



# 2022: Positive results in a challenging environment

Italian Private Equity and  
Venture Capital Market:  
2022 performance

In co-operation with

**AIFI**

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





# “KPMG Corporate Finance”

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 143 Paesi del mondo con 265 mila professionisti. In Italia, KPMG conta 4.650 professionisti e 25 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, Nicolò Capo ed Emanuele Nesci.

## AIFI

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 istituzioni finanziarie che, stabilmente e professionalmente, effettuano investimenti in imprese non quotate, con un attivo coinvolgimento nello sviluppo delle medesime o offrono strumenti di debito flessibili e adattabili in relazione alle esigenze delle singole società. L'Associazione raduna, inoltre, un importante network di istituzioni, investitori istituzionali e professionisti che sono interessati allo sviluppo dell'industry. Oltre a rappresentare i propri associati ed essere un punto di riferimento per le principali analisi e ricerche in tema di investimenti alternativi, AIFI svolge un importante ruolo di diffusione culturale in materia di mercati finanziari.

Il sito dell'associazione, [www.aifi.it](http://www.aifi.it), contiene le directory delle società associate e aderenti, la documentazione di corporate governance, le ricerche, le principali pubblicazioni e un quadro della normativa di riferimento, nonché i comunicati stampa e il materiale di interesse sul settore.

*KPMG is a global Network of professional firms providing Audit, Tax and Advisory services. KPMG Network is present in 143 countries with 265,000 respected professionals. In Italy, KPMG provides its services thanks to 4,650 professionals based in 25 offices in Italy.*

*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 international Network, provide an independent advisory activity supporting Private Equity operators. Maximilian P. Fiani headed the team that prepared this paper, assisted by Valentina Tedde, Nicolò Capo and Emanuele Nesci.*

*AIFI, Italian Private Equity, Venture Capital and Private Debt Association was established in May 1986 and is internationally recognized for its institutional representation and promotion of private equity, venture capital and private debt activities in Italy. AIFI associates financial institutions that, on a permanent and professional basis, make investments in unlisted companies, with an active involvement in the development of the same or offer flexible and adaptable debt instruments in relation to the needs of individual companies. The Association also gathers an important network of institutions, institutional investors and professionals who are interested in the development of the industry. In addition to representing its associates and being a point of reference for the main analyses and research on alternative investments, AIFI plays an important role in cultural dissemination in the field of financial markets.*

*The association's website, [www.aifi.it](http://www.aifi.it), contains directories of full and associate members, corporate governance documentation, research, main publications and a framework of the relevant legislation, as well as press releases and material of interest on the sector.*



# Indice

<b>Introduzione</b>	<b>6</b>
Finalità del rapporto e informazioni utilizzate	6
Definizioni e glossario	7
Nota metodologica	8
Contesto macroeconomico italiano	9
<b>La performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2022</b>	<b>13</b>
Cosa è successo nel 2022?	14
L'impatto dei Write-Off sulla performance 2022	20
Le performance a 1, 3, 5 e 10 anni	23
Analisi della performance per tipologia di operatore	27
<b>Appendice</b>	<b>28</b>
<b>English Version</b>	<b>30</b>

# Introduzione

## 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 2022 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.
- **Attività di Private Equity e Venture Capital** – settore degli investimenti nel capitale di rischio realizzati da investitori professionali.
- **Banca** – impresa che svolge i compiti di fornire alla clientela mezzi di pagamento e di intermediazione tra offerta e domanda di capitali; nel presente documento, si fa particolare riferimento a banche che svolgono, direttamente o tramite strutture dedicate, anche attività di investimento in capitale di rischio.
- **CAGR** – tasso di crescita medio annuo composto (Compound Annual Growth Rate).
- **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** – tipologia di investimento in capitale di rischio effettuato nella fase di sviluppo dell'impresa, finalizzato all'espansione di un'attività già esistente.
- **Early Stage** – tipologia di investimento effettuato nelle prime fasi del ciclo di vita di un'impresa.
- **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 macrocategorie.

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 in capitale di rischio. 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.

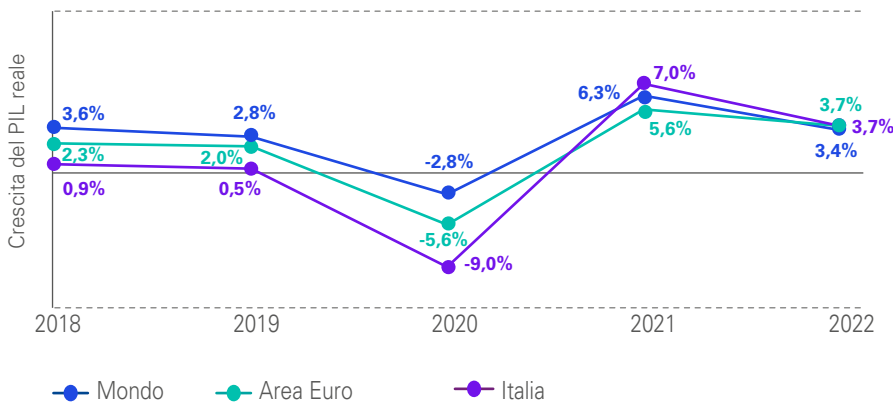
È opportuno evidenziare che le analisi illustrate nel seguito considerano esclusivamente le operazioni per le quali sono stati resi disponibili, in forma completa, tutti i dati necessari alla stima dell'IRR; di conseguenza, eventuali operazioni caratterizzate da dati parziali e/o incompleti sono state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



## Contesto macroeconomico italiano

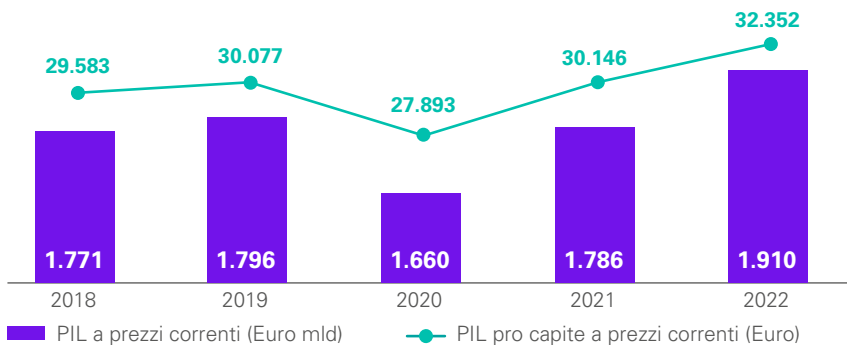
Al fine di contestualizzare l'attività del settore del Private Equity e Venture Capital nel quadro economico di riferimento, sono di seguito illustrati i principali indicatori macroeconomici che hanno caratterizzato l'economia italiana nell'ultimo quinquennio (2018-2022).

**GRAFICO I – Crescita del PIL reale**



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Aprile 2023

**GRAFICO II – Crescita economica in Italia**



Fonte: elaborazione KPMG Corporate Finance su dati Economist Intelligence Unit

Nel 2022 due grandi eventi hanno impattato sull'economia mondiale, che ha mostrato segnali di rallentamento globale: la diffusione della variante Omicron del Covid 19 e l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. La comunità internazionale ha imposto alla Russia sanzioni estese e severe, avvertite in Europa da circa metà marzo. In particolare, sono aumentati i prezzi delle materie prime e del gas naturale, così come l'inflazione, che nel corso del 2022 ha raggiunto in molti paesi occidentali i livelli massimi degli ultimi 30 anni (7,3% nelle economie avanzate, 8,0% negli Stati Uniti, 8,4% nell'area Euro, 8,7% in Italia).

Le politiche monetarie restrittive imposte dalle principali Banche centrali per contrastare la spirale inflattiva hanno posto fine ad un lungo periodo di tassi di interesse molto bassi o negativi, determinando inevitabili ricadute sui valori dei titoli del debito pubblico e privato e ripercussioni sui mercati finanziari.

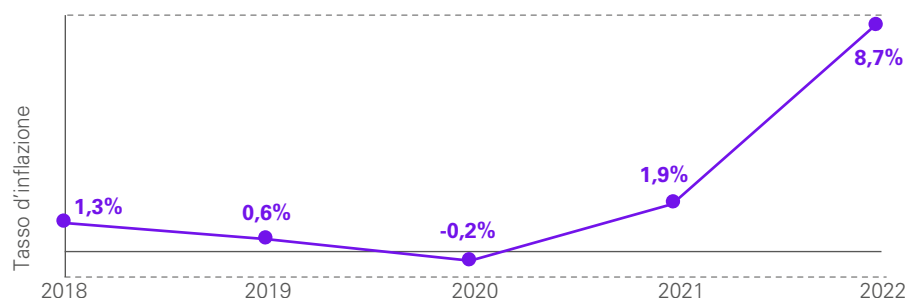
Dopo il 'rimbalzo' registrato nel 2021, nel 2022 l'elevata incertezza macroeconomica e geopolitica ha impresso un rallentamento all'economia mondiale. A livello globale, il PIL ha registrato una crescita più contenuta (+3,4% nel 2022 vs +6,3% nel 2021) ed anche l'Unione Europea ha mostrato una decelerazione (+3,7% nel 2022 vs +5,6% nel 2021).

Sebbene l'economia italiana sia una di quelle che ha risentito maggiormente della crisi energetica e del rincaro del prezzo delle materie prime, rilevando nel 2022 un aumento del PIL pari al +3,7%, rispetto al +7,0% del 2021, il nostro Paese ha comunque registrato una crescita economica tra le più solide in Europa (PIL area Euro +0,8%, Francia +2,6%, Germania +1,8%).

Fra la fine del 2022 e l'inizio del 2023 le quotazioni del gas hanno registrato una diminuzione per effetto degli stoccaggi, delle temperature miti e della diversificazione delle fonti energetiche; nell'area Euro l'attività economica è cresciuta e l'inflazione è tornata a diminuire.

Nei primi tre mesi del 2023 il PIL in Italia è lievemente aumentato, grazie all'accelerazione sia delle esportazioni sia della domanda interna, oltre che all'allentarsi delle strozzature lungo le catene di approvvigionamento dei beni energetici, registrando un aumento del +0,6% rispetto al trimestre precedente. Si tratta di un risultato che pone l'Italia tra i paesi europei a più forte crescita (in linea con il +0,5% della Spagna ed a fronte del +0,1% dell'area Euro, del +0,2% della Francia e dello 0,0% della Germania) e che ha consentito una revisione al rialzo delle previsioni per il 2023, recentemente portate al +1,1% sia dalla Commissione Europea che dal Fondo Monetario Internazionale.

### GRAFICO III – Tasso di inflazione in Italia



Fonte: elaborazione KPMG Corporate Finance su dati Economist Intelligence Unit

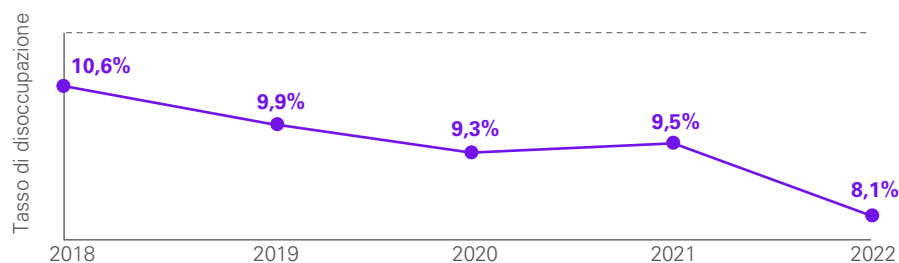
Sul fronte dei prezzi, il tasso di inflazione nel 2022 ha raggiunto l'8,7%, attestandosi ai massimi dai primi anni Novanta, ed in forte aumento se confrontato al 2021 (i.e. 1,9%).

L'inflazione è stata spinta principalmente dall'eccezionale aumento dei prezzi dell'energia causato dallo scoppio del conflitto russo-ucraino, gradualmente trasmessosi anche sui prezzi dei generi alimentari e dei servizi, dalla ripresa della domanda e dei consumi, connessa all'allentamento delle misure restrittive precedentemente adottate per contenere la pandemia.

In tale contesto le autorità governative italiane hanno messo in atto provvedimenti che hanno permesso di calmierare l'incremento dei prezzi, soprattutto quelli dell'energia: nello specifico per il secondo trimestre del 2022 l'impatto dello shock inflazionistico è stato quasi dimezzato; mentre per il terzo ed il quarto trimestre le misure poste in essere hanno permesso di contenere l'inflazione rispettivamente di circa il 2% e l'1%.

Anche nei primi mesi del 2023 si sta osservando un rallentamento dell'inflazione. Nel mese di marzo 2023, l'indice dei prezzi al consumo ha registrato una diminuzione dello 0,4% rispetto al mese precedente ed un aumento del 7,6% rispetto al dato di marzo 2022 (era il +9,1% a febbraio), che porterebbe l'inflazione per il 2023 al 5,0%.

#### GRAFICO IV – Tasso di disoccupazione in Italia



Fonte: elaborazione KPMG Corporate Finance su dati Economist Intelligence Unit

Nel 2022 l'occupazione in Italia è fortemente aumentata rispetto all'anno precedente e ha recuperato i livelli antecedenti la crisi pandemica. Il numero di occupati è infatti aumentato in media dell'1,7% rispetto al 2021, mentre le ore lavorate per addetto sono cresciute del +2,2%. Nel corso del secondo semestre 2022 sono stati recuperati i livelli occupazionali di fine 2019. L'espansione dell'occupazione ha interessato quasi esclusivamente la componente del lavoro subordinato, mentre quella autonoma è rimasta sostanzialmente stabile dopo due anni di marcata flessione. Gli addetti alle attività connesse con il turismo sono tornati a crescere agli stessi ritmi elevati osservati prima dell'emergenza sanitaria. L'occupazione nelle costruzioni ha continuato ad espandersi, anche se meno intensamente rispetto al 2021, traendo ancora beneficio dagli incentivi all'edilizia residenziale. Nei prossimi anni, nonostante l'atteso ridimensionamento del sostegno pubblico alla riqualificazione degli edifici, il comparto sarà sospinto dagli investimenti infrastrutturali previsti dal PNRR, tra cui quelli volti a favorire la transizione ecologica.

Nel complesso, il tasso di attività nel 2022 è risalito al 65,5%, dal 64,5% dell'anno precedente, riportandosi sui livelli del 2019 (65,7%), dopo essere sceso al 63,5% nel 2020.

L'occupazione ha continuato a salire anche nei primi mesi del 2023 (+0,4% rispetto all'ultimo trimestre del 2022) e questa positiva tendenza è proseguita anche in aprile.

La dinamica positiva dell'occupazione e le tendenze demografiche hanno determinato una diminuzione del tasso di disoccupazione, che nel 2022 si è ridotto in misura marcata all'8,1% (dal 9,5% del 2021 ed a fronte del 6,8% registrato nell'Area Euro), il valore più basso dell'ultimo decennio (rispettivamente -1,8 e -4,8 punti percentuali rispetto al 2019 ed al picco del 2014). La diminuzione rispetto al periodo precedente all'emergenza sanitaria è riconducibile al recupero dei livelli occupazionali ed alla contrazione delle forze di lavoro. Il calo è stato particolarmente intenso fra i più giovani: nella fascia tra 15 e 34 anni il tasso di disoccupazione è sceso al 14,4%, dal 18,2% del 2019.

L'andamento positivo è proseguito anche nel primo trimestre del 2023, nel corso del quale il tasso di disoccupazione è sceso al 7,8%, a fronte del 6,6% registrato nell'Area Euro.

# “La performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2022”

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

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 (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 2022?

## IRR Lordo Aggregato 'From Inception'

Le elaborazioni illustrate nel seguito esprimono la performance misurata considerando tutti i flussi di cassa, in uscita (Cash Out) e in entrata (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 2022 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'**

	2018	2019	2020	2021	2022
Operatori coinvolti nella ricerca	83	67	69	<b>77</b>	<b>74</b>
Operatori che presentano operazioni realizzate	40	28	26	<b>26</b>	<b>32</b>
Numero transazioni dismesse	105	56	56	<b>50</b>	<b>54</b>
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	9,6	17,7	29,0	<b>13,7</b>	<b>53,2</b>
Cash Out complessivo (Euro mln)	1.009	991	1.625	<b>684</b>	<b>2.871</b>
Cash In complessivo (Euro mln)	2.204	2.223	5.274	<b>1.701</b>	<b>7.196</b>
Cash multiple medio	2,2x	2,2x	3,2x	<b>2,5x</b>	<b>2,5x</b>

Il 2022 è stato un anno ancora molto positivo, caratterizzato da operazioni rilevanti, anche per dimensione delle società acquisite, che hanno realizzato rendimenti nella media, e da transazioni di dimensioni medio piccole che hanno realizzato rendimenti molto positivi.

Nel contesto del mercato italiano, caratterizzato principalmente dalla presenza di aziende di media dimensione, le operazioni riguardanti target di maggiori dimensioni, i cosiddetti "mega deals", tendono ad influenzare in modo rilevante la performance del mercato in generale e soprattutto della nostra survey, per come è stata concepita.

A riprova di quanto appena affermato, si osserva che il Cash In (Euro 7.196 Mln nel 2022 rispetto agli Euro 1.701 Mln del 2021) e il Cash Out (Euro 2.871 Mln nel 2022 vs Euro 684 Mln nel 2021) registrati nell'anno sono nettamente superiori rispetto a quanto registrato negli anni precedenti e hanno raggiunto i livelli più alti da quando la survey è iniziata.

Analizzando il numero di disinvestimenti, nel 2022 si registra un andamento in leggera crescita rispetto al 2021, sostanzialmente in linea con gli ultimi quattro anni.

In controtendenza rispetto al calo registrato nel 2019 e nel 2020, ma in linea con quanto osservato nel 2021, il numero di operatori che hanno partecipato alla ricerca 2022 è pari a 74 (vs i 77 nel 2021), 32 dei quali hanno realizzato nuove operazioni, in crescita rispetto al 2021.

A conferma di quanto affermato in precedenza, ossia di un mercato altamente influenzato dalla incidenza di "mega deals," nel 2022 la dimensione media dei disinvestimenti è aumentata notevolmente passando dagli Euro 13,7 Mln del 2021 ai Euro 53,2 Mln nel 2022.

Il multiplo medio di uscita implicito (cosiddetto 'Cash multiple') registra una performance sopra la media storica, ma in linea con lo scorso anno, pari a 2,5x.

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

	2020	2021	2022
IRR Lordo Aggregato	32,1%	19,2%	<b>18,7%</b>
Quartile superiore per performance	39,0%	43,4%	<b>37,9%</b>
Quartile superiore per ammontare investito	34,3%	20,7%	<b>18,7%</b>

Ai nostri fini, coerentemente con quanto effettuato negli anni precedenti, si è tenuto conto solo del rendimento ottenuto attraverso l'investimento in equity ed escludendo eventuali flussi ottenuti attraverso i diversi strumenti di investimento utilizzati.

Nel complesso, la performance delle operazioni disinvestite nel 2022 si attesta a 18,7%, in linea con quanto accaduto negli anni precedenti ad eccezione fatta per il 2020 che si è affermato come anno record in termini di redditività, fortemente condizionato da grandi operazioni. Il 2020 si è inoltre caratterizzato per il più alto rendimento in termini di IRR "From Inception" dal 2002 (i.e. 34,3%).

Nella determinazione del risultato 2022, sono stati preponderanti due fenomeni chiave: (i) un numero elevato di deals di medio-piccole dimensioni con ritorni outstanding ed (ii) un numero moderatamente elevato di mega-deals con ritorni nella media.

TAB. 3 – Breakdown per classe di IRR realizzato

	Cash Out			Cash In			N° transazioni		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Write-Off	7,6%	4,4%	<b>1,1%</b>	0,2%	0,4%	<b>0,1%</b>	18	8	<b>6</b>
Negativo	0,8%	10,3%	<b>3,0%</b>	0,1%	2,7%	<b>0,8%</b>	8	5	<b>4</b>
0% - 10%	1,3%	7,2%	<b>30,3%</b>	0,4%	3,9%	<b>14,3%</b>	7	19	<b>16</b>
10% - 20%	4,3%	19,6%	<b>25,2%</b>	2,7%	15,2%	<b>24,8%</b>	8	5	<b>6</b>
20% - 30%	21,0%	13,9%	<b>12,7%</b>	17,6%	13,4%	<b>14,6%</b>	5	5	<b>5</b>
30% - 40%	27,2%	2,0%	<b>15,8%</b>	32,2%	2,9%	<b>27,0%</b>	5	3	<b>7</b>
40% - 50%	37,2%	32,0%	<b>6,7%</b>	45,9%	42,3%	<b>9,7%</b>	3	3	<b>6</b>
>50%	0,7%	10,6%	<b>5,1%</b>	0,9%	19,2%	<b>8,7%</b>	2	2	<b>4</b>
<b>Totale (Euro mln)</b>	<b>1.625</b>	<b>684</b>	<b>2.871</b>	<b>5.274</b>	<b>1.701</b>	<b>7.196</b>	<b>56</b>	<b>50</b>	<b>54</b>

I Write-Off, così come le operazioni con IRR negativo nel 2022, decrescono leggermente in termini di numero di operazioni, passando rispettivamente da 8 nel 2021 a 6 nel 2022 e da 5 nel 2021 a 4 nel 2022. Tale decremento è ancora più marcato in termini di incidenza sul Cash Out; nel 2022, si osserva un calo significativo sia dei Write-Off (i.e. 1,1% nel 2022 vs 4,4% nel 2021) che delle operazioni con IRR negativo (i.e. 3,0% nel 2022 vs 10,3% nel 2021).

Complessivamente, le transazioni con rendimento negativo (quindi inclusi i Write-Off) hanno rappresentato il 19% del campione, in netto ribasso rispetto al 2021 (i.e. 26%).

Le operazioni con rendimenti bassi (IRR compreso fra lo 0% e il 10%) si riducono leggermente in termini numerici (i.e. 16 nel 2022 vs 19 nel 2021) mentre incrementano significativamente in termini di Cash Out (i.e. 30,3% nel 2022 vs 7,2% nel 2021) e di Cash In (i.e. 14,3% nel 2022 vs 3,9% nel 2021).

La classe di rendimento con IRR tra il 10% e il 20% nel 2022 include 6 operazioni (vs 5 nel 2021), ed aumenta considerevolmente sia in termini di Cash Out (i.e. 25,2% nel 2022 vs 19,6% nel 2021) che in termini di Cash In (i.e. 24,8% nel 2022 vs 15,2% nel 2021), confermando il trend positivo dello scorso anno.

La categoria a rendimento medio-alto, con IRR tra il 20% e il 30%, resta stabile in termini di numero di operazioni registrate (i.e. 5), così come anche in termini di controvalore (i.e. 12,7% nel 2022 vs 13,9% nel 2021) e di Cash In passando da 13,4% nel 2021 a 14,6% nel 2022.

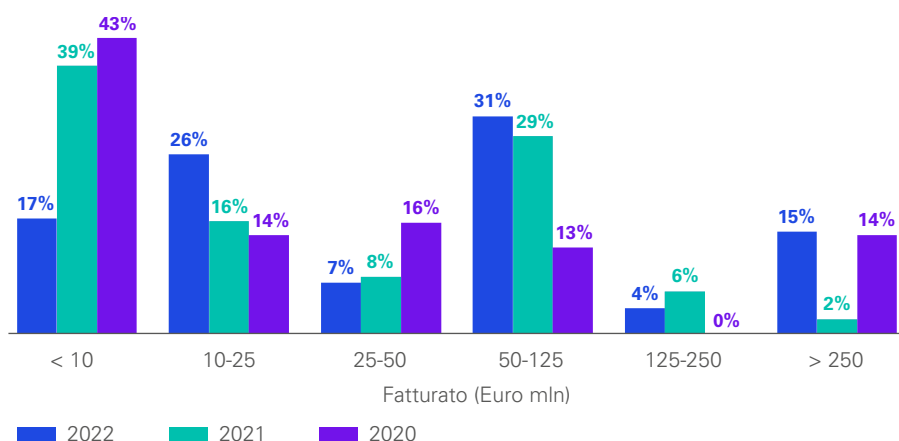
La classe di operazioni ad alto rendimento (IRR compreso tra 30% e 50%), mostra un trend in decrescita, sia in termini di Cash In (i.e. 36,7% nel 2022 vs 45,2% nel 2021) che in termini di Cash Out (i.e. 22,5% nel 2022 vs 34,0% nel 2021); mentre sono raddoppiate in termini numerici (13 nel 2022 vs 6 nel 2021). La decrescita segnalata è principalmente dovuta alla presenza di "mega-deals", che si sono collocati



prevalentemente nella classe di rendimento medio (IRR compreso tra 10% e 20%).

Le operazioni con livelli di rendimento “outstanding” (superiori al 50%) sono state 4, in aumento rispetto al 2021; tuttavia mostrano un decremento nel corrispondente controvalore (5,1% nel 2022 vs 10,6% nel 2021 in termini di Cash Out).

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



L'analisi dell'incidenza relativa per fatturato delle società target (inteso come fatturato al momento del primo investimento) mostra come, nel 2022, i disinvestimenti che hanno riguardato target di dimensioni medio-piccole (con fatturato inferiore ad Euro 50 Mln) rappresentino il 50,0% del campione (63,3% nel 2021).

Le società di dimensioni medio-piccole (fatturato fino a Euro 50 Mln) si confermano la tipologia di azienda di maggiore interesse per i fondi di Private Equity, in Italia, come conferma il trend storico degli ultimi 7 anni (i.e. 68% nel 2014, 65% nel 2015, 70% nel 2016, 58% nel 2017, 70,2% nel 2018, 75% nel 2019, 73,2% nel 2020).

Rilevante è il dato relativo alle operazioni che riguardano imprese di grandi dimensioni (società target con fatturato superiore ad Euro 250 Mln) che rappresentano il 14,8% del totale nel 2022, in cospicuo aumento rispetto al 2021 (i.e. 2,0%).

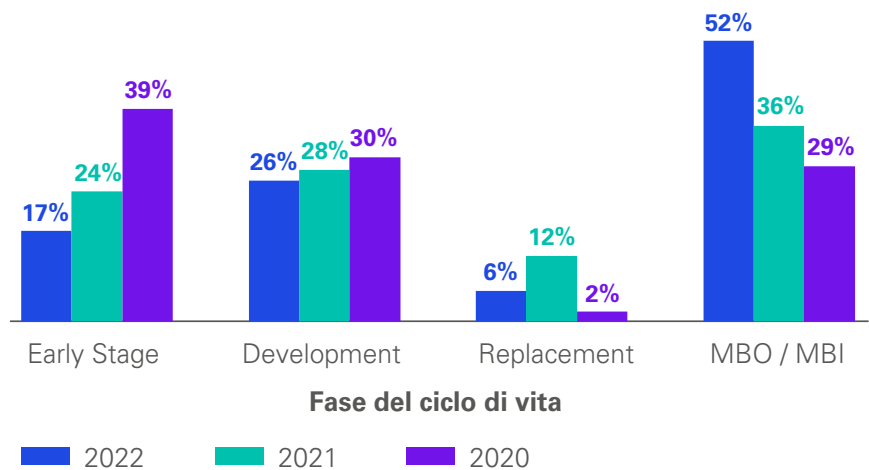
#### TAB. 4 – Breakdown per fatturato delle aziende target (IRR Lordo Aggregato)

Fatturato (Euro mln)	2020		2021		2022	
	N°	IRR	N°	IRR	N°	IRR
<50	41	-1,6%	31	9,2%	<b>27</b>	<b>13,2%</b>
50 - 250	7	32,7%	17	20,3%	<b>19</b>	<b>21,9%</b>
> 250	8	36,8%	<4	>40%	<b>8</b>	<b>17,1%</b>

Il breakdown per fatturato delle aziende acquisite evidenzia alcuni trend:

- Crescono i rendimenti che riguardano aziende di medio-piccole dimensioni (i.e. 13,2% nel 2022 vs 9,2% nel 2021 e -1,6% nel 2020): questa categoria, che registrava rendimenti crescenti dal 2016, ha ripreso tale trend, superando il 2020 in cui i rendimenti furono notevolmente impattati dalla pandemia.
- I disinvestimenti di aziende di medie dimensioni rimangono sostanzialmente stabili rispetto all'anno precedente sia in termini di IRR (i.e. 21,9% nel 2022 vs 20,3% nel 2021), che in termini di numero di operazioni (i.e. 19 nel 2022 vs 17 nel 2021). Questo risultato 2022 è in linea con quanto registrato in Italia nel corso dell'anno e rispecchia quanto affermato in questa survey.
- In controtendenza rispetto agli altri raggruppamenti, si registra invece una riduzione dei rendimenti per i disinvestimenti di aziende di grandi dimensioni (con fatturato maggiore di Euro 250 Mln) passando da un rendimento >40% nel 2021 ad un rendimento del 17,1% nel 2022, con un numero di operazioni in aumento (i.e. 8 nel 2022 vs < 4 nel 2021).

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



Il cluster MBO/MBI nel 2022 è la categoria che registra il maggior numero di disinvestimenti con circa il 52% delle operazioni (vs 36% nel 2021).

Il 26% circa del campione dei disinvestimenti è rappresentato da aziende nella fase di Development, cluster che risulta essere in linea con gli anni scorsi (i.e. 28% nel 2021 e 30% nel 2020).

Il cluster Early Stage nel 2022 raggiunge un valore pari al 17% delle transazioni analizzate, in calo rispetto a quanto osservato negli anni precedenti (i.e. 24% nel 2021 e 39% nel 2020).

Nel 2022, il cluster relativo ai disinvestimenti in fase Replacement ammonta al 6%, in calo rispetto al 2021 (i.e. 12%) ma in aumento rispetto al 2020 (i.e. 2%).

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

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
N° transazioni	9	<b>12</b>	14	<b>14</b>	3	<b>6</b>	28	<b>18</b>
IRR Lordo Aggregato	19,7%	<b>4,0%</b>	12,0%	<b>8,4%</b>	5,5%	<b>8,4%</b>	20,6%	<b>27,0%</b>

Le operazioni di MBO/MBI, storicamente caratterizzate da rendimenti più elevati, presentano un numero di disinvestimenti in aumento rispetto al 2021 (i.e. 28 nel 2022 vs 18 nel 2021). Queste sono state le protagoniste dell'anno 2022 registrando in maniera aggregata un IRR del 20,6%, in significativa diminuzione rispetto al 2021 (i.e. 27%) e proseguendo il calo già osservato tra il 2020 ed il 2021 (i.e. 27,0% nel 2021 vs 30,4% nel 2020).

Nel 2022, i disinvestimenti appartenenti alla categoria Development hanno registrato un incremento in termini di IRR (i.e. 12,0% nel 2022 vs 8,4% nel 2021), mentre sono rimasti costanti in termini di numero di disinvestimenti (i.e. 14).

La categoria Early Stage, storicamente caratterizzata da elevata volatilità e rendimenti negativi, ha visto una riduzione in termini di numero di transazioni (i.e. 9 nel 2022 vs 12 nel 2021), riprende tuttavia il trend di risultati positivi interrotto nel 2020 (i.e. 19,7% nel 2022 vs 4,0% nel 2021).

Nel 2022, la categoria Replacement mostra un IRR 2022 in calo rispetto al 2021 (i.e. 5,5% nel 2022 vs 8,4% nel 2021), così come una riduzione in termini di numero di disinvestimenti (i.e. 3 nel 2022 vs 6 nel 2021), riflettendo l'elevata volatilità dovuta all'esiguo numero di investimenti registrati per tale categoria nella survey.

# L'impatto dei Write-Off sulla performance 2022

L'analisi che segue cerca di delineare un quadro più dettagliato dei Write-Off registrati nel corso del 2022 al fine di comprenderne l'evoluzione e l'incidenza, in termini di numero e di volumi di investimento, sui vari cluster esaminati nell'ambito dell'analisi 'From Inception'.

È opportuno sottolineare che, come indicato precedentemente, ai fini dell'analisi 'From Inception', sono stati considerati sia i Write-Off totali (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 (pari ad almeno l'80% del valore complessivo dell'investimento).

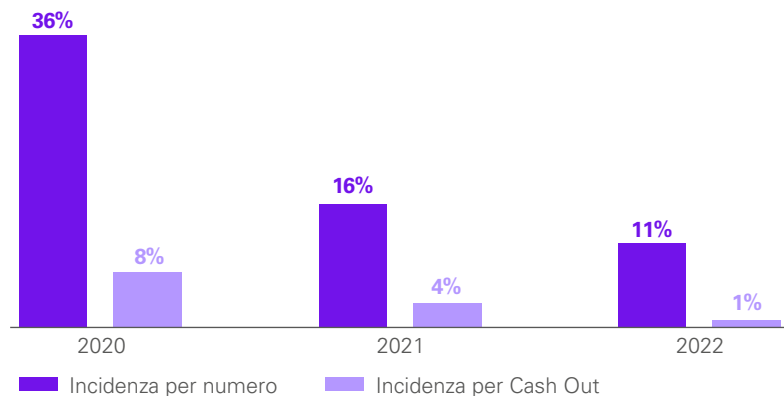
**TAB. 6 – Trend storico dei Write-Off per numero e Cash Out**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Write Off (No. Transazioni)	39	24	24	11	8	24	8	18	8	6
Totale campione (No. Transazioni)	102	95	74	64	91	105	56	56	50	54
<b>Incidenza per No Transazioni</b>	<b>38%</b>	<b>25%</b>	<b>32%</b>	<b>17%</b>	<b>9%</b>	<b>23%</b>	<b>14%</b>	<b>36%</b>	<b>16%</b>	<b>11%</b>
Write Off (Cash Out) in Euro mln	419	183	103	47	32	164	61	123	30	32
Totale campione (Cash Out) in Euro mln	2.115	1.681	1.382	1.511	2.228	1.009	991	1.625	684	2.871
<b>Incidenza per Cash Out</b>	<b>20%</b>	<b>11%</b>	<b>7%</b>	<b>3%</b>	<b>1%</b>	<b>16%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>4%</b>	<b>1%</b>

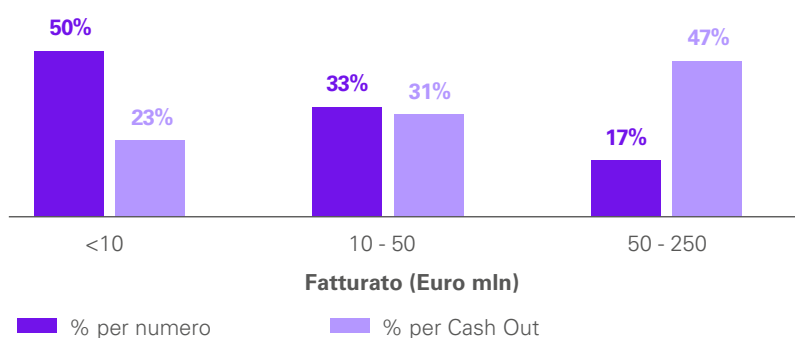
Nel corso del 2022 sono stati registrati solo 6 Write-Off (di cui 5 totali e 1 parziale), in riduzione rispetto al 2021, quando ne erano stati registrati 8. Nel 2022 i Write-Off, infatti, hanno rappresentato l'11% delle transazioni totali, contro il 16% del 2021 ed il 36% del 2020, un dato significativo, che rispecchia e prosegue il trend di decrescita già iniziato nel 2021 e che conferma, in generale, l'andamento positivo dell'anno.

Nel 2022 l'incidenza dei Write-Off per ammontare investito (i.e., Euro 30 Mln di Cash Out) rappresenta solo l'1% del Cash Out totale vs il 4% nel 2021 e l'8% nel 2020.

**GRAFICO VII – Incidenza Write-Off per numero e Cash Out nel triennio 2020-2022**

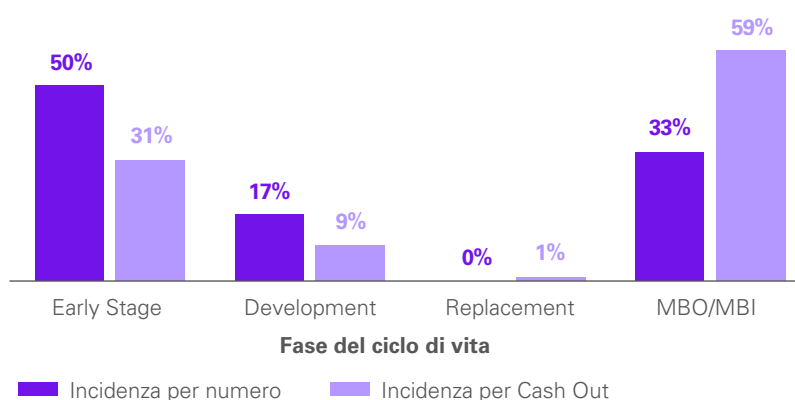


**GRAFICO VIII – Write-Off 2022: breakdown per fatturato delle aziende target (incidenza relativa per numero e per Cash Out)**



Il Grafico VIII evidenzia che nel 2022, i Write-Off in termini numerici hanno interessato per il 50% imprese di piccole dimensioni (< Euro 10 Mln di fatturato), e per il 33% aziende con fatturato compreso fra i 10 e i 50 milioni. In termini di Cash Out il 53% dei Write-Off ha interessato aziende con fatturato fino a Euro 50 Mln, ed il restante 47% ha riguardato aziende fino a Euro 250 Mln. Non si registrano Write-Off per le imprese con fatturato superiore a Euro 250 Mln

**GRAFICO IX – Write-Off 2022: breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target (incidenza relativa per numero e per Cash Out)**



L'analisi per fase del ciclo di vita delle aziende target evidenzia che la metà dei Write-Off (i.e. il 50%) riguarda aziende in fase di Early Stage, con un'incidenza in termini di Cash Out del 31%.

Il cluster delle transazioni classificate come "Development" rappresenta il 17% dei Write Off, pari al 9% del Cash Out totale, in calo rispetto al 2021 in termini di Cash Out (i.e. 9% nel 2022 vs 18% nel 2021) ma in crescita in termini di incidenza per numero (i.e. 17% nel 2022 vs 13% nel 2021).

I Write-Off riguardanti società target di MBO/MBI sono stati il 33% in termini numerici (in crescita rispetto al 25% del 2021) ma il 59% in termini di Cash Out (in calo rispetto al 65% del 2021).

# 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 (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.

- 3YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2020-2022;
- 5YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2018-2022;
- 10YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2013-2022.

L'elaborato include anche un'analisi descrittiva dei volumi 1 YR 2022, volta a rappresentare gli investimenti realizzati nel 2022 dagli operatori di Private Equity e Venture Capital partecipanti.

**TAB. 7 – Il campione 'By Horizon'**

2022	1YR	3YR	5YR	10YR
Operatori che presentano investimenti	47	75	95	124
Numero di transazioni	115	346	570	1.127
<i>di cui: - partecipazioni disinvestite</i>	0	7	43	294
<i>- partecipazioni ancora in portafoglio</i>	115	339	527	833
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	88,2	48,6	43,1	35,4
Cash Out complessivo (Euro mln)	10.141	16.829	24.575	39.845
Cash In complessivo (Euro mln)	10.457	18.333	28.391	57.515
Cash multiple (implicito) medio	1,0x	1,1x	1,2x	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.

Focalizzandosi sull'orizzonte 1YR, si evidenzia un numero di transazioni registrate in leggero calo rispetto all'anno precedente (115 nel 2022 vs 138 nel 2021).

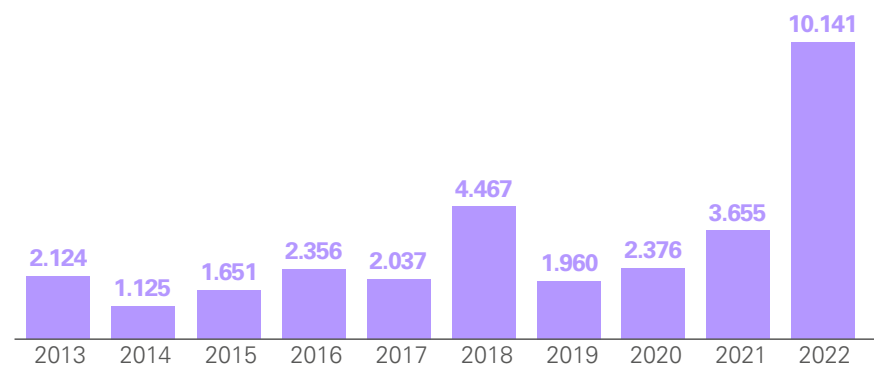
Il campione di investimenti incluso nell'orizzonte 3YR del 2022 vede il numero di transazioni passare da 329 (nel 2021) a 346 (nel 2022), mentre le partecipazioni disinvestite restano stabili a 7. I volumi fanno registrare il loro massimo, sia in termini di Cash Out (da Euro 8,5 Mld nel 2021 a Euro 16,8 Mld nel 2022) che di Cash In (da Euro 9,6 Mld nel 2021 a Euro 18,3 Mld nel 2022).

Sull'orizzonte 5YR si registra un aumento di tutti i principali parametri: le transazioni incluse crescono a 570 (vs 553 nel 2021), il volume di Cash In passa da Euro 19,8 Mld nel 2021 a Euro 28,4 Mld nel 2022, ed il Cash Out passa da Euro 16,7 Mld a Euro 24,6 Mld, il cash multiple implicito resta tuttavia stabile a 1,2x.

Per quanto riguarda l'orizzonte 10YR, statisticamente il più significativo:

- Il numero di transazioni è in lieve calo rispetto al campione del 2021 (1.127 nel 2022 e 1.149 nel 2021);
- Il Cash Out investito aumenta ad Euro 39,8 Mld (vs 31,7 Mld nel 2021), proseguendo il trend di crescita già iniziato nell'anno precedente;
- Il Cash In registrato cresce anch'esso di Euro 12 Mld, raggiungendo Euro 57,5 Mld;
- Il cash multiple implicito rimane stabile a 1,4x.

#### GRAFICO X – Analisi storica degli investimenti 1YR per valore (€Mln)



L'analisi del 1YR evidenzia quanto investito dagli operatori di Private Equity in Italia nel corso del 2022. L'anno in esame, come già evidenziato, è caratterizzato da alcuni investimenti significativi in termini di dimensione e di settori coinvolti; infatti, il Cash Out supera i dieci miliardi di euro, risultando ben al di sopra della media dei 10 anni precedenti.



La dimensione media degli investimenti risulta in forte aumento (Euro 88,2 Mln nel 2022 vs Euro 26,5 Mln nel 2021). Tuttavia, tale dato risulta influenzato significativamente da 8 mega-deals (investimenti sopra i Euro 250 Mln), i quali presentano una dimensione media pari a circa Euro 1.001 Mln.

Effettuando un esercizio di esclusione dal calcolo della media delle 8 principali operazioni, si nota un trend di decrescita in termini di dimensione media passando dai Euro 26,5 Mln nel 2021 ai Euro 19,9 Mln nel 2022.

Il dato 2022 conferma la forte fiducia, già rilevata a partire dall'anno precedente, da parte degli operatori di Private Equity e Venture Capital nei confronti del nostro Paese.

**TAB. 8 – Le performance 'By Horizon'**

2022	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato	11,1%	11,6%	18,5%
Quartile superiore per performance	34,5%	30,8%	41,0%
Quartile superiore per ammontare investito	10,5%	11,3%	18,4%

2021	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato	12,7%	11,0%	16,1%
Quartile superiore per performance	26,3%	34,1%	41,1%
Quartile superiore per ammontare investito	11,6%	10,2%	15,5%

Focalizzando l'attenzione sull'orizzonte 10YR (il più significativo dal punto di vista statistico), possiamo osservare un valore di IRR in leggera crescita rispetto a quello del 2021 (18,5% nel 2022 vs 16,1% nel 2021) confermandosi fra i rendimenti più alti da quando questa analisi viene eseguita, ovvero dal 2009.

La conferma di questo rendimento elevato è determinata dall'effetto combinato di una serie di fattori:

- Le buone valorizzazioni delle partecipazioni ancora in portafoglio;
- L'effetto rolling che ha causato l'uscita dall'orizzonte temporale considerato di alcuni investimenti effettuati nel 2012 che avevano registrato un basso rendimento;
- Le performance medio-alte dei disinvestimenti, che hanno influenzato la performance From Inception registrate negli ultimi anni e che hanno avuto un impatto significativo anche nell'analisi By Horizon 10YR.

Il quartile superiore per performance è in linea con il 2021 (i.e. 41,0% nel 2022 vs 41,1% nel 2021).

Il rendimento 5YR passa dall'11,0% del 2021 all'11,6% del 2022 restando sui livelli degli anni precedenti. Tale cambiamento è dovuto principalmente all'effetto rolling, che porta all'uscita dall'orizzonte temporale degli investimenti effettuati nel 2017, questi caratterizzati da rendimenti mediamente più contenuti ed anche a buoni ritorni registrati nel 2022.

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

10YR	N° transazioni			Cash Out		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Partecipazioni valutate al 'valore di carico'	58,9%	55,5%	<b>57,4%</b>	66,7%	59,9%	<b>72,2%</b>
Partecipazioni rivalutate	28,9%	34,1%	<b>32,4%</b>	19,7%	33,2%	<b>22,7%</b>
Partecipazioni svalutate	12,2%	10,4%	<b>10,2%</b>	13,6%	6,8%	<b>5,1%</b>
Investimenti ancora in portafoglio (N° e Euro mln)	762	816	<b>833</b>	20.021	23.193	<b>29.741</b>

Analizzando le 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 detenute al loro valore di carico (72,2% valutate al "costo").

Nel 2022 si osserva un incremento delle partecipazioni valutate al "valore di carico" sia in termini numerici (i.e. 57,4% nel 2022, 55,5% nel 2021 e 58,9% nel 2020) sia in termini di volumi d'investimento (72,2% nel 2022, 59,9% nel 2021 e 66,7% nel 2020).

Le partecipazioni rivalutate mostrano invece un decremento sia in termini numerici (32,4% nel 2022 vs 34,1% nel 2021), sia in termini di Cash Out (22,7% nel 2022 vs 33,2% nel 2021). Il decremento in termini di Cash Out è spiegabile tramite l'iscrizione al valore di carico della maggior parte dei nuovi investimenti effettuati nel 2022, con particolare riferimento alle operazioni di maggiore dimensione concluse nel corso dell'anno.

Le partecipazioni svalutate sono in linea con il 2021 in termini numerici (10,2% nel 2022 vs 10,4% nel 2021) ma decrescono in termini di Cash Out (5,1% nel 2022 vs 6,8% nel 2021).

È opportuno ricordare che il cluster 'partecipazioni svalutate' non include, ai fini dell'analisi in oggetto, i Write-Off, in quanto questi ultimi sono considerati come disinvestimenti.

# 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 (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 'From Inception'.

**Tabella 10 – Performance 'From Inception' per tipologia di operatore**

	N° transazioni		Cash In (Euro mln)		Cash Out (Euro mln)		IRR Lordo Aggregato	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Country Fund/SGR	45	<b>40</b>	993	<b>3.123</b>	390	<b>1.367</b>	16,5%	<b>17,7%</b>
Banche	0	<b>0</b>	0	<b>0</b>	0	<b>0</b>	0,0%	<b>0,0%</b>
Pan-European PE firm	5	<b>14</b>	708	<b>4.072</b>	294	<b>1.505</b>	28,5%	<b>19,5%</b>

L'analisi "From Inception" per tipologia di operatore mette in luce come, il mercato del Private Equity e Venture Capital in Italia nel 2022, sia composto per il 74% circa da operatori rientranti nella categoria Country Fund/SGR. Si evince inoltre che i fondi Pan Europei si concentrano, in Italia, su poche operazioni, ma di "maggiore" dimensione.

Nel 2022 i Country Fund/SGR registrano un aumento del rendimento (i.e. 17,7% nel 2022 vs 16,5% nel 2021). Tale dato è legato all'andamento positivo delle piccole e medie imprese (tipicamente principali target degli operatori Country Fund/SGR), e alla presenza di 3 deal di medie-grandi dimensioni (investimento iniziale superiore ad Euro 100 Mln) che hanno registrato performance medio-alte.

I fondi Pan Europei hanno registrato nel 2022 un rendimento in significativo calo rispetto al 2021 (i.e. 19,5% nel 2022 vs 28,5% nel 2021), prevalentemente a causa delle scarse performance in termini di rendimento delle piccole e medie imprese, in parte compensate da rendimenti medio-alti realizzati dai deal di grandi dimensioni (investimento iniziale superiore ad Euro 100 Mln). Ad ulteriore conferma della loro presenza sugli investimenti di grandi dimensioni, questi operatori hanno registrato il 56,6% del Cash In totale (vs 41,6% del 2021), pari a Euro 4.072 Mln incrementando il cash multiple medio a 2,7x nel 2022 (vs 2,4x nel 2021).

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 significative, anche per effetto di un numero di transazioni rientranti in tali cluster ancora non sufficientemente rappresentativo.

# 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	
	2021	2022
N° transazioni	42	<b>48</b>
IRR Lordo Aggregato	20,7%	<b>19,0%</b>

*Nota: la tabella mostra il rendimento realizzato dal campione negli anni 2021 e 2022 senza tenere in considerazione i Write-Off.*

**TAB. 12 – Breakdown IRR 2022 'From Inception' per time gap compreso tra il primo investimento e la dismissione**

2022	< 2	2 - 3	3 - 4	4 - 5	5 - 7	> 7
N° transazioni	3	4	9	11	13	14
IRR Lordo Aggregato	58,5%	43,1%	31,6%	16,9%	24,7%	8,3%

**TAB. 13 – Breakdown IRR 2022 'From Inception' per settore delle aziende target**

Settore	N° transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	9	18,4%	1.664	703
Produzioni industriali e collegate	12	26,0%	562	191
Produzione beni di consumo	11	15,4%	1.376	635
ICT	3	12,6%	405	278
Altro	19	36,4%	3.189	1.064

**TAB. 14 – Breakdown IRR 2022 'From Inception' per quota di capitale**

Quota detenuta	N° transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	1	32,2%	2	2
5% - 10%	6	17,8%	59	30
10% - 25%	11	14,9%	1.127	538
25% - 50%	16	10,5%	958	530
>50%	20	22,3%	5.049	1.771



# English Version

# Contents

<b>Background</b>	<b>32</b>
Scope of the Report and information base	32
Definitions and glossary	33
Methodology	34
The Italian macroeconomic framework	35
<b>Italian Private Equity and Venture Capital market performance in 2022</b>	<b>39</b>
How did 2022 perform?	40
The impact of Write-Offs on 2022 performance	45
1, 3, 5 and 10 year performance	47
Analysis of performance by Private Equity House category	51
<b>Appendix</b>	<b>52</b>

# Background

## Scope of the Report and information base

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

It is an empirical study on the current status of the Private Equity and Venture Capital industry, in Italy. The analyses are based on the information provided by the Private Equity Houses, participating in the Survey.

This Survey provides an in-depth snapshot of the market performance in 2022, with references and comparisons to historical data where appropriate.



## Definitions and glossary

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

## Methodology

The analyses presented in this document and all 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.

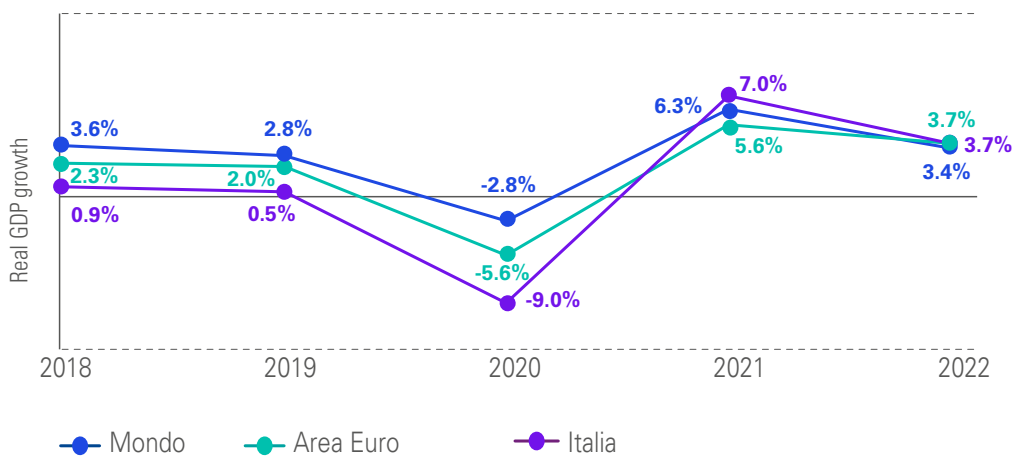
Performance data are expressed in terms of Gross Pooled IRR, calculated using monthly flows regarding equity investments only. In particular, this return represents the weighted average performances for the total transactions carried out by Private Equity Houses and not an average of the performance of each Private Equity House. In practice, the Italian market is considered as a combined Private Equity Fund, 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 made available; consequently, transactions with just partial and/or incomplete data available, were not considered.

# The Italian macroeconomic framework

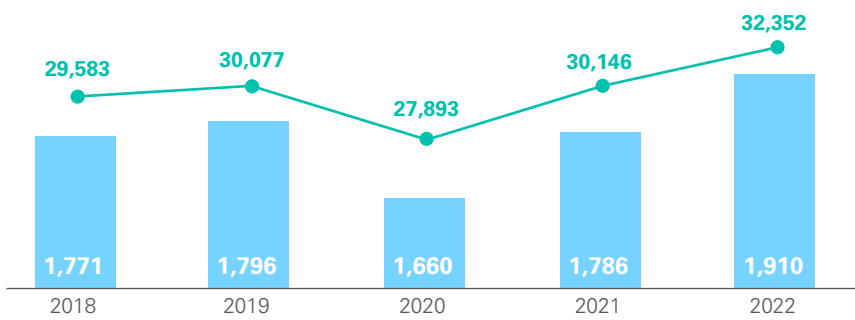
In Chart 1, an overview of the Italian economy key indicators is presented for the period from 2018 to 2022, this to provide a general framework for the Private Equity Houses activity on the market.

**CHART 1 – Real GDP growth**



Source: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2023

**CHART 2 – Italian economic growth**



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

In 2022, two major events impacted the world economy, which showed signs of a global slowdown: the spread of the Omicron variant of Covid 19 and Russia's invasion of Ukraine. The international community has imposed extensive and severe sanctions on Russia, which have been perceived in Europe since mid-March. In particular, the prices for raw materials and natural gas have increased, globally pushing-up inflation rates, which in 2022 reached the maximum levels for the last 30 years in many Western countries (7.3% in advanced economies, 8.0% in the United States, 8.4% in the Euro Area, 8.7% in Italy).

The restrictive monetary policies imposed by the major Central Banks to mitigate the inflationary spiral put an end to a long period of very low or negative interest rates, causing consequences on public and private debt securities and volatility of capital markets.

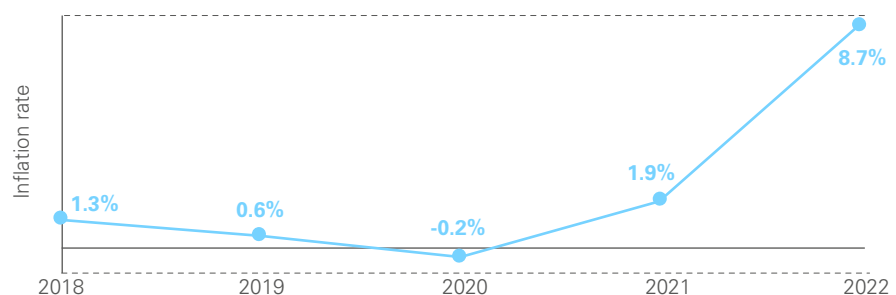
After the 'rebound' recorded in 2021, in 2022 the world economy experienced a slowdown, due to several macroeconomic and geopolitical uncertainties. Globally, GDP recorded a more contained growth (+3.4% in 2022 vs +6.3% in 2021), as well as the European Union also showed a deceleration (+3.7% in 2022 vs +5.6% in 2021).

Although the Italian economy is merely affected by the energy crisis and the increase in raw materials costs, recording a +3.7% in 2022 (compared to +7.0% in 2021), Italy experienced one of the most solid growths so far in Europe (Euro area GDP +0.8%, France +2.6%, Germany +1.8%).

Between the end of 2022 and the beginning of 2023, gas prices started to decrease due to higher storage levels and moderate winter temperatures; in the Eurozone, economic activity grew, and inflation decreased again.

For the first three months of 2023, GDP in Italy slightly increased, thanks to the acceleration of both exports and domestic consumption, as well as the easing of bottlenecks along the supply chains of energy goods, recording an increase of +0.6% from the previous quarter. This is a result that places Italy among the European countries with the strongest growth (in line with the +0.5% of Spain and above the +0.1% for the Euro Area, the +0.2% of France and 0.0% in Germany), which allowed an upward review of the 2023 forecast, recently upgraded to a to +1.1% by both the EU Commission and the International Monetary Fund.

### CHART 3 – Italian inflation rate



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

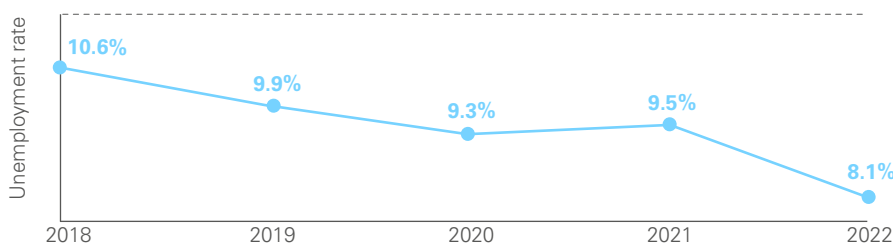
With regard to prices, the inflation rate for 2022 topped 8.7%, reaching its highest level since the early 1990s, and sharply rising if compared to 2021 and 2020 (i.e., 1.9% and -0.2%).

Inflation was also driven by the exceptional increase in energy prices further pushed by the outbreak of the Russian-Ukrainian conflict, which gradually impacted the prices of food and services, and by the recovery in demand and consumption, linked to the easing of the restrictive measures previously adopted to contain the pandemic.

In this context, the Italian Government authorities have implemented measures in order to limit the increase in prices, especially those of energy: specifically for the second quarter of 2022, the impact of the inflationary shock has been almost halved; while for the third and fourth quarters, the measures put in place made it possible to contain inflation by around 2% and 1% respectively.

The slowdown in inflation is being observed in the first months of 2023. In March 2023, the consumer price index recorded a decrease of 0.4% compared to the previous month and an increase of 7.6% compared to the data of March 2022 (it was +9.1% in February), which should bring inflation gradually towards a 5.0% for 2023.

#### CHART 4 – Italian unemployment rate



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

In 2022, employment in Italy sharply increased compared to the previous year and reached pre-pandemic levels. Indeed, the number of people employed increased by an average of 1.7% compared to 2021, while the hours worked per employee grew by +2.2%. During the second half of 2022, the employment level reached the year-end level for 2019.

The employment expansion involved almost exclusively the subordinate work component, while the self-employed remained substantially stable after two negative years of marked decline. Workers in tourism-related activities have returned to grow at the same high rates observed before the health emergency. Construction employment continued to expand, albeit less intensely than in 2021, still benefiting from the housing incentives. In the coming years, despite the expected reduction in public support for the redevelopment of buildings, the sector will be driven by the infrastructure investments envisaged by the PNRR, including those aimed at executing the green transition.

Overall, the activity rate in 2022 reached 65.5%, from 64.5% in the previous year, returning to the levels of 2019 (65.7%), after falling to 63.5% in 2020.

Employment continued to rise also in the first months of 2023 (+0.4% compared to the last quarter of 2022) and this positive trend kept on in April.

The positive dynamics of employment and demographic trends led to a decrease in the unemployment rate, which in 2022 markedly fell to 8.1% (from 9.5% in 2021 and compared to 6.8% recorded in the Euro Area), the lowest value of the last decade (respectively -1.8 and -4.8 percentage points compared to 2019 and 2014). The decrease, compared to the period before the health emergency, is attributable to the recovery of employment levels and the contraction in the workforce base. The decline was particularly intense among the youngest: in the 15-34 age group, the unemployment rate fell to 14.4% from 18.2% in 2019.

The positive trend is confirmed in the first Quarter of 2023: the unemployment rate fell to 7.8%, compared to 6.6% recorded in the Eurozone.

# Italian Private Equity and Venture Capital performance in 2022

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

Specifically, the analyses include two main performance indicators:

- **'From Inception' Gross Pooled IRR** (defined, according to international standards, as 'Gross Pooled IRR on Realised Investments'), showing the performance of divestments realised in the year 2022, regardless of when the initial investment was made;
- **'By Horizon' Gross Pooled IRR** (defined, according to international standards, as 'Gross Pooled IRR on All Investments'), showing the performances of investments made during the analysed periods (1, 3, 5 and 10 years), regardless of whether they were divested or they are still in portfolios; for the investments still in the portfolios, PE's year-end valuations are used.

# How did 2022 perform?

## 'From Inception' Gross Pooled IRR

We measured the performance using all cash outflows (Cash Out) and inflows (Cash In) related to divestments realised during 2022; 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 a clear and objective result.

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

	2018	2019	2020	2021	2022
No. of PE included in the research panel	83	67	69	<b>77</b>	<b>74</b>
No. of PE presenting realised investments	40	28	26	<b>26</b>	<b>32</b>
No. of realised investments 'From Inception'	105	56	56	<b>50</b>	<b>54</b>
Average investment size (Euro mln)	9.6	17.7	29.0	<b>13.7</b>	<b>53.2</b>
Total Cash Out (Euro mln)	1,009	991	1,625	<b>684</b>	<b>2,871</b>
Total Cash In (Euro mln)	2,204	2,223	5,274	<b>1,701</b>	<b>7,196</b>
Average cash multiple	2.2x	2.2x	3.2x	<b>2.5x</b>	<b>2.5x</b>

The 2022 was a positive year, characterized by two trends: the first, larger transactions in terms of targets' dimensions, which achieved average returns, and, secondly, smaller-medium sized transactions which recorded very positive returns.

In the context of the Italian market, mainly characterized by the presence of medium-sized companies, transactions involving larger targets, the so-called "mega-deals," tend to significantly influence the overall performance of the market and above all our survey's results.

It should be noted that the Cash In and the Cash Out recorded during the year are clearly higher than what was recorded in previous years, reaching the highest levels since the survey was born (7,196 Million Euros in 2022 compared to the 1,701 Million Euros in 2021 for the Cash In and 2,871 Million Euros in 2022 vs 684 Million Euros in 2021 for the Cash Out).

Analysing the number of divestments, in 2022 there is a slight increase compared to 2021, but still in line with the last four years.

In contrast to the decline recorded in 2019 and 2020, but in line with what has been observed in 2021, the number of operators who participated in the 2022 survey was 74 (vs 77 in 2021), 32 of these completed new transactions, a higher number compared to 2021.

Confirming what has been previously stated, i.e., a market highly influenced by the presence of "mega-deals," in 2022 the average size of divestments



significantly increased, going from Euro 13,7 million in 2021 to Euro 53,2 million in 2022.

The implied average exit multiple (so-called 'Cash multiple') records an above-average performance in line with last year, equal to 2.5x.

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

	2020	2021	2022
Yearly Pooled IRR	32.1%	19.2%	<b>18.7%</b>
Upper quarter (by performance)	39.0%	43.4%	<b>37.9%</b>
Upper quarter (by investment size)	34.3%	20.7%	<b>18.7%</b>

For our purposes, in line with what has been done in previous years, only the returns obtained through equity investment are considered, this excludes any flows that may be obtained through other investment instruments, if used.

The overall performance for the divestments in 2022 stands at 18.7%, in line with previous years except for the 2020 results, which, was a record year in terms of profitability, and a figure strongly influenced by some mega-deals that recorded the highest return since 2002 (i.e., upper quartile 34.5%).

In 2022 the result is influenced by two key phenomena: (i) a large number of small to medium-sized deals with outstanding returns and (ii) a quite high number of mega-deals with average returns.

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

	Cash Out			Cash In			No. of transactions		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Write-Off	7.6%	4.4%	<b>1.1%</b>	0.2%	0.4%	<b>0.1%</b>	18	8	<b>6</b>
Negative	0.8%	10.3%	<b>3.0%</b>	0.1%	2.7%	<b>0.8%</b>	8	5	<b>4</b>
0% - 10%	1.3%	7.2%	<b>30.3%</b>	0.4%	3.9%	<b>14.3%</b>	7	19	<b>16</b>
10% - 20%	4.3%	19.6%	<b>25.2%</b>	2.7%	15.2%	<b>24.8%</b>	8	5	<b>6</b>
20% - 30%	21.0%	13.9%	<b>12.7%</b>	17.6%	13.4%	<b>14.6%</b>	5	5	<b>5</b>
30% - 40%	27.2%	2.0%	<b>15.8%</b>	32.2%	2.9%	<b>27.0%</b>	5	3	<b>7</b>
40% - 50%	37.2%	32.0%	<b>6.7%</b>	45.9%	42.3%	<b>9.7%</b>	3	3	<b>6</b>
>50%	0.7%	10.6%	<b>5.1%</b>	0.9%	19.2%	<b>8.7%</b>	2	2	<b>4</b>
<b>Total (Euro mln)</b>	<b>1,625</b>	<b>684</b>	<b>2,871</b>	<b>5,274</b>	<b>1,701</b>	<b>7,196</b>	<b>56</b>	<b>50</b>	<b>54</b>

Write-Offs, as well as transactions with a negative IRR in 2022, slightly decrease in terms of number of transactions, going respectively from 8 in 2021 to 6 in 2022 and from 5 in 2021 to 4 in 2022. This decrease is even more marked in terms of incidence of Cash Out, in which 2022 experiences a significant drop in both Write-Offs (i.e., 1.1% in 2022 vs 4.4% in 2021) and transactions with a negative IRR (i.e., 3.0% in 2022 vs 10.3% in 2021).

Overall, transactions with a negative yield (therefore including Write-Offs) represented 19% of the sample, significantly down compared to 2021 (i.e., 26%).

Deals with low returns (IRR between 0% and 10%) slightly decrease in terms of number of transactions (i.e., 16 in 2022 vs 19 in 2021) while significantly increase in terms of Cash Out (i.e., 30.3% in 2022 vs 7.2% in 2021) and Cash In (i.e., 14.3% in 2022 vs 3.9% in 2021).

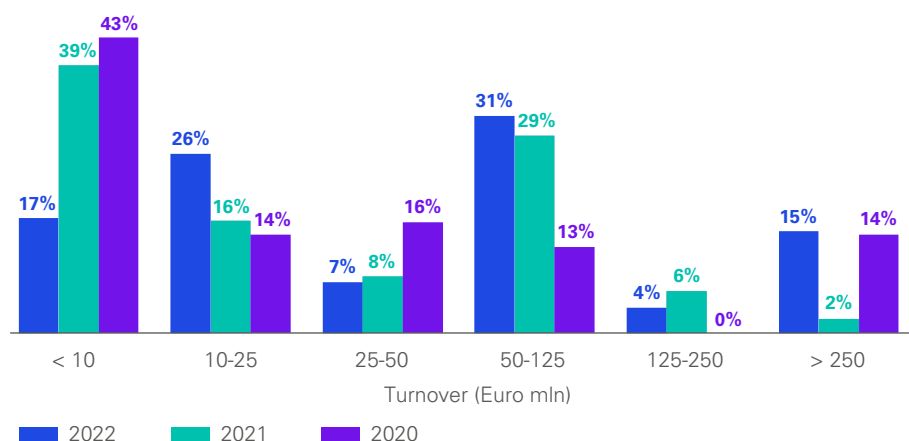
The between 10% and 20% IRR class in 2022 includes 6 transactions (vs 5 in 2021), and considerably increases both in terms of Cash Out (i.e., 25.2% in 2022 vs 19.6% in 2021) and in terms of Cash In (i.e., 24.8% in 2022 vs 15.2% in 2021), confirming last year's positive trend.

The medium-high yield category, with an IRR between 20% and 30%, remains stable in terms of the number of transactions (i.e., 5), as well as in terms of Cash Out (i.e., 12.7% in 2022 vs 13.9% in 2021) and Cash In, going from 13.4% in 2021 to 14.6% in 2022.

The class of high-yield transactions (IRR between 30% and 50%) shows a downward trend, both in terms of Cash In (i.e., 36.7% in 2022 vs 45.2% in 2021) and in terms of Cash Out (i.e., 22.5% in 2022 vs 34.0% in 2021); while they have doubled in numerical terms (13 in 2022 vs 6 in 2021). The reported decrease is mainly due to the presence of "mega-deals", which are mainly placed in the between 10% and 20% IRR class.

There were 4 transactions with "outstanding" returns (above 50% IRR), an increase compared to 2021; however, they show a decrease in the corresponding value (5.1% in 2022 vs 10.6% in 2021 in terms of Cash Out).

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



The breakdown by turnover of the target companies (turnover at the time of the first investment) shows that, in 2022, divestments involving small to medium sized targets (with turnover of less than Euro 50 Mln) accounts for 50% of the sample (63.3% in 2020).

Small and medium-sized companies (with a total turnover up to Euro 50 Mln Euro) are confirmed as the predominant target for Private Equity funds in Italy, as confirmed by the historical trend for the last 8 years (i.e., 68% in 2014, 65% in 2015, 70% in 2016, 58% in 2017, 70.2% in 2018, 75% in 2019, 73.2% in 2020).

The figure relating to transactions involving larger companies (target companies with turnover exceeding Euro 250 million) is highly significant, representing 14.8% of the total in 2022, with a substantial increase compared to 2021 (i.e., 2.0%).

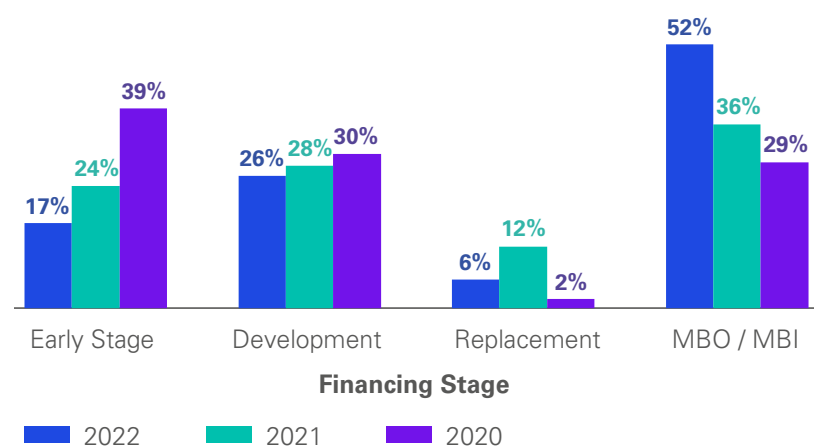
**TAB. 4 – Transaction breakdown by target turnover (Yearly Pooled IRR)**

Turnover (Euro mln)	2020		2021		2022	
	N°	IRR	N°	IRR	N°	IRR
<50	41	-1.6%	31	9.2%	<b>27</b>	<b>13.2%</b>
50 - 250	7	32.7%	17	20.3%	<b>19</b>	<b>21.9%</b>
> 250	8	36.8%	<4	>40%	<b>8</b>	<b>17.1%</b>

The breakdown by turnover of the target companies highlights some trends:

- Returns involving smaller -to medium-sized companies are back in positive territory (i.e., 13.2% in 2022 vs 9.2% in 2021 and -1.6% in 2020): this category, which had recorded increasing returns since 2016, has resumed its positive trend, surpassing 2020 in which returns were significantly impacted by the pandemic.
- Divestments of medium-sized companies remain substantially stable compared to the previous year, both in terms of IRR (i.e., 21.9% in 2022 vs 20.3% in 2021) and in terms of number of transactions (i.e., 19 in 2022 vs 17 in 2021).
- In contrast to medium-small sized companies, larger companies (with turnover greater than Euro 250 million) experienced a reduction in terms of IRR, going from an outstanding return > 40% in 2021 to a return of 17.1% in 2022, with the number of operations increasing (i.e., 8 in 2022 vs < 4 in 2021).

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



The MBO/MBI cluster in 2022 is the category with the highest number of divestments increasing its incidence to 52% from 36% in 2021.

Approximately 26% of the divestments sample is represented by companies in the Development stage, a cluster that appears to be decreasing from previous years (i.e., 28% in 2021 and 30% in 2020).

The Early Stage cluster reaches a value of 17%, in terms of number, of the analysed transactions in 2022, showing a decreasing trend compared to the previous year (i.e., 24% in 2021 and 39% in 2020).

In 2022, the Replacement stage divestments cluster amounts to 6%, decreasing compared to 2021 (i.e., 12%), but increasing compared to 2020 (i.e., 2%).

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

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
No. of transactions	9	<b>12</b>	14	<b>14</b>	3	<b>6</b>	28	<b>18</b>
Yearly Pooled IRR	19.7%	<b>4.0%</b>	12.0%	<b>8.4%</b>	5.5%	<b>8.4%</b>	20.6%	<b>27.0%</b>

MBO/MBI deals, historically characterized by higher returns, show an increase in terms of number of divestments compared to 2021 (i.e., 28 in 2022 vs. 18 in 2021). These transactions report the highest performances for the year 2022 recording an aggregate IRR of 20.6%, down from 2021 (i.e., 27.0%) and confirming the downward trend already observed between 2020 and 2021 (i.e., 27.0% in 2021 vs 30.4% in 2020).

In 2022, divestments falling into the Development cluster record an increase in terms of IRR (i.e., 12.0% in 2022 vs 8.4% in 2021), while remaining stable in terms of number of divestments (i.e., 14).

The Early Stage category, historically affected by higher volatility in returns, experiences a decrease in terms of number of transactions (i.e., 9 in 2022 vs 12 in 2021); however, resuming its trend of positive results interrupted in 2020 (i.e., 19.7% in 2022 vs 4.0% in 2021).

In 2022, the Replacement category shows a decreasing 2022 IRR compared to 2021 (i.e., 5.5% in 2022 vs 8.4% in 2021), as well as a reduction in terms of number of divestments (i.e., 3 in 2022 vs 6 in 2021), reflecting the high volatility due to the small number of investments registered for this category within the survey.

# The impact of Write-Offs on 2022 performance

This section provides a more detailed outline of Write-Offs recorded in 2022, in order to better understand the trend and their incidence – by number and by investment size – across the various clusters analysed in the ‘From Inception’ analyses.

As already noted, both total Write-Offs (depreciation of 100% of the investment value) and partial Write-Offs are considered in the ‘From Inception’ analyses; for the purposes of this survey, partial Write-Offs refer to those divestments that are significantly written down (over 80% of the investment value).

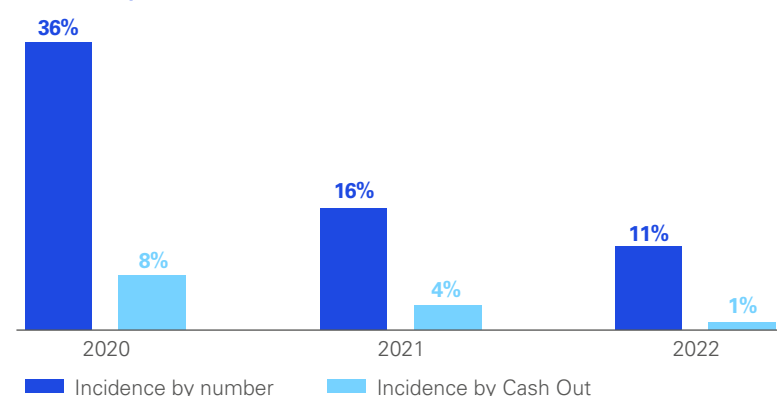
**TAB. 6 – Write Off historical trend**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Write Offs (No. Of transactions)	39	24	24	11	8	24	8	18	8	6
Totale sample (No. Of transactions)	102	95	74	64	91	105	56	56	50	54
<b>Incidence by number</b>	<b>38%</b>	<b>25%</b>	<b>32%</b>	<b>17%</b>	<b>9%</b>	<b>23%</b>	<b>14%</b>	<b>36%</b>	<b>16%</b>	<b>11%</b>
Write Offs (Cash Out) in Euro mln	419	183	103	47	32	164	61	123	30	32
Total sample (Cash Out) in Euro mln	2,115	1,681	1,382	1,511	2,228	1,009	991	1,625	684	2,871
<b>Incidence by Cash Out</b>	<b>20%</b>	<b>11%</b>	<b>7%</b>	<b>3%</b>	<b>1%</b>	<b>16%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>4%</b>	<b>1%</b>

During 2022 6 Write-Offs were recorded (5 total and 1 partial), a slight decrease compared to 2021, where 8 Write-Offs were recorded. In 2022, Write-offs accounted for 11% of total transactions, vs 16% in 2021 and 36% in 2020. This reflects the downward trend started in 2021 and confirms, in general, the positive performance for the year.

In 2022, the incidence of Write-Offs invested amount (i.e., Euro 30 Mln Cash Out) represents only 1% of the total Cash Out vs 4% in 2021 and 8% in 2020.

**CHART 7 – Incidence of Write-Offs in 2020-2022 (by number and by Cash Out)**



**CHART 8 – 2022 Write-Offs: breakdown by target size (incidence by number and by Cash Out)**

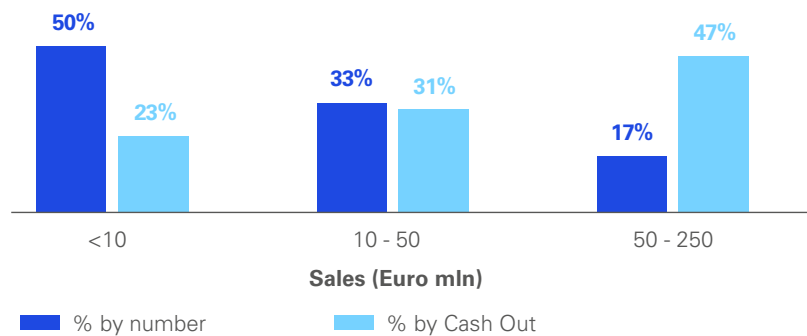
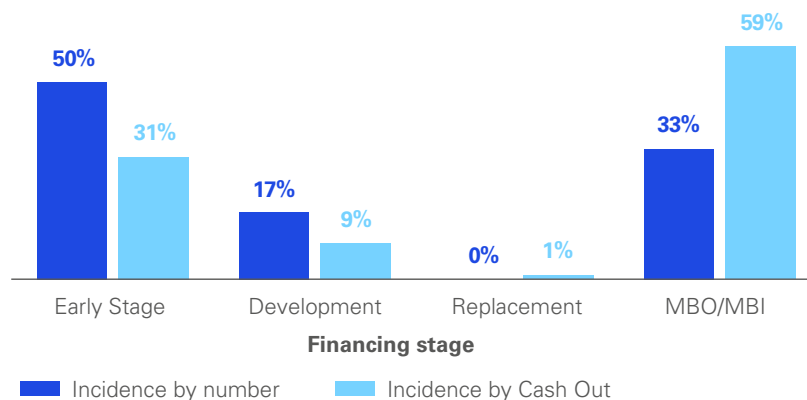


Chart 8 highlights the incidence of small companies Write-Off (< Euro 10 Mln in turnover) in 2022, equal to 50% in terms of transactions; while 33% is related to companies with a turnover between 10 and 50 million. In terms of Cash Out, 53% of the Write-Offs concerned companies with a turnover of up to 50 million Euros, and the remaining 47% concerned companies with a turnover up to 250 million Euros. There are no Write-Offs connected to companies with a turnover exceeding 250 million Euros.

**CHART 9 – 2022 Write-Off: breakdown by financing stage (incidence by number and by Cash Out)**



The Write-Off analyses based on Financing stage, highlights that half of the Write-Offs (i.e., 50%) concerns companies in the Early Stage, with a 31% incidence in terms of Cash Out.

The cluster of transactions categorized as Development represents 17% of Write Offs, equal to 9% of the total Cash Out, decreasing compared to 2021 in terms of Cash Out (i.e., 9% in 2022 vs 18% in 2021) but growing in terms of incidence by number (i.e., 17% in 2022 vs 13% in 2021).

The Write-Offs concerning MBO/MBI target companies were 33% in terms of incidence by number (up compared to 25% in 2021) and 59% in terms of Cash Out (down compared to 65% in 2021).

# 1, 3, 5 and 10 year performance

## 'By Horizon' Gross Pooled IRR

These analyses consider all the investments made in the reference time - frames (1, 3, 5 and 10 years), regardless of whether these investments have been (partially or totally) divested or are still in PE's portfolios ('Gross Pooled IRR on All Investments').

Concerning investments still in portfolios, it is worth noting that the year-end valuation has been directly provided 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 timeframes.

- 3YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2020 to 2022;
- 5YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2018 to 2022;
- 10YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2013 to 2022.

The survey also includes a descriptive analysis of 1 YR 2022 volumes, aimed at representing the investments made in 2022 by participating Private Equity and Venture Capital players.

**TAB. 7 – 'By Horizon' main sample**

2022	1YR	3YR	5YR	10YR
Active PE houses	47	75	95	124
No. of transactions	115	346	570	1,127
<i>of which: - realised investments</i>	0	7	43	294
<i>- investments still in portfolio</i>	115	339	527	833
Average investment size (Euro mln)	88.2	48.6	43.1	35.4
Total Cash Out (Euro mln)	10,141	16,829	24,575	39,845
Total Cash In (Euro mln)	10,457	18,333	28,391	57,515
Average (implied) cash multiple	1.0x	1.1x	1.2x	1.4x

The structure and composition of the samples (in terms of involved operators, number of transactions and investment volumes), across the considered time horizons, should be such as to ensure a good degree of reliability and statistical significance to the conducted analyses.

Focusing on the 1YR horizon, there is a strong increase in volumes, compared to 2021, and a decrease in terms of number of transactions recorded compared to the same year (115 in 2022 vs 138 in 2021).

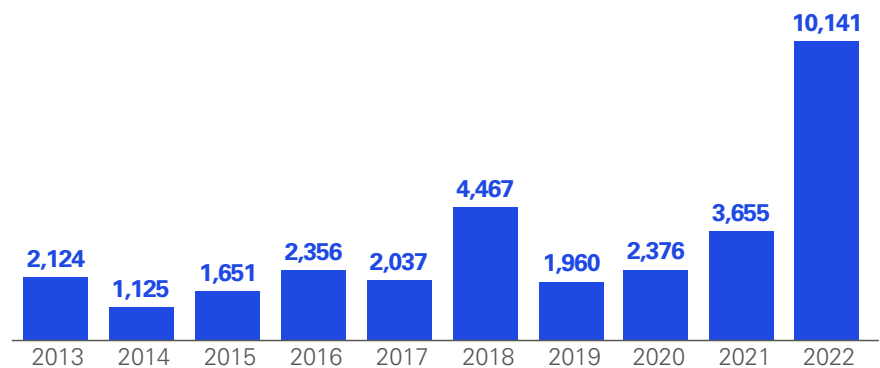
The investment sample included in the 3YR horizon of 2022, sees an increase in the number of registered transactions from 329 (in 2021) to 346 (in 2022), while realised investments stay stable at 7. Volumes register their all-time high, both in terms of Cash Out (from €8.5 Bn in 2021 to €16.8 Bn in 2022) and Cash In (from €9.6 Bn in 2021 to €18.3 Bn in 2022).

On the 5YR horizon, the analyses report an increase in all key parameters; number of transactions grows to 570 (vs 553 in 2021), Cash In increases from Euro 19.8 Bn in 2021 to Euro 28.4 Bn in 2022, and Cash Out increases from Euro 16.7 Bn in 2021 to Euro 24.6 Bn in 2022. The implied Cash Multiple remains stable at 1.2x.

As for the 10YR horizon, statistically the most significant:

- The number of transactions slightly decrease compared to the 2021 sample (1,149 in 2021 and 1,127 in 2022);
- Invested Cash Out increases to €39.8 Bn (vs €31.7 Bn in 2021) continuing the positive trend, started in the previous year;
- Recorded Cash In also grows by Euro 12 Bn, reaching Euro 57.5 Bn;
- The implied Cash Multiple remains stable at 1.4x.

#### CHART 10 – Investments 1YR historical analysis by volumes (Data in Euro mln)



The 1YR analysis highlights how much Private Equity houses invested in Italy, during 2022. This year is characterized by some significant investments in terms of size and sectors involved; in fact, the Cash Out exceeds €10 Bn, well above the average for the previous 10 years.



The average size of investments sharply increases (Euro 88.2 million in 2022 vs Euro 26.5 million in 2021). However, this figure is significantly influenced by 8 mega-deals (investments above Euro 250 million), which have an average size of approximately Euro 1,001 million.

Excluding from the calculation the 8 mega-deals, we note a downward trend in terms of average size going from Euro 26.5 million in 2021 to Euro 19.9 million in 2022.

However, the 2022 data confirms the strong confidence and commitment, already noted in 2021, by Private Equity and Venture Capital operators in our country.

**TAB. 8 – ‘By Horizon’ performance**

2022	3YR	5YR	10YR
Yearly Pooled IRR	11.1%	11.6%	18.5%
Upper quarter (by performance)	34.5%	30.8%	41.0%
Upper quarter (by investment size)	10.5%	11.3%	18.4%

2021	3YR	5YR	10YR
Yearly Pooled IRR	12.7%	11.0%	16.1%
Upper quarter (by performance)	26.3%	34.1%	41.1%
Upper quarter (by investment size)	11.6%	10.2%	15.5%

Focusing on the 10YR horizon (the most significant), we can observe an IRR value slightly higher compared to 2021 (18.5% in 2022 vs 16.1% in 2021) confirming itself among the highest returns since these analyses have been performed (2009).

The confirmation of this high return is driven by the combined effect of a number of factors:

- The good valuations of the investments still in the portfolios;
- The rolling effect that caused some investments made in 2012 that had recorded lower returns to exit the considered time horizon;
- The medium to high performance of divestments, which influenced the From Inception performance recorded in recent years also had a significant impact on the 10YR By Horizon analysis.

The top quartile by performance is in line with that of 2021 (i.e., 41.0% in 2022 vs 41.1% in 2021)

The 5YR return moves from 11.0% in 2021 to 11.6% in 2022, back to the levels of previous years. This change is mainly due to the “rolling effect”, which leads to the exit from the time horizon of investments made in 2017, characterized by lower returns, and also to good returns recorded in 2022.

**TAB. 9 – Breakdown of the Investments still in portfolios (by number and by Cash Out)**

10YR	No. of transactions			Cash Out		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Book value deals	58.9%	55.5%	<b>57.4%</b>	66.7%	59.9%	<b>72.2%</b>
Revalued deals	28.9%	34.1%	<b>32.4%</b>	19.7%	33.2%	<b>22.7%</b>
Devalued deals	12.2%	10.4%	<b>10.2%</b>	13.6%	6.8%	<b>5.1%</b>
Investments still in portfolio (No. and Euro mln)	762	816	<b>833</b>	20,021	23,193	<b>29,741</b>

Analysing the investments still in portfolios, with a focus on the most relevant time horizon (10YR), the consolidated practice of operators to value the equity investments at their book value is confirmed (72.2% valued at “cost”).

In 2022, there is an increase in deals valued at “cost” both in terms of numbers (i.e. 57.4% in 2022, 55.5% in 2021 and 58.9% in 2020) and investment volumes (72.2% in 2022, 59.9% in 2021 and 66.7% in 2020).

On the other hand, revalued deals show a decrease both in terms of numbers (32.4% in 2022 vs 34.1% in 2021) and in terms of Cash Out (22.7% in 2022 vs 33.2% in 2021). Such decrease in terms of Cash Out can be explained by the recognition at cost of most of the new deals made in 2022, with particular reference to larger deals being closed during the year.

Devalued deals are in line in terms of numbers (10.2% in 2022 vs 10.4% in 2021), while decrease in terms of Cash Out (5.1% in 2022 vs 6.8% in 2021).

It is worth mentioning that the “devalued deals” cluster does not include Write-Offs, for the purposes of these analyses these are considered as divestments.

# Analysis of performance by Private Equity House category

As with previous years, specific analyses on performance by Fund category are provided. This analysis provides a breakdown into three categories (Country Funds/SGR, Banks and Pan-European Private Equity Funds), in order to analyse their specific investment volumes and performances in terms of Gross Pooled IRR 'From Inception'.

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

	No. of transactions		Cash In		Cash Out		Yearly Pooled IRR	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Country Funds/SGR	45	<b>40</b>	993	<b>3,123</b>	390	<b>1,367</b>	16.5%	<b>17.7%</b>
Banks	0	<b>0</b>	0	<b>0</b>	0	<b>0</b>	0%	<b>0%</b>
Pan-European PE firms	5	<b>14</b>	708	<b>4,072</b>	294	<b>1,505</b>	28.5%	<b>19.5%</b>

The "From Inception" analysis by type of operator highlights how, the Private Equity and Venture Capital market in Italy in 2022, is about 74% composed of operators falling into the Country Fund/SGR category. It also shows that Pan-European funds are concentrated, in Italy, on fewer but "larger" deals.

In 2022, the Country Fund/SGRs category records an increase in returns (i.e., 17.7% in 2022 vs 16.5% in 2021). This is related to the positive performance on deals involving small and medium-sized enterprises (typically the main targets of Country Fund/SGR operators), and the presence of 3 large deals (initial investment exceeding Euro 100 million) which recorded medium to high performances.

Pan-European Funds recorded a sharp declining return in 2022 compared to 2021 (i.e., 19.5% in 2022 vs 28.5% in 2021), mainly due to the poor performance in terms of returns of small and medium-sized enterprises, partially offset by medium to high returns achieved by large deals (initial investment exceeding Euro 100 million). As further confirmation of their presence on larger investments, these operators recorded 56.6% of the total Cash In (vs 41.6% in 2021), equal to Euro 4,072 million, increasing the average cash multiple to 2.7x in 2022 (vs 2.4x in 2021).

With regard to the International Funds, it should be kept in mind that the Survey does not include the totality of transactions carried out by Pan-European Private Equity firms not permanently based in Italy. In this regard, the analyses on this category of operators may not be fully meaningful, also due to the number of transactions falling into this cluster, still not being sufficiently representative.

# Appendix

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

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

	Trade Sale	
	2021	2022
No. of transactions	42	<b>48</b>
Yearly Pooled IRR	<b>20.7%</b>	<b>19.0%</b>

*Note: the table shows the returns obtained by 2021 and 2022 divestments without taking into consideration the impact of Write-Offs and IPOs.*

**TAB. 12 – 2022 IRR 'From Inception' distribution by time gap between first investment and divestment**

2021	< 2	2-3	3-4	4-5	5-7	> 7
No. of transactions	3	4	9	11	13	14
Yearly Pooled IRR	58.5%	43.1%	31.6%	16.9%	24.7%	8.3%

**TAB. 13 – 2022 IRR 'From Inception' distribution by target industry**

Industry	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food&Beverage	9	18.4%	1,664	703
Industrial manufacturing and similar	12	26.0%	562	191
Consumer goods	11	15.4%	1,376	635
ICT	3	12.6%	405	278
Other	19	36.4%	3,189	1,064

**TAB. 14 – 2022 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	32.2%	2	2
5% - 10%	6	17.8%	59	30
10% - 25%	11	14.9%	1,127	538
25% - 50%	16	10.5%	958	530
>50%	20	22.3%	5,049	1,771



# Contacts

## Stefano Cervo

**Partner**

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

Tel. +39 02 6764 41

Email: [scervo@kpmg.it](mailto:scervo@kpmg.it)

## Silvano Lenoci

**Partner**

**Head of KPMG Corporate Finance**

Tel. +39 02 6764 31

Email: [slenoci@KPMG.IT](mailto:slenoci@KPMG.IT)

## Maximilian P. Fiani

**Partner**

**KPMG Corporate Finance**

Tel. +39 02 6764 3647

Email: [mfiani@kpmg.it](mailto:mfiani@kpmg.it)

## Paolo Mascaretti

**Partner**

**KPMG Corporate Finance**

Tel. +39 02 6763 3776

Email: [pmascaretti@kpmg.it](mailto:pmascaretti@kpmg.it)

Alcuni o tutti i servizi qui descritti potrebbero non essere consentiti per gli Audit Client di KPMG e per le entità agli stessi affiliate o correlate.

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

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



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.

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.

© 2023 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 Limited, società di diritto inglese. Tutti i diritti riservati.

Denominazione e logo KPMG sono marchi e segni distintivi utilizzati su licenza dalle entità indipendenti dell'organizzazione globale KPMG.

Stampato in Italia

Data di pubblicazione: Luglio 2023

© 2023 KPMG Advisory S.p.A., an Italian limited liability share capital company and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved.

The KPMG name and logo are trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organization.

Printed in Italy

Publication date: July 2023

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