



# 2015: What's Next



In co-operation with

**AIFI**

[kpmg.com/it](http://kpmg.com/it)



# KPMG Corporate Finance

KPMG is a global Network of professional firms providing Audit, Tax and Advisory services. KPMG Network is present in 155 countries with over 174.000 respected professionals. In Italy, KPMG provides its services thanks to 3.500 professionals based in 26 offices within National borders. KPMG Corporate Finance is specialized in providing independent consulting services over M&A transactions and in advising clients on financial and strategic options, value assessments, privatizations, project and structured finance, financing for acquisitions, equity and debt capital raising, LBOs, MBOs and Initial Public Offerings. KPMG provides an integrated assistance for the entire M&A process and, thanks to specific industry knowledge, it is able to guarantee a full insight on sector dynamics and developing trends in the main sectors.

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

## AIFI

AIFI – Italian Private Equity, Venture Capital and Private Debt Association was founded in May 1986 and is internationally recognized for its activity of institutionally representing and promoting the private equity, venture capital and private debt activity in Italy. AIFI associates and represents financial institutions that professionally invest in companies, helping them to develop, and has an important network of institutions, investors and professionals that support these industries.

For further information: [www.aifi.it](http://www.aifi.it)

KPMG è uno dei principali Network di servizi professionali alle imprese, leader nella revisione e organizzazione contabile, nella consulenza manageriale e nei servizi fiscali, legali e amministrativi. Il Network KPMG è attivo in 155 Paesi del mondo con oltre 174 mila professionisti. In Italia, KPMG conta più di 3 mila professionisti e 26 sedi sull'intero territorio nazionale. KPMG Corporate Finance è la divisione specializzata nella consulenza indipendente nell'ambito di operazioni di finanza straordinaria: fusioni, acquisizioni e vendite, consulenza strategico-finanziaria, perizie e valutazioni, privatizzazioni, project finance, finanziamenti per acquisizioni, re-financing, consulenza finanziaria sul passivo, Leveraged and Management Buy-out, quotazioni e offerte pubbliche. KPMG, offre un servizio completo e integrato per tutte le diverse fasi dell'attività M&A e grazie alle specifiche competenze di industry, garantisce la piena comprensione delle dinamiche industriali e dei trend di sviluppo dei principali settori produttivi.

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

AIFI - Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt, è stata istituita nel maggio 1986 ed è internazionalmente riconosciuta per la sua attività di rappresentanza istituzionale e di promozione dell'attività di private equity, venture capital e private debt in Italia. AIFI associa e rappresenta istituzioni finanziarie che, stabilmente e professionalmente, effettuano investimenti in imprese, con un attivo coinvolgimento nello sviluppo delle medesime, oltre a radunare un importante network di istituzioni, investitori istituzionali e professionisti che supportano tale attività.

Per ulteriori informazioni: [www.aifi.it](http://www.aifi.it).

# Contents

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Background</b>  | <b>6</b>  |
| <b>Aim of the report and information used</b>                                | <b>6</b>  |
| <b>Definitions and glossary</b>  | <b>6</b>  |
| <b>Methodology</b>   | <b>8</b>  |
| <b>The Italian macroeconomic framework</b>                                   | <b>8</b>  |
| <b>Italian Private Equity and Venture Capital market performance in 2015</b> | <b>14</b> |
| <b>How did 2015 perform?</b>   | <b>14</b> |
| <b>The impact of Write Off on 2015 performance</b>                           | <b>24</b> |
| <b>1, 3, 5 and 10 year performance</b>                                       | <b>28</b> |
| <b>Analysis of performance by Private Equity House category</b>              | <b>34</b> |
| <b>Appendix</b>  | <b>36</b> |

# Sommario

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Background</b>  | <b>7</b>  |
| <b>Finalità del rapporto e informazioni utilizzate</b>                                   | <b>7</b>  |
| <b>Definizioni e glossario</b>   | <b>7</b>  |
| <b>Nota metodologica</b>   | <b>9</b>  |
| <b>Contesto macroeconomico italiano</b>  | <b>11</b> |
| <b>La performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2015</b> | <b>15</b> |
| <b>Cosa è successo nel 2015?</b>   | <b>15</b> |
| <b>L'impatto dei Write Off sulla performance 2015</b>                                    | <b>23</b> |
| <b>Le performance a 1, 3, 5 e 10 anni</b>  | <b>29</b> |
| <b>Analisi della performance per tipologia di operatore</b>                              | <b>34</b> |
| <b>Appendice</b>   | <b>37</b> |



# Background

## Aim of the report and information used

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

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

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

This paper provides an in depth snapshot of market performance in 2015, with references and comparisons to historical data where appropriate.

## Definitions and glossary

- **AIFI** – Italian Private Equity, Venture Capital Association and Private Debt.
- **CAGR** – Compound Annual Growth Rate.
- **Cash In** - Total cash inflows since the beginning of the investment (e.g. dividends, partial and total divestments).
- **Cash Out** - Total cash outflows since the beginning of the investment (e.g. initial investment, further investments, potential capital increases).
- **Country Fund** – a national player mainly focused on the Italian market.
- **Development Capital** – investment made in Venture Capital during a company's development stage, intended to expand an existing business.
- **Early Stage Investment** – type of investment made during the early life of a company.
- **EVCA** – European Private Equity and Venture Capital Association.
- **IRR (Internal Rate of Return)** – the annual compound return on an investment calculated on the basis of cash inflows and outflows.
- **MBO/MBI (Management Buy Out/Management Buy In)** – acquisitions resulting in a shareholding structure which includes either one or 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.

# Background

## Finalità del rapporto e informazioni utilizzate

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

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

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

In particolare, il documento fornisce un'overview dettagliata delle performance di mercato registrate nell'anno 2015 proponendo, ove opportuno, eventuali integrazioni e raffronti con i dati storici.

## Definizioni e glossario

- **AIFI** – Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt.
- **CAGR** – tasso di crescita medio annuo composto (Compound Annual Growth Rate).
- **Cash In** – totale incassato dal fondo nella singola operazione (sommatoria dei flussi di cassa in entrata per ciascun investimento effettuato dal fondo (e.g. distribuzione di dividendi, disinvestimenti parziali, disinvestimenti totali)) registrati lungo la vita dell'investimento, fino alla data di osservazione.
- **Cash Out** – totale investito dal fondo nella singola operazione (sommatoria dei flussi di cassa in uscita per ciascun investimento effettuato dal fondo (e.g. investimento iniziale, investimenti successivi, eventuali aumenti di capitale)) registrati lungo la vita dell'investimento, fino alla data di osservazione.
- **Country Fund** – operatore specificatamente rivolto al mercato italiano.
- **Development Capital** – tipologia di investimento in capitale di rischio effettuato nella fase di sviluppo dell'impresa, finalizzato all'espansione di un'attività già esistente.

- **Pan-European Private Equity firm** – players that manage or advise one or more funds, with focus on investing in Europe.
- **Replacement** – investment in equity made to replace minority shareholders.
- **SGR** – a management company authorised by Italian Law to solely manage closed-end funds.

## Methodology

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

Performance data are expressed in terms of Gross Pooled IRR, calculated using monthly flows. In particular, this return represents the weighted average performance of all transactions carried out by Private Equity Houses and not an average of the performance of each Private Equity House. In practice, the Italian market is considered as a unique Private Equity House, where total return is given by the total amount of inflows and outflows, considered on a monthly basis, related to the monitored transactions.

It is worth noting that the following analyses consider solely the transactions for which all the details required for estimating the performance were available; consequently, transactions with just partial and/or incomplete data available were not considered.

- **Early Stage** – tipologia di investimento effettuato nelle prime fasi del ciclo di vita di un'impresa.
- **EVCA** – European Private Equity and Venture Capital Association.
- **IRR (Internal Rate of Return)** – rendimento annuo composto di un'attività di investimento, calcolato sulla base dei relativi flussi in entrata e in uscita.
- **MBO/MBI (Management Buy Out/Management Buy In)** – operazione di acquisizione di un'impresa risultante in una struttura proprietaria che vede al suo interno un gruppo di manager; a seconda che il management sia interno o esterno alla società stessa, si parla, rispettivamente, di Buy Out o di Buy In.
- **Pan-European Private Equity firm** – società operante, attraverso un network di advisor, nella raccolta e nella gestione di ingenti capitali sui principali mercati europei.
- **Replacement** – tipologia di investimento in capitale di rischio effettuato essenzialmente allo scopo di sostituire azionisti di minoranza.
- **SGR** – acronimo indicante una Società di Gestione del Risparmio, la quale svolge, in via pressoché esclusiva, l'attività di istituzione e di gestione di fondi (chiusi) di investimento.

## Nota metodologica

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

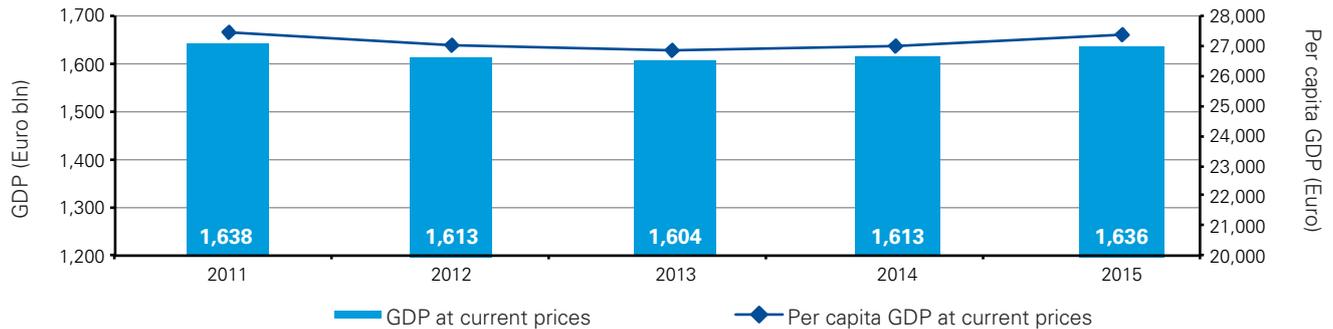
I dati di performance presentati sono espressi in termini di IRR Lordo Aggregato, calcolato sulla base di flussi mensili (sia in entrata che in uscita) degli investimenti. Si segnala come tale dato rappresenti la media ponderata dei rendimenti della totalità degli investimenti realizzati dagli operatori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

È opportuno evidenziare che le analisi illustrate nel seguito considerano esclusivamente le operazioni per le quali sono stati resi disponibili, in forma completa, tutti i dati necessari alla stima dell'IRR; di conseguenza, eventuali operazioni caratterizzate da dati parziali e/o incompleti sono state escluse dalle analisi.

### The Italian macroeconomic framework

Below is a brief overview of the domestic economy key indicators over the last five years, from 2011 to 2015, to provide a context for the Private Equity activity.

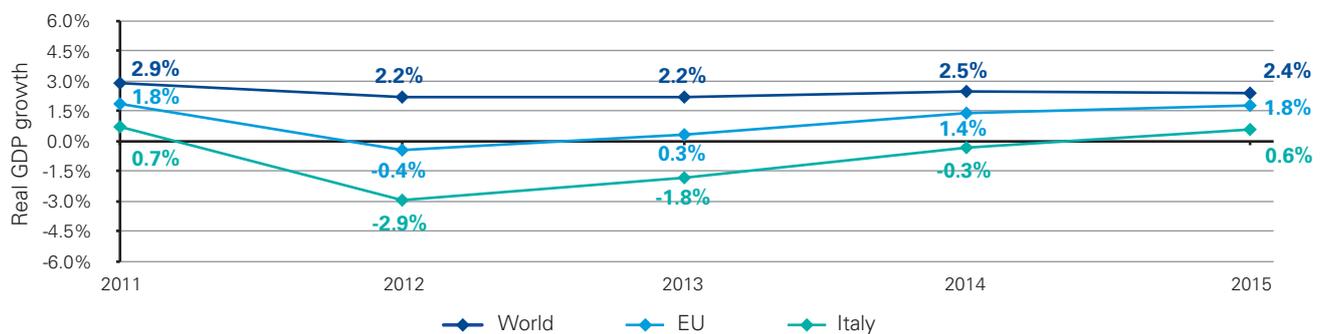
**CHART 1 – Italian economic growth**



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

During the timeframe 2011-2015, the Italian GDP (at current prices) shows a negative trend in the first three years (i.e. from Euro 1,638 billion in 2011 to Euro 1,613 billion in 2012, to 1,604 billion in 2013). 2014 Italian GDP shows a limited growth, rising from Euro 1,613 billion in 2014 to Euro 1,636 billion in 2015. According to the Italian Central Bank bulletin issued on January 2016, 2015 Italian GDP was mainly influenced by the growth of domestic demand, especially consumption and restocking. The recovery of the manufacturing cycle is aligned with signals of expansion in services and, after a prolonged decline, of stabilization in construction.

**CHART 2 – Real GDP growth**



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

Real GDP growth rates show different trends among the various geographical areas: in particular, Italy started to grow lately compared to the European economy and the rest of the world. At global level, the 2015 GDP growth rate showed a stable growth (i.e. +2.4% in 2015 vs +2.5% in 2014), while the European economy gained ground (i.e. +1.8%

## Contesto macroeconomico italiano

Al fine di contestualizzare l'attività del settore del Private Equity e Venture Capital nel quadro economico di riferimento, sono di seguito illustrati i principali indicatori macroeconomici che hanno caratterizzato l'economia italiana nell'ultimo quinquennio (i.e. 2011-2015).

### GRAFICO I – Crescita economica in Italia

Il Prodotto Interno Lordo (a prezzi correnti) evidenzia, nell'orizzonte temporale 2011-2015, un lieve calo nei primi tre anni di osservazione (i.e. da Euro 1.638 mld nel 2011 a Euro 1.613 mld nel 2012, a Euro 1.604 mld nel 2013). Nel 2014 il PIL italiano ha dato avvio ad una lieve crescita, passando da Euro 1,613 miliardi nel 2014 a Euro 1,638 miliardi nel 2015.

Da quanto emerge dal Bollettino della Banca d'Italia di Gennaio 2016, il PIL del nostro Paese è stato principalmente influenzato dalla crescita della domanda interna con riferimento, in particolare, alla ripresa dei consumi e alla ricostituzione delle scorte. Inoltre, la ripresa del ciclo manifatturiero è allineata a segnali di espansione nei servizi e, dopo un prolungato periodo di declino, alla stabilizzazione del settore edile.

### GRAFICO II – Crescita del PIL reale

L'analisi del tasso di crescita del PIL reale evidenzia andamenti differenti a seconda delle diverse aree geografiche analizzate: nell'orizzonte temporale di riferimento si osserva infatti come l'Italia abbia cominciato il suo percorso di crescita in ritardo rispetto al resto dell'economia europea e al resto del mondo. A livello globale, il tasso di crescita del PIL mostra una crescita stabile (i.e. +2,4% nel 2015 vs +2,5 nel 2014) mentre l'economia europea ha guadagnato terreno (i.e. +1,8% nel 2015 vs +1,4 nel 2014). La crescita del PIL italiano ha confermato il trend positivo iniziato nel 2012 riuscendo a raggiungere una crescita positiva dello 0,6% nel 2015.

### GRAFICO III – Tasso di disoccupazione in Italia

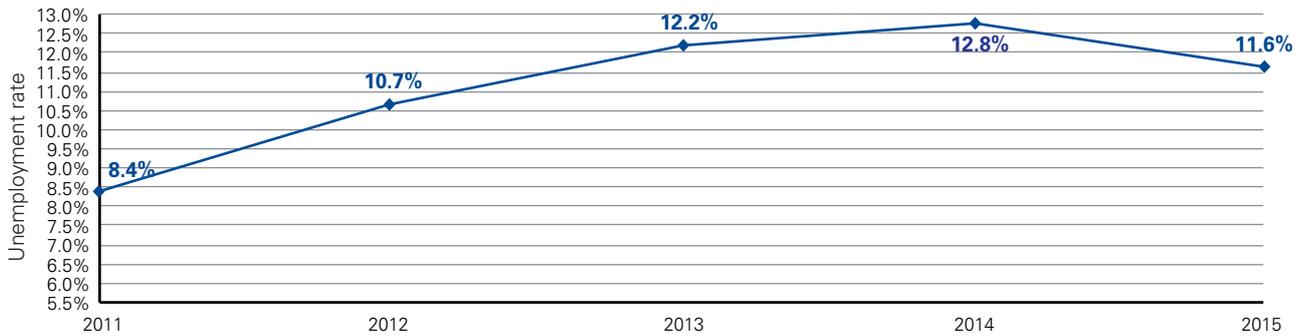
Le condizioni del mercato del lavoro in Italia permangono critiche. I dati relativi agli ultimi mesi del 2015 evidenziano una prima diminuzione del tasso di disoccupazione totale (i.e. 11,9% nel 2015 vs 12,8% nel 2014), dovuto principalmente ad un lieve aumento di forme contrattuali più stabili. Le aspettative per il futuro sono prudenzialmente ottimistiche.

### GRAFICO IV – Tasso di inflazione in Italia

Nel 2015 il tasso di inflazione nazionale è sceso al livello minimo registrato negli ultimi cinque anni allo 0,1% (vs 0,2% nel 2014). Le motivazioni principali sono il sottoutilizzo della capacità produttiva, il rallentamento della domanda estera e la caduta dei prezzi delle risorse energetiche. Per il 2016 sono state pianificate delle aggressive politiche monetarie da parte della BCE per ridurre il rischio deflazione.

in 2015 vs +1.4% in 2014). Although Italian GDP confirmed the positive trend started in 2012 and finally reached a 0.6% positive growth.

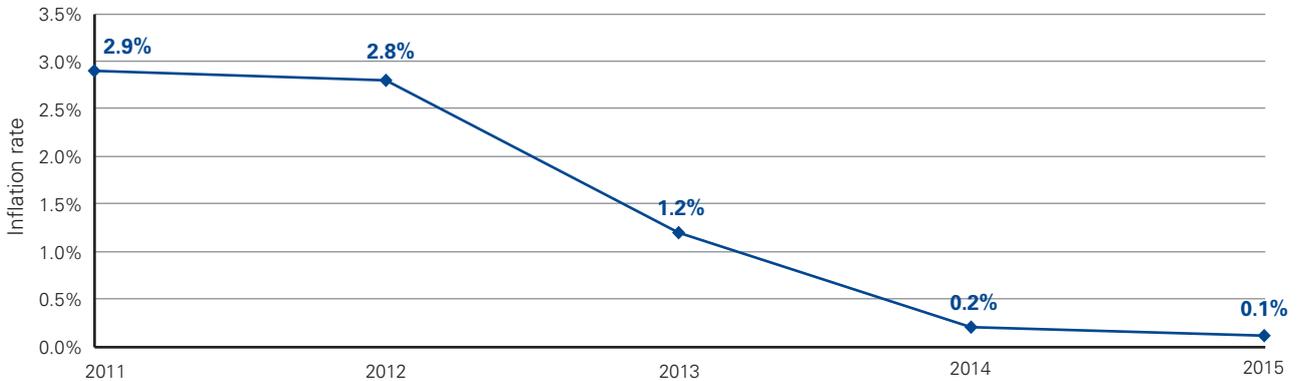
**CHART 3 – Italian unemployment rate**



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

The Italian labour market remains critical. Data concerning the latter months of 2015 highlight a first decrease in the total unemployment rate (11.8% in 2015 vs 12.8% in 2014), with an increase of stable work contract forms. The expectations for the future are prudently optimistic.

**CHART 4 – Italian inflation rate**



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

In 2015, the national inflation rate reached the lowest five year level at 0.1% (vs 0.2% in 2014), due to weakening foreign demand, underutilization of productive capacity and declining prices of energy goods. In 2016, aggressive European monetary policies are planned to reduce the risk of deflation.





# Italian Private Equity and Venture Capital performance in 2015

The following analyses cover only the performance (in terms of Gross Pooled IRR) of the investments made by Private Equity Houses during the year 2015.

Specifically, the analyses include two main performance indicators:

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

## How did 2015 perform?

### 'From Inception' Gross Pooled IRR

We measured the performance using all cash outflows (i.e. Cash Out) and inflows (i.e. Cash In) related to divestments realised during 2015; flows are considered on a pro quota basis for partial divestments.

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

# La performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2015

Le analisi illustrate nel seguito riguardano esclusivamente le performance (esprese in termini di IRR Lordo Aggregato) relative ad investimenti effettuati, da parte degli operatori di Private Equity e Venture Capital, durante il 2015.

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

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

## Cosa è successo nel 2015?

### IRR Lordo Aggregato 'From Inception'

Le elaborazioni illustrate nel seguito esprimono la performance misurata considerando tutti i flussi di cassa, in uscita (i.e. Cash Out) e in entrata (i.e.

**TAB. 1 – 'From Inception' main sample**

|  | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| No. of PE included in the research panel     | 92          | 95          | 95          | 91          | 80          |
| No. of PE presenting realised investments    | 47          | 36          | 55          | 41          | 43          |
| No. of realised investments 'From Inception' | 85          | 82          | 102         | 95          | 74          |
| Average investment size (Euro mln)           | 21.0        | 10.2        | 20.7        | 17.7        | 18.7        |
| Total Cash Out (Euro mln)                    | 1,784       | 840         | 2,115       | 1,681       | 1,382       |
| Total Cash In (Euro mln)                     | 2,939       | 1,112       | 4,809       | 3,489       | 3,333       |
| <b>Average Cash multiple</b>                 | <b>1.6x</b> | <b>1.3x</b> | <b>2.3x</b> | <b>2.1x</b> | <b>2.4x</b> |

The overall performance (in terms of gross pooled IRR) remains stable to positive values in line with the last two years, although slightly down compared to 2014 and 2015.

The number of realised investments slightly decreased to 74 in 2015 (from 95 in 2014). The number of Private Equity and Venture Capital Houses rose (to 43 in 2015 from 41 in 2014). Total Cash In remained in line with the level of 2014, respectively Euro 3,333 mln in 2015 and Euro 3,489 mln in 2014. It is worth to remember that the 2013 Cash In figure was influenced by a mega deal representing Euro 1.9 billion in terms of Cash In.

Total Cash Out dropped from Euro 1,681 mln in 2014 to Euro 1,382 mln in 2015.

The average investment size grew to Euro 18.7 mln in 2015 (from Euro 17.7 mln in 2014) and it can be considered as a positive result given the diminished number of realised investments.

The average cash multiple (i.e. 2.4x in 2015 vs 2.1x in 2014) remained stable at high levels, an additional evidence of the general positivity of 2015.

Moreover, the Write Offs' incidence decreased both by Cash Out and by number.

**TAB. 2 – 'From Inception' performance**

|                                    | 2013  | 2014  | 2015  |
|------------------------------------|-------|-------|-------|
| Yearly Pooled IRR                  | 18.2% | 19.7% | 17.8% |
| Upper quarter (by performance)     | 27.3% | 53.5% | 61.2% |
| Upper quarter (by investment size) | 19.1% | 22.5% | 17.4% |

The overall IRR realized on divestments made in 2015 has been 17.8% (i.e. 19.7% in 2014). Performance was mainly led by a few divestments with high returns and by lower Write Offs, both by number and by Cash Out with respect to 2014. Specifically, the Write Offs incidence by number decreased from 25.3% in 2014 to 21.6% in 2015 and by Cash Out from 10.9% in 2014 to 7.5% in 2015.

The analysis by upper quarter confirms the positive performance. In

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 2015 ed escludendo eventuali riferimenti alle performance implicite delle partecipazioni ancora in portafoglio, favorisce l'oggettività della rappresentazione e dei risultati desunti.

**TAB. 1 – Il campione 'From Inception'**

|  | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Operatori coinvolti nella ricerca              | 92          | 95          | 95          | 91          | 80          |
| Operatori che presentano operazioni realizzate | 47          | 36          | 55          | 41          | 43          |
| Numero transazioni dismesse                    | 85          | 82          | 102         | 95          | 74          |
| Dimensione media dell'investimento (Euro mln)  | 21,0        | 10,2        | 20,7        | 17,7        | 18,7        |
| Cash Out complessivo (Euro mln)                | 1.784       | 840         | 2.115       | 1.681       | 1.382       |
| Cash In complessivo (Euro mln)                 | 2.939       | 1.112       | 4.809       | 3.489       | 3.333       |
| <b>Cash multiple medio</b>                     | <b>1,6x</b> | <b>1,3x</b> | <b>2,3x</b> | <b>2,1x</b> | <b>2,4x</b> |

La performance generale (in termini di IRR aggregato lordo) rimane stabile con valori positivi, in linea con i due anni precedenti.

Il numero dei disinvestimenti effettuati da parte degli operatori del campione oggetto di analisi risulta essere pari a 74 nel 2015, diminuito rispetto al 2014, in cui ne abbiamo analizzati 95.

Il numero di operatori di Private Equity e Venture Capital che hanno realizzato delle dismissioni è leggermente cresciuto (43 nel 2015 rispetto ai 41 nel 2014). Il Cash In totale rimane allineato al livello dell'anno precedente, nel 2015 è stato pari a Euro 3.333 mln rispetto agli Euro 3.489 del 2014.

Il Cash Out totale passa dagli Euro 1.681 mln del 2014 a Euro 1.382 del 2015.

La dimensione media degli investimenti è stata pari a 18,7 milioni di Euro nel 2015, cresciuta rispetto ai 17,7 milioni di Euro del 2014.

Il multiplo medio di uscita implicito (i.e. cosiddetto 'cash multiple') rimane sostanzialmente stabile su valori elevati (i.e. 2,4x nel 2015 vs 2,1x nel 2014) a riprova della sostanziale positività dell'anno di analisi.

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

**TAB. 2 – La performance 'From Inception'**

|  | 2013  | 2014  | 2015  |
|--|-------|-------|-------|
| IRR Lordo Aggregato                        | 18,2% | 19,7% | 17,8% |
| Quartile superiore per performance         | 27,3% | 53,5% | 61,2% |
| Quartile superiore per ammontare investito | 19,1% | 22,5% | 17,4% |

particular, returns of the upper quartile by performance (i.e. the cluster which includes the 25% of transactions with the highest returns) increased from 53.5% IRR in 2014 to 61.2% IRR in 2015. The top quartile performance by investment size (i.e. the cluster which includes the 25% of transactions with the highest investment amount) dropped from 22.5% in 2014 to 17.4% in 2015.

The year can be considered positive, although fewer divestments recorded, performances were positive on average and were less affected by the "big deals".

**TAB. 3 – Performance distribution by IRR class**

|                  | Cash Out |       |       | Cash In |        |       | No. of transactions |      |      |
|------------------|----------|-------|-------|---------|--------|-------|---------------------|------|------|
|                  | 2013     | 2014  | 2015  | 2013    | 2014   | 2015  | 2013                | 2014 | 2015 |
| Write-Off        | 19.8%    | 10.9% | 7.5%  | 0.3%    | 0.8%   | 0.3%  | 39                  | 24   | 16   |
| Negative         | 5.8%     | 8.1%  | 8.3%  | 1.2%    | 1.4%   | 1.1%  | 11                  | 14   | 2    |
| 0% - 10%         | 17.0%    | 12.6% | 7.5%  | 8.1%    | 7.2%   | 4.2%  | 21                  | 23   | 18   |
| 10% - 20%        | 3.3%     | 5.8%  | 20.8% | 2.5%    | 5.5%   | 14.2% | 9                   | 11   | 11   |
| 20% - 30%        | 38.5%    | 1.1%  | 15.1% | 55.0%   | 1.2%   | 23.1% | 10                  | 4    | 7    |
| 30% - 40%        | 3.0%     | 24.8% | 4.5%  | 4.1%    | 20.5 % | 6.1%  | 2                   | 6    | 11   |
| 40% - 50%        | 0.7%     | 0.4%  | 0.0%  | 1.0%    | 0.9 %  | 0.0%  | 3                   | 1    | 0    |
| 50% - 100%       | 7.3%     | 26.0% | 33.8% | 18.2%   | 51.4 % | 37.9% | 4                   | 6    | 7    |
| 100% - 500%      | 4.6%     | 10.3% | 2.7%  | 9.7%    | 11.0 % | 13.1% | 3                   | 6    | 2    |
| Total (Euro mln) | 2,115    | 1,681 | 1,382 | 4,809   | 3,489  | 3,489 | 102                 | 95   | 74   |

Performance distribution by IRR class (see Table 3) details 2015 performance.

Negative transactions significantly decreased by number (i.e. 2 in 2015 vs 14 in 2014) but remained stable by Cash Out (i.e. 8.3% in 2015 vs 8.1% in 2014).

Low performance divestments (i.e. 0%-10% IRR) also decreased by number (i.e. 18 in 2015 vs 23 in 2014) and by Cash Out incidence (i.e. 7.5% in 2015 vs 12.6% in 2014).

The 10%-20% IRR cluster included 11 transactions, the same number respect to the last year. But Cash In and Cash Out incidences experienced an intense growth (i.e. respectively 14.2% in 2015 vs 5.5% in 2014 and 20.8% in 2015 vs 5.8% in 2014).

Divestments with performance ranging from 20% to 30% rose both by number of transactions (i.e. 7 in 2015 vs 4 in 2014) and more clearly by investment volumes (i.e. 15.1% in 2015 vs 1.1% in 2014).

Divestments with IRR higher than 30% in 2015 remained stable by number (i.e. 20 in 2015 vs 19 in 2014) but dropped significantly by Cash Out (i.e. 40.9% in 2015 vs 61.5% in 2014).

In particular, the cluster ranging between 30-40% IRR was interested by a significant increase by number (i.e. 11 in 2015 vs 6 in 2014) and by a

Nel complesso, la performance delle operazioni disinvestite nel 2015 si attesta a 17,8% (i.e. 19,7% nel 2014). Concorrono alla determinazione di tale risultato, da un lato, alcuni disinvestimenti con performance particolarmente positive, e dall'altro dalla riduzione dell'incidenza dei Write Off sia sul numero di disinvestimenti sia sul totale Cash Out. Nello specifico, l'incidenza sul numero totale di transazioni si è ridotta a 21,6% nel 2015, rispetto al 25,3% del 2014; mentre l'incidenza sul Cash Out passa a 7,5% nel 2015 rispetto al 10,9% del 2014.

L'anno può essere considerato positivo in quanto sebbene siano stati registrati un minor numero di disinvestimenti le performance sono state mediamente positive e sono state affette in maniera meno significative dai "big deals".

L'analisi della performance per quartile conferma il generale miglioramento in termini di rendimento. In particolare, il rendimento del quartile superiore per performance (i.e. il cluster costituito dal 25% dei disinvestimenti con i rendimenti maggiori) aumenta da 53,5% registrato nel 2014 al 61,2% del 2015. Il quartile superiore per ammontare investito (i.e. il cluster che raggruppa il 25% delle operazioni caratterizzate dai maggiori volumi di investimento) passa da 22,5% nel 2014 a 17,4% nel 2015.

**TAB. 3 – Breakdown per classe di IRR realizzato**

|                   | Cash Out |       |       | Cash In |        |       | N° transazioni |      |      |
|-------------------|----------|-------|-------|---------|--------|-------|----------------|------|------|
|                   | 2013     | 2014  | 2015  | 2013    | 2014   | 2015  | 2013           | 2014 | 2015 |
| Write Off         | 19,8%    | 10,9% | 7,5%  | 0,3%    | 0,8%   | 0,3%  | 39             | 24   | 16   |
| Negativo          | 5,8%     | 8,1%  | 8,3%  | 1,2%    | 1,4%   | 1,1%  | 11             | 14   | 2    |
| 0% - 10%          | 17,0%    | 12,6% | 7,5%  | 8,1%    | 7,2%   | 4,2%  | 21             | 23   | 18   |
| 10% - 20%         | 3,3%     | 5,8%  | 20,8% | 2,5%    | 5,5%   | 14,2% | 9              | 11   | 11   |
| 20% - 30%         | 38,5%    | 1,1%  | 15,1% | 55,0%   | 1,2%   | 23,1% | 10             | 4    | 7    |
| 30% - 40%         | 3,0%     | 24,8% | 4,5%  | 4,1%    | 20,5 % | 6,1%  | 2              | 6    | 11   |
| 40% - 50%         | 0,7%     | 0,4%  | 0,0%  | 1,0%    | 0,9 %  | 0,0%  | 3              | 1    | 0    |
| 50% - 100%        | 7,3%     | 26,0% | 33,8% | 18,2%   | 51,4 % | 37,9% | 4              | 6    | 7    |
| 100% - 500%       | 4,6%     | 10,3% | 2,7%  | 9,7%    | 11,0 % | 13,1% | 3              | 6    | 2    |
| Totale (Euro mln) | 2.115    | 1.681 | 1.382 | 4.809   | 3.489  | 3.489 | 102            | 95   | 74   |

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

Le operazioni con rendimenti negativi si riducono significativamente per numero (i.e. 2 nel 2015 vs 14 nel 2014) ma sono rimaste stabili per ammontare investito (i.e. 8,3% nel 2015 vs 8,1% nel 2014).

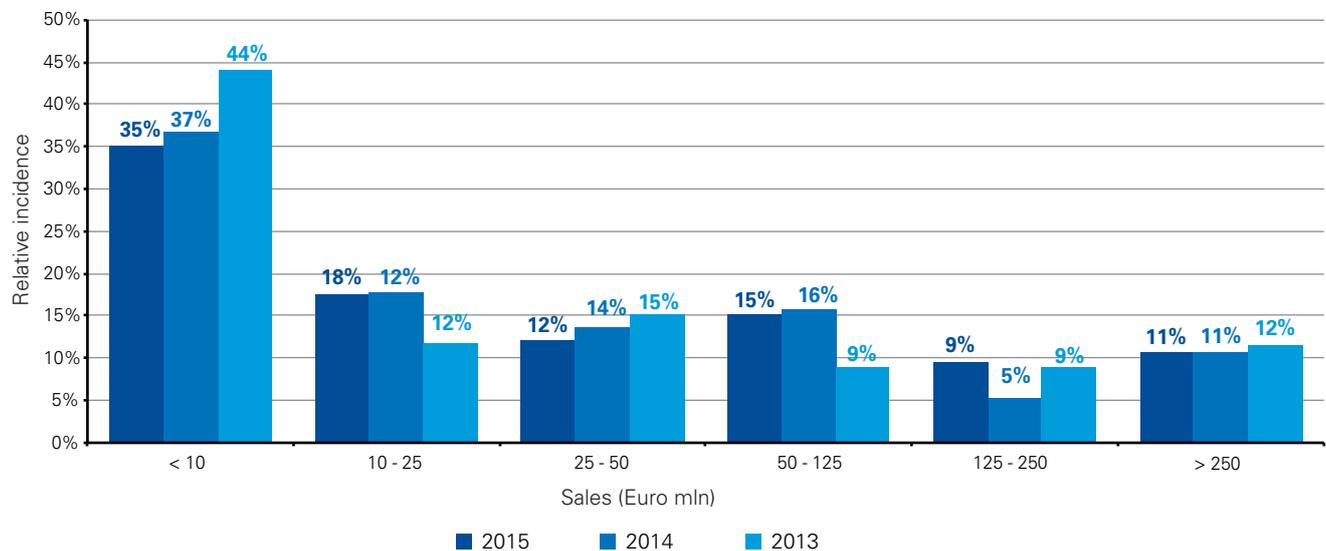
Le operazioni con rendimenti bassi (IRR compreso fra lo 0% e il 10%) sono diminuite sia in termini numerici (i.e. 18 nel 2015 vs 23 nel 2014) che in termini di ammontare investito (i.e. 7,5% nel 2015 vs 12,6% nel 2014).

significant reduction in incidence by Cash Out (i.e. 4.5% in 2015 vs 24.8% in 2014).

It's also interesting to note that in 2015 although in the cluster ranging 50%-100% remained stable in terms of number of transaction (i.e. 7 in 2015 vs 6 in 2014) but increased its importance in terms of Cash Out reaching 33.8% in 2015 from 26.0% in 2014.

There were only 2 outstanding transactions (with IRR >100%) in 2015 (vs 6 in 2014).

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



The breakdown by target turnover showed a prevailing incidence of divestments related to small-medium companies (i.e. with turnover of less than Euro 50 million), which represented 64.9% of the total sample (vs 68.4% in 2014). The incidence of transactions related to medium targets (i.e. with turnover ranging between Euro 50 million and Euro 250 million) grew compared to the previous year (i.e. 24.3% in 2015 vs 21.1% in 2014), while transactions related to large companies (i.e. with turnover higher than Euro 250 million) remained stable (i.e. 10.8% in 2015 vs 10.5% in 2014).

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

| Turnover (Euro mln) | 2014 |       | 2015 |       |
|---------------------|------|-------|------|-------|
|                     | No.  | IRR   | No.  | IRR   |
| <50                 | 65   | 19.1% | 48   | 22.0% |
| 50 - 250            | 20   | 7.4%  | 18   | 13.4% |
| >250                | 10   | 32.2% | 8    | 20.8% |

La classe di rendimento caratterizzata da un IRR compreso fra il 10% e il 20% include 11 operazioni come nell'anno precedente. In termini di Cash In e di Cash Out tuttavia sono aumentati (i.e. rispettivamente 14,2% nel 2015 vs 5,5% nel 2014 e 20,8% nel 2015 vs 5,8% nel 2014).

La classe di rendimento con IRR tra il 20% e il 30% registra una crescita sia in termini numerici (i.e. 7 nel 2015 vs 4 nel 2014) che di incidenza per Cash Out (i.e. 15,1% nel 2015 vs 1,1% nel 2014).

Le transazioni con livelli di rendimento elevati (i.e. IRR superiore al 30%) sono rimaste stabili per numero (i.e. 20 nel 2015 vs 19 nel 2014) ma si riducono significativamente per controvalore (i.e. 40,9 nel 2015 vs 61,5% nel 2014).

In particolare, il cluster con IRR compresi tra 30% e 40% è stato caratterizzato da un aumento del numero di operazioni (i.e. 11 nel 2015 vs 6 nel 2014) e da una riduzione significativa in termini di incidenza sul Cash Out (i.e. 4,5% nel 2015 vs 24,8% nel 2014).

E' anche interessante notare che nel 2015 il numero di transazioni del cluster 50%-100% è rimasto stabile (i.e. 7 nel 2015 vs 6 nel 2014) ma è aumentata l'importanza in termini di Cash Out pesando per il 33,8% nel 2015 rispetto al 26,0% del 2014..

Le transazioni con IRR superiore al 100% registrate quest'anno sono solo 2 (vs 6 nell'anno 2014).

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

Il dettaglio per fatturato delle aziende target mostra come, nel 2015, i disinvestimenti abbiano riguardato principalmente target di dimensioni medio-piccole (i.e. con fatturato inferiore ad Euro 50 mln), che infatti rappresentano circa il 64,9% del campione (vs 68,4% nel 2014). L'incidenza delle operazioni riguardanti target di medie dimensioni (i.e. con un fatturato compreso tra Euro 50 mln ed Euro 250 mln) mostra una crescita rispetto allo scorso anno (i.e. 24,3% nel 2015 vs 21,1% nel 2014), mentre le operazioni relative a imprese di grandi dimensioni (i.e. con fatturato superiore ad Euro 250 mln) rimangono stabili (i.e. 10,8% nel 2015 vs 10,5% nel 2014).

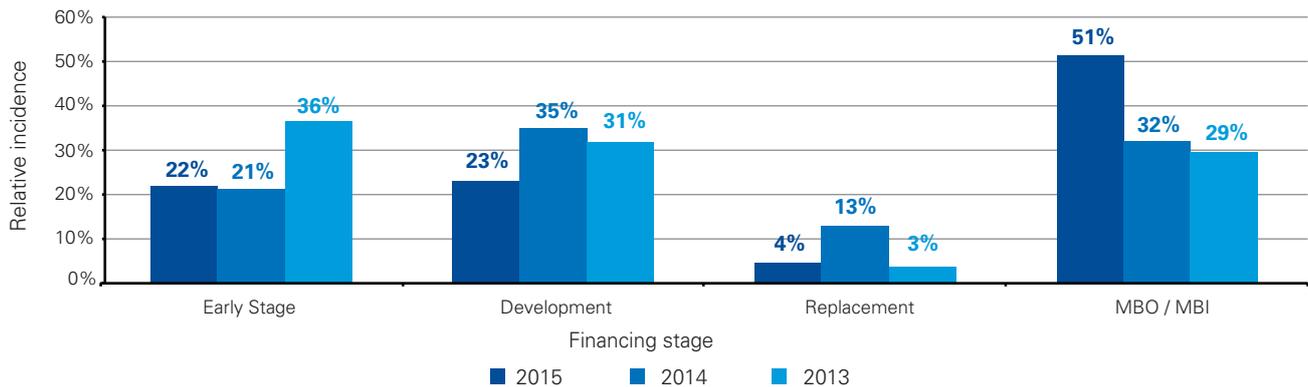
**TAB. 4 – Breakdown per fatturato delle aziende target (IRR Lordo Aggregato)**

| Fatturato (Euro mln) | 2014 |       | 2015 |       |
|----------------------|------|-------|------|-------|
|                      | No.  | IRR   | No.  | IRR   |
| <50                  | 65   | 19,1% | 48   | 22,0% |
| 50 - 250             | 20   | 7,4%  | 18   | 13,4% |
| >250                 | 10   | 32,2% | 8    | 20,8% |

The breakdown by target turnover in terms of IRR highlighted:

- Increasing returns on small companies' operations (from 19.1% in 2014 to 22.0% in 2015);
- Returns on large companies' transactions decreased.

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



Compared to last year results, operators' interest in MBO/MBI was confirmed; in fact they represent (by number) 51.4% of total divestments (vs 31.6% in 2014). Development transactions recorded the most significant decrease (i.e. 23.0% in 2015 vs 34.7% in 2014), but also Replacement transaction decreased significantly (i.e. 4.1% in 2015 vs 12.6% in 2014). Deals related to Early Stage remained stable at about 22%.

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

|                     | Early Stage |        | Development |       | Replacement |       | MBO/MBI |       |
|---------------------|-------------|--------|-------------|-------|-------------|-------|---------|-------|
|                     | 2014        | 2015   | 2014        | 2015  | 2014        | 2015  | 2014    | 2015  |
| No. of transactions | 20          | 16     | 33          | 17    | 12          | 3     | 30      | 38    |
| Yearly Pooled IRR   | -0.8%       | -17.6% | 2.6%        | 10.3% | 26.5%       | 51.7% | 22.0%   | 18.0% |

IRR analysis by financing stage, as represented in Table 5, highlighted that MBO/MBIs performed at 18.0% and Replacement at 51.7% in 2015. Replacement transactions confirmed the positive trend even if they are characterized by a lower amount of operations; indeed, they represent the financing stage with the highest average return of the last five years. Development transactions significantly dropped by number but realized a higher return respect to the last year. Early Stage transactions, which have always represented a limited sample with low investment volumes, showed negative returns (i.e. -17.6% in 2015 vs -0.8% in 2014). It is important to note that Early Stage transaction returns are historically affected by high volatility.

Il breakdown per fatturato delle aziende target mostra:

- Rendimenti crescenti che riguardano le aziende di piccole dimensioni (dal 19,1% registrato nel 2014 al 22,0% del 2015);
- Rendimenti in diminuzione per operazioni che coinvolgono target di grandi dimensioni.

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

Rispetto all'anno scorso, l'interesse degli operatori verso le operazioni riguardanti MBO/MBI è confermato; esse rappresentano infatti il 51,4% del totale dei disinvestimenti (per numero) nel 2015. Le operazioni di Development hanno registrato la diminuzione più significativa (i.e. 23,0% nel 2015 vs 34,7% nel 2014), ma anche le transazioni di Replacement sono diminuite (i.e. 4,1% nel 2015 vs 12,6% nel 2014). Le operazioni di investimento Early Stage sono rimaste stabili ad una quota del 22% circa.

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

|                     | Early Stage |        | Development |       | Replacement |       | MBO/MBI |       |
|---------------------|-------------|--------|-------------|-------|-------------|-------|---------|-------|
|                     | 2014        | 2015   | 2014        | 2015  | 2014        | 2015  | 2014    | 2015  |
| No. transazioni     | 20          | 16     | 33          | 17    | 12          | 3     | 30      | 38    |
| IRR Lordo Aggregato | -0,8%       | -17,6% | 2,6%        | 10,3% | 26,5%       | 51,7% | 22,0%   | 18,0% |

In termini di rendimenti, le operazioni di MBO/MBI registrano nell'anno 2015 un IRR pari a 18,0%, mentre quelle relative alla fase di Replacement un IRR pari a 51,7%, realizzando il più alto rendimento medio negli ultimi cinque anni. Le operazioni di Development registrano una sensibile riduzione del numero di transazioni ma hanno realizzato performance maggiori rispetto all'anno precedente. La performance delle operazioni Early Stage invece, storicamente contraddistinte da un'elevata variabilità, realizzano un rendimento negativo (i.e. -17,6% nel 2015 vs 0,8% nel 2014).

## L'impatto dei Write Off sulla performance 2015

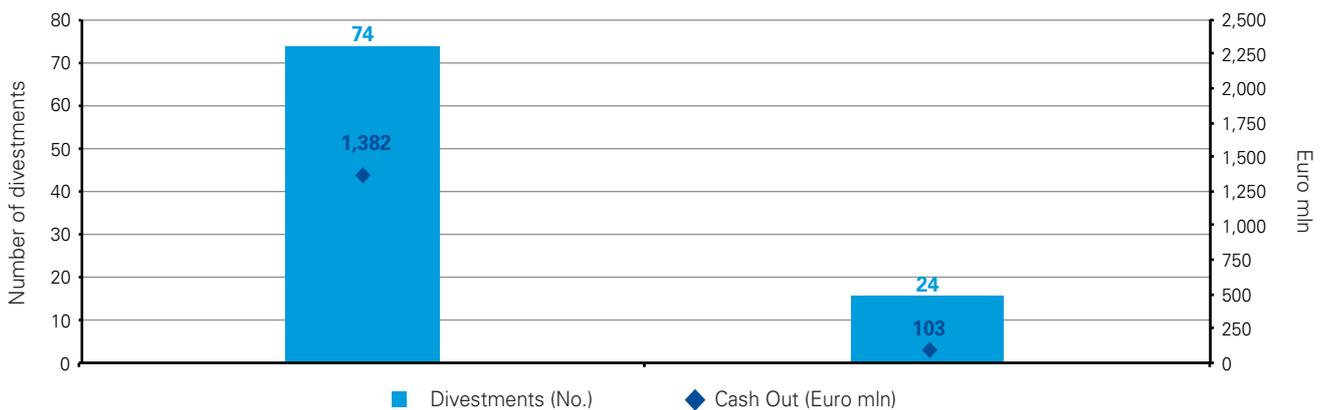
L'analisi che segue cerca di delineare un quadro più dettagliato dei Write Off registrati nel corso del 2015 al fine di meglio comprenderne la loro evoluzione e la loro incidenza – in termini di numero e di volumi di investimento – sui vari cluster esaminati nell'ambito dell'analisi 'From Inception'.

## The impact of Write Offs on 2015 performance

This section provides a more detailed outline of Write Offs recorded in 2015, in order to better understand their evolution and their incidence – by number and by investment size – across the various clusters analysed in the ‘From Inception’ analysis.

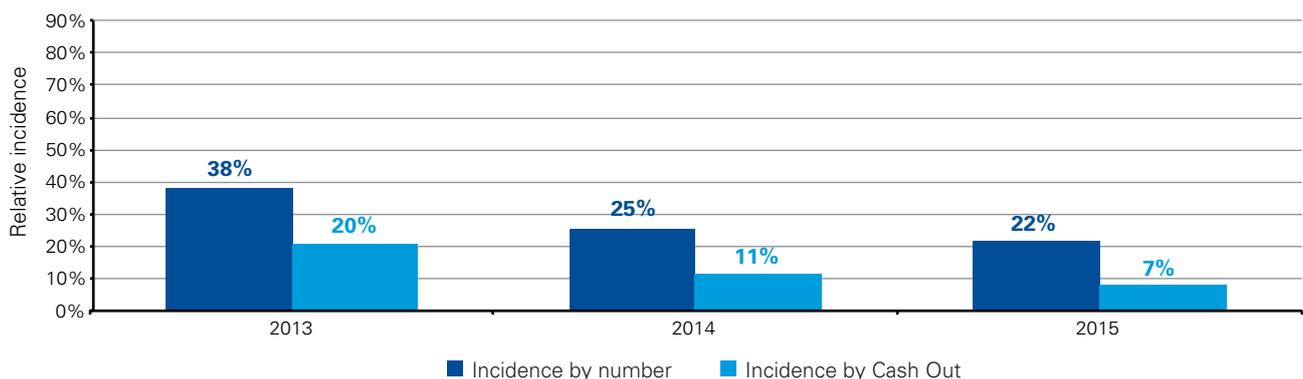
As already noted both total Write Offs (i.e. depreciation of 100% of the investment value) and partial Write Offs have been considered in the ‘From Inception’ analysis; for the purposes of this survey, partial Write Offs refer to those transactions that have been significantly written down (i.e. by more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

**CHART 7 – Write Offs (by Cash Out and by number) in 2015**



Among the 74 monitored operations in 2015, 16 can be classified as Write Offs, of which 14 were total Write Offs and 2 were partial. In 2014 there were 24 Write Offs (16 total and 8 partial). The overall incidence of Write Offs in the 2015 sample stands at about 21.6% by number (vs 25.0% in 2014) and at about 7.5% in terms of Cash Out (vs 11.0% in 2014).

**CHART 8 – Incidence of Write Off in 2013-2015 (by number and by Cash Out)**



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

#### **GRAFICO VII – Write Off (per Cash Out e per numero) nel 2015**

Delle 74 operazioni monitorate nel 2015, 16 sono relative a Write Off di cui 14 totali e 2 parziali. Nel 2014 i Write Off sono stati 24, di cui 16 totali e 8 parziali.

Nel 2015 l'incidenza dei Write Off risulta del 21,6% per numero (vs 25.0% nel 2014) e circa dell'7,5% per ammontare investito (vs 11,0% nel 2014).

#### **GRAFICO VIII – Incidenza (per numero e per Cash Out) dei Write Off nel triennio 2013-2015**

La performance positiva di questi anni è connessa alla riduzione e all'impatto dei Write Off.

Nel periodo 2013-2015 vi è stata una riduzione dell'incidenza dei Write Off sia per numero (circa il 17%) che per Cash Out (circa il 12%).

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

Più della metà dei Write Off sono inerenti a piccole aziende (i.e. con fatturato < Euro 10 mln), con un'incidenza in termini di Cash Out pari al 13%. D'altra parte, non sono stati registrati Write Off ascrivibili a target di grandi dimensioni (i.e. fatturato > Euro 250 mln). Va notato che il 69% del Cash Out è relativo ai deal della classe di fatturato 125-250 mln.

#### **GRAFICO X – Write Off 2015: breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target (incidenza relativa per numero e per Cash Out)**

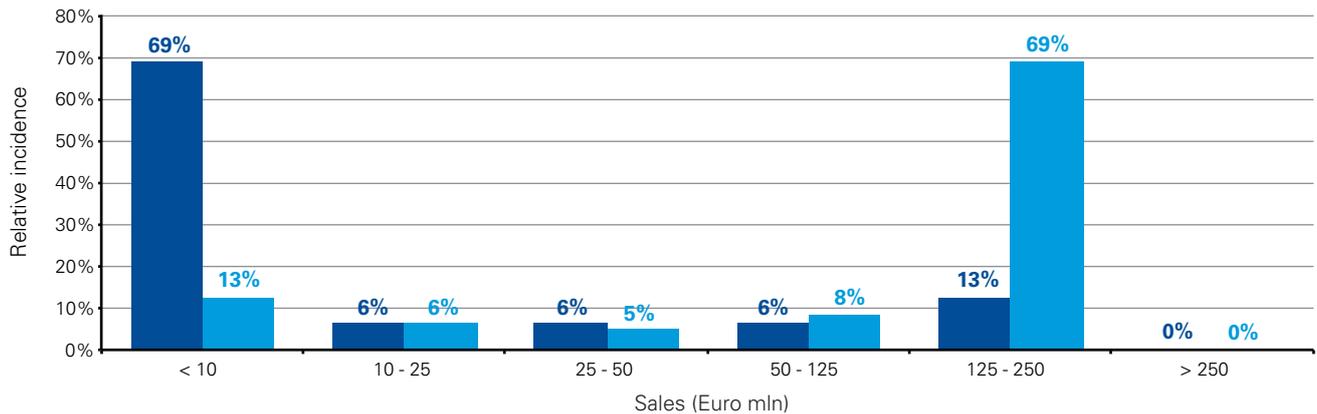
L'analisi dei Write Off per fase del ciclo di vita delle aziende target evidenzia uno scenario simile a quello osservato nel 2014

- in termini di incidenza relativa le operazioni Early Stage confermano la loro prevalenza (i.e. 63% nel 2015 vs 42% nel 2014);
- in termini di incidenza per Cash Out le MBO/MBI rappresentano più del 50% del totale dei Write Off (i.e. 74% nel 2015 vs 59% nel 2014).

The positive yearly performance is connected with the decrease in Write Offs.

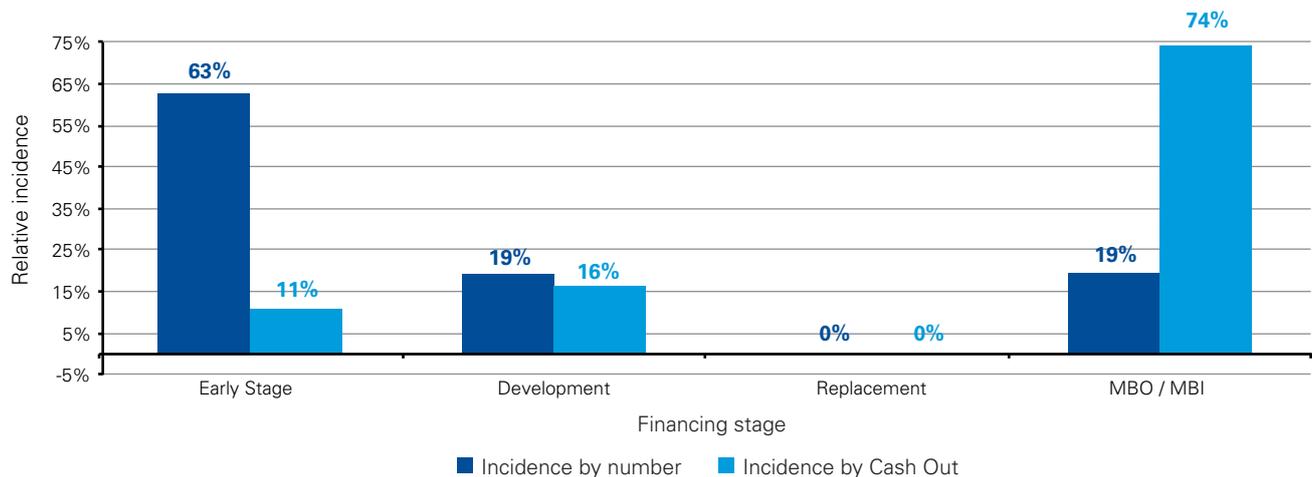
In the period 2013-2015 Write Offs incidence reduction was roughly 17% by number and 12% by Cash Out.

**CHART 9 – 2015 Write Off: breakdown by target size (incidence by number and by Cash Out)**



More than half of Write-Offs were related to small companies (i.e. turnover < Euro 10 mln), with an incidence equal to 13% in terms of Cash Out. On the other hand, no Write-offs were registered in the large companies segment (i.e. turnover > Euro 250 mln). Must be noted that 69% of Cash Out is related to the 125-250 mln turnover segment.

**CHART 10 – 2015 Write Off: breakdown by financing stage (incidence by number and by Cash Out)**



The Write-Off analysis based on the financing stage highlighted a scenario similar to the one observed in 2014:

- In terms of incidence by number Early Stage confirmed its prevalence (i.e. 63% in 2015 vs 42% in 2014);
- In terms of incidence by Cash Out, MBO/MBI represented more than 50% of total Write Offs (i.e. 74% in 2015 vs 59% in 2014).



## 1, 3, 5 and 10 year performance

### 'By Horizon' Gross Pooled IRR

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

Concerning investments still in portfolio, it is worth noting that the year-end valuation has been provided directly by the Private Equity Houses; furthermore it should be pointed out that the 'By Horizon' figures are subject to the 'average rolling' method relating to the specific time-frames.

- 1 YR: Gross Pooled IRR analysed in 2015;
- 3 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2013 to 2015;
- 5 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2011 to 2015;
- 10 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2006 to 2015.

**TAB. 6 – 'By Horizon' main sample**

| 2015                                    | 1YR   | 3YR   | 5YR    | 10YR   |
|---|-------|-------|--------|--------|
| Active PE houses                        | 35    | 68    | 93     | 128    |
| No. of transactions                     | 80    | 293   | 574    | 1,125  |
| of which: - <i>realised investments</i> | -     | 23    | 117    | 440    |
| - <i>investments still in portfolio</i> | 80    | 270   | 457    | 686    |
| Average investment size (Euro mln)      | 20.6  | 18.1  | 16.7   | 17.8   |
| Total Cash Out (Euro mln)               | 1,651 | 5,293 | 9,578  | 20,081 |
| Total Cash In (Euro mln)                | 1,649 | 6,790 | 12,194 | 27,554 |
| Average (implied) cash multiple         | 1.0x  | 1.3x  | 1.3x   | 1.4x   |

The structure and composition of the samples (in terms of number of active Private Equity Houses involved, number of transactions and investment volume), across the different time-frames considered, should ensure a reliable and statistically significant analysis.

Focusing on the 1YR horizon (which includes the investments made in 2015), we observed 80 new investments in 2015 vs 91 in 2014. The related investment size increased by about 66% (i.e. Euro 20.6 mln in 2015 vs Euro 12.4 mln in 2014); the general increase can possibly be explained by the presence of some big investments made by a small number of the biggest players in the market. On the opposite, the average investment size in the 10YR Horizon remained stable.

The cash multiples, observed in the 3YR, experienced a small increase (i.e. 1.3x in 2015 5YR vs 1.1x in 2014 5YR) while the 10YR horizon remained stable at 1.4x.

## Le performance a 1, 3, 5 e 10 anni

### IRR Lordo Aggregato 'By Horizon'

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

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

- 1 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel 2015;
- 3 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2013-2015;
- 5 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2011-2015;
- 10 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2006-2015.

**TAB. 6 – Il campione 'By Horizon'**

| 2015  | 1YR   | 3YR   | 5YR    | 10YR   |
|---|-------|-------|--------|--------|
| Operatori che presentano investimenti         | 35    | 68    | 93     | 128    |
| Numero di transazioni                         | 80    | 293   | 574    | 1.125  |
| di cui: - partecipazioni disinvestite         | -     | 23    | 117    | 440    |
| - partecipazioni ancora in portafoglio        | 80    | 270   | 457    | 686    |
| Dimensione media dell'investimento (Euro mln) | 20,6  | 18,1  | 16,7   | 17,8   |
| Cash Out complessivo (Euro mln)               | 1.651 | 5.293 | 9.578  | 20.081 |
| Cash In complessivo (Euro mln)                | 1.649 | 6.790 | 12.194 | 27.554 |
| Cash multiple (implicito) medio               | 1,0x  | 1,3x  | 1,3x   | 1,4x   |

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

Focalizzando l'attenzione sull'orizzonte 1YR (contenente tutti i nuovi investimenti effettuati nel corso del 2015), si registrano 80 nuovi investimenti contro 91 dell'1YR 2014. La dimensione media degli investimenti risulta cresciuta di circa il 66% (i.e. Euro 20,6 mln nel 2015 vs Euro 12,4 mln nel 2014); questo aumento può essere generalmente spiegato dal fatto che alcuni dei player più grandi hanno effettuato relativamente pochi investimenti di importi particolarmente significativi. Sull'orizzonte 10YR la dimensione media degli investimenti è rimasta stabile.

**TAB. 7 – ‘By Horizon’ performance**

| 2015                               | 3YR   | 5YR   | 10YR  |
|------------------------------------|-------|-------|-------|
| Yearly Pooled IRR                  | 23.9% | 12.2% | 8.8%  |
| Upper quarter (by performance)     | 33.8% | 29.9% | 25.3% |
| Upper quarter (by investment size) | 25.8% | 12.8% | 9.0%  |

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

The comparison of By Horizon performance between 2014 and 2015 highlighted different trends. Focusing on the 10YR Horizon (the most statistically significant), we observed a slight decrease of the overall performance: 8.8% in 2015 vs 10.0% in 2014. The upper quarter by performance showed a worsening scenario (i.e. 25.3% in 2015 vs 34.0% in 2014) as well as the upper quarter by investment size (i.e. 9.0% in 2015 vs 10.3% in 2014).

Focusing on 3YR horizon, we observe an important increase of the overall performance: 23.9% in 2015 vs 8.9% in 2014. This is mainly due to the significant impact of certain specific transaction realized during 2013, 2014 and 2015.

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

|                                | 2013  |       |       |       | 2014   |       |       |       | 2015   |       |       |       |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|                                | 1YR   | 3YR   | 5YR   | 10YR  | 1YR    | 3YR   | 5YR   | 10YR  | 1YR    | 3YR   | 5YR   | 10YR  |
| Realised investments           | 0.0%  | 5.9%  | 9.8%  | 26.7% | 0.0%   | 8.2%  | 12.3% | 27.0% | 0.0%   | 6.1%  | 13.9% | 26.1% |
| Write Offs                     | 1.0%  | 6.1%  | 8.4%  | 12.3% | 0.0%   | 4.0%  | 7.4%  | 13.1% | 0.0%   | 1.7%  | 6.4%  | 13.0% |
| Investments still in portfolio | 99.0% | 88.0% | 81.8% | 61.0% | 100.0% | 87.8% | 80.3% | 59.9% | 100.0% | 92.2% | 79.6% | 60.9% |

The breakdown of investments included in the ‘By Horizon’ sample highlights that in the 2015 10YR horizon (i.e. containing all the investments made in the last decade) about 60% of the investments is still in portfolio and only 26% has been divested, while the remaining 13% was subject to Write Off. Overall, in the period analysed (i.e. 2013-2015), we observed high levels of investments still in portfolio (i.e. 61% in 2013 vs 60% in 2014 vs 61% in 2015) reflecting the progressive extension of the holding period.

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

| 10YR  | No. of transactions |       |       | Cash Out |        |        |
|---|---------------------|-------|-------|----------|--------|--------|
|   | 2013                | 2014  | 2015  | 2013     | 2014   | 2015   |
| Book value deals                                  | 56.4%               | 58.8% | 51.8% | 27.9%    | 34.8%  | 30.7%  |
| Revalued deals                                    | 26.6%               | 24.9% | 28.6% | 51.4%    | 45.0%  | 42.8%  |
| Devalued deals                                    | 17.0%               | 16.3% | 19.6% | 20.7%    | 20.1%  | 26.6%  |
| Investments still in portfolio (No. and Euro mln) | 677                 | 687   | 685   | 10,728   | 10,013 | 10,339 |

Il multiplo medio di uscita implicito (i.e. 'cash multiple') con riferimento all'orizzonte 3YR mostra un piccolo aumento (i.e. 1,3x nel 5YR 2015 vs 1,1x nel 5YR 2014) mentre nell'orizzonte 10YR è rimasto stabile a 1,4x.

**TAB. 7 – Le performance 'By Horizon'**

| 2015                                       | 3YR   | 5YR   | 10YR  |
|--|-------|-------|-------|
| IRR Lordo Aggregato                        | 23,9% | 12,2% | 8,8%  |
| Quartile superiore per performance         | 33,8% | 29,9% | 25,3% |
| Quartile superiore per ammontare investito | 25,8% | 12,8% | 9,0%  |

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

I prospetti relativi alle performance del biennio 2014-2015 evidenziano trend differenti. Focalizzando l'attenzione sull'orizzonte 10YR (il più significativo dal punto di vista statistico), possiamo osservare un leggero calo in termini di IRR (i.e. 8,8% nel 2015 vs 10,0% nel 2014).

Il quartile superiore per performance mostra un peggioramento (i.e. 25,3% nel 2015 vs 34,0% nel 2014), così come quello per ammontare investito (i.e. 9,0% nel 2015 vs 10,3% nel 2014).

Concentrando l'attenzione sull'orizzonte 3YR si può notare un importante aumento della performance generale: 23,9% nel 2015 vs 8,9% nel 2014. Questo è principalmente dovuto al significativo impatto di certe specifiche transazioni che si sono verificate durante il 2013, 2014 e il 2015.

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

|                                      | 2013  |       |       |       | 2014   |       |       |       | 2015   |       |       |       |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|                                      | 1YR   | 3YR   | 5YR   | 10YR  | 1YR    | 3YR   | 5YR   | 10YR  | 1YR    | 3YR   | 5YR   | 10YR  |
| Partecipazioni disinvestite          | 0,0%  | 5,9%  | 9,8%  | 26,7% | 0,0%   | 8,2%  | 12,3% | 27,0% | 0,0%   | 6,1%  | 13,9% | 26,1% |
| Write Off                            | 1,0%  | 6,1%  | 8,4%  | 12,3% | 0,0%   | 4,0%  | 7,4%  | 13,1% | 0,0%   | 1,7%  | 6,4%  | 13,0% |
| Partecipazioni ancora in portafoglio | 99,0% | 88,0% | 81,8% | 61,0% | 100,0% | 87,8% | 80,3% | 59,9% | 100,0% | 92,2% | 79,6% | 60,9% |

Il dettaglio delle partecipazioni incluse nel campione evidenzia come, nel 2015, con riferimento all'orizzonte 10YR (i.e. orizzonte che include tutte le partecipazioni acquisite nell'ultimo decennio), circa il 60% delle partecipazioni risulti ancora in portafoglio e circa solo il 26% sia stato disinvestito, mentre il rimanente 13% sia stato oggetto di Write Off. Nel triennio di analisi (i.e. 2013-2015) si osserva un generale allineamento dei risultati; tale evidenza suggerisce un progressivo allungamento dei tempi medi di permanenza delle partecipazioni nei portafogli dei fondi.



Focusing on the longest and most statistically significant time-frame (i.e. 10YR), the analysis of investments still in portfolio confirmed the consolidated practice of many Private Equity Houses of measuring the investments still in portfolio at cost: indeed we observed a lower figure in terms of number incidence even if the incidence remains higher than 50% (i.e. 51.8% in 2015 vs 58.8% in 2014) and a slight reduction by Cash Out (i.e. 30.7% in 2015 vs 34.8% in 2014).

The revalued deals showed an increase by number (i.e. 28.6% in 2015 vs 24.9% in 2014) and a reduction by Cash Out (i.e. 42.8% in 2015 vs 45.0% in 2014).

Depreciated deals rose both by number (i.e. 19.6% in 2015 vs 16.3% in 2014) and by Cash Out (i.e. 26.6% in 2015 vs 20.1% in 2014). It should be pointed out that the 'depreciated deals' cluster does not include Write Offs (neither partial, nor total), as they are considered, for the purpose of these analyses, within realised investments.

To sum up it seems that operators, especially after the uncertainty generated by the persisting crisis and the financial markets' volatility, are more conservative when it comes to change investments' valuation criteria, even though it seems that the situation is starting to change.

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

| 10YR   | No. transazioni |       |       | Cash Out |        |        |
|--|-----------------|-------|-------|----------|--------|--------|
|  | 2013            | 2014  | 2015  | 2013     | 2014   | 2015   |
| Partecipazioni valutate al 'valore di carico'          | 56,4%           | 58,8% | 51,8% | 27,9%    | 34,8%  | 30,7%  |
| Partecipazioni rivalutate                              | 26,6%           | 24,9% | 28,6% | 51,4%    | 45,0%  | 42,8%  |
| Partecipazioni svalutate                               | 17,0%           | 16,3% | 19,6% | 20,7%    | 20,1%  | 26,6%  |
| Investimenti ancora in portafoglio<br>(No. e Euro mln) | 677             | 687   | 685   | 10.728   | 10.013 | 10.339 |

Focalizzando l'analisi sulle sole partecipazioni ancora in portafoglio, con particolare attenzione all'orizzonte temporale più ampio e significativo (10YR), si conferma la consolidata prassi degli operatori di valorizzare le partecipazioni ancora in portafoglio al loro valore di carico: tale fenomeno risulta in leggera diminuzione in termini numerici pur rimanendo sopra la soglia del 50% (i.e. 51,8% nel 2015 vs 58,8% nel 2014) e decrescente se si considerano i volumi d'investimento (i.e. 30,7% nel 2015 vs 34,8% nel 2014).

Le partecipazioni rivalutate mostrano invece un aumento in termini numerici (i.e. 28,6% nel 2015 vs 24,9% nel 2014), e una lieve riduzione in termini di Cash Out (i.e. 42,8% nel 2015 vs 54,0% nel 2014).

Le partecipazioni svalutate sono cresciute sia in termini numerici (i.e. 19,6% nel 2015 vs 16,3% nel 2014) che in termini di Cash Out (i.e. 26,6% nel 2015 vs 20,1% nel 2014). In particolare, è opportuno rammentare che il cluster 'partecipazioni svalutate' non include, ai fini dell'analisi in oggetto, i Write Off (in quanto questi ultimi sono considerati come disinvestimenti).

Riassumendo, sembra che gli operatori siano divenuti più cauti a modificare i criteri di valutazione dei propri investimenti, specialmente a seguito del clima d'incertezza generato dal perdurare della crisi e dalla volatilità dei mercati finanziari, anche se potrebbe sembrare che la situazione stia cominciando a cambiare.

## Analysis of performance by Private Equity House category

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

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

|                      | No. of transactions |      | Cash In (Euro mln) |       | Cash Out (Euro mln) |      | Yearly Pooled IRR |       |
|----------------------|---------------------|------|--------------------|-------|---------------------|------|-------------------|-------|
|                      | 2014                | 2015 | 2014               | 2015  | 2014                | 2015 | 2014              | 2015  |
| Country Fund/SGR     | 82                  | 67   | 813                | 1,336 | 558                 | 745  | 20.7%             | 10.8% |
| Banks                | 10                  | 3    | 534                | 192   | 408                 | 183  | 8.0%              | 1.6%  |
| Pan-European PE firm | 3                   | 4    | 1,044              | 1,805 | 307                 | 454  | 23.0%             | 31.8% |

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

In terms of investment volume, Country Fund/SGR took the lead of the sample both by number of closed deals and by Cash Out (i.e. 53.9% in 2015 vs 43.8% in 2014), while Banks recorded a remarkable decrease in terms of Cash Out incidence (i.e. -58%) mainly due to the fact that in 2014 the figure was influenced by a big transaction. In 2015 investment volumes of Pan European Private Equity firms increased with respect to 2014.

In terms of returns, Country Funds/SGR recorded, in 2015, a decreasing performance to 10.8% in 2015 from 20.7% in 2014. Banks experienced a similar trend passing to 1.6% in 2015 from 8.0% in 2014. Pan-European Private Equity firms, only with 4 transactions, recorded higher returns (i.e. 31.8% in 2015 vs 23.0% in 2014).

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

## Analisi della performance per tipologia di operatore

In linea con le precedenti edizioni, si propone una specifica analisi della performance per tipologia di operatore. In sostanza, tale focus di analisi mira a segmentare il panel di riferimento in tre sotto-campioni (i.e. Country Fund/SGR, Banche e Pan-European Private Equity firm), al fine di analizzarne le relative dinamiche in termini sia di volumi di investimento, sia di IRR Lordo Aggregato (i.e. sia 'From Inception', sia 'By Horizon').

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

|                      | No. transazioni |      | Cash In (Euro mln) |       | Cash Out (Euro mln) |      | IRR Lordo Aggregato |       |
|----------------------|-----------------|------|--------------------|-------|---------------------|------|---------------------|-------|
|                      | 2014            | 2015 | 2014               | 2015  | 2014                | 2015 | 2014                | 2015  |
| Country Fund/SGR     | 82              | 67   | 813                | 1.336 | 558                 | 745  | 20,7%               | 10,8% |
| Banche               | 10              | 3    | 534                | 192   | 408                 | 183  | 8,0%                | 1,6%  |
| Pan-European PE firm | 3               | 4    | 1.044              | 1.805 | 307                 | 454  | 23,0%               | 31,8% |

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

In termini di volumi di investimento si osserva, nel 2015, come i Country Fund/SGR dominino il campione sia in termini di incidenza relativa per numero sia in termini di incidenza relativa per Cash Out (i.e. 53,9% nel 2015 vs 43,8% nel 2014), mentre gli operatori di emanazione bancaria registrano una diminuzione significativa in termini di incidenza per Cash Out (i.e. -58%), ciò è principalmente dovuto al fatto che il 2014 era stato influenzato da una importante transazione particolarmente positiva.

Nel 2015 i volumi d'investimento dei fondi Pan Europei risultano aumentati rispetto all'anno precedente.

In termini di rendimenti, i Country Fund/SGR registrano una performance positiva ma in riduzione rispetto all'anno precedente, giungendo a 10,8% nel 2015 da 20,7% nel 2014. Gli operatori bancari mostrano un andamento simile delle loro performance (i.e. 1,6% nel 2015 vs 8,0% nel 2014). I fondi internazionali, sebbene con sole 4 operazioni, conseguono risultati crescenti (i.e. 31,8% nel 2015 vs 23,0% nel 2014).

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

# Appendix

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

**TAB. 11 – IRR 'From Inception' distribution by way out**

|                     | Trade Sale |       |
|---------------------|------------|-------|
|                     | 2014       | 2015  |
| No. of transactions | 63         | 56    |
| Yearly Pooled IRR   | 15.6%      | 20.3% |

**TAB. 12 – 2015 IRR 'From Inception' distribution by time gap between first investment and divestment**

| 2015                | < 2   | 2 - 3 | 3 - 4 | 4 - 5 | 5 - 7 | > 7  |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| No. of transactions | 5     | 10    | 18    | 13    | 10    | 18   |
| Yearly Pooled IRR   | 52.3% | 55.8% | 35.2% | 20.4% | 9.2%  | 8.8% |

**TAB. 13 – 2015 IRR 'From Inception' distribution by target industry**

| Sector                               | No. of transactions | Yearly Pooled IRR | Cash In (Euro mln) | Cash Out (Euro mln) |
|--------------------------------------|---------------------|-------------------|--------------------|---------------------|
| Food&Beverage                        | 9                   | 6.1%              | 195                | 143                 |
| Industrial manufacturing and similar | 8                   | 1.0%              | 110                | 101                 |
| Energy and Chemicals                 | 8                   | 57.0%             | 102                | 18                  |
| ICT                                  | 11                  | 9.0%              | 39                 | 24                  |
| Consumer goods                       | 13                  | 27.6%             | 586                | 170                 |
| Biotechnology                        | 0                   | -                 | -                  | -                   |
| Financial Institutions               | 5                   | 22.8%             | 856                | 237                 |
| Pharma-Healthcare                    | 2                   | Negative          | 0                  | 2                   |
| Transportation-Infrastructures       | 6                   | 9.2%              | 468                | 315                 |
| Other                                | 12                  | 37.4%             | 976                | 372                 |

**TAB. 14 – 2015 IRR 'From Inception' distribution by stake held**

| Stake held | No. of transactions | Yearly Pooled IRR | Cash In (Euro mln) | Cash Out (Euro mln) |
|------------|---------------------|-------------------|--------------------|---------------------|
| <5%        | 1                   | 37.0%             | 6                  | 2                   |
| 5% - 10%   | 4                   | 24.8%             | 16                 | 6                   |
| 10% - 25%  | 23                  | 2.0%              | 295                | 273                 |
| 25% - 50%  | 24                  | 15.6%             | 974                | 399                 |
| >50%       | 22                  | 23.0%             | 2,042              | 702                 |

# Appendice

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

**TAB. 11 – Breakdown IRR 'From Inception' per modalità di way out**

|                     | Trade Sale |       |
|---------------------|------------|-------|
|                     | 2014       | 2015  |
| No. transazioni     | 63         | 56    |
| IRR Lordo Aggregato | 15,6%      | 20,3% |

**TAB. 12 – Breakdown IRR 2015 'From Inception' per time gap compreso tra il primo investimento e la dismissione**

| 2015                | < 2   | 2 - 3 | 3 - 4 | 4 - 5 | 5 - 7 | > 7  |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| No. transazioni     | 5     | 10    | 18    | 13    | 10    | 18   |
| IRR Lordo Aggregato | 52,3% | 55,8% | 35,2% | 20,4% | 9,2%  | 8,8% |

**TAB. 13 – Breakdown IRR 2015 'From Inception' per settore delle aziende target**

| Settore                            | No. transazioni | IRR Lordo Aggregato | Cash In (Euro mln) | Cash Out (Euro mln) |
|------------------------------------|-----------------|---------------------|--------------------|---------------------|
| Agroalimentare                     | 9               | 6,1%                | 195                | 143                 |
| Produzioni industriali e collegate | 8               | 1,0%                | 110                | 101                 |
| Chimico-Energetico                 | 8               | 57,0%               | 102                | 18                  |
| ICT                                | 11              | 9,0%                | 39                 | 24                  |
| Produzione beni di consumo         | 13              | 27,6%               | 586                | 170                 |
| Biotechologie                      | 0               | -                   | -                  | -                   |
| Finanziario                        | 5               | 22,8%               | 856                | 237                 |
| Farmaceutico-Sanitario             | 2               | Negative            | 0                  | 2                   |
| Trasporti-Infrastrutture           | 6               | 9,2%                | 468                | 315                 |
| Altro                              | 12              | 37,4%               | 976                | 372                 |

**TAB. 14 – Breakdown IRR 2015 'From Inception' per quota di capitale**

| Quota detenuta | No. transazioni | IRR Lordo Aggregato | Cash In (Euro mln) | Cash Out (Euro mln) |
|----------------|-----------------|---------------------|--------------------|---------------------|
| <5%            | 1               | 37,0%               | 6                  | 2                   |
| 5% - 10%       | 4               | 24,8%               | 16                 | 6                   |
| 10% - 25%      | 23              | 2,0%                | 295                | 273                 |
| 25% - 50%      | 24              | 15,6%               | 974                | 399                 |
| >50%           | 22              | 23,0%               | 2.042              | 702                 |





## Contacts

### Maximilian P. Fiani

Partner

**KPMG Corporate Finance**

Tel. +39 02 6764 3647

Email: mfiani@kpmg.it

### Gavina Valentina Tedde

Supervising Senior

**KPMG Transaction Services**

Tel: +39 02 67631

Email: gtedde@kpmg.it

### Paolo Mascaretti

Partner

**Head of KPMG Private Equity Line of Business**

Tel. +39 02 6764 3776

Email: pmascaretti@kpmg.it

### Matteo Landriscina

Executive

**KPMG Corporate Finance**

Tel: +39 02 67631

Email: mlandriscina@kpmg.it

[kpmg.com/it](http://kpmg.com/it)

[kpmg.com/app](http://kpmg.com/app)



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.

© 2016 KPMG Advisory S.p.A., an Italian limited liability share capital company and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.  
The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.

Printed in Italy  
Publication date: April 2016

© 2016 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 sono marchi registrati di KPMG International.

Stampato in Italia  
Data di pubblicazione: Aprile 2016

Grafica: New! srl - [www.newadv.com](http://www.newadv.com)