari a circa il 4% all'anno (CAGR).

The Italian Private Equity and Venture Capital sector: 20 years of (excellent) performances

AIFI's 20th anniversary represents an opportunity to analyse the historical performance of the Italian Private Equity and Venture Capital sector.

The following analyses are based on the performance (in terms of gross pooled IRR) of the divestments made by private equity and venture capital operators during the period surveyed.

In particular, the analyses focused on three "types" of gross pooled IRR:

- "From Inception" gross pooled IRR, i.e. the performance of divestments realised during the year;
- "Since Inception" gross pooled IRR, showing the historical performance of all investments realised, collected since 1986;
- "By Horizon 10YR" gross pooled IRR, showing the performance of investments made and subsequently divested over a period of ten years, using the "rolling average" mechanism.

A successful development path

"From Inception" gross pooled IRR

These analyses are based on the performance calculated considering all the outflows (i.e. Cash Out) and the inflows (i.e. Cash In) related to participations acquired and subsequently divested (either partially or totally) during specific years. Outflows are considered on a pro quota basis for partial divestments.

"From Inception" performance

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
No. of realised investments from Inception	32	36	51	58	78	69	62	96	69	71
Total Cash Out (Euro mln)	64	100	164	191	225	350	314	432	429	512
Total Cash In (Euro mln)	155	264	357	636	713	679	641	672	883	995
Yearly Pooled IRR	18.4%	27.1%	30.1%	36.2%	47.1%	34.2%	34.9%	17.8%	24.7%	25.1%

The sample analysed clearly shows that the number of recorded divestments more than doubled in the period from 1996 to 2005. This was partly due to the ongoing fine-tuning and wider coverage of the survey (and therefore to the greater number of Private Equity Houses surveyed and of transactions communicated by them) but also represents the significant growth of the Italian private equity and venture capital market over the last few years. Performances in terms of gross pooled IRR during the period reviewed were consistently high, demonstrating the liveliness and attractiveness of the Italian market.

Il Private Equity e Venture Capital italiano: 20 anni di (ottime) performance

Il ventesimo anno di attività di AIFI rappresenta l'occasione per un'analisi delle performance storiche del settore italiano del Private Equity e Venture Capital.

Le analisi riportate nel seguito fanno riferimento alla performance, in termini di IRR Lordo Aggregato, delle sole operazioni disinvestite da parte degli operatori di private equity e venture capital nel periodo preso in esame.

L'analisi è focalizzata, in particolare, su tre "tipologie" di IRR Lordo Aggregato:

- IRR Lordo Aggregato "From Inception", ovvero la performance relativa alle partecipazioni dismesse nel corso dell'anno in analisi;
- IRR Lordo Aggregato "Since Inception", che documenta la performance storica relativa a tutte le partecipazioni dismesse, comunicate a partire dal 1986;
- IRR Lordo Aggregato "By Horizon 10YR", indice della performance relativa alle partecipazioni oggetto di investimento e relativo disinvestimento in un orizzonte temporale decennale, stante il meccanismo della "media rolling" applicato ai periodi in analisi.

Un percorso di sviluppo e di successo

IRR Lordo Aggregato "From Inception"

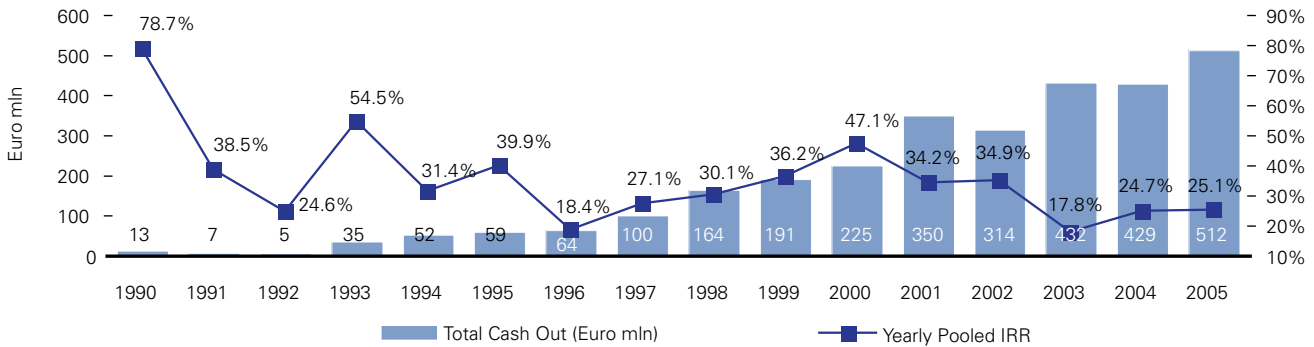
Tali analisi si basano sulle performance calcolate considerando tutti i flussi di cassa in uscita (i.e. Cash Out) e in entrata (i.e. Cash In), relativi alle partecipazioni in società acquisite e successivamente dismesse (parzialmente o totalmente) negli anni di riferimento. In caso di dismissioni parziali, il flusso di uscita è considerato "pro-quota".

La performance "From Inception"

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Numero transazioni dismesse	32	36	51	58	78	69	62	96	69	71
Cash Out complessivo (Euro mln)	64	100	164	191	225	350	314	432	429	512
Cash In complessivo (Euro mln)	155	264	357	636	713	679	641	672	883	995
IRR Lordo Aggregato	18,4%	27,1%	30,1%	36,2%	47,1%	34,2%	34,9%	17,8%	24,7%	25,1%

Con riferimento al campione oggetto di analisi, si evidenzia come il numero di disinvestimenti registrati sia più che raddoppiato tra il 1996 e il 2005. Tale incremento, se da un lato può ricondursi ad un sempre maggiore affinamento e livello di copertura dell'indagine (e quindi ad un maggior numero di operatori partecipanti e di operazioni da questi segnalate), dall'altro può sicuramente interpretarsi come un indice dell'importante sviluppo che ha riguardato il mercato del private equity e venture capital italiano negli ultimi anni. La performance in termini di IRR Lordo Aggregato nel periodo evidenziato si è sempre attestata su livelli significativi, a conferma della vitalità e dell'attrattività del mercato italiano.

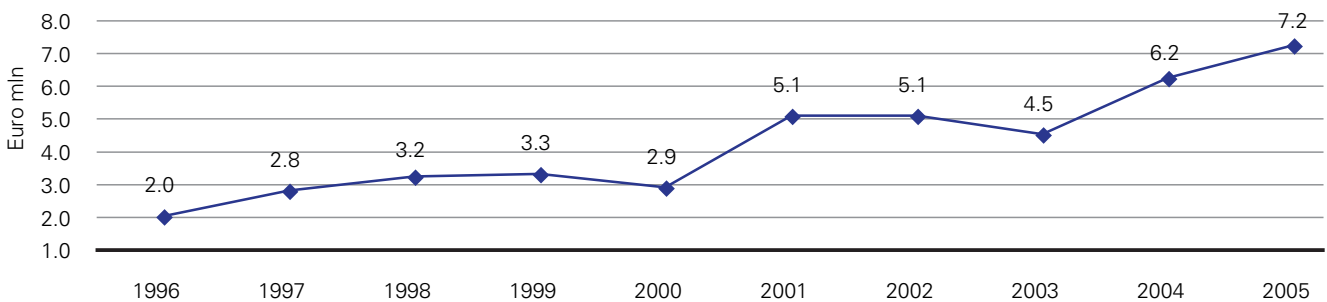
CHART 5 – Historical performance trends



At a pooled level, a “year by year” analysis shows three different historical stages:

- the first stage, related to the growth period of the private equity market in Italy (1990-1996) marked by positive performances and modest but growing investment volumes (in terms of Cash Out), considering the limitations set out earlier about the significance of the data;
- the second stage, between 1997 and 2000, characterised by a strong growth in the number of investments (assisted by the favourable economic climate of that period) and high IRR (47.1% in 2000);
- the third stage (2001-2005), characterised by a more complex macro economic scenario, that saw a downturn in IRR, which bottomed out at 17.8% for 2000 divestments but returned to around 25% during the last two years. The amount of investments made during the period continued to increase, although at a slower pace than in the past.

CHART 6 – Historical trend of average investment dimension



The average size of investments changed over time more or less in line with the above breakdown into three periods. The combined figure for 1996 was an average investment of 2 million Euro while that for the period from 1997 to 2000 was roughly 3 million Euro. The average size of investment grew considerably in the years from 2001 to 2005, going from more than 5 million Euro in 2001 to reach 7.2 million Euro in 2005, demonstrating the widening scope of investment targets and the increasing Private Equity Houses supportive role towards the productive and entrepreneurial systems of the Country.

Rif. CHART 5 – Andamento storico delle performance

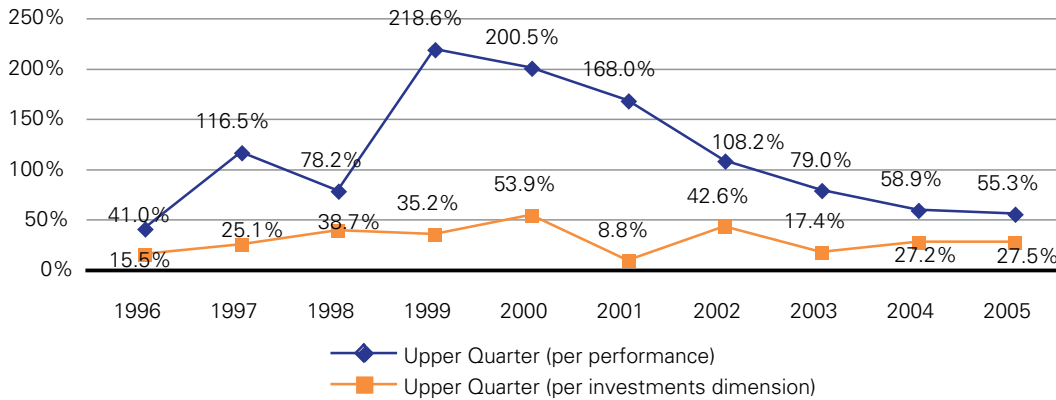
A livello aggregato, l'analisi "year by year" consente di evidenziare tre differenti fasi storiche:

- la prima fase, relativa al periodo di espansione del mercato del private equity in Italia (i.e. 1990-1996) in cui, seppur con i limiti precedentemente esposti relativamente alla minore significatività dei dati, è possibile notare performance positive e volumi di investimento (in termini di Cash Out) contenuti ma in crescita;
- la seconda fase, tra il 1997 e il 2000, caratterizzata da un trend di significativa espansione degli investimenti (anche in coincidenza della favorevole congiuntura economica di quegli anni) e di IRR elevati (nel 2000 viene registrato un IRR pari al 47,1%);
- la terza fase, nel periodo 2001-2005, in concomitanza con un quadro macroeconomico più complesso, nella quale si deve segnalare una flessione nell'IRR che, peraltro, dopo aver raggiunto il minimo storico di 17,8% per i disinvestimenti realizzati nel 2003, si consolida, nel corso dell'ultimo biennio ad una quota di circa il 25%. Si deve comunque sottolineare come l'ammontare degli investimenti complessivamente effettuati nel periodo continui, seppur con ritmi più moderati rispetto al passato, il proprio trend di crescita.

Rif. CHART 6 – Andamento storico degli investimenti medi

Analogamente, anche l'andamento della dimensione media degli investimenti segue sostanzialmente la suddivisione temporale precedentemente esposta. Se infatti il dato aggregato nel 1996 segnalava un investimento medio di 2 milioni di Euro, il dato del periodo 1997-2000 è di circa 3 milioni di Euro. Nel quinquennio 2001-2005 si assiste, invece, ad un aumento considerevole della dimensione media dell'investimento, che dopo aver superato la soglia dei 5 milioni di Euro già nel 2001, cresce fino a raggiungere i 7,2 milioni di Euro nel 2005, a dimostrazione dell'allargamento della "fascia target" di investimento di interesse degli operatori del mercato italiano e del loro ruolo, sempre più importante, nei confronti del sistema produttivo ed imprenditoriale del Paese.

CHART 7 – Performance analysis by Upper Quarters



An analysis of performance by quartile represents another level of analysis. Taking the quartile with divestments with the highest IRR, the combined figure shows rapid growth in performance from 1996 to 1999, the year in which a performance of more than 200% was recorded. Subsequently and in line with the trend of the entire sample, the data per quartile decrease to a steady level of around 55% in the last years. The increasing alignment of the returns shows the market's greater maturity, with a steadily growing number of transactions recording average market performance. A breakdown by amount invested shows a similar trend with fewer fluctuations where the first quartile presents a rise in performance up to 2000 and, after the minimum level of 8.8% in 2001, a slight decrease. The figures for the last two years show a substantially stable performance of 27% providing additional proof of the current scenario of consolidation.

Rif. CHART 7 – Analisi della performance per quartili

L'analisi della performance per quartili permette un ulteriore livello di analisi. Prendendo in considerazione il quartile delle dismissioni con il più alto IRR, il dato aggregato rivela una rapida crescita dal 1996 al 1999, anno in cui si registra una performance superiore al 200%. In seguito, seguendo il trend dell'intero campione, il dato per quartile si attesta su livelli decrescenti, consolidandosi negli ultimi anni su un livello intorno al 55%. Tale tendenza all'allineamento dei rendimenti è indice di una maggiore maturità del mercato, in cui, peraltro, un numero sempre crescente di operazioni tende a stabilizzarsi su valori medi, interessanti, di performance di mercato. La suddivisione per ammontare investito rivela un trend simile ma più omogeneo, in cui il primo quartile presenta una performance in crescita fino al 2000 e poi, neutralizzando la caduta del 2001 (i.e. 8,8%), una graduale decrescita fino agli ultimi due anni che, con una performance sostanzialmente stabile intorno al 27%, offrono un'ulteriore conferma dell'attuale trend di consolidamento.



Twenty years of achievements

“Since Inception” gross pooled IRR

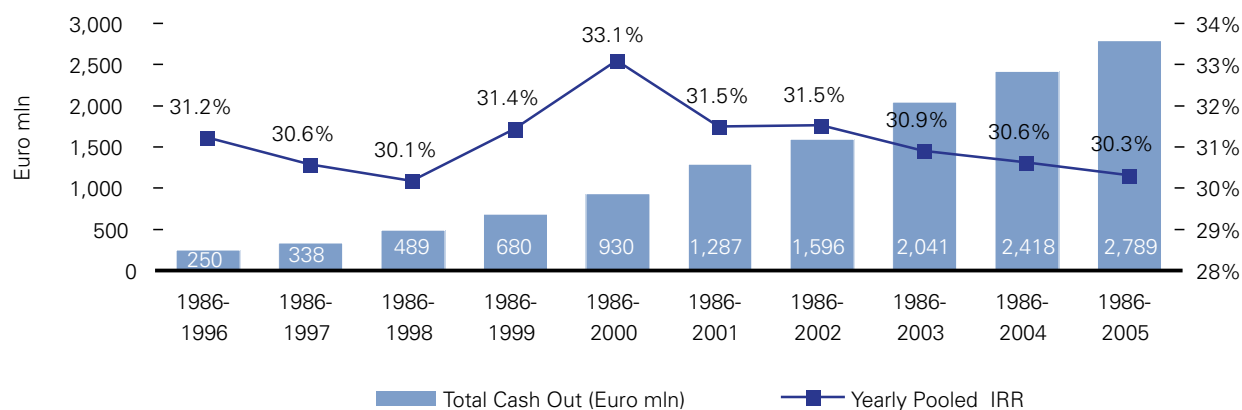
This analysis is based on all the transactions included in the historical database since 1986 yearly increased.

“Since Inception” performance

	1986-1996	1986-1997	1986-1998	1986-1999	1986-2000	1986-2001	1986-2002	1986-2003	1986-2004	1986-2005
No. of realised investments Since Inception	100	133	179	237	319	383	450	548	612	679
Total Cash Out (Euro mln)	250	338	489	680	930	1,287	1,596	2,041	2,418	2,789
Total Cash In (Euro mln)	622	848	1,155	1,791	2,657	3,021	3,642	4,310	5,149	5,734
Yearly Pooled IRR	31.2%	30.6%	30.1%	31.4%	33.1%	31.5%	31.5%	30.9%	30.6%	30.3%

Figures about the performance of divestments over the period confirm the growth trend of the sector both in terms of the number of transactions and the amount of total Cash in and Cash Out. The progressive inclusion of transactions related to the last year included in the database gives a cumulative historical figure which is less affected by the sector’s cyclical (or contingent) trends, giving a “more consistent” view of the medium-term market performance.

CHART 8 – Historical performance trends



The greater detail of the analysis from 1996 clearly demonstrates the significant growth in the Cash In and Cash Out amount in the last decade. Also referring to the “From Inception” analysis, it appears clear how the reduction in returns recorded from 2001 (with reference to the bearish market conditions), negatively affected the historical performance.

20 anni di conferme

IRR Lordo Aggregato "Since Inception"

Tale analisi prende in considerazione il campione delle operazioni presenti nel database storico, a partire dal 1986, incrementate cumulativamente anno per anno.

La performance "Since Inception"

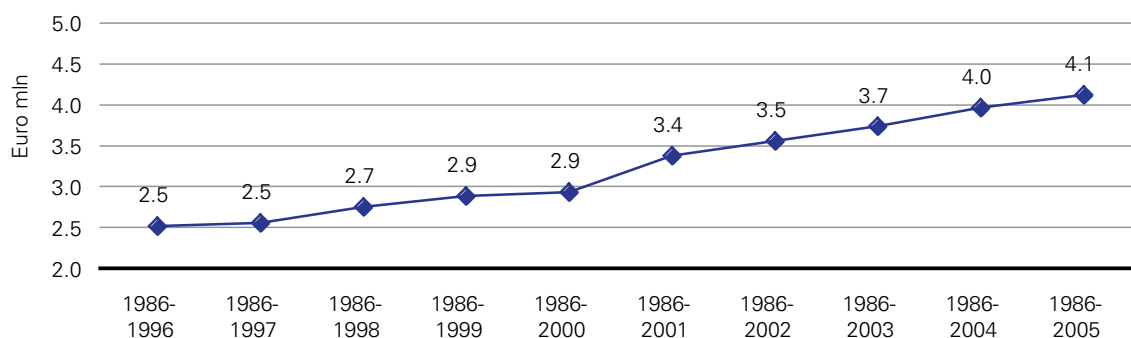
	1986- 1996	1986- 1997	1986- 1998	1986- 1999	1986- 2000	1986- 2001	1986- 2002	1986- 2003	1986- 2004	1986- 2005
Numero transazioni dismesse	100	133	179	237	319	383	450	548	612	679
Cash Out complessivo (Euro mln)	250	338	489	680	930	1.287	1.596	2.041	2.418	2.789
Cash In complessivo (Euro mln)	622	848	1.155	1.791	2.657	3.021	3.642	4.310	5.149	5.734
IRR Lordo Aggregato	31,2%	30,6%	30,1%	31,4%	33,1%	31,5%	31,5%	30,9%	30,6%	30,3%

Il dato sulla performance delle partecipazioni dismesse cumulativamente nell'arco temporale considerato conferma l'andamento di crescita del settore, sia per il numero di transazioni che per l'ammontare di Cash In e di Cash Out complessivi. Di fatto, il progressivo inserimento di operazioni relative all'ultimo anno oggetto di analisi, porta ad un dato storico cumulato che risente in misura ridotta degli andamenti ciclici (o contingenti) del settore, fornendo un quadro "più omogeneo" dell'andamento delle performance del mercato di medio periodo.

Rif. CHART 8 – Andamento storico delle performance

Il maggiore dettaglio di analisi, a partire dal 1996, consente di avere traccia della notevole crescita dell'ammontare di Cash Out e di Cash In nell'ultimo decennio. Anche facendo un raffronto con l'analisi "From Inception", si evidenzia come la riduzione dei rendimenti a partire dal 2001 (in relazione al difficile contesto economico) abbia influito negativamente sulla performance storica.

CHART 9 – Historical trend of average investment dimension



Also the “Since Inception” analysis shows a growth trend of the average size of investment, despite the fact that, since 2001, the sector performances have shown a decreasing trend.

From decade to decade

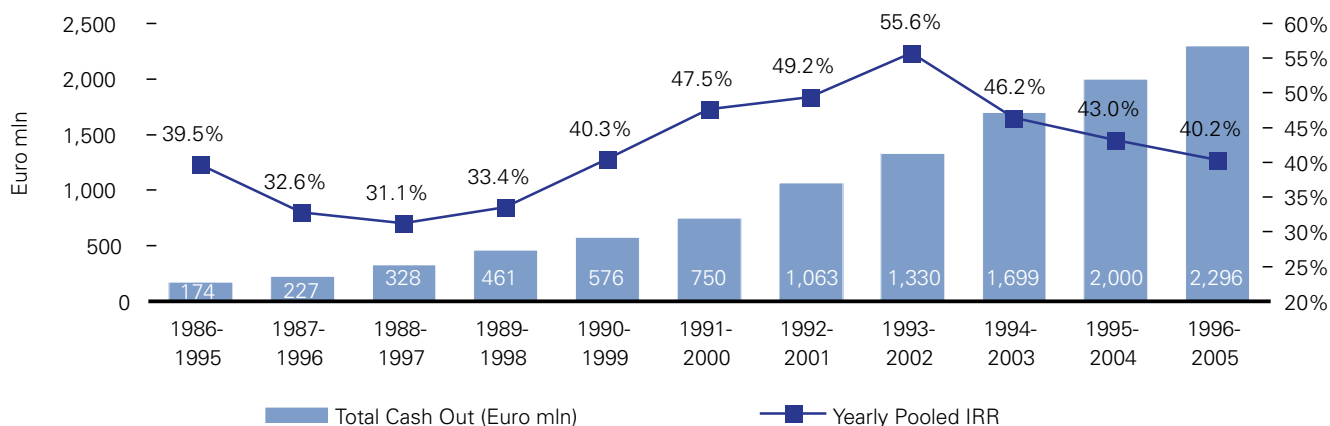
“By Horizon 10YR” gross pooled IRR on Realised Investments

The analysis based on the ten year “rolling average” shows the upward returns trend from 1988 – 1997 through to 1993 – 2002 decade, followed by a downturn in the subsequent years. This was mainly due to the performance trend seen in 2003 (in particular), 2004 and 2005 as already demonstrated for the “From Inception” analyses.

“10YR Horizon” performance

	1986-1995	1987-1996	1988-1997	1989-1998	1990-1999	1991-2000	1992-2001	1993-2002	1994-2003	1995-2004	1996-2005
No. of realized investments	65	95	131	172	202	245	290	334	405	438	471
Total Cash Out (Euro mln)	174	227	328	461	576	750	1,063	1,330	1,699	2,000	2,296
Total Cash In (Euro mln)	429	562	826	1,140	1,607	2,182	2,564	3,079	3,519	4,110	4,486
Yearly Pooled IRR	39.5%	32.6%	31.1%	33.4%	40.3%	47.5%	49.2%	55.6%	46.2%	43.0%	40.2%

CHART 10 – Historical performance trends



The chart shows that the amount of invested Cash Out grew significantly and steadily in the analysed period.

Rif. CHART 9 – Andamento storico degli investimenti medi

Anche con riferimento all'analisi "Since Inception", si conferma un trend crescente relativamente alla dimensione media dell'investimento, nonostante, a partire dal 2001, le performance di settore abbiano evidenziato un andamento in calo.

Di decennio in decennio

IRR Lordo Aggregato "By Horizon 10YR" dei disinvestimenti realizzati

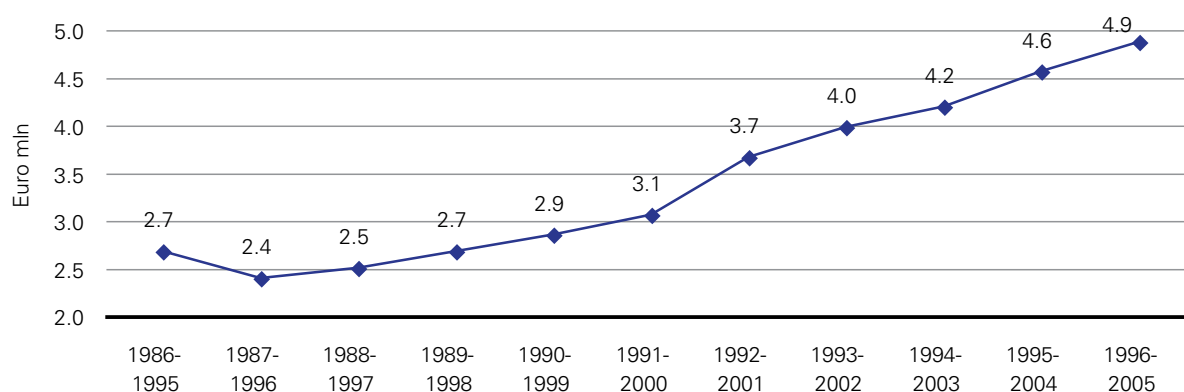
L'analisi basata sulla "media rolling" decennale evidenzia un andamento crescente dal periodo 1988-1997 fino al decennio 1993-2002 ed una successiva flessione negli anni successivi, riconducibile, anche facendo riferimento alle analisi "From Inception" già illustrate precedentemente, essenzialmente agli andamenti dei disinvestimenti negli anni 2003 (soprattutto), 2004 e 2005.

La performance "By Horizon 10 YR"

	1986- 1995	1987- 1996	1988- 1997	1989- 1998	1990- 1999	1991- 2000	1992- 2001	1993- 2002	1994- 2003	1995- 2004	1996- 2005
Numero transazioni dismesse	65	95	131	172	202	245	290	334	405	438	471
Cash Out complessivo (Euro mln)	174	227	328	461	576	750	1.063	1.330	1.699	2.000	2.296
Cash In complessivo (Euro mln)	429	562	826	1.140	1.607	2.182	2.564	3.079	3.519	4.110	4.486
IRR Lordo Aggregato	39,5%	32,6%	31,1%	33,4%	40,3%	47,5%	49,2%	55,6%	46,2%	43,0%	40,2%

Rif. CHART 10 – Andamento storico delle performance

Il grafico evidenzia come l'ammontare di Cash Out investito cresca sensibilmente e costantemente nel periodo analizzato.

CHART 11 – Historical trend of average investment dimension

The average size of investments has increased steadily beginning from the 1987-1996 decade, with a further acceleration from 1992 – 2001 until today. This is mainly due to the joint effect of the historical trend of rises in the average size of investments and their increasing weight, on total Cash Outs amount, of the last few years.

Historical breakdown of transactions by financing stage (Cash Out - Euro mln)

	1986-1995	1987-1996	1988-1997	1989-1998	1990-1999	1991-2000	1992-2001	1993-2002	1994-2003	1995-2004	1996-2005
Early Stage	4.8	6.8	8.3	17.6	19.2	18.8	45.3	84.5	102.3	114.5	123.0
Development	62.1	93.0	133.3	155.1	219.0	286.9	409.4	492.8	557.5	607.7	745.7
Replacement	46.5	47.4	57.5	57.2	79.5	100.3	192.4	290.6	385.7	385.3	446.7
MBO/MBI	60.6	80.3	106.5	187.5	216.4	302.5	330.2	378.4	540.3	719.4	807.7

The rise in Cash Outs recorded over the decades is fairly equally distributed among the segments analysed considering the development stage of the target companies.

Historical breakdown of number of transactions by financing stage

	1986-1995	1987-1996	1988-1997	1989-1998	1990-1999	1991-2000	1992-2001	1993-2002	1994-2003	1995-2004	1996-2005
Early Stage	4	6	7	10	13	19	27	40	48	50	53
Development	23	38	53	63	72	94	121	139	153	166	168
Replacement	16	17	20	23	29	33	40	48	53	52	56
MBO/MBI	22	34	44	63	76	89	90	95	106	111	118

The number of investments has also grown steadily for all segments of the targets' life, especially for investments in Early Stage and Development, which, beginning from the 1992-2001 decade, accounted for the majority of the transactions (with an increasing trend).

Rif. CHART 11 – Andamento storico degli investimenti medi

La dimensione media dell'investimento rivela un costante incremento a partire dal decennio 1987-1996, con un'accelerazione significativa a partire dal 1992-2001 fino ad oggi. Ciò è sostanzialmente il risultato dell'effetto combinato del trend storico di incremento della dimensione media degli investimenti e del "peso" sempre più significativo, sui Cash Out complessivi, degli ultimi anni.

Ripartizione storica degli investimenti per stadio di sviluppo (Cash Out - Euro mln)

	1986- 1995	1987- 1996	1988- 1997	1989- 1998	1990- 1999	1991- 2000	1992- 2001	1993- 2002	1994- 2003	1995- 2004	1996- 2005
Early Stage	4,8	6,8	8,3	17,6	19,2	18,8	45,3	84,5	102,3	114,5	123,0
Development	62,1	93,0	133,3	155,1	219,0	286,9	409,4	492,8	557,5	607,7	745,7
Replacement	46,5	47,4	57,5	57,2	79,5	100,3	192,4	290,6	385,7	385,3	446,7
MBO/MBI	60,6	80,3	106,5	187,5	216,4	302,5	330,2	378,4	540,3	719,4	807,7

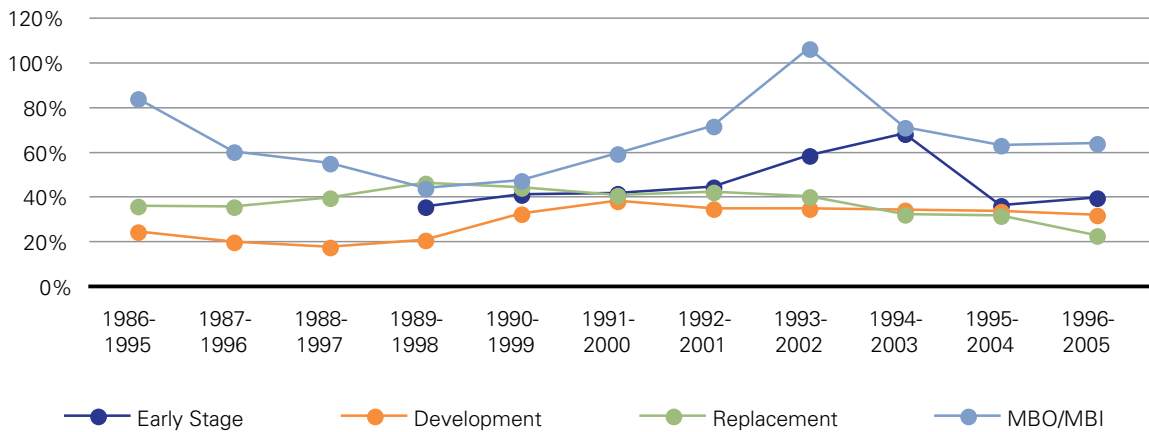
Con riferimento allo stadio di sviluppo delle società target, si può notare come la crescita dei Cash Out registrata nel corso dei decenni analizzati sia distribuita in maniera abbastanza uniforme in tutti i segmenti analizzati.

Ripartizione storica del numero delle operazioni per stadio di sviluppo

	1986- 1995	1987- 1996	1988- 1997	1989- 1998	1990- 1999	1991- 2000	1992- 2001	1993- 2002	1994- 2003	1995- 2004	1996- 2005
Early Stage	4	6	7	10	13	19	27	40	48	50	53
Development	23	38	53	63	72	94	121	139	153	166	168
Replacement	16	17	20	23	29	33	40	48	53	52	56
MBO/MBI	22	34	44	63	76	89	90	95	106	111	118

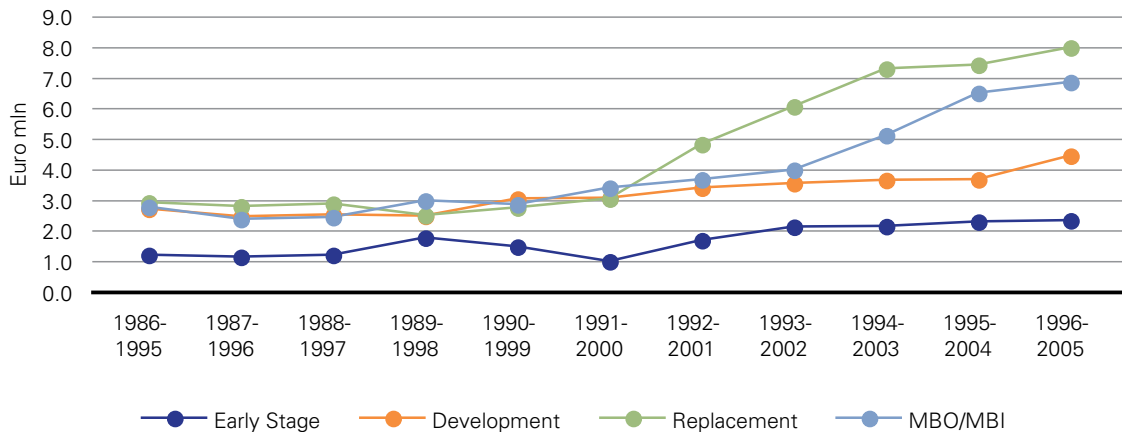
Anche il numero degli investimenti effettuati evidenzia una crescita costante in tutti i segmenti delle fasi di ciclo di vita delle target, con un progressivo affermarsi degli investimenti in Early Stage e Development che, insieme, a partire dal decennio 1992-2001, rappresentano più della maggioranza del numero di operazioni nei campioni di riferimento, con un trend crescente.

CHART 12 – Performance trends by financing stage



The breakdown shows that MBO/MBI investments are more profitable than the other types of investment and, after peaking in the decade from 1993 to 2002, have stabilised at performances around 60%. Development transactions have a 30% profitability rate while those of the Early Stage segment have returned to around 40% after exciting results of the 1993-2002 and 1994-2003 decades. Replacement transactions show a downward trend with an IRR of approximately 45% in the ten year period 1989-1998 and a more modest 20% in the last decade.

CHART 13 – Average investment dimension by financing stage (Cash Out)



In line with the characteristics of the different typologies of investment, the Early Stage transactions are those with a smaller average investment of nearly 2 million Euro. The average size of investments in the Development segment is approximately 4 million Euro. The average amount of MBO/MBI investments and Replacements, which were in line with the other segments until the 1991-2000 decade, has jumped to approximately 7 million Euro and 8 million Euro, respectively.



Rif. CHART 12 – Andamento delle performance IRR per stadio di sviluppo

La segmentazione rivela come gli investimenti di MBO/MBI presentino una redditività superiore a quella delle altre tipologie, attestandosi, al di là del picco del 1993-2002, su performance intorno al 60%. Le operazioni di Development offrono una redditività che si aggira intorno al 30%, mentre quelle di Early Stage, dopo gli importanti risultati dei decenni 1993-2002 e 1994-2003, si sono riposizionate su rendimenti intorno al 40%. Le operazioni di Replacement mostrano invece un trend in discesa, passando da un IRR di circa il 45% nel decennio 1989-1998 ad un più modesto 20% dell'ultimo decennio.

Rif. CHART 13 – Dimensione media dell'investimento per stadio di sviluppo (Cash Out)

In linea con le caratteristiche delle diverse tipologie di investimento, le operazioni di Early Stage sono quelle che presentano l'investimento medio più contenuto (circa 2 milioni di Euro). La dimensione media degli investimenti nel segmento Development ammonta a circa 4 milioni di Euro, mentre l'ammontare medio degli investimenti in MBO/MBI e Replacement, che fino al decennio 1991-2000 era in linea con quello degli altri segmenti, ha evidenziato un incremento significativo, raggiungendo rispettivamente i 7 e gli 8 milioni di Euro circa.

Today's insights: 2005 performance

The figures related to divestments made in 2005 seem to confirm the performance growth trend seen in 2004, showing a small but important upturn in the market.

In particular, the analyses focused on two "types" of gross pooled IRR:

- "From Inception" gross pooled IRR, i.e. the performance of investments divested during 2005;
- "By Horizon 10YR" gross pooled IRR, showing the performance of investments acquired and divested (or still in the portfolio) over a period of ten years, using the "rolling average" mechanism for the periods analysed.

How did 2005 perform?

"From Inception" gross pooled IRR

Considering only those participations effectively divested during the year and not including any implicit performances of investments still in portfolio, this analysis can provide "certain", objectively checkable, information about market performances.

This performance considers all the outflows (Cash Out) and inflows (Cash In) related to investments in companies divested (either partly or totally) in 2005. The outflows are considered on a pro quota basis for partial sales.

"From Inception" main sample

	2003	2004	2005
No. of companies included in the research panel	41	39	51
No. of companies presenting realised investments	18	21	23
No. of realised investments From Inception	96	69	71
Average investment dimension (Euro mln)	4.5	6.2	7.2
Total Cash Out (Euro mln)	432	429	512
Total Cash In (Euro mln)	672	883	995

In 2005, the sample shows a large rise in Private Equity Houses involved in the survey up from 39 in 2004 to the current 51, while the number of Private Equity Houses that finalised transactions within the analysed period is substantially the same.

Compared to a substantially unchanged number of divestments, there is an increase of more than 15% in the total Cash Out volume and, therefore, in the average size of investment.

The Cash In volume, up roughly 13%, confirms an outflow multiple, in line with the previous year, at approximately 2x.

Uno sguardo al presente: performance 2005

I dati riguardanti i disinvestimenti realizzati nel corso del 2005 sembrano confermare il trend di crescita della performance già manifestatosi nel 2004, indice di una ripresa contenuta ma importante.

L'analisi è focalizzata, in particolare, su due "tipologie" di IRR Lordo Aggregato:

- IRR Lordo Aggregato "From Inception", ovvero la performance relativa alle partecipazioni disinvestite nel corso del 2005;
- IRR Lordo Aggregato "By Horizon 10YR", indice della performance relativa alle partecipazioni acquisite e dismesse (o ancora in portafoglio) in un orizzonte temporale decennale, stante il meccanismo della "media rolling" applicato ai periodi in analisi.

Come è andato il 2005?

IRR Lordo Aggregato "From Inception"

Con riferimento alle sole operazioni effettivamente dismesse nel corso dell'anno e senza quindi alcun riferimento ad eventuali performance implicite di partecipazioni ancora detenute in portafoglio, la presente indagine ha il vantaggio di offrire un riscontro "certo", oggettivamente verificabile, delle performance di mercato.

Tale performance considera tutti i flussi di cassa in uscita (i.e. Cash Out) e in entrata (i.e. Cash In) relativi alle partecipazioni in società acquisite e dismesse (parzialmente o totalmente) nel 2005. In caso di dismissioni parziali, il flusso in uscita è considerato "pro-quota".

Il campione "From Inception"

	2003	2004	2005
Operatori coinvolti nella ricerca	41	39	51
Operatori che presentano operazioni realizzate	18	21	23
Numero transazioni dismesse	96	69	71
Dimensione media dell'investimento	4,5	6,2	7,2
Cash Out complessivo (Euro mln)	432	429	512
Cash In complessivo (Euro mln)	672	883	995

Il campione nel 2005 presenta un significativo aumento degli operatori coinvolti nella ricerca che passano dai 39 del 2004 agli attuali 51, pur rimanendo sostanzialmente stabile il numero di operatori che presentano operazioni realizzate nel corso del periodo in esame.

A fronte di un numero pressoché invariato di disinvestimenti, si registra un aumento di oltre il 15% nel volume complessivo di Cash Out e, quindi, nella dimensione media dell'investimento.

Il volume di Cash In, aumentato di circa il 13%, conferma un multiplo di uscita implicito (e teorico), in linea con l'anno precedente, pari a circa 2x.

"From Inception" performance

	2003	2004	2005
Yearly Pooled IRR	17.8%	24.7%	25.1%
Upper quarter (per performances)	79%	59%	55%
Upper quarter (per investment dimension)	17%	27%	28%

The 2005 performance confirms the 2004 figure of around 25%. This trend is also confirmed by the analysis of the performance by quartile, which shows a consolidation dynamics.

Performance distribution by IRR categories

	Cash Out			Cash In			No. of transactions		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Write Off/Negative	22.3%	17.2%	7.0%	6.3%	2.0%	2.8%	25	15	7
0%/10%	32.4%	16.6%	32.4%	23.3%	9.2%	19.2%	34	22	38
10%/20%	4.5%	10.4%	9.5%	4.2%	8.4%	9.2%	6	9	6
20%/30%	6.5%	4.1%	16.0%	10.3%	4.0%	14.6%	6	7	9
30%/40%	10.5%	4.6%	0.3%	14.3%	7.7%	0.3%	4	3	2
40%/50%	6.6%	8.3%	0.6%	8.3%	6.8%	0.4%	4	2	1
50%/100%	5.2%	28.9%	31.0%	8.7%	42.3%	49.0%	8	5	6
100%/500%	9.9%	10.0%	3.2%	20.2%	19.4%	4.4%	7	4	2
> 500%	2.1%	0.04%	-	4.3%	0.1%	-	2	2	-
Total (Euro mln)	432.5	428.8	512.2	672.5	882.8	994.8	96	69	71

The number of transactions with negative performances and/or Write Off continues to decrease steadily, also in terms of Cash Out. There has been a concurrent rise in transactions with an IRR of between 0% and 10% compared to both the total number of transactions (38 in 2005 against 22 in 2004) and the percentages of total Cash In (19.2% compared to 9.2%). Generally speaking, transactions with "average" performance are rising.

Taken as a whole, these figures would seem to confirm the market's greater maturity and stability, with continued very positive performances.

2005 performance based on international analysis standards

"By Horizon" gross pooled IRR

Differently from the previous analyses, this analysis level considers both divestments and participations still in portfolio, referring to fixed horizons (i.e. 3, 5 and 10 years).

The year-end valorisation of investments still in portfolio was provided directly by the Private Equity Houses.

La performance "From Inception"

	2003	2004	2005
IRR Lordo Aggregato	17,8%	24,7%	25,1%
Quartile superiore per performance	79%	59%	55%
Quartile superiore per ammontare investito	17%	27%	28%

La performance 2005 conferma il dato 2004, attestandosi nell'intorno del 25%. Tale andamento è confermato anche nell'analisi della performance per quartile, evidenziando un trend di consolidamento.

Breakdown per categoria di IRR realizzato

	Cash Out			Cash In			Numero operazioni		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Negativo/Write Off	22,3%	17,2%	7,0%	6,3%	2,0%	2,8%	25	15	7
0%/10%	32,4%	16,6%	32,4%	23,3%	9,2%	19,2%	34	22	38
10%/20%	4,5%	10,4%	9,5%	4,2%	8,4%	9,2%	6	9	6
20%/30%	6,5%	4,1%	16,0%	10,3%	4,0%	14,6%	6	7	9
30%/40%	10,5%	4,6%	0,3%	14,3%	7,7%	0,3%	4	3	2
40%/50%	6,6%	8,3%	0,6%	8,3%	6,8%	0,4%	4	2	1
50%/100%	5,2%	28,9%	31,0%	8,7%	42,3%	49,0%	8	5	6
100%/500%	9,9%	10,0%	3,2%	20,2%	19,4%	4,4%	7	4	2
> 500%	2,1%	0,04%	-	4,3%	0,1%	-	2	2	-
Totale (Euro mln)	432,5	428,8	512,2	672,5	882,8	994,8	96	69	71

Il numero di transazioni che hanno registrato performance negative e/o Write Off è in costante diminuzione, anche in termini di Cash Out. Parallelamente, si è assistito ad un aumento delle transazioni con un IRR tra lo 0% e il 10% sia rispetto al numero assoluto di operazioni (38 nel 2005 vs. 22 nel 2004) sia rispetto alle percentuali sul totale Cash In (19,2% vs. 9,2%). In generale, si segnala una crescente incidenza sul campione di operazioni con performance "medie".

Complessivamente, queste evidenze possono essere interpretate come segnali di una sempre maggiore "maturità" e stabilizzazione del mercato, che del resto continua a registrare performance molto positive.

Le performance 2005 secondo gli standard di analisi internazionali

IRR Lordo aggregato "By Horizon"

Differentemente dalle analisi precedentemente illustrate, il presente livello di analisi tiene conto sia delle partecipazioni disinvestite sia di quelle ancora in portafoglio, con riferimento ad un orizzonte temporale definito (i.e. 3, 5 e 10 anni).

Si precisa che la valorizzazione a fine anno delle partecipazioni ancora in portafoglio è stata fornita direttamente dagli operatori.

The data of the By Horizon analysis are obtained through the average rolling mechanism applied to the specific horizon:

- 3 YR: gross pooled IRR analysed in the period from 2003 to 2005;
- 5 YR: gross pooled IRR analysed in the period from 2001 to 2005;
- 10 YR: gross pooled IRR analysed in the period from 1996 to 2005.

“By Horizon” main sample

2005	3 YR	5 YR	10 YR
Number of companies presenting investments	42	48	63
Number of transactions	204	362	737
Average investment dimension (Euro mln)	13.1	11.5	8.3
Total Cash Out (Euro mln)	2,672	4,150	6,150
Total Cash In (Euro mln)	2,886	5,043	8,474

This analysis confirms that the average size of investments grew, especially in the last three years.

“By Horizon” performance

2005	3 YR	5 YR	10 YR
Yearly Pooled IRR	6.6%	11.7%	21.1%
Upper Quarter (per performance)	28%	49%	87%
Upper Quarter (per investment dimension)	6%	13%	11%

2004	3 YR	5 YR	10 YR
Yearly Pooled IRR	12.5%	10.0%	22.3%
Upper Quarter (per performance)	54%	46%	86%
Upper Quarter (per investment dimension)	16%	12%	9%

With respect to the 5YR and 10YR horizons (the most significant data), the 2005 figures are substantially in line with the 2004 ones, both in terms of gross pooled IRR and of analysis by quartile.

Moreover, considering the 10YR horizon, the slight fall in the 2005 performance (21.1% compared to 22.3% in 2004) is mainly due to the “rolling” mechanism utilised in this level of the analysis: this was due to the exclusion of transactions related to 1995, which had pooled returns above 50%, and inclusion of the divestments related to 2005 which had IRR levels of around 25%.

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

	By number		By Cash Out	
	2005	2004	2005	2004
Book value deals	62.2%	70.1%	65.3%	77.8%
Re-valued deals	21.8%	2.3%	27.2%	0.4%
Depreciated deals	16.0%	27.6%	7.6%	21.8%
Investments still in portfolio (No. and Euro mln)	262	214	3,465	3,182

E' opportuno segnalare che i dati ricavati dall'analisi By Horizon sono soggetti al meccanismo della "media rolling", che è applicato all'orizzonte temporale di riferimento:

- 3 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2003-2005;
- 5 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2001-2005;
- 10 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 1996-2005.

Il campione "By Horizon"

2005	3 YR	5 YR	10 YR
Operatori presenti	42	48	63
Numero di operazioni	204	362	737
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	13,1	11,5	8,3
Cash Out complessivo (Euro mln)	2.672	4.150	6.150
Cash In complessivo (Euro mln)	2.886	5.043	8.474

L'analisi in oggetto conferma come la dimensione media dell'investimento sia un dato in crescita, in particolare nell'ultimo triennio.

La performance "By Horizon"

2005	3 YR	5 YR	10 YR
IRR Lordo Aggregato	6,6%	11,7%	21,1%
Quartile superiore per performance	28%	49%	87%
Quartile superiore per ammontare investito	6%	13%	11%

2004	3 YR	5 YR	10 YR
IRR Lordo Aggregato	12,5%	10,0%	22,3%
Quartile superiore per performance	54%	46%	86%
Quartile superiore per ammontare investito	16%	12%	9%

Con riferimento agli orizzonti temporali 5YR e 10YR (dati maggiormente significativi), si evidenzia un sostanziale allineamento dei dati 2005 a quelli 2004, sia in termini di IRR Lordo Aggregato, sia in termini di analisi per quartile.

In particolare, prendendo in considerazione l'orizzonte 10YR, è opportuno sottolineare come la lieve diminuzione della performance registrata al 2005 (i.e. 21,1% vs. 22,3% nel 2004) sia essenzialmente riconducibile alla dinamica "rolling" del presente livello di analisi. Nella fattispecie, tale dinamica ha visto, da una parte l'esclusione delle operazioni relative al 1995, che hanno registrato, a livello aggregato, rendimenti superiori al 50% e, dall'altra, l'inserimento delle operazioni del 2005, che hanno registrato livelli di IRR nell'intorno del 25%.

Valorizzazione delle partecipazioni in portafoglio

	By number		By Cash Out	
	2005	2004	2005	2004
Partecipazioni valutate al valore di carico	62,2%	70,1%	65,3%	77,8%
Partecipazioni rivalutate	21,8%	2,3%	27,2%	0,4%
Partecipazioni svalutate	16,0%	27,6%	7,6%	21,8%
Investimenti ancora in portafoglio (Numero ed Euro mln)	262	214	3.465	3.182

Private Equity Houses generally tend to valorize investments in portfolio, conservatively, at their book value. However, during 2005, they have started to focus more at the fair value.

Italy: a good market to invest in

Empirical estimate of “By Horizon” net pooled IRR and comparison with international data

In order to provide a comparison of the Italian and international performance data, an empirical analysis was developed aimed at estimating the possible net pooled IRR (“By Horizon”) of the Italian market simulating 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 performance should be equal, in general terms, to approximately 50% to 65% of the gross figure.

The following table shows, with reference to 2005, a possible estimate of the Italian net performance compared with similar European and US market figures.

2005 Italian performance vs. international figures

	3 YR	5 YR	10 YR
Italy Gross Pooled IRR	6.6%	11.7%	21.1%
Italy Net Pooled IRR	4.0%	7.0%	12.5%
Europe Net Pooled IRR	6.3%	2.0%	11.4%
USA Net Pooled IRR	13.1%	1.5%	12.3%

Based on the 10 YR Horizon (the most significant one) and taking into account the previously mentioned methodological considerations, the Italian figure seems to be in line with the net returns of the European and USA markets, while the analysis with the 5 YR Horizon shows that the Italian market performed significantly better than the European and US ones. The analysis with the 3 YR Horizon gives a different trend but, as already noted previously, this is statistically less significant.

Si deve evidenziare una sostanziale tendenza, da parte degli operatori del settore, a valorizzare, in ottica prudenziale, le partecipazioni ancora in portafoglio al relativo valore di carico. Nel corso del 2005, tuttavia, si è registrata una maggiore attenzione, da parte degli operatori, in merito alla valorizzazione al Fair Value delle partecipazioni stesse.

Italia: un buon mercato in cui investire

Stima empirica dell'IRR Netto Aggregato "By Horizon" e confronto con i dati internazionali

Nell'ottica di fornire una possibile comparazione tra i dati di performance italiani e i dati internazionali, è stata sviluppata un'analisi empirica volta a stimare il possibile valore di IRR Netto Aggregato ("By Horizon") del mercato italiano, provando ad ipotizzare il possibile rapporto tra il valore di IRR Lordo Aggregato e il relativo valore netto.

Tale analisi, basata su una simulazione sviluppata su ipotesi relative alla comune prassi di mercato, sembrerebbe mostrare che, in termini generali, la performance netta dovrebbe essere pari a circa il 50% - 65% del dato lordo.

Nella tabella che segue, quindi, in relazione al 2005, si presenta una possibile stima del dato italiano di performance netta, confrontato con dati comparabili del mercato europeo e del mercato USA.

Performance 2005 Italia vs. dati internazionali

	3 YR	5 YR	10 YR
IRR Lordo Aggregato Italia	6,6%	11,7%	21,1%
IRR Netto Aggregato Italia	4,0%	7,0%	12,5%
IRR Netto Aggregato Europa	6,3%	2,0%	11,4%
IRR Netto Aggregato USA	13,1%	1,5%	12,3%

Con le precisazioni metodologiche in precedenza esposte, il dato italiano relativo all'orizzonte temporale 10YR (maggiormente significativo) sembra essere in linea con i rendimenti netti dei mercati europeo e statunitense, mentre l'analisi con l'orizzonte temporale 5YR evidenzia un dato del mercato italiano significativamente migliore rispetto ai mercati europeo e statunitense. L'analisi con l'orizzonte temporale 3YR è invece in controtendenza ma, come già sottolineato in precedenza, risulta statisticamente meno significativa.

The empirical analysis, aimed at international data comparison, has been performed, in co-operation with AIFI, since 2003. Also the 2003 and 2004 figures confirm that the Italian market shows performance in line with or (even substantially) above the European and US benchmarks.

2003 and 2004 Italian performance vs. international figures

	2003		2004	
	5 YR	10 YR	5 YR	10 YR
Italy Gross Pooled IRR	11.5%	28.5%	10.0%	22.3%
Italy Net Pooled IRR	7.0%	17.0%	6.0%	13.5%
Europe Net Pooled IRR	7.3%	11.9%	2.8%	10.4%
USA Net Pooled IRR	6.8%	12.7%	1.5%	12.7%

L'analisi empirica finalizzata alla comparazione con i dati internazionali è stata avviata, in collaborazione con AIFI, a partire dal 2003. Il mercato italiano, anche alla luce dei dati 2003 e 2004, conferma performance in linea o (anche significativamente) superiori ai benchmark europeo e statunitense.

Performance storiche Italia vs. dati internazionali

	2003		2004	
	5 YR	10 YR	5 YR	10 YR
IRR Lordo Aggregato Italia	11,5%	28,5%	10,0%	22,3%
IRR Netto Aggregato Italia	7,0%	17,0%	6,0%	13,5%
IRR Netto Aggregato Europa	7,3%	11,9%	2,8%	10,4%
IRR Netto Aggregato USA	6,8%	12,7%	1,5%	12,7%



Contacts

Maximilan P. Fiani
Partner
Country Head of KPMG Corporate Finance
Tel: +39 02 6764 3401
mfiani@kpmg.it

Fabrizio Baroni
Assistant Director
KPMG Corporate Finance - Private Equity Group
Tel: +39 06 80971 431
fbaroni@kpmg.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 or 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.

© 2006 KPMG Advisory S.p.A., an Italian limited liability share capital company, is a member firm of KPMG International, a Swiss cooperative. All rights reserved. KPMG and the KPMG logo are registered trademarks of KPMG International, a Swiss cooperative.

Publication date: September 2006

Photo: Pino Ninfa, Hannes Schick
Graphics: www.newadv.com