



CORPORATE FINANCE – PRIVATE EQUITY

## 2006: a successful year!

Italian Private Equity and Venture Capital market:  
2006 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 104,000 professionals worldwide, member firms provide audit, tax and advisory services in 144 Countries. The KPMG Corporate Finance global network includes about 1,800 professionals in 51 Countries, including Italy, with more than 50 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 Beniamino Viscogliosi.

## AIFI

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

# KPMG Corporate Finance

KPMG International è composta da un network di società che offrono servizi professionali, quali revisione, consulenza fiscale ed aziendale con focus settoriale. Con circa 104.000 professionisti a livello mondiale, le società del network offrono servizi di revisione, consulenza fiscale ed aziendale in 144 Paesi. Il network internazionale di KPMG Corporate Finance comprende circa 1.800 professionisti in 51 Paesi, tra cui l'Italia, che dispone di oltre 50 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 Beniamino Viscogliosi.

## AIFI

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

## 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 market performances in 2006

How did 2006 perform?	12
3, 5 and 10 years performances	20
Different categories of Private Equity Houses, different performances	26
A comparison with the international markets	32

### Appendix

## Sommario

### Background

Finalità del rapporto ed informazioni utilizzate	5
Definizioni e glossario	7
Premessa metodologica	7
Contesto macroeconomico italiano	9

### Le performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2006

Come è andato il 2006?	13
Le performance a 3, 5 e 10 anni	21
Diverse tipologie di operatori, diverse performance	27
Un confronto con i mercati internazionali	33

### Appendice

## Background

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

In light of a more than ten-years collaboration, KPMG Corporate Finance and the Italian Private Equity and Venture Capital Association (AIFI) have prepared an analysis of the performances of the Private Equity and Venture Capital transactions undertaken by Private Equity Houses operating in Italy in 2006.

Thanks to the annual surveys on market returns carried out by KPMG Corporate Finance with AIFI since 1996, the performances of the domestic Private Equity and Venture Capital market can be measured, on an aggregate level, in terms of Internal Rate of Return (IRR).

The aim of this report is to provide a general overview of the current status and possible developments of the Private Equity and Venture Capital sector, commenting on the performances based on the review of the figures and data provided by the key Private Equity Houses operating in the domestic market.

Specifically, the report provides a detailed picture of the 2006 market performances, including references to historical data where appropriate.

## Background

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

In virtù di un rapporto di collaborazione ormai ultradecennale, KPMG Corporate Finance e l'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI) hanno sviluppato un'analisi volta a monitorare le performance registrate dalle operazioni di Private Equity e Venture Capital che hanno coinvolto i principali operatori attivi in Italia nel 2006.

Attraverso la ricerca sui rendimenti di mercato che, fin dal 1996, KPMG Corporate Finance conduce in collaborazione con AIFI, è stato possibile desumere un quadro di sintesi che, a livello aggregato, descrive le performance (in termini di Tasso Interno di Rendimento) fatte registrare dal mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nell'orizzonte temporale di riferimento.

In sostanza, il presente studio, sulla base di informazioni desunte direttamente dagli operatori del mercato italiano, si propone di fornire un'overview dello "stato dell'arte" del settore del Private Equity e Venture Capital in Italia, evidenziando altresì le possibili dinamiche evolutive, in termini di performance, che potranno interessare il mercato nell'immediato futuro.

Nello specifico, il documento contiene un quadro dettagliato delle performance di mercato registrate nell'anno 2006, integrato con opportuni riferimenti a dati storici.

### Definitions and glossary

- **AIFI** – Italian Private Equity and Venture Capital Association.
- **Bank** – institution where one can place and borrow money and take care of financial affairs; in this document, there is a particular focus on banks which make investments in risk capital.
- **CAGR** – Compound Annual Growth Rate.
- **Country Fund** – the term indicates an international player mainly focused on the Italian market.
- **Development** – type of investment in Venture Capital made during a company's development stage, intended to expand an existing 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 compound 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.
- **Pan-European Private Equity firm** – players that manage or advise, through a network of advisors, a significant amount of money, mainly raised from European or worldwide mega funds, often without any specific geographical allocation.
- **Private Equity and Venture Capital activities** – this term is used to describe the sector of investments in risk capital made by professional investors.
- **Replacement** – type of investment in risk capital mainly made in order to replace minority shareholders.
- **SGR** – the SGR is the management company authorised by Italian Law to manage closed-end funds.

### Methodology

The analyses presented in this document and all the information and data used to calculate market performances 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 Gross Pooled IRR, calculated using monthly flows. It should be pointed out that this return is calculated as a weighted average of the performances related to total transactions realized by Private Equity Houses and not as an average of the performances obtained by each Private Equity House. In practice, the Italian market is considered as an unique Private Equity House, whose total return is given by the total amount of inflows and outflows related to the monitored transactions.

It should be pointed out that, because of the lack of some information, the analyses concerning specific sub-categories (derived from the main sample) have been sometimes developed on the basis of case by case "clusterised" sub-samples.

### Definizioni e glossario

- **AIFI** – Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital.
- **Attività di Private Equity e Venture Capital** – tale termine definisce il settore degli investimenti nel capitale di rischio realizzati da investitori professionali.
- **Banca** – impresa che svolge i compiti di fornire alla clientela mezzi di pagamento e di intermediazione tra offerta e domanda di capitali; nel presente documento si fa particolare riferimento a banche che svolgono, direttamente o tramite strutture dedicate, anche attività di investimento in capitale di rischio.
- **CAGR** – tasso di crescita medio annuo composto (Compound Annual Growth Rate).
- **Country Fund** – operatore (di diritto estero) specificatamente dedicato al mercato italiano.
- **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 (Internal Rate of Return)** – rendimento annuo composto di un'attività di investimento, calcolato sulla base dei relativi flussi in entrata ed in uscita.
- **MBO/MBI (Management Buy Out/Management Buy In)** – operazione di acquisizione di un'impresa risultante in una struttura proprietaria che vede al suo interno un gruppo di manager; a seconda che il management sia interno o esterno alla società stessa, si parla rispettivamente di Buy Out o di Buy In.
- **Pan-European Private Equity firm** – società operante, attraverso una rete 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 esclusiva, l'attività di istituzione e di gestione di fondi (chiusi) di investimento.

### Premessa metodologica

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

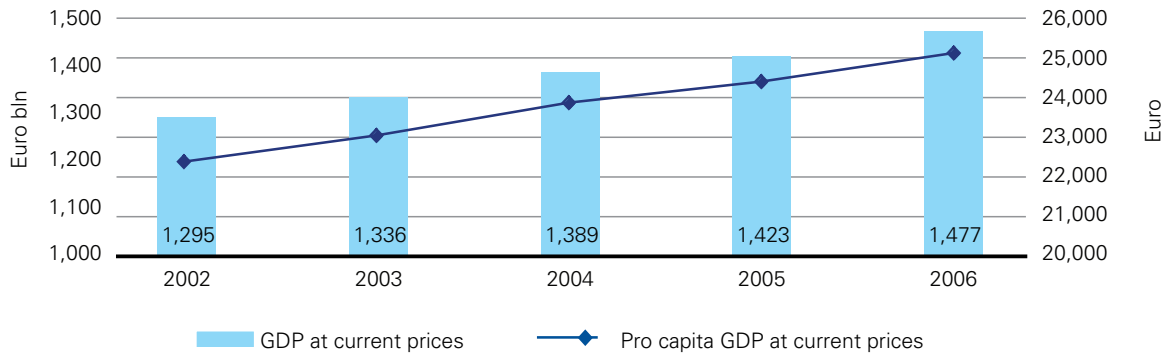
I dati di performance presentati sono forniti in termini di IRR Lordo Aggregato, calcolato sulla base di flussi mensili. In particolare, si segnala come tale dato rappresenti la media ponderata dei rendimenti della totalità degli investimenti realizzati dagli operatori e non la media dei rendimenti dei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

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

### The Italian macroeconomic framework

A brief overview of the key factors that affected the domestic economy in the five years from 2002 to 2006 is provided below, in order to give a clear view of where the Private Equity and Venture Capital sector fits into the macro economy.

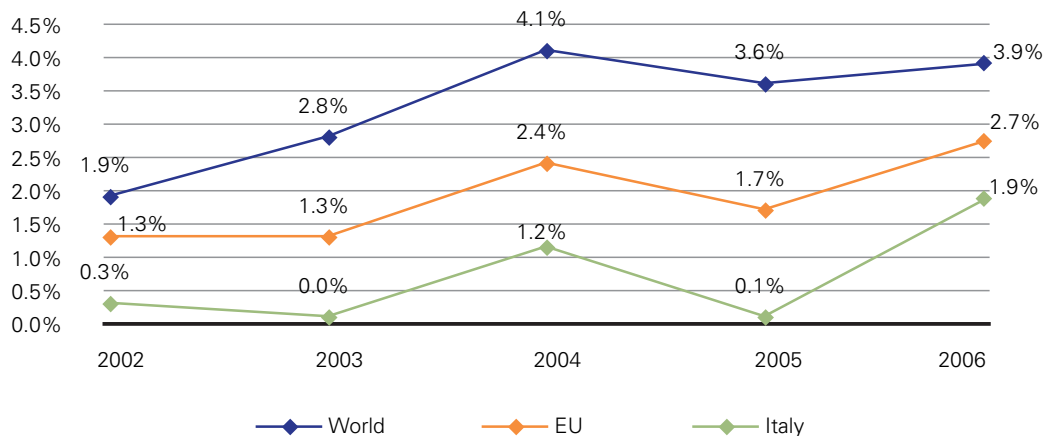
**CHART 1 – Italian economic growth**



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

Italian GDP grew at current prices from Euro 1,295 billion in 2002 to Euro 1,477 billion in 2006, with a CAGR at around 3.33%. The pro capita GDP showed a similar growth trend, reflecting a substantially stable demographic trend.

**CHART 2 – Real GDP growth**



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

A look at the international real GDP growth shows that the world economy has been experiencing a substantially positive phase, which peaked in 2004. However, the last two years have been characterised by a slight slowdown, confirmed also by the 2007 forecast (i.e. expected world real GDP growth at around 3.3%). On the contrary, the European economy, still being below the world benchmark, showed a great acceleration in the recent months, confirming analysts' expectations of a future recovery. In this context, the Italian economy, after the modest growth rate recorded between 2002-2005, now appears to be enjoying a new propulsion (even if the expected real GDP growth in 2007 is around 1.5%).





### **Contesto macroeconomico italiano**

Al fine di inquadrare l'attività del settore del Private Equity e Venture Capital nel contesto economico di riferimento, si fornisce nel seguito una breve disamina dei principali indicatori macroeconomici che hanno caratterizzato l'economia italiana nell'ultimo quinquennio (i.e. 2002-2006).

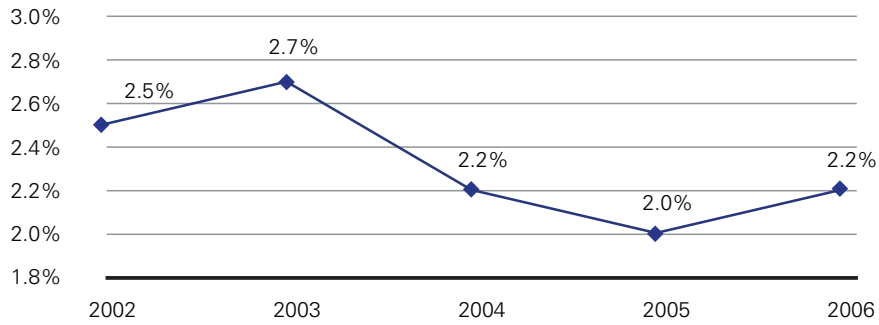
#### **Rif. CHART 1 – Crescita economica Italia**

Nell'orizzonte di riferimento, il Prodotto Interno Lordo italiano a prezzi correnti è passato da Euro 1.295 miliardi nel 2002 ad Euro 1.477 miliardi nel 2006, con un CAGR pari al 3,33%. Il PIL pro-capite ha registrato un trend di crescita sostanzialmente analogo, a testimonianza di un andamento demografico piuttosto stabile.

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

Esaminando l'andamento del PIL reale, si evince come, nel complesso, l'economia mondiale stia attraversando una fase espansiva, il cui picco massimo è stato registrato nel 2004; l'ultimo biennio è stato tuttavia segnato da un lieve rallentamento, confermato peraltro dalle previsioni relative al 2007 (crescita reale del PIL stimata pari a circa il 3,3%). Per contro, la crescita dell'economia europea, benchè si attesti ancora al di sotto del benchmark mondiale, ha fatto registrare nel 2006 un sensibile "balzo" in avanti, comprovando le aspettative di ripresa prospettate da larga parte degli analisti. In tale contesto, l'Italia, che nel periodo 2002-2005 è stata caratterizzata da una fase di crescita particolarmente contenuta, sembrerebbe aver ora avviato una fase positiva, benchè le aspettative per il 2007 mostrino una leggera correzione (tasso di crescita reale stimato pari a circa l'1,5%).

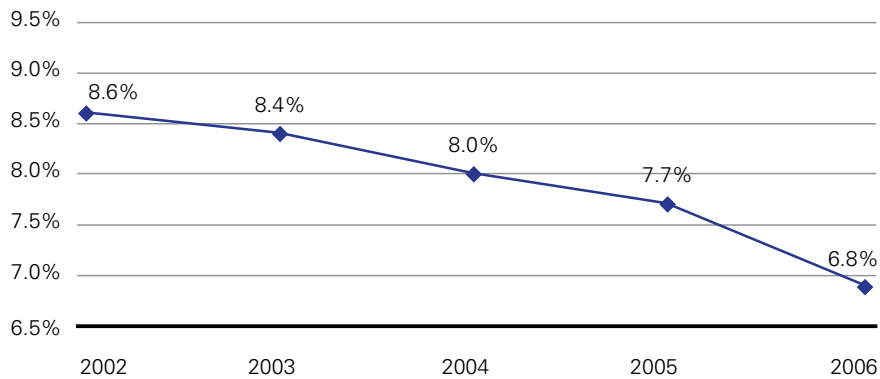
**CHART 3 – Italian inflation rate**



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

After the downturn registered in 2004-2005, the domestic inflation rate showed a slight increase in 2006, in line with the growth trend in the real economy; in any case, analysts predict a new downturn in the following two years, with an expected inflation rate in 2008 equal to about 1.8%.

**CHART 4 – Italian unemployment rate**



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

In Italy, the domestic unemployment rate, set at 6.8% in 2006, continues to steadily decrease (by 5.7% per year in the last five years).



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

In Italia, il tasso di inflazione, dopo il sensibile calo registrato nel biennio 2004-2005, ha mostrato, nel 2006, una lieve inversione di tendenza, in linea peraltro con la ripresa economica in atto; ad ogni modo, le aspettative prevedono un nuovo ulteriore decremento, con un livello di inflazione attesa per il 2008 pari a circa l'1,8%.

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

Il tasso di disoccupazione a livello nazionale, attestandosi nel 2006 al 6,8%, mostra un costante decremento (pari a circa il 5,7% annuo nell'ultimo quinquennio).

## The Italian Private Equity and Venture Capital market performances in 2006

### How did 2006 perform?

The following analyses are based on the performances (in terms of Gross Pooled IRR) of the divestments made by Private Equity Houses during the period surveyed.

In particular, the analysis focused on the main following indicators:

- **“From Inception” Gross Pooled IRR** (defined, according to international standards, as “Gross Pooled IRR on Realised Investments”) i.e. the performances of divestments made during the year;
- **“By Horizon” Gross Pooled IRR** (defined, according to international standards, as “Gross Pooled IRR on All Investments”), showing the performances of investments made and subsequently divested over the period analysed (i.e. 3, 5 and 10 years), using the “rolling average” method; for investments still in portfolio, a year-end value estimation has been considered.

#### “From Inception” Gross Pooled IRR

The following analyses are based on performances measured considering all the outflows (i.e. Cash Out) and the inflows (i.e. Cash In) related to investments disposed (either partially or fully) during specific years. Flows are considered on a pro quota basis for partial divestments.

Considering only those investments effectively disposed during the year and excluding any implicit performance related to investments still in portfolio, this analysis can provide “certain”, objectively verifiable, information about market status.

#### “From Inception” main sample

	2004	2005	2006
No. of companies included in the research panel	39	51	62
No. of companies presenting realised investments	21	23	30
No. of realised investments "From Inception"	69	71	88
Average investment size (Euro mln)	6.2	7.2	10.9
Total Cash Out (Euro mln)	429	512	966
Total Cash In (Euro mln)	883	995	1,956

In 2006, the sample considered in the analysis shows a progressive increase in the number of Private Equity Houses involved in the survey, up from 39 in 2004 to 62 in 2006, reflecting the ongoing fine-tuning and wider coverage of the survey.

The sharp increase in both the number of companies showing realised investments and total transactions carried out “From Inception” is due, in part, to the above-mentioned enlargement of the sample and, more significantly, to the ongoing market recovery.

The significant rise (i.e. by approximately 88%, compared to 2005) in the Cash Out volume is principally due to the increase in the average investment size (i.e. from Euro 7.2 mln in 2005 to Euro 10.9 mln in 2006) and, marginally, to the greater investment activity performed by Private Equity Houses.

## Le performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2006

Le elaborazioni riportate nel presente lavoro fanno riferimento a performance (esprese in termini di IRR Lordo Aggregato) relative esclusivamente ad investimenti effettuati, da parte degli operatori di Private Equity e Venture Capital, nell'orizzonte temporale di riferimento.

In particolare, le analisi si basano su due indicatori principali:

- **IRR Lordo Aggregato "From Inception"** (definito, nella terminologia internazionale, "Gross Pooled IRR on Realised Investments"), che esprime le performance relative alle partecipazioni cedute nel corso dell'anno di riferimento, indipendentemente dal periodo cui risale l'investimento iniziale;
- **IRR Lordo Aggregato "By Horizon"** (definito, nella terminologia internazionale, "Gross Pooled IRR on All Investments"), che sintetizza le performance relative alle partecipazioni acquisite nell'orizzonte temporale di riferimento (i.e. 3, 5 e 10 anni), indipendentemente dal fatto che esse siano state successivamente cedute o risultino ancora in portafoglio (nel qual caso, ai fini del calcolo della performance, si prende a riferimento la stima del valore della partecipazione a fine periodo).

### Come è andato il 2006?

#### IRR Lordo Aggregato "From Inception"

Le analisi presentate nel seguito si basano su performance misurate considerando tutti i flussi di cassa, in uscita (i.e. Cash Out) ed in entrata (i.e. Cash In), relativi alle partecipazioni disinvestite nell'anno di riferimento; in caso di dismissione parziale, i flussi relativi sono considerati "pro-quota".

Considerando esclusivamente gli investimenti dismessi nel corso del periodo ed escludendo dunque eventuali riferimenti a performance implicite di partecipazioni ancora in portafoglio, il metodo di indagine favorisce l'oggettività delle rappresentazioni e la significatività dei risultati desunti.

#### Il campione "From Inception"

	2004	2005	2006
Operatori coinvolti nella ricerca	39	51	62
Operatori che presentano operazioni realizzate	21	23	30
Numero transazioni dismesse	69	71	88
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	6,2	7,2	10,9
Cash Out complessivo (Euro mln)	429	512	966
Cash In complessivo (Euro mln)	883	995	1.956

La struttura del campione considerato nell'analisi mostra un progressivo incremento del numero di operatori coinvolti nella ricerca, che passano dai 39 del 2004 ai 62 del 2006, a testimonianza del sempre maggiore affinamento e livello di copertura dell'indagine.

Il significativo aumento del numero di operatori che presentano operazioni realizzate e del numero di transazioni dismesse, benché risulti parzialmente riconducibile al suddetto ampliamento del campione, fornisce, in ogni caso, un chiaro riscontro del trend di crescita del mercato.

Il sensibile incremento, rispetto al 2005, del volume di Cash Out complessivo (i.e. +88%) è principalmente riconducibile all'aumento delle dimensioni medie di investimento (passate da Euro 7,2 mln nel 2005 ad Euro 10,9 mln nel 2006), nonché, in misura minore, alla maggiore attività di investimento da parte degli operatori.

Cash In volume more than doubled, confirming an outflow multiple (i.e. “cash multiple”) of about 2x, substantially in line with the previous two years.

### “From Inception” performances

	2004	2005	2006
Yearly Pooled IRR	24.7%	25.1%	28.5%
Upper quarter (per performance)	58.9%	55.3%	115.0%
Upper quarter (per investment size)	27.0%	27.5%	24.2%

The 2006 performance results reach 28.5%, with an increase of 13.5% compared to the previous year, confirming the slight but steady growth trend in place since 2004 (CAGR 2004-2006 equal to around 7.4%).

Upper quarter per performance (i.e. the panel which includes the 25% of transactions which recorded the highest return) shows an IRR 2006 equal to 115%, in strong contrast to the downturn experienced in the last two years.

Upper quarter per investment size (i.e. the panel which includes the 25% of transactions which recorded the highest investment size) presents an IRR 2006 equal to 24.2%, with a slight decrease of roughly 14%, confirming the extremely variable trend recorded in the past (even though it is substantially in line with the total sample).

### Performance distribution by IRR class

	Cash Out			Cash In			No. of transactions		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Write Off/Negative	17.2%	7.0%	17.1%	2.0%	2.8%	4.0%	15	7	13
0%/10%	16.6%	32.4%	39.7%	9.2%	19.2%	20.8%	22	38	34
10%/20%	10.4%	9.5%	3.0%	8.4%	9.2%	3.2%	9	6	9
20%/30%	4.1%	16.0%	10.8%	4.0%	14.6%	12.1%	7	9	8
30%/40%	4.6%	0.3%	2.5%	7.7%	0.3%	2.9%	3	2	4
40%/50%	8.3%	0.6%	1.3%	6.8%	0.4%	2.8%	2	1	4
50%/100%	28.9%	31.0%	17.0%	42.3%	49.0%	18.4%	5	6	7
100%/500%	10.0%	3.2%	1.7%	19.4%	4.4%	9.4%	4	2	7
> 500%	0.04%	-	6.9%	0.1%	-	26.4%	2	-	2
Total (Euro mln)	429	512	966	883	995	1,956	69	71	88

Analysis of the performance distribution by IRR class highlights the market recovery. In detail, the incidence of transactions with negative or lower than 10% IRR decreased from 63.4% in 2005 to 53.4% in 2006, whereas transactions with “high” performances (i.e. IRR between 30% and 50%) more than doubled (i.e. from 4.2% in 2005 to 9.1% in 2006). Similarly, transactions with “outstanding” return (i.e. with IRR higher than 50%) recorded a sharp increase, rising from 11.3% in 2005 to 18.2% in 2006.

Il volume di Cash In complessivo, anch'esso pressoché raddoppiato, conferma un multiplo di uscita implicito (i.e. cosiddetto "cash multiple") sostanzialmente in linea con il biennio precedente, pari a circa 2x.

### Le performance "From Inception"

	2004	2005	2006
IRR Lordo Aggregato	24,7%	25,1%	28,5%
Quartile superiore per performance	58,9%	55,3%	115,0%
Quartile superiore per ammontare investito	27,0%	27,5%	24,2%

La performance 2006 si attesta al 28,5%, con un incremento relativo del 13,5% rispetto al periodo precedente, a conferma di un moderato ma costante trend di crescita in atto dal 2004 (CAGR 2004-2006 pari a circa il 7,4%).

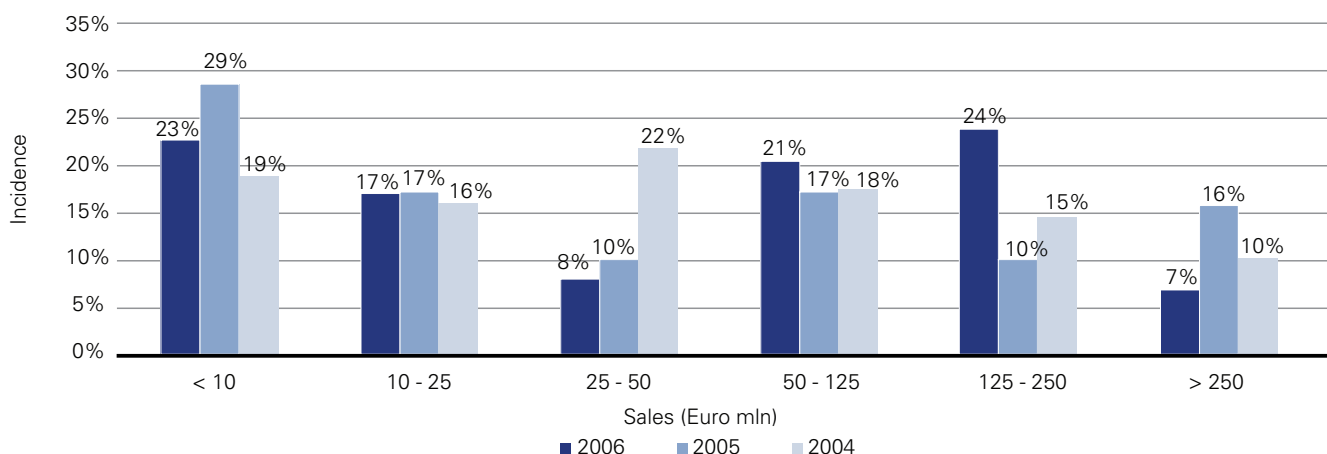
Il quartile superiore per performance (i.e. sotto-panel che raggruppa il 25% delle operazioni che hanno registrato i rendimenti maggiori) presenta un IRR 2006 del 115%, segnando pertanto una netta inversione di tendenza rispetto alla flessione registrata nel biennio precedente.

Il quartile superiore per ammontare investito (i.e. il sotto-panel che raggruppa il 25% delle operazioni che hanno avuto i maggiori investimenti) mostra, di contro, un IRR 2006 del 24,2%, con un decremento pari a circa il 14%, che conferma l'andamento piuttosto altalenante riscontrato nella serie storica (seppur con un dato che resta sostanzialmente in linea con il campione complessivo).

### Breakdown per classe di IRR realizzato

	Cash Out			Cash In			Numero operazioni		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Negativo/Write Off	17,2%	7,0%	17,1%	2,0%	2,8%	4,0%	15	7	13
0%/10%	16,6%	32,4%	39,7%	9,2%	19,2%	20,8%	22	38	34
10%/20%	10,4%	9,5%	3,0%	8,4%	9,2%	3,2%	9	6	9
20%/30%	4,1%	16,0%	10,8%	4,0%	14,6%	12,1%	7	9	8
30%/40%	4,6%	0,3%	2,5%	7,7%	0,3%	2,9%	3	2	4
40%/50%	8,3%	0,6%	1,3%	6,8%	0,4%	2,8%	2	1	4
50%/100%	28,9%	31,0%	17,0%	42,3%	49,0%	18,4%	5	6	7
100%/500%	10,0%	3,2%	1,7%	19,4%	4,4%	9,4%	4	2	7
> 500%	0,04%	-	6,9%	0,1%	-	26,4%	2	-	2
Totale (Euro mln)	429	512	966	883	995	1.956	69	71	88

Il dettaglio per classe di IRR realizzato ribadisce i segnali positivi sull'andamento del mercato. Nello specifico, l'incidenza (per numero) delle operazioni con IRR negativo o inferiore al 10% scende dal 63,4% nel 2005 al 53,4% nel 2006, mentre le transazioni con performance più elevate (i.e. con IRR compreso tra il 30% ed il 50%) risultano più che raddoppiate, passando dal 4,2% nel 2005 al 9,1% nel 2006. Analogamente, si registra un notevole incremento delle operazioni con rendimenti "outstanding" (i.e. con IRR superiore al 50%), la cui incidenza passa dal 11,3% nel 2005 al 18,2% nel 2006.

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

The breakdown by target sales size shows that, in 2006, about 45% of the transactions carried out involved “medium enterprises” (i.e. sales between Euro 50 mln and Euro 250 mln). At the same time, the chart shows a lower incidence of transactions concerning both “large enterprises” (i.e. sales higher than Euro 250 mln) and “small enterprises” (i.e. sales lower than Euro 50 mln) respectively. As a whole, such results demonstrate a certain convergence between Private Equity Houses’ investment strategies, whose main orientation would seem to lead towards medium enterprises, preferably with high development expectations.

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

Sales (Euro mln)	2005		2006	
	No.	IRR	No.	IRR
< 10	20	3.6%	20	11.6%
10 - 25	12	14.6%	15	23.1%
25 - 50	7	4.7%	7	1.8%
50 - 125	12	14.6%	18	14.4%
125 - 250	7	48.8%	21	20.2%
> 250	11	15.4%	6	112.8%

The table shows that the transactions monitored in 2006 present, in general, a slight higher return in comparison with the ones realised in 2005. In particular, it can be highlighted the positive return of investments related to target with sales lower than Euro 10 mln or comprised between Euro 10 – 25 mln. The decrease in the IRR of transactions related to targets with sales between Euro 125 – 250 mln and, at the same time, the significant increase in the return of transactions related to large target (i.e. with sales higher than Euro 250 mln) are partially due to the relevant impact of certain operations; as a whole, even considering, on an aggregate level, all the transactions involving targets with sales higher than Euro 125 mln, a slight IRR improvement (compared to 2005) is recorded.



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

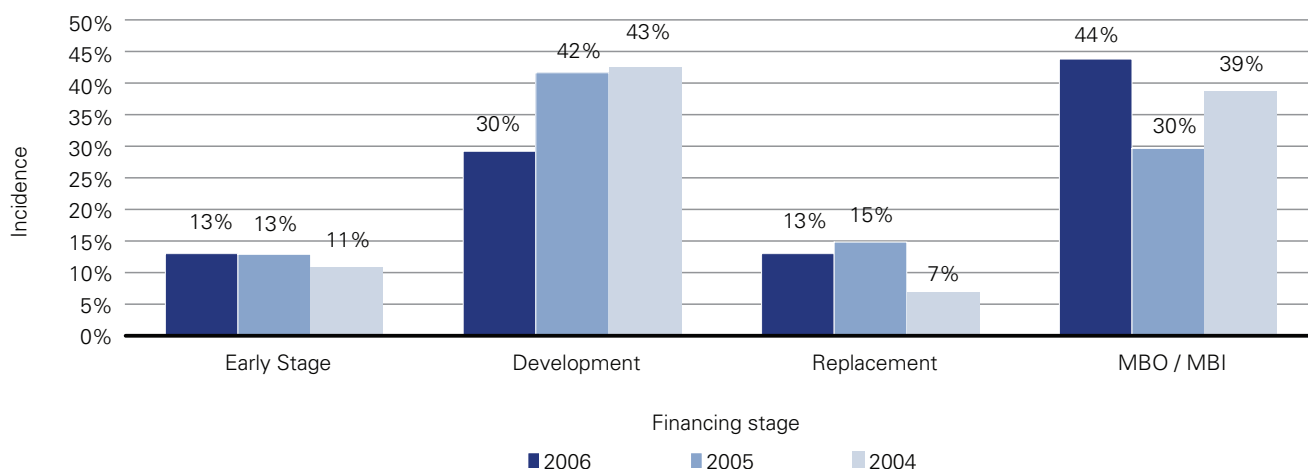
Il breakdown per fatturato delle aziende target mostra come circa il 45% delle transazioni monitorate nel 2006 abbiano interessato imprese di medie dimensioni, ovvero con fatturato compreso tra Euro 50 mln ed Euro 250 mln. Parallelamente, si registra un decremento dell'incidenza delle transazioni relative sia ad imprese di elevate dimensioni (fatturato superiore ad Euro 250 mln) sia ad imprese medio-piccole (fatturato inferiore ad Euro 50 mln). Nel complesso, tali evidenze sembrano confermare un certo grado di convergenza nelle strategie di investimento degli operatori del campione, il cui orientamento prevalente sembrerebbe propendere verso target di medie dimensioni con buone prospettive di sviluppo.

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

Fatturato (Euro mln)	2005		2006	
	No.	IRR	No.	IRR
< 10	20	3,6%	20	11,6%
10 - 25	12	14,6%	15	23,1%
25 - 50	7	4,7%	7	1,8%
50 - 125	12	14,6%	18	14,4%
125 - 250	7	48,8%	21	20,2%
> 250	11	15,4%	6	112,8%

La tabella testimonia come le transazioni monitorate nel 2006 presentino un rendimento medio, in linea di massima, leggermente superiore rispetto a quelle relative al 2005. In particolare, si evidenzia il significativo incremento del rendimento relativo ad operazioni che hanno interessato target con fatturato inferiore ad Euro 10 mln e fatturato compreso tra Euro 10 – 25 mln. La riduzione dell'IRR nelle operazioni su target con fatturato tra Euro 125 mln ed Euro 250 mln e, parallelamente, il deciso aumento del rendimento relativo a target di grandi dimensioni (i.e. fatturato superiore ad Euro 250 mln) sono anche il risultato dell'impatto di alcune specifiche operazioni che hanno influenzato in modo importante i sotto-campioni; nel complesso, del resto, anche nella fascia allargata di target con fatturato superiore ad Euro 125 mln, si conferma un IRR con un trend in leggero miglioramento rispetto al 2005.

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



In 2006, Private Equity Houses showed, at exit level, a strong preference for MBO/MBI transactions, which increased by approximately 47% in comparison with previous period (i.e. 44% in 2006 vs. 30% in 2005). Development transactions, on the contrary, decreased to 30%. The Early Stage and Replacement transactions' incidence on the panel remained substantially stable.

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

	Early Stage		Development		MBO/MBI		Replacement	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
No. of transactions	6	8	19	18	14	27	7	8
Yearly Pooled IRR	-1.8%	13.8%	13.9%	17.4%	37.3%	44.9%	15.2%	20.6%

The table confirms the positive 2006 trend, highlighting a general increase in returns. MBO/MBI transactions confirmed their role of “top performers”, with an IRR that rose from 37.3% in 2005 to 44.9% in 2006.

To sum up, 2006 performance would seem to confirm the positive signals already shown by last year survey, demonstrating that the market, after two years of IRR at around 25%, recorded now a further increase, confirming the steady growth trend started after 2003. The breakdown by IRR class and the analyses by upper quarter depict a market with an higher level of maturity and a more uniform performance distribution. The MBO/MBI role, both in terms of incidence and performance, remains definitively relevant.

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

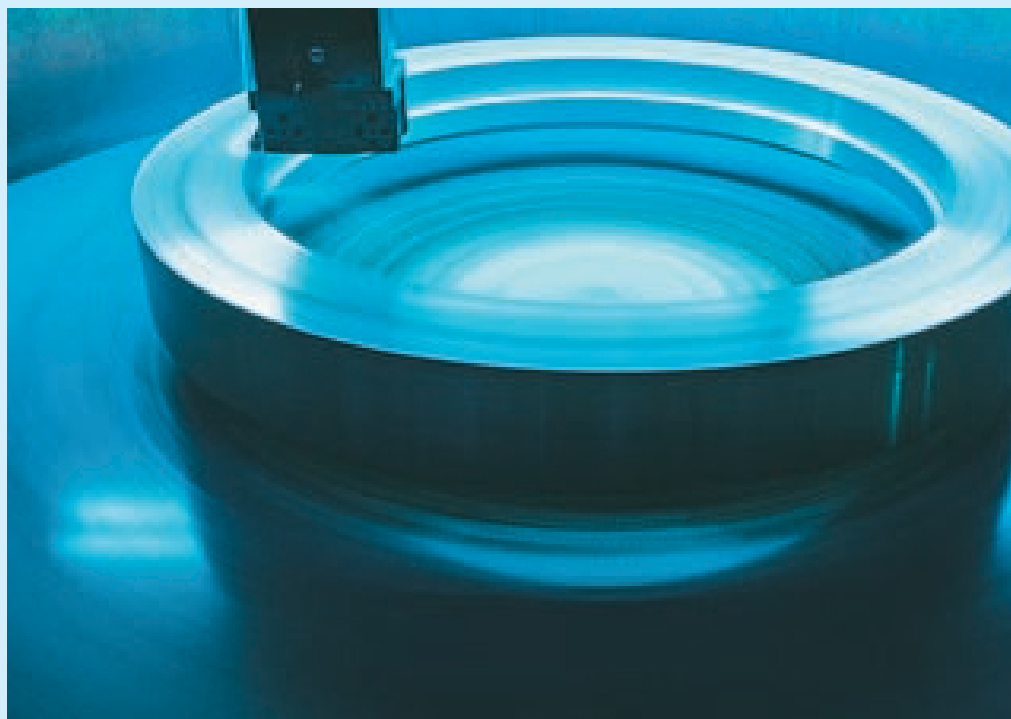
Nel 2006 gli operatori del panel hanno mostrato, a livello di exit, una decisa predilezione per operazioni di MBO/MBI, che hanno registrato un incremento relativo (in termini di incidenza sul campione) di circa il 47% rispetto al periodo precedente (i.e. 44% nel 2006 vs. 30% nel 2005). Di contro, gli investimenti effettuati in fase di sviluppo (i.e. Development) sono scesi al 30%. Le operazioni relative alle prime fasi del ciclo di vita dell'impresa (i.e. Early Stage) e quelle finalizzate alla sostituzione degli azionisti di minoranza (i.e. Replacement) presentano, nel complesso, un andamento relativamente stabile.

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

	Early Stage		Development		MBO/MBI		Replacement	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
No. transazioni	6	8	19	18	14	27	7	8
IRR Lordo Aggregato	-1,8%	13,8%	13,9%	17,4%	37,3%	44,9%	15,2%	20,6%

La tabella relativa alle performance per fase del ciclo di vita del target conferma l'andamento positivo dei dati 2006, evidenziando un incremento generalizzato dei rendimenti. Le operazioni di MBO/MBI si confermano "top performer", con un IRR che passa dal 37,3% del 2005 al 44,9% del 2006.

Nel complesso, l'analisi di quest'anno sembra confermare i segnali positivi già parzialmente emersi nell'indagine dello scorso anno, evidenziando un mercato che, dopo un biennio positivo con dati di IRR che si sono attestati intorno al 25%, ha segnato nel 2006 un ulteriore incremento, confermando il costante trend di crescita avviato dopo il 2003. La ripartizione delle operazioni per classi di IRR e le analisi per quartile sembrerebbero evidenziare, altresì, un mercato con un maggior grado di maturità, testimoniata anche da una distribuzione sempre più uniforme dei rendimenti. Il ruolo dei MBO/MBI, sia come incidenza sul campione che in termini di performance, resta assolutamente rilevante.



## 3, 5 and 10 years performances

### “By Horizon” Gross Pooled IRR

Differently from the previous analyses, this analysis level considers both divestments and investments still in portfolio (“Gross Pooled IRR on All Investments”), referring to fixed horizons (i.e. 3, 5 and 10 years).

The year-end measurement of investments still in portfolio was provided directly by Private Equity Houses, which generally tend to prudentially evaluate the investments in portfolio at their book value.

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

- 3 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2004 to 2006;
- 5 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2002 to 2006;
- 10 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 1997 to 2006.

### “By Horizon” main sample

2006	3 YR	5 YR	10 YR
No. of companies showing investments	50	56	73
No. of transactions	250	409	828
of which: - <i>realised investments</i>	40	130	501
- <i>investments still in portfolio</i>	210	279	327
Average investment size (Euro mln)	21.7	18.3	12.0
Total Cash Out (Euro mln)	5,443	7,500	9,986
Total Cash In (Euro mln)	6,558	10,113	13,931

The structure of the sample (i.e. number of operators, number of transactions and total volumes) should ensure a good level, in terms of reliability and relevance, to the analyses developed alongside the three horizons. The gradual increase in the average investment size (i.e. Euro 21.7 mln in the 3YR horizon vs. Euro 12.0 in the 10YR horizon) reflects the above-mentioned tendency of the Private Equity Houses towards bigger targets.

### “By Horizon” performances

2006	3 YR	5 YR	10 YR
Yearly Pooled IRR	23.6%	22.5%	22.0%
Upper Quarter (per performance)	77.5%	52.3%	101.0%
Upper Quarter (per investment size)	24.5%	22.7%	15.2%
2005	3 YR	5 YR	10 YR
Yearly Pooled IRR	6.6%	11.7%	21.1%
Upper Quarter (per performance)	28.1%	48.5%	86.7%
Upper Quarter (per investment size)	6.2%	12.6%	11.3%

As a whole, the 2006 figures show a general improvement in performances, even with specific focus on the upper quarter results, both per performance and per investment size.

The sharp increase observed in the 3YR horizon, though mainly due to the “rolling” method (i.e. in 2006, the transactions related to 2003, characterised by a Gross Pooled IRR lower than 18%, have not been considered), clearly reflects the incidence of the 2006 positive performances.

## Le performance a 3, 5 e 10 anni

### IRR Lordo Aggregato "By Horizon"

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

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

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

- 3 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2004-2006;
- 5 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2002-2006;
- 10 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 1997-2006.

### Il campione "By Horizon"

2006	3 YR	5 YR	10 YR
Operatori che presentano investimenti	50	56	73
Numero di transazioni	250	409	828
di cui: - partecipazioni disinvestite	40	130	501
- partecipazioni ancora in portafoglio	210	279	327
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	21,7	18,3	12,0
Cash Out complessivo (Euro mln)	5.443	7.500	9.986
Cash In complessivo (Euro mln)	6.558	10.113	13.931

La composizione del campione (in termini di numero di operatori, numero di transazioni e volumi complessivi) dovrebbe contribuire a garantire un buon grado di affidabilità e significatività alle analisi svolte su tutti e tre gli orizzonti temporali considerati. In termini generali, è utile evidenziare come il progressivo incremento della dimensione media dell'investimento (i.e. Euro 21,7 mln nell'orizzonte 3YR vs. Euro 12,0 mln nell'orizzonte 10YR) sembri confermare quanto evidenziato in precedenza circa il crescente interesse da parte del mercato, negli ultimi anni, verso target di dimensioni maggiori.

### Le performance "By Horizon"

2006	3 YR	5 YR	10 YR
IRR Lordo Aggregato	23,6%	22,5%	22,0%
Quartile superiore per performance	77,5%	52,3%	101,0%
Quartile superiore per ammontare investito	24,5%	22,7%	15,2%

2005	3 YR	5 YR	10 YR
IRR Lordo Aggregato	6,6%	11,7%	21,1%
Quartile superiore per performance	28,1%	48,5%	86,7%
Quartile superiore per ammontare investito	6,2%	12,6%	11,3%

Nel complesso, il prospetto relativo al 2006 mostra un miglioramento generalizzato dei rendimenti, anche con specifico riferimento ai quartili superiori per performance e per ammontare investito.

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

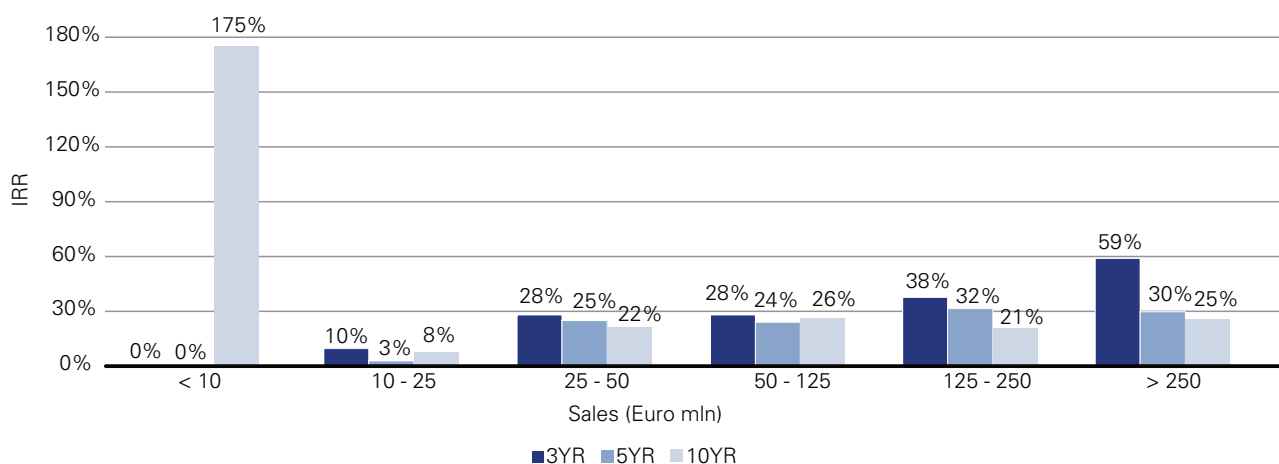
10YR	By number			By Cash Out		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Book value deals	70.1%	62.2%	54.4%	77.8%	65.3%	70.0%
Re-valued deals	2.3%	21.8%	30.0%	0.4%	27.2%	20.7%
Depreciated deals	27.6%	16.0%	15.6%	21.8%	7.6%	9.3%
Investments still in portfolio (No. and Euro mln)	214	262	327	3,182	3,465	6,953

Figures confirm the Private Equity Houses' common practice of prudentially evaluating investments still in portfolio at their book value.

However, starting from 2005, Private Equity Houses showed an attitude to focus more on fair value of their investments, according to the international accounting standards. With specific focus on the widest horizon (i.e. 10YR), it should be pointed out that the incidence of re-valued deals rose from 2.3% (of the sample) in 2004 to 30% in 2006.

The gradual increase (both in number and in value) of the investments still in portfolio confirmed the new market dynamism and the growing interest of the Private Equity Houses in larger transactions (i.e. given the increase in the number of transactions of approximately 24.8% in the 10YR 2006, Cash Out substantially doubled).

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



The chart concerning the IRR distribution by target sales size seems to give a potential explanation to the above-mentioned new orientation of Private Equity Houses towards larger transactions. In detail, the (negative) correlation existing between the range of the analysis horizon and the return on the investments made in larger companies becomes clear. In other words, the shorter the horizon (i.e. from 10YR to 3YR), the higher the return on investments made in larger companies (consider, in particular, companies with sales higher than Euro 125 mln).

La decisa accelerazione osservata nell'orizzonte 3YR, benché strettamente legata alla dinamica "rolling" dell'analisi (i.e. nel 2006 sono state escluse le operazioni relative al 2003, caratterizzate da un IRR Lordo Aggregato inferiore al 18%), riflette chiaramente l'incidenza delle performance positive registrate nel 2006.

### Valorizzazione delle partecipazioni in portafoglio

10YR	By number			By Cash Out		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Partecipazioni valutate al valore di carico	70,1%	62,2%	54,4%	77,8%	65,3%	70,0%
Partecipazioni rivalutate	2,3%	21,8%	30,0%	0,4%	27,2%	20,7%
Partecipazioni svalutate	27,6%	16,0%	15,6%	21,8%	7,6%	9,3%
Investimenti ancora in portafoglio (No. e Euro mln)	214	262	327	3.182	3.465	6.953

I dati confermano la generale tendenza, da parte degli operatori del settore, a valorizzare, in ottica prudenziale, le partecipazioni ancora in portafoglio al relativo "valore di carico".

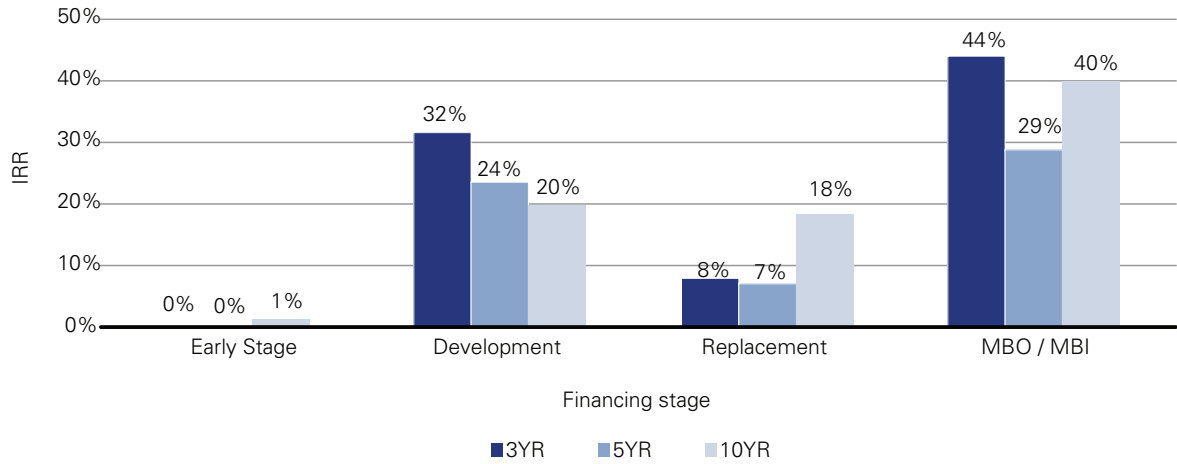
A partire dal 2005, si registra, tuttavia, una crescente attenzione verso la valorizzazione al Fair Value delle partecipazioni stesse, in linea con quanto prescritto dai principi internazionali. Prendendo a riferimento l'orizzonte più ampio (i.e. 10YR), si evidenzia come le partecipazioni rivalutate siano passate dal 2,3% (del campione) nel 2004 al 30% nel 2006.

Il progressivo aumento (in numero e per valore) degli investimenti ancora in portafoglio conferma, da un lato, la dinamicità del mercato e, dall'altro, il crescente interesse, da parte degli operatori, verso transazioni di dimensioni maggiori (i.e. a fronte di un incremento del numero di operazioni pari a circa il 24,8% nel 10YR 2006, i Cash Out risultano sostanzialmente raddoppiati).

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

Il grafico relativo ai rendimenti per classe di fatturato delle aziende target sembra fornire una possibile (parziale) giustificazione del progressivo spostamento di interesse da parte degli operatori verso transazioni riguardanti società di maggiori dimensioni. Nello specifico, risulta evidente la correlazione (inversa) esistente tra l'ampiezza dell'orizzonte temporale di riferimento ed il rendimento relativo ad investimenti in società di maggiori dimensioni. In altri termini, quanto più l'orizzonte temporale di riferimento è breve (i.e. da 10YR a 3YR), tanto maggiori risultano i rendimenti relativi ad investimenti in società di dimensioni crescenti (si considerino, in particolare, le società con fatturato superiore ad Euro 125 mln).

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



The chart above reflects the current attitude of Private Equity Houses (already shown in the “From Inception” analysis) to carry out MBO/MBI transactions, whose returns seem to be particularly high in the short term (i.e. IRR equal to 44% in the 3YR horizon).

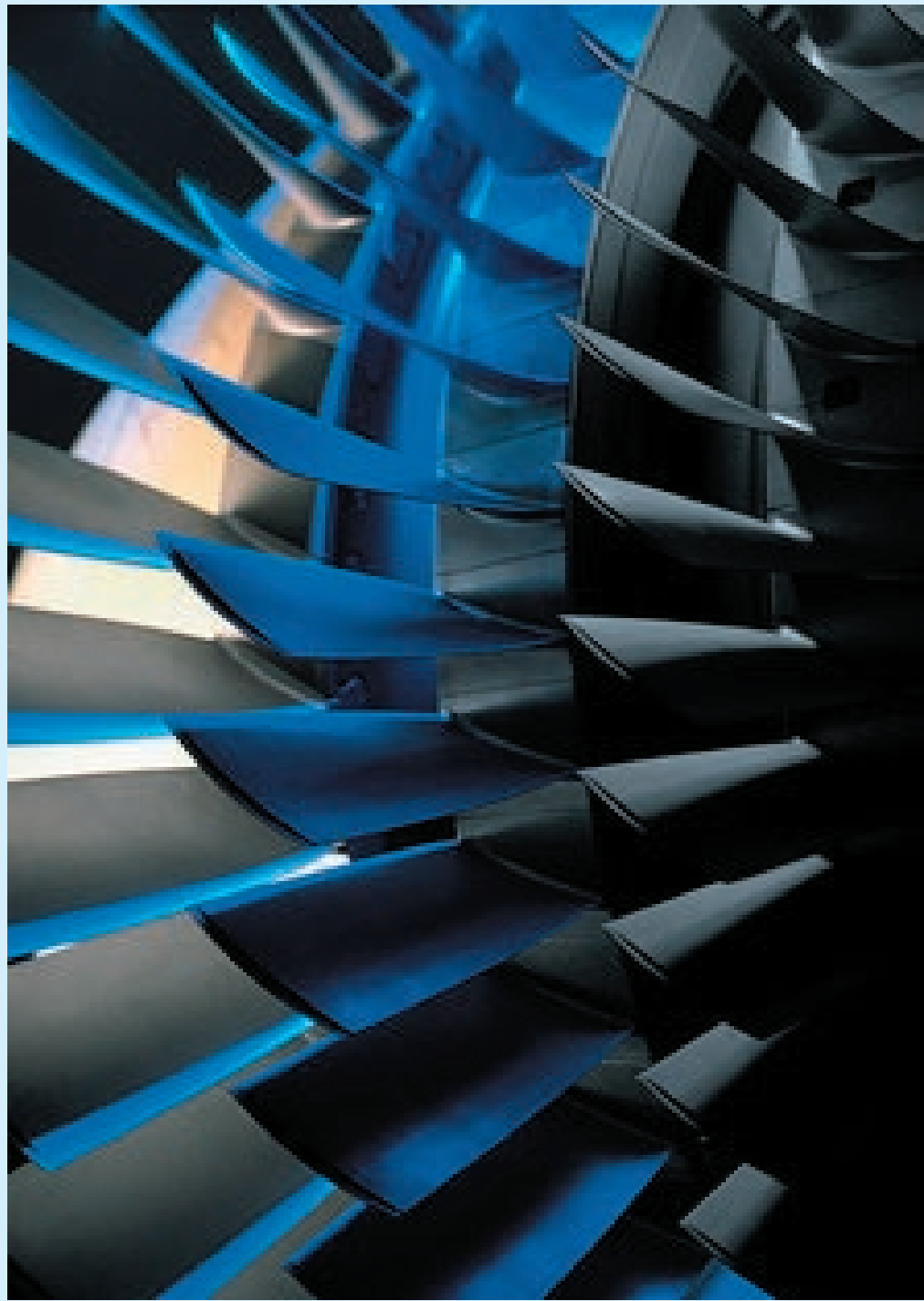
At the same time, performances related to the Early Stage investments (i.e. negative/equal to zero return over all the analysed horizons) seem to explain the preference of Private Equity Houses for investments in medium companies, generally set on an intermediate stage of their life cycle (i.e. Development), highlighting the lack of a specific cluster of Private Equity Houses/transactions focused on targets at Early Stage or at the beginning of their financing stage.



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

Il dettaglio di cui sopra conferma quanto osservato nell'analisi “From Inception” circa l'attuale propensione da parte del mercato a realizzare operazioni di Management Buy Out/Management Buy In, il cui rendimento risulta particolarmente significativo, anche e soprattutto, nell'orizzonte di breve periodo (i.e. IRR pari a circa il 44% nell'orizzonte 3YR).

Parallelamente, le performance relative alle società in Early Stage (i.e. rendimento tendenzialmente nullo/negativo lungo tutti gli orizzonti di analisi) sembrano confermare la crescente inclinazione da parte degli operatori verso investimenti in imprese di medie dimensioni, generalmente collocate in uno stadio intermedio del ciclo di vita (i.e. sviluppo), evidenziando la carenza di uno specifico cluster di operatori/operazioni focalizzate sulle società in start up o comunque nelle fasi iniziali del processo di sviluppo.



## Different categories of Private Equity Houses, different performances

### Analysis by Fund category

This year, for the first time, at an “experimental” level, an analysis by Fund category has been provided. The following analysis is essentially aimed at dividing (according to the nature of Private Equity Houses) the panel into three sub-categories (i.e. Country Funds/SGR, Banks, Pan-European Private Equity firms) and at analysing their related performances. As shown earlier, the following analyses are based on performances measured in terms of Gross Pooled IRR, both “From Inception” and “By Horizon”.

### “From Inception” performance by Fund category

2006	No. of transactions	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)	Yearly Pooled IRR
Country Funds/SGR	74	1,267	470	31.7%
Banks	9	294	219	11.5%
Pan-European Private Equity firms	5	395	277	9.2%

The table confirms that, in the Italian market of Private Equity and Venture Capital, Country Funds/SGR have realised the majority of the transactions (i.e. around 84% of the total); it should be pointed out that, within the category Country Funds/SGR, transactions realised by the SGR are about 58% of the total. At the same time, data related to the incidence (by number) of the investments made by the remaining Private Equity Houses show the prevalence of Banks (i.e. 10.2%) over Pan-European Private Equity firms at 5.7%. It should be pointed out that the sample does not consider neither the investments made by Pan-European Private Equity firms which are not steadily based in Italy, nor the transactions realised by those international Funds which did not join the survey. In light of these elements, the “From Inception” analyses related to Pan-European Private Equity firms are not completely significant.

In terms of performance, Country Funds/SGR showed a particularly high IRR, equal to 31.7%, whereas Banks totaled an IRR of 11.5%; given the above-mentioned considerations, the return of Pan-European Private Equity firms, equal to 9.2%, cannot be considered as particularly significant.

With a special focus on Country Funds/SGR, it should be pointed out that SGR recorded, within their sub-category, a very good performance, near to 40% (i.e. 38.8%), with an average investment size higher than the Country Funds one.

## Diverse tipologie di operatori, diverse performance

### Analisi per tipologia di operatore

Per la prima volta, quest'anno, è stata introdotta, a livello "sperimentale", un'analisi focalizzata sulla "tipologia di operatori". L'analisi illustrata nel seguito è essenzialmente finalizzata a segmentare il panel di riferimento in tre sotto-campioni, in relazione alla natura dei singoli operatori (i.e. Country Fund/SGR, Banche, Pan-European Private Equity firm), analizzandone le relative dinamiche di performance. In linea con quanto esposto in precedenza, le elaborazioni sono state effettuate sull'IRR Lordo Aggregato, sia "From Inception" sia "By Horizon".

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

2006	No. transazioni	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)	IRR Lordo Aggregato
Country Fund/SGR	74	1.267	470	31,7%
Banche	9	294	219	11,5%
Pan-European Private Equity firm	5	395	277	9,2%

L'analisi conferma come, nel mercato italiano del Private Equity e Venture Capital, larga parte delle operazioni siano realizzate da Country Fund/SGR (i.e. 84% circa del totale delle operazioni monitorate nel 2006); è, peraltro, opportuno precisare che, nell'ambito della categoria Country Fund/SGR, il 58% delle transazioni risultano realizzate da SGR. Parallelamente, i dati relativi all'incidenza (per numero) delle transazioni effettuate dai restanti operatori mostrano una leggera prevalenza delle Banche (i.e. 10,2%) rispetto alle Pan-European Private Equity firm (i.e. 5,7%). E' del resto importante evidenziare che il campione non comprende le operazioni realizzate da fondi pan-europei non stabilmente basati in Italia, oltre alle transazioni di alcuni fondi internazionali che non hanno ritenuto di aderire all'indagine svolta. Ciò rende le analisi "From Inception" relative alle Pan-European Private Equity firm non pienamente significative.

In termini di performance, gli operatori Country Fund/SGR hanno evidenziato un IRR Lordo Aggregato particolarmente elevato, pari a circa il 31,7%, mentre gli operatori di origine bancaria si sono attestati su un rendimento pari al 11,5%. Il rendimento dei fondi pan-europei, pari al 9,2%, è da considerarsi limitatamente significativo, data la ridotta numerosità del sotto-campione di riferimento.

Focalizzandosi su Country Found/SGR, si evidenzia come le SGR abbiano registrato, all'interno del sotto-campione, performance particolarmente brillanti, prossime al 40% (i.e. 38,8%), con dimensioni medie di investimento superiori ai Country Fund.

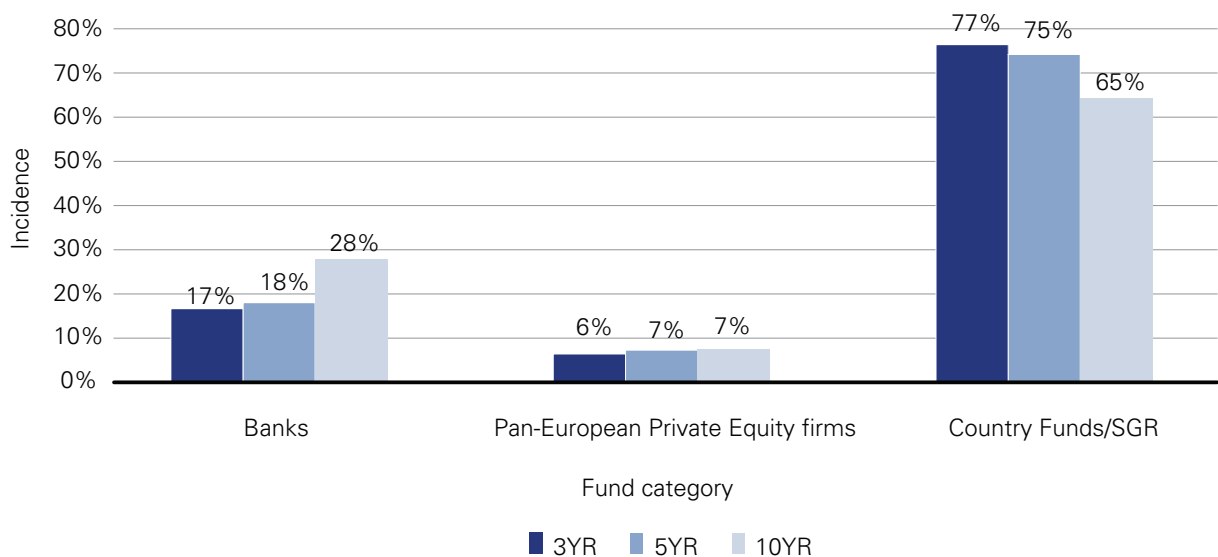
**Country Funds/SGR: “From Inception” IRR distribution**

2006	Country Funds/SGR	
	No.	IRR
Early Stage	3	26.4%
Development	12	18.3%
Replacement	6	4.2%
MBO/MBI	25	45.7%

The focus on investments made by Country Funds/SGR seems to confirm the general high return on MBO/MBI transactions. It should be remarked the good performance realised by Country Funds/SGR, with specific focus on Early Stage transactions.

In any case, it should be clear that the above-mentioned performance analyses may present clear restrictions linked to possible bias due to both lack of information communicated by Private Equity Houses and to the “From Inception” method. In this sense, the performances resulting from the “By Horizon” method should be statistically more significant.

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



“By Horizon” analysis shows a strong presence of the Country Funds/SGR within the Italian Private Equity and Venture Capital sector, which have realised (alongside the three horizons) between 65% and 77% of the total transactions. The remaining stake is mainly represented by Banks, given the previous considerations related to the Pan-European Private Equity firms.

The chart shows a slight increase in the incidence of Country Funds/SGR (i.e. 77% in the 3YR horizon vs. 65% in the 10YR horizon), whereas Banks decrease by 40% (from the sample 10YR to the sample 3YR); the incidence of Pan-European Private Equity firms remains substantially stable at approximately 6-7%.

**Country Fund/SGR: breakdown dell'IRR "From Inception"**

2006	Country Fund/SGR	
	No.	IRR
Early Stage	3	26,4%
Development	12	18,3%
Replacement	6	4,2%
MBO/MBI	25	45,7%

L'analisi focalizzata su Country Fund/SGR sembra, in generale, confermare le precedenti considerazioni circa l'elevata redditività delle operazioni di MBO/MBI. E' interessante, inoltre, rilevare la buona redditività, nell'ambito del campione monitorato, delle operazioni realizzate da Country Fund/SGR nel segmento Early Stage.

Ad ogni modo, è opportuno segnalare come le suddette analisi presentino dei limiti connessi a possibili distorsioni legate alla scarsa completezza/numerosità delle informazioni comunicate dagli operatori ed alla modalità di raccolta "puntuale" dei dati. In tal senso, l'analisi delle performance per tipologia di operatore "By Horizon" (le cui risultanze sono riportate nel seguito) dovrebbero essere statisticamente più significative.

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

Anche l'analisi per tipologia di operatore "By Horizon" conferma come il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital sia in larga parte presidiato dai Country Fund/SGR, che hanno realizzato, nei vari orizzonti temporali di riferimento, tra il 65% ed il 77% del totale delle operazioni monitorate. La quota residuale risulta invece rappresentata principalmente dalle Banche, fermo restando le considerazioni già precedentemente sviluppate in relazione agli operatori pan-europei.

L'analisi evidenzia un progressivo incremento dell'incidenza dei Country Fund/SGR al ridursi dell'orizzonte temporale di riferimento (i.e. 77% nell'orizzonte 3YR vs. 65% nell'orizzonte 10YR). Le Banche, per contro, fanno registrare una sensibile flessione, pari a circa il 40%, tra il campione 10YR ed il campione 3YR; l'incidenza delle Pan-European Private Equity firm risulta sostanzialmente stabile, pari a circa il 6-7%.



**“By Horizon” performance by Fund category**

2006	Yearly Pooled IRR			By Cash In			By Cash Out		
	3YR	5YR	10YR	3YR	5YR	10YR	3YR	5YR	10YR
Country Funds/SGR	24.1%	21.8%	19.3%	68.4%	57.7%	53.5%	67.6%	60.1%	56.7%
Banks	8.2%	15.6%	12.0%	8.6%	9.8%	17.0%	9.5%	10.4%	17.9%
Pan-European Private Equity firms	33.3%	25.5%	55.8%	23.0%	32.5%	29.4%	22.9%	29.5%	25.4%

In comparison with the “From Inception” analysis, the “By Horizon” performances by Fund category seem to be statistically more significant, thanks to the enlargement of the sample.

“By Horizon” analysis confirms the high performance of Pan-European Private Equity firms. In detail, with particular focus on the long term (i.e. 10YR horizon), Pan-European Private Equity firms show the highest return (i.e. 55.8%), followed by Country Funds/SGR (i.e. 19.3%) and Banks (i.e. 12.0%): in the 3YR and 5YR horizons, such trend is confirmed, even though the gap between Pan-European Private Equity firms and domestic Private Equity Houses decreases.

**“By Horizon” (10YR) IRR distribution by financing stage**

2006	Country Funds/SGR	Banks	Pan-European PE firms
Early Stage	-0.1%	-0.8%	301.9%
Development	28.2%	13.8%	26.0%
Replacement	12.6%	21.2%	45.8%
MBO/MBI	29.6%	32.2%	78.3%

With a particular focus on the 10YR horizon, the “By Horizon” analysis which matches the Fund category with the target financing stage confirms, in general, the “outstanding” performances obtained by Pan-European Private Equity firms and highlights the MBO/MBI transactions as the investments with the higher return.

### Le performance "By Horizon" per tipologia di operatore

2006	IRR Lordo Aggregato			By Cash In			By Cash Out		
	3YR	5YR	10YR	3YR	5YR	10YR	3YR	5YR	10YR
Country Fund/SGR	24,1%	21,8%	19,3%	68,4%	57,7%	53,5%	67,6%	60,1%	56,7%
Banche	8,2%	15,6%	12,0%	8,6%	9,8%	17,0%	9,5%	10,4%	17,9%
Pan-European Private Equity firm	33,3%	25,5%	55,8%	23,0%	32,5%	29,4%	22,9%	29,5%	25,4%

Rispetto all'analisi "From Inception", le elaborazioni per tipologia di operatore "By Horizon" appaiono, grazie alla maggiore numerosità del campione, statisticamente più significative.

L'analisi "By Horizon" evidenzia performance molto elevate da parte delle Pan-European Private Equity firm. Nel dettaglio, con particolare riferimento all'orizzonte di lungo periodo (i.e. 10YR), le Pan-European Private Equity firm fanno registrare il rendimento più elevato (i.e. 55,8%), seguite dai Country Fund/SGR (i.e. 19,3%) e dalle Banche (i.e. 12,0%): il trend è confermato anche in relazione agli orizzonti 3 e 5 anni, laddove, tuttavia, il gap tra i rendimenti degli operatori pan-europei e degli operatori nazionali si riduce.

### Breakdown dell'IRR "By Horizon" (10YR) per fase del ciclo di vita delle aziende target

2006	Country Fund/SGR	Banche	Pan-European PE firm
Early Stage	-0,1%	-0,8%	301,9%
Development	28,2%	13,8%	26,0%
Replacement	12,6%	21,2%	45,8%
MBO/MBI	29,6%	32,2%	78,3%

Focalizzandosi sull'orizzonte 10YR, l'analisi "By Horizon" che incrocia la tipologia di operatore con il ciclo di vita del target conferma, in termini generali, le performance "outstanding" degli operatori pan-europei e ribadisce come, a livello "cross", tra le diverse tipologie di operazioni, gli investimenti in MBO/MBI siano quelli che registrano i rendimenti maggiori.



## A comparison with the international markets

### Empirical estimate of "By Horizon" Net Pooled IRR and comparison with international data

In order to provide a comparison between the Italian and the international performance data, an empirical analysis has been carried out, with the aim of estimating the possible Net Pooled IRR ("By Horizon") of the Italian market by simulating the possible relationship between the Gross Pooled IRR data and the related net value.

Based on a simulation developed using assumptions taken from common market practices, this analysis would seem to show that the net domestic performance should fall, in general terms, in a range of approximately 50-65% of the gross figure. *(N.B. The empirical analyses and simulations do not consider possible fiscal effects and/or operating costs potentially charged to the investors as a consequence of the distribution/restitution by Funds of capitals and related capital gains).*

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

#### 2006 Italian performances vs. international figures

2006	3YR	5YR	10YR
Italy Gross Pooled IRR	23.6%	22.5%	22.0%
Italy Net Pooled IRR	14.2%	13.5%	13.2%
Europe Net Pooled IRR*	11.0%	4.3%	10.3%
USA Net Pooled IRR**	13.2%	5.9%	11.2%

\* EVCA – Preliminary figures

\*\* NVCA – 3Q 2006

Taking into account the previously mentioned methodological considerations, with particular focus on the medium horizon (i.e. 5YR), the Italian figure seems to be significantly outperforming the net returns on the European and US markets.

In this context, the most statistically significant analysis is a long term one (i.e. 10YR horizon), which shows that the Italian market, even though substantially in line with the international benchmark, obtained performances by 20% higher (on average) than the European and the US ones.

#### 2004 and 2005 Italian performances vs. international figures

	2004		2005	
	5YR	10YR	5YR	10YR
Italy Gross Pooled IRR	10.0%	22.3%	11.7%	21.1%
Italy Net Pooled IRR	6.0%	13.5%	7.0%	12.5%
Europe Net Pooled IRR	2.8%	10.4%	2.0%	11.4%
USA Net Pooled IRR	1.5%	12.7%	1.5%	12.3%

With a specific focus on the 10YR horizon (the most statistically significant), historical data related to the domestic market appear, even though substantially converging, slightly above the European and US benchmarks. At the same time, based on the (less significant) medium term (i.e. 5YR), the analysis shows a significant outperformance on the part of the Italian market.



## Un confronto con i mercati internazionali

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

Al fine di consentire una comparazione tra le performance del mercato italiano e le principali realtà internazionali (i.e. Europa ed USA), è stata sviluppata un'analisi (esclusivamente) empirica volta a stimare il possibile IRR Netto Aggregato ("By Horizon") del mercato domestico, provando a desumere il grado di relazione esistente tra quest'ultimo e l'IRR Lordo Aggregato.

Tale analisi, basata su una simulazione sviluppata su ipotesi relative alla comune prassi di mercato, mostra che, in termini generali, la performance netta del mercato nazionale dovrebbe collocarsi in un range compreso tra il 50% ed il 65% rispetto al dato lordo. (N.B. Le analisi e simulazioni empiriche sviluppate non hanno preso in considerazione eventuali effetti fiscali e/o costi operativi potenzialmente in capo agli investitori nella fase di distribuzione/restituzione di capitali e relativi capital gain da parte dei fondi).

Sulla base dell'analisi (empirica) condotta, la tabella che segue sintetizza il confronto tra le performance nette stimate per il mercato italiano ed i benchmark europeo e statunitense.

#### Performance 2006 Italia vs. benchmark internazionali

2006	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato Italia	23,6%	22,5%	22,0%
IRR Netto Aggregato Italia	14,2%	13,5%	13,2%
IRR Netto Aggregato Europa*	11,0%	4,3%	10,3%
IRR Netto Aggregato USA**	13,2%	5,9%	11,2%

\* EVCA – Dati preliminari

\*\* NVCA – 3Q 2006

Fermo restando le precisazioni (e le assunzioni) metodologiche di cui sopra, è opportuno mettere in evidenza le "extra-performance" riportate dal mercato italiano rispetto ai benchmark europeo e statunitense, con particolare riferimento all'orizzonte di medio periodo (i.e. 5YR).

In tale contesto, peraltro, anche prendendo a riferimento l'orizzonte temporale 10YR, che appare essere quello a maggior valenza statistica, si conferma come, seppur con scostamenti abbastanza contenuti e con dati sostanzialmente convergenti, il mercato italiano continui a registrare rendimenti superiori (mediamente del 20%) ai benchmark internazionali.

#### Performance storiche Italia vs. benchmark internazionali

	2004		2005	
	5YR	10YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato Italia	10,0%	22,3%	11,7%	21,1%
IRR Netto Aggregato Italia	6,0%	13,5%	7,0%	12,5%
IRR Netto Aggregato Europa	2,8%	10,4%	2,0%	11,4%
IRR Netto Aggregato USA	1,5%	12,7%	1,5%	12,3%

Con riferimento all'orizzonte temporale 10YR (statisticamente maggiormente significativo), i dati storici relativi al mercato nazionale risultano, seppur convergenti, lievemente superiori ai benchmark europeo e statunitense. Parallelamente, nell'orizzonte di medio periodo (i.e. 5 YR), si osserva un significativo "over-performing" del mercato domestico rispetto alle principali realtà internazionali di riferimento.

## Appendix

Some tables regarding further "From Inception" analyses have been provided in the followings.

### IRR "From Inception" distribution by way out

	Trade Sale		IPO/Sales post IPO	
	2005	2006	2005	2006
No. of transactions	61	84	7	3
Yearly Pooled IRR	12.8%	30.1%	45.0%	19.5%

### IRR "From Inception" distribution by transactions managed within pool and transactions realised not in pool

	Within Pool		Out of Pool	
	2005	2006	2005	2006
No. of transactions	22	31	20	30
Yearly Pooled IRR	16.2%	23.9%	43.1%	36.3%

	Pool < 50		Pool > 50	
	2005	2006	2005	2006
No. of transactions	10	9	12	22
Yearly Pooled IRR	24.6%	15.2%	12.7%	26.6%

### 2006 IRR "From Inception" distribution by time gap between first investment and divestment

2006	< 2	2 - 3	3 - 4	4 - 5	5 - 7	> 7
No. of transactions	20	13	11	13	26	5
Yearly Pooled IRR	88.5%	24.2%	25.6%	24.4%	6.5%	33.4%

### 2006 IRR "From Inception" distribution by target industry

Industry	No. of transactions	Yearly pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food-Farming	9	44%	241	75
Industrial manufacturing and similar	29	13%	288	172
Energy and Chemicals	1	na/nm	na/nm	na/nm
ICT	7	12%	15	34
Consumer goods	12	12%	452	346
Financial Institutions	10	5%	13	9
Pharma-Healthcare	6	119%	93	16
Transportation-Infrastructures	5	40%	304	166
Other	8	94%	541	131

### 2006 IRR "From Inception" distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	9	29%	83	37
5% - 10%	10	48%	190	50
10% - 25%	22	13%	215	136
25% - 50%	29	12%	423	345
>50%	16	42%	1,025	369

## Appendice

Si riportano nel seguito alcune tabelle che sintetizzano ulteriori analisi di dettaglio svolte sul campione "From Inception".

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

	Trade Sale		IPO/Sales post IPO	
	2005	2006	2005	2006
No. di transazioni	61	84	7	3
IRR Lordo Aggregato	12,8%	30,1%	45,0%	19,5%

### Breakdown IRR "From Inception" per modalità di realizzazione (i.e. Within Pool/Out of Pool) della transazione

	Within Pool		Out of Pool	
	2005	2006	2005	2006
No. di transazioni	22	31	20	30
IRR Lordo Aggregato	16,2%	23,9%	43,1%	36,3%

	Pool < 50		Pool > 50	
	2005	2006	2005	2006
No. di transazioni	10	9	12	22
IRR Lordo Aggregato	24,6%	15,2%	12,7%	26,6%

### Breakdown IRR 2006 "From Inception" per time gap compreso tra il primo investimento e la dismissione

2006	< 2	2 - 3	3 - 4	4 - 5	5 - 7	> 7
No. di transazioni	20	13	11	13	26	5
IRR Lordo Aggregato	88,5%	24,2%	25,6%	24,4%	6,5%	33,4%

### Breakdown IRR 2006 "From Inception" per settore delle aziende target

Settore	No. operazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	9	44%	241	75
Produzioni industriali e collegate	29	13%	288	172
Chimico-Energetico	1	nd/ns	nd/ns	nd/ns
ICT	7	12%	15	34
Produzione beni di consumo	12	12%	452	346
Finanziario	10	5%	13	9
Farmaceutico-Sanitario	6	119%	93	16
Trasporti-Infrastrutture	5	40%	304	166
Altro	8	94%	541	131

### Breakdown IRR 2006 "From Inception" per quota di capitale

Quota detenuta	No. operazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	9	29%	83	37
5% - 10%	10	48%	190	50
10% - 25%	22	13%	215	136
25% - 50%	29	12%	423	345
>50%	16	42%	1.025	369

Some tables regarding further "By Horizon" analyses have been provided in the followings.

#### 2006 IRR "By Horizon 3YR" distribution by target industry

Industry	No. of transactions	Yearly pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food-Farming	14	9%	100	89
Industrial manufacturing and similar	68	25%	705	562
Energy and Chemicals	14	1%	689	685
ICT	27	6%	500	480
Consumer goods	43	27%	1,229	1,042
Biotechnology	6	-32%	59	78
Financial Institutions	3	0%	104	104
Pharma-Healthcare	20	1%	1,345	1,329
Transportation-Infrastructures	19	49%	550	311
Other	19	80%	968	459

#### 2006 IRR "By Horizon 3YR" distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	16	7%	189	175
5% - 10%	19	24%	106	78
10% - 25%	56	2%	1,997	1,951
25% - 50%	87	14%	1,923	1,766
>50%	57	62%	2,134	1,268

#### 2006 IRR "By Horizon 5YR" distribution by target industry

Industry	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food-Farming	29	35%	423	195
Industrial manufacturing and similar	134	11%	1,816	1,475
Energy and Chemicals	17	-6%	712	752
ICT	44	-3%	581	604
Consumer goods	65	25%	1,473	1,168
Biotechnology	7	-11%	60	78
Financial Institutions	9	58%	515	237
Pharma-Healthcare	31	9%	1,581	1,424
Transportation-Infrastructures	24	34%	1,374	610
Other	30	48%	1,108	584

#### 2006 IRR "By Horizon 5YR" distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	28	11%	250	218
5% - 10%	34	29%	475	251
10% - 25%	103	12%	2,535	2,238
25% - 50%	129	10%	2,429	2,205
>50%	91	32%	4,163	2,334

Si riportano nel seguito alcune tabelle che sintetizzano ulteriori analisi di dettaglio svolte sul campione "By Horizon".

#### Breakdown IRR 2006 "By Horizon 3YR" per settore delle aziende target

Settore	No. operazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	14	9%	100	89
Produzioni industriali e collegate	68	25%	705	562
Chimico-Energetico	14	1%	689	685
ICT	27	6%	500	480
Produzione beni di consumo	43	27%	1.229	1.042
Biotecnologie	6	-32%	59	78
Finanziario	3	0%	104	104
Farmaceutico-Sanitario	20	1%	1.345	1.329
Trasporti-Infrastrutture	19	49%	550	311
Altro	19	80%	968	459

#### Breakdown IRR 2006 "By Horizon 3YR" per quota di capitale

Quota detenuta	No. operazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	16	7%	189	175
5% - 10%	19	24%	106	78
10% - 25%	56	2%	1.997	1.951
25% - 50%	87	14%	1.923	1.766
>50%	57	62%	2.134	1.268

#### Breakdown IRR 2006 "By Horizon 5YR" per settore delle aziende target

Settore	No. operazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	29	35%	423	195
Produzioni industriali e collegate	134	11%	1.816	1.475
Chimico-Energetico	17	-6%	712	752
ICT	44	-3%	581	604
Produzione beni di consumo	65	25%	1.473	1.168
Biotecnologie	7	-11%	60	78
Finanziario	9	58%	515	237
Farmaceutico-Sanitario	31	9%	1.581	1.424
Trasporti-Infrastrutture	24	34%	1.374	610
Altro	30	48%	1.108	584

#### Breakdown IRR 2006 "By Horizon 5YR" per quota di capitale

Quota detenuta	No. operazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	28	11%	250	218
5% - 10%	34	29%	475	251
10% - 25%	103	12%	2.535	2.238
25% - 50%	129	10%	2.429	2.205
>50%	91	32%	4.163	2.334

**2006 IRR "By Horizon 10YR" distribution by target industry**

<b>Industry</b>	<b>No. of transactions</b>	<b>Yearly Pooled IRR</b>	<b>Cash In (Euro mln)</b>	<b>Cash Out (Euro mln)</b>
Food-Farming	34	26%	438	215
Industrial manufacturing and similar	312	14%	3,363	2,485
Energy and Chemicals	37	9%	977	911
ICT	115	3%	936	899
Consumer goods	123	12%	2,105	1,752
Biotechnology	12	311%	144	92
Financial Institutions	28	35%	572	285
Pharma-Healthcare	43	19%	1,748	1,455
Transportation-Infrastructures	42	81%	1,743	715
Other	60	38%	1,407	778

**2006 IRR "By Horizon 10YR" distribution by stake held**

<b>Stake held</b>	<b>No. of transactions</b>	<b>Yearly Pooled IRR</b>	<b>Cash In (Euro mln)</b>	<b>Cash Out (Euro mln)</b>
<5%	80	20%	509	396
5% - 10%	102	37%	1,008	539
10% - 25%	235	14%	3,666	3,018
25% - 50%	247	17%	3,174	2,692
>50%	119	40%	4,999	2,795

**Breakdown IRR 2006 "By Horizon 10YR" per settore delle aziende target**

<b>Settore</b>	<b>No. operazioni</b>	<b>IRR Lordo Aggregato</b>	<b>Cash In (Euro mln)</b>	<b>Cash Out (Euro mln)</b>
Agroalimentare	34	26%	438	215
Produzioni industriali e collegate	312	14%	3.363	2.485
Chimico-Energetico	37	9%	977	911
ICT	115	3%	936	899
Produzione beni di consumo	123	12%	2.105	1.752
Biotecnologie	12	311%	144	92
Finanziario	28	35%	572	285
Farmaceutico-Sanitario	43	19%	1.748	1.455
Trasporti-Infrastrutture	42	81%	1.743	715
Altro	60	38%	1.407	778

**Breakdown IRR 2006 "By Horizon 10YR" per quota di capitale**

<b>Quota detenuta</b>	<b>No. operazioni</b>	<b>IRR Lordo Aggregato</b>	<b>Cash In (Euro mln)</b>	<b>Cash Out (Euro mln)</b>
<5%	80	20%	509	396
5% - 10%	102	37%	1.008	539
10% - 25%	235	14%	3.666	3.018
25% - 50%	247	17%	3.174	2.692
>50%	119	40%	4.999	2.795

## Contacts

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

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

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

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

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

© 2007 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: May 2007

Photo: Pino Ninfa, Hannes Schick  
Graphics: [www.newadv.com](http://www.newadv.com)