



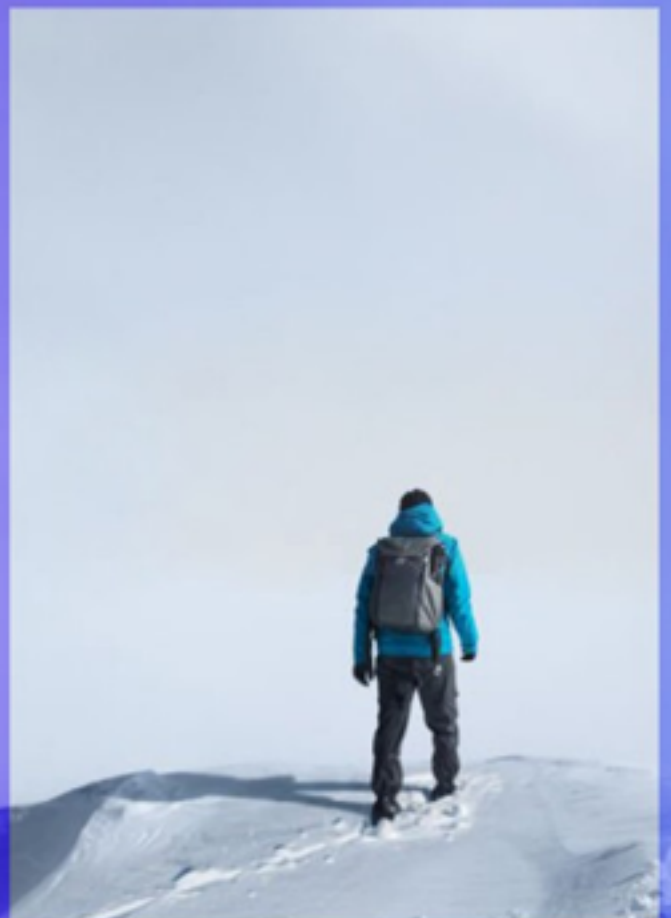
2021: The quiet after the storm

Italian Private Equity and
Venture Capital Market:
2021 performance

In co-operation with

AIFI

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 145 Paesi del mondo con 236 mila professionisti. In Italia, KPMG conta 4.330 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 e Francesco Selleghini, Marco Ferro e Antonio Carbone.

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, 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 145 countries with 236,000 respected professionals. In Italy, KPMG provides its services thanks to 4,330 professionals based in 25 offices within National borders.

KPMG Corporate Finance is specialized in providing independent consulting services over M&A transactions and in advising clients on financial and strategic options, value assessments, privatizations, project and structured finance, financing for acquisitions, equity and debt capital raising, LBOs, MBOs and Initial Public Offerings. KPMG provides an integrated assistance for the entire M&A process and, thanks to specific industry knowledge, it is able to guarantee a full insight on sector dynamics and developing trends in the main sectors.

The "Private Equity Group" involves a team of national professionals who, in coordination with the 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, Francesco Selleghini, Marco Ferro and Antonio Carbone

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, 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

Introduzione	6
Finalità del rapporto e informazioni utilizzate	6
Definizioni e glossario	7
Nota metodologica	8
Contesto macroeconomico italiano	9
La performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2021	12
Cosa è successo nel 2021?	13
L'impatto dei Write-Off sulla performance 2021	19
Le performance a 1, 3, 5 e 10 anni	21
Analisi della performance per tipologia di operatore	25
Appendice	26
English Version	28

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 2021 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 macro-categorie.

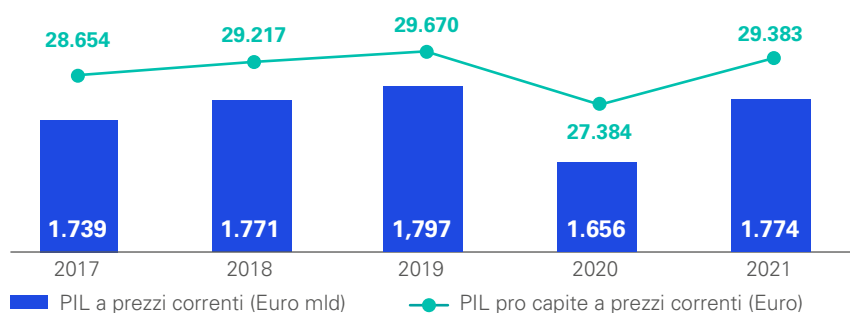
I dati di performance presentati sono espressi in termini di IRR Lordo Aggregato, calcolato sulla base di flussi mensili (sia in entrata che in uscita) degli investimenti in capitale di rischio. Si segnala come tale dato rappresenti la media ponderata dei rendimenti della totalità degli investimenti 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 (2017-2021).

GRAFICO I – Crescita economica in Italia



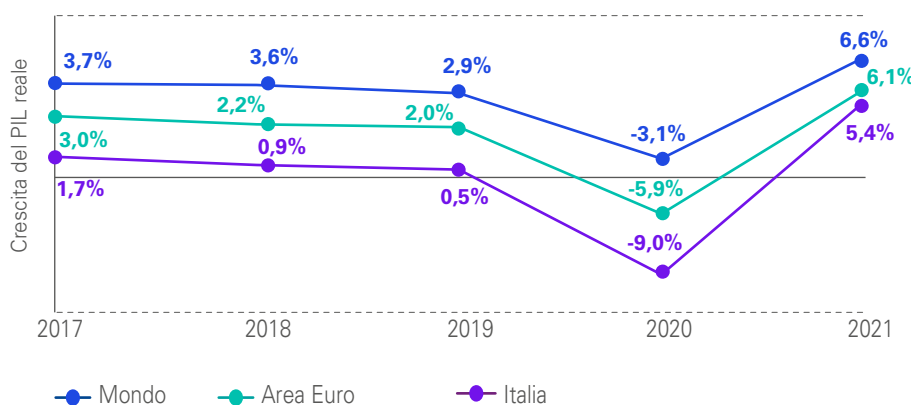
Fonte: elaborazione KPMG Corporate Finance su dati Economist Intelligence Unit

Nei primi tre mesi del 2021 l'attività economica è rimasta pressoché stabile: a un rafforzamento nell'industria si è accompagnato un andamento ancora debole nei servizi. Il contesto economico era caratterizzato da elevata incertezza, connessa agli impatti della pandemia. Durante il resto dell'anno, quindi dal secondo trimestre 2021, la crescita si è accentuata, favorita dall'accelerazione della campagna di vaccinazione e dal graduale allentamento delle restrizioni, messe in atto dal governo in risposta alla pandemia da Covid-19, ed è stata superiore all'1 per cento sul periodo precedente. Alla suddetta ripresa ha contribuito, oltre a una nuova espansione dell'industria, anche l'avvio di un recupero nei servizi. Nel terzo trimestre la produzione industriale è cresciuta di circa un punto percentuale e il PIL di oltre il 2%. L'estensione della copertura vaccinale e l'incremento della mobilità hanno reso possibile la ripresa dei consumi di servizi da parte delle famiglie, che si è associata al recupero già in atto degli investimenti.

Il 2021 si chiude con una crescita del PIL (in termini reali) del 6,6% dopo il crollo del 9% nel 2020.

Ad inizio giugno sono state pubblicate le prospettive per il 2022-2023, che vedono una crescita del PIL su base annua del 2,8% per il 2022 e del +1,9% nel 2023.

GRAFICO II – Crescita del PIL reale

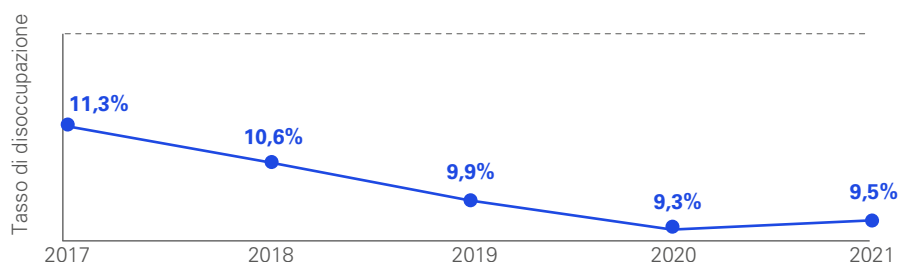


Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Aprile 2022

Nei primi mesi del 2022 il PIL è diminuito, risentendo del rialzo dei contagi a partire dal Dicembre 2021 e dell'andamento dei prezzi energetici, in un contesto congiunturale di ulteriore forte incertezza a partire dallo scoppio della guerra in Ucraina. In questa situazione del tutto straordinaria, il rilancio che era stato osservato nei quattro trimestri del 2021, ha subito un rallentamento. In gennaio la produzione industriale è rimasta stabile, l'industria continua a risentire del marcato incremento dei prezzi delle materie prime e – seppure in misura meno accentuata rispetto alle fasi più acute della pandemia – delle difficoltà di approvvigionamento di beni intermedi. Si osserva come, tuttavia, l'Italia sembri aver subito relativamente meno l'impatto legato all'inflazione rispetto al resto dell'economia europea.

A livello globale, il PIL 2021 cresce significativamente, anch'esso sospinto da una generale ripresa dalla pandemia da Covid-19 (+6,1% nel 2021 vs -3,1% nel 2020), l'Unione Europea beneficia anch'essa di un aumento (+5,4% nel 2021 vs -5,9% nel 2020), mentre, come riportato sopra, il PIL italiano è quello che, avendo anche risentito in misura maggiore della crisi sanitaria, rileva un PIL 2021 in crescita del 6,6% (rispetto al -9,0 del 2020)

GRAFICO III – Tasso di disoccupazione in Italia



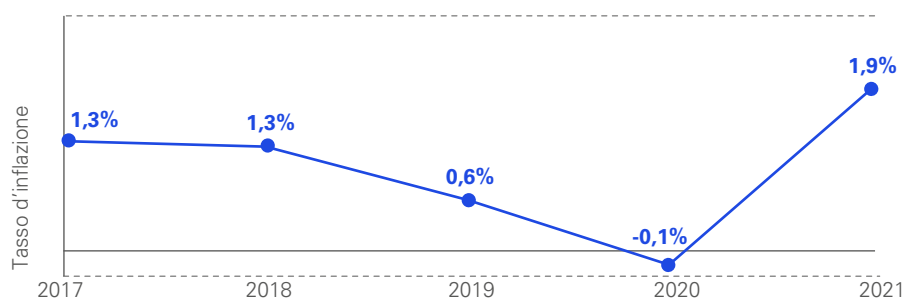
Fonte: elaborazione KPMG Corporate Finance su dati Economist Intelligence Unit

Le condizioni del mercato del lavoro in Italia permangono difficili, sebbene, nonostante l'emergenza sanitaria, il tasso di disoccupazione nel 2021 si attesti al 9,5%, in leggero aumento rispetto al 2020 (i.e. 9,3%). Ciò evidenzia l'efficacia delle misure adottate dal Governo per contrastare l'emergenza da Covid-19. La tenuta dell'occupazione permanente, nonostante le difficoltà, è stata possibile per il blocco dei licenziamenti, in vigore fino ad aprile 2022, per l'ampio ricorso alla cassa integrazione guadagni (CIG), ai fondi di solidarietà ed alle altre misure di sostegno alle imprese.

Da quanto emerge dal Bollettino statistico di Banca D'Italia, l'inizio del superamento dell'emergenza sanitaria ha influenzato le ore lavorate nel 2021. Nel primo, nel secondo e nel terzo trimestre 2021 le ore lavorate sono aumentate rispettivamente dello 0,2%, del 3,5% e dell'1,3% rispetto al trimestre precedente. Il quarto trimestre 2021 registra una crescita dello 0,4%.

All'inizio del 2022, si è indebolita la dinamica degli impieghi a termine che aveva trainato la ripresa nel 2021. Circa la metà delle posizioni lavorative create, al netto delle cessazioni nell'ultimo trimestre dello scorso anno e nei primi due mesi del 2022, ha riguardato contratti a tempo indeterminato.

GRAFICO IV – Tasso di inflazione in Italia



Fonte: elaborazione KPMG Corporate Finance su dati Economist Intelligence Unit

Il tasso di inflazione del 2021 è cresciuto attestandosi a 1,9%, positivo e in forte aumento se confrontato al 2020 quando si è registrato un tasso negativo a causa della caduta delle attività, del ribasso dei prezzi energetici e dell'andamento dei prezzi nei settori dei servizi più colpiti dalla crisi. Le aspettative degli analisti e delle imprese ipotizzano valori in aumento anche nel 2022. Secondo i dati ISTAT, in giugno 2022, l'inflazione si stima in crescita all'8% su base annuale.

Proseguendo la tendenza al maggior rialzo in atto dalla seconda metà del 2021, l'inflazione è sostenuta principalmente dall'eccezionale dinamica della componente energetica che riflette i forti rincari dei carburanti e gli elevati prezzi al consumo di gas ed elettricità. Anche i prezzi dei beni alimentari hanno accelerato, crescendo di oltre l'1% a giugno 2022 rispetto al mese precedente (di quasi l'8,7% su base annua), per via degli aumenti dei costi lungo l'intera filiera produttiva.

L'Autorità di regolazione per energia reti e ambiente (ARERA) ha annunciato per il secondo trimestre del 2022 una riduzione di circa il 10% delle tariffe di elettricità e gas sul mercato regolamentato, dopo quasi un anno e mezzo di rincari.

La performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2021

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 2021?

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 2021 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'

	2017	2018	2019	2020	2021
Operatori inclusi nella ricerca	82	83	67	69	77
Operatori che presentano operazioni realizzate	39	40	28	26	26
Numero transazioni dismesse	91	105	56	56	50
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	2,45	9,6	17,7	29,0	13,7
Cash Out complessivo (Euro mln)	2.228	1.009	991	1.625	684
Cash In complessivo (Euro mln)	4.564	2.204	2.223	5.274	1.701
Cash multiple medio	2,0x	2,2x	2,2x	3,2x	2,5x

Il 2021 è stato un anno caratterizzato da operazioni di medie dimensioni con un numero ridotto di Write-Off. Facendo un confronto con l'anno precedente, nel 2021 si evidenzia un minor numero di "mega deal" (operazioni di grandi dimensioni) con rendimenti molto positivi e numerose transazioni di medio-piccole dimensioni con rendimenti di fascia medio-alta. Si ricorda che nel contesto del mercato italiano, caratterizzato principalmente dalla presenza di aziende di medie dimensioni, le operazioni riguardanti target di grandi dimensioni, i cosiddetti "mega deal" tendono ad influenzare in modo rilevante la performance del mercato, in generale e anche il risultato della nostra survey.

A riprova di quanto appena affermato, si osserva che il Cash In (Euro 1.701 Mln rispetto ai Euro 5.274 Mln del 2020) e il Cash Out (Euro 684 Mln nel 2021 vs Euro 1.625 Mln nel 2020) registrati nell'anno sono significativamente inferiori rispetto all'anno 2020, anno record fortemente influenzato da alcuni "mega-deal" con straordinari ritorni.

Analizzando il numero di disinvestimenti, nel 2021 si registra un andamento in linea con gli ultimi tre anni, nettamente inferiore a quanto registrato nel 2018 (i.e. 105 disinvestimenti). Tale andamento è dovuto principalmente alla minore attività di disinvestimento posta in essere dai Private Equity e dalla non partecipazione di alcuni Private Equity alla nostra indagine.

In controtendenza rispetto al calo registrato negli ultimi due anni, il numero di operatori che hanno partecipato alla ricerca 2021 è pari a 77 (vs i 69 nel 2020), 26 dei quali hanno realizzato nuove operazioni, in linea con il 2020.

A conferma di quanto affermato in precedenza, ossia di un mercato sostanzialmente caratterizzato da operazioni di medie dimensioni, con buoni rendimenti, nel 2021 la dimensione media dei disinvestimenti si è ridotta notevolmente a 13,7 Mln di Euro, rispetto ai 29,0 Mln di Euro nel 2020.

Il multiplo medio di uscita implicito (cosiddetto 'Cash multiple') registra una performance sopra la media degli anni precedenti e pari a 2,5x.

TAB. 2 – La performance 'From Inception'

	2019	2020	2021
IRR Lordo Aggregato	21,3%	32,1%	19,2%
Quartile superiore per performance	46,9%	39,0%	43,4%
Quartile superiore per ammontare investito	21,3%	34,3%	20,7%

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 2021 si attesta a 19,2%, in linea con quanto accaduto negli anni precedenti ad eccezione fatta per il 2020, che tuttavia è stato un anno record in termini di redditività, dato fortemente condizionato da alcuni grandi deals e che ha registrato il più alto rendimento dal 2002 (i.e. 34,5%).

Nella determinazione del risultato 2021, sono stati preponderanti due fenomeni chiave: (i) un numero elevato di deals di medio-piccole dimensioni con ottimi ritorni e (ii) la riduzione significativa del numero di Write-Off (26 nel 2020 vs 8 nel 2021).

TAB. 3 – Breakdown per classe di IRR realizzato

	Cash Out			Cash In			N° transazioni		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Write-Off	6,2%	7,6%	4,4%	0,6%	0,2%	0,4%	8	18	8
Negativo	0,7%	0,8%	10,3%	0,3%	0,1%	2,7%	2	8	5
0% - 10%	5,4%	1,3%	7,2%	2,8%	0,4%	3,9%	16	7	19
10% - 20%	12,3%	4,3%	19,6%	9,9%	2,7%	15,2%	5	8	5
20% - 30%	56,2%	21,0%	13,9%	49,6%	17,6%	13,4%	9	5	5
30% - 40%	10,7%	27,2%	2,0%	18,9%	32,2%	2,9%	5	5	3
40% - 50%	3,4%	37,2%	32,0%	8,8%	45,9%	42,3%	6	3	3
>50%	5,2%	0,7%	10,6%	9,2%	0,9%	19,2%	5	2	2
Totale (Euro mln)	1.625	1.625	684	2.223	5.274	1.701	56	56	50

I Write-Off e le operazioni con IRR negativo nel 2021 crescono in termini di valore del Cash Out. Tuttavia, il numero di Write-Off sono calati significativamente a 8 nel 2021 vs 18 nel 2020 ed i disinvestimenti con IRR negativo anch'essi sono diminuiti in termini numerici (i.e. 5 nel 2021 vs 8 nel 2020) ma aumentati in termini di incidenza del Cash Out (10,3% nel 2021 vs 0,8% nel 2020) sempre a causa della diminuzione significativa dei Volumi di Cash Out totali.

Complessivamente, le transazioni con rendimento negativo (quindi inclusi i Write-Off) hanno rappresentato il 26% del campione, in netto ribasso rispetto al 2020 (i.e. 46,4%).

Le operazioni con rendimenti bassi (IRR compreso fra lo 0% e il 10%) sono aumentate sia in termini numerici (i.e. 19 nel 2021 vs 7 nel 2020) che in termini di Cash Out (i.e. 7,2% nel 2021 vs 1,3% nel 2020) e di Cash In (i.e. 3,9% nel 2021 vs 0,4% nel 2020).

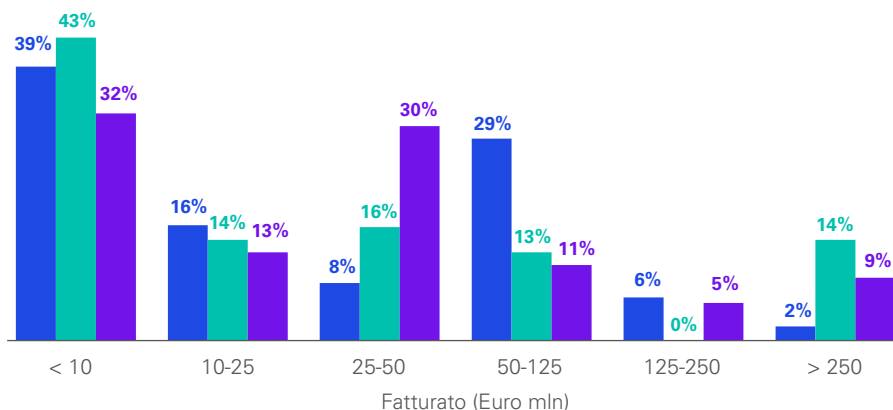
La classe di rendimento con IRR tra il 10% e il 20% nel 2021 include 5 operazioni (vs 8 nel 2020), ed aumenta considerevolmente in termini di Cash Out (i.e. 19,6% nel 2021 vs 4,3% nel 2020) e in termini di Cash In (i.e. 15,2% nel 2021 vs 2,7% nel 2020).

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 nel 2021 vs 5 nel 2020) ma diminuisce in termini di controvalore (i.e. 13,9% nel 2021 vs 21,0% nel 2020) e di Cash In passando da 17,6% nel 2020 a 13,4% nel 2021.

La classe di operazioni ad alto rendimento (IRR compreso tra 30% e 50%) mostra un trend in decrescita, tuttavia restano quelle con maggior impatto in termini di Cash In (i.e. 45,2% nel 2021 vs 78,1% nel 2020) e di Cash Out (i.e. 34,0% nel 2021 vs 64,4% nel 2020) e si sono inoltre ridotte anche in termini numerici (6 nel 2021 vs 8 del 2020). La decrescita segnalata è principalmente dovuta alla riduzione, rispetto al 2020, del numero di "mega-deals", che nel 2020 si erano principalmente collocati in questa classe di rendimento.

Le operazioni con livelli di rendimento "outstanding" (superiori al 50%) sono state 2, in linea con il 2020, tuttavia mostrano un incremento nel corrispondente controvalore (10,6% nel 2021 vs 0,7% nel 2020 in termini di Cash Out), principalmente dovuto al minor volume 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 2021, i disinvestimenti che hanno riguardato target di dimensioni medio-piccole (con fatturato inferiore ad Euro 50 Mln) rappresentino il 63,03% del campione (73% nel 2020).

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).

Rilevante è il dato relativo alle operazioni che riguardano imprese di grandi dimensioni (società target con fatturato superiore ad Euro 250 Mln) che rappresentano solamente il 2% del totale nel 2021 (vs 14,3% nel 2020).

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

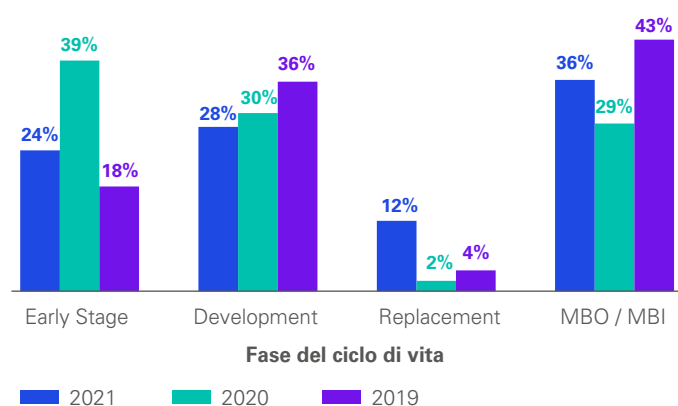
Fatturato (Euro mln)	2019		2020		2021	
	N°	IRR	N°	IRR	N°	IRR
<50	42	18,8%	41	-1,6%	31	9,2%
50 - 250	9	10,4%	7	32,7%	17	20,3%
> 250	5	29,1%	8	36,8%	< 4	> 40%

Il breakdown per fatturato delle aziende target evidenzia alcuni trend:

- Tornano positivi i rendimenti che riguardano aziende di medio-piccole dimensioni (i.e. 9,2% nel 2021 vs -1,6% nel 2020 e 18,8% nel 2019): questa categoria, che registrava rendimenti crescenti dal 2016, è stata notevolmente avvantaggiata dalla ripresa economica nel 2021, post fase più acuta della pandemia. Infatti, questo invece, rappresenta il maggior numero di disinvestimenti registrati nell'anno 2021.

- In controtendenza rispetto alle aziende di medio-piccole dimensioni, si registra una riduzione per i disinvestimenti di aziende di medie dimensioni (i.e. 20,3% nel 2021 vs 32,7% nel 2020). Questo risultato 2021 è in linea con quanto registrato in Italia nel corso dell'anno e rispecchia quanto più volte affermato in questa survey.
- Rendimenti estremamente positivi per quanto concerne i rendimenti di aziende di grandi dimensioni (con fatturato maggiore di Euro 250 Mln). Il numero delle operazioni è diminuito (i.e. < 4 nel 2021 vs 8 nel 2020).

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



Il cluster MBO/MBI nel 2021 è la categoria che registra il maggior numero di disinvestimenti con circa il 36% vs 29% nel 2020.

Il 28% circa del campione dei disinvestimenti è rappresentato da aziende nella fase di Development, cluster che risulta essere in diminuzione rispetto agli anni scorsi (i.e. 30% nel 2020 e 36% nel 2019).

Il cluster Early Stage, che nel 2020 rappresentava la categoria più rappresentativa con il 39% del campione, nel 2021 raggiunge un valore pari al 24% delle transazioni analizzate.

Nel 2021, il cluster relativo ai disinvestimenti in fase Replacement ammonta al 12%, in aumento rispetto agli anni precedenti (2% nel 2020 e 4% nel 2019).

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

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
N° transazioni	22	12	17	14	1	6	16	18
IRR Lordo Aggregato	-15,4%	4,0%	38,2%	8,4%	-	8,4%	30,4%	27,0%

Le operazioni di MBO/MBI, storicamente caratterizzate da rendimenti più elevati, presentano un numero di disinvestimenti in leggero aumento rispetto al 2020 (i.e. 18 nel 2021 vs 16 nel 2020). Queste sono state le protagoniste dell'anno 2021 registrando in maniera aggregata un IRR del 27,0%, in leggera diminuzione rispetto al 2020 (i.e. 30,4%) dopo tre anni di aumento costante (i.e. 19,7% nel 2019, 17,7% nel 2018).

Nel 2021, i disinvestimenti appartenenti alla categoria Development hanno registrato una riduzione in termini di IRR molto significativa (i.e. 8,4% nel 2021 vs 38,2% nel 2020), questo calo è principalmente dovuto da un lato, a transazioni classificate in questa classe con un rendimento sotto la media degli anni precedenti e, dall'altro lato, alla mancanza di transazioni outstanding registrate invece nel 2020.

La categoria Early Stage, storicamente caratterizzata da elevata volatilità e rendimenti negativi, ha ripreso il suo trend di risultati positivi interrotto nel 2020.

Nel 2021, la categoria Replacement ha ripreso il trend di rendimenti positivi che erano stati registrati nella stessa nei quattro anni precedenti il 2020 (4,1% nel 2016, 2,1% nel 2017, 4,4% nel 2018 e 14,8% nel 2019), mostrando un IRR pari all'8,4%.

L'impatto dei Write-Off sulla performance 2021

L'analisi che segue cerca di delineare un quadro più dettagliato dei Write-Off registrati nel corso del 2021 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

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Write Off (No. Transazioni)	34	39	24	24	11	8	24	8	18	8
Totale campione (No. Transazioni)	82	102	95	74	64	91	105	56	56	50
Incidenza per No Transazioni	41%	38%	25%	32%	17%	9%	23%	14%	36%	16%
Write Off (Cash Out) in Euro mln	311	419	183	103	47	32	164	61	123	30
Totale campione (Cash Out) in Euro mln	840	2.115	1.681	1.382	1.511	2.228	1.009	991	1.625	684
Incidenza per Cash Out	37%	20%	11%	7%	3%	1%	16%	6%	8%	4%

Nel corso del 2021 sono stati registrati 8 Write-Off (di cui 3 totali e 5 parziali), in riduzione rispetto al 2020, quando ne erano stati registrati 18. Nel 2021, il numero di Write-Off è in linea con gli anni precedenti come il 2019 ed il 2017. Nel 2021 i Write-Off, infatti, hanno rappresentato il 16% delle transazioni totali, contro il 36% del 2020 ed il 14% del 2019, un dato significativo, registrando, in termini numerici, 10 cancellazioni in meno rispetto al 2020.

Nel 2021 l'incidenza dei Write-Off per ammontare investito (i. e. Euro 30 Mln di Cash Out) rappresenta l'4% del Cash Out totale vs l'8% nel 2020 e il 6% nel 2019.

GRAFICO VII – Incidenza Write-Off per numero e Cash Out nel triennio 2019-2021

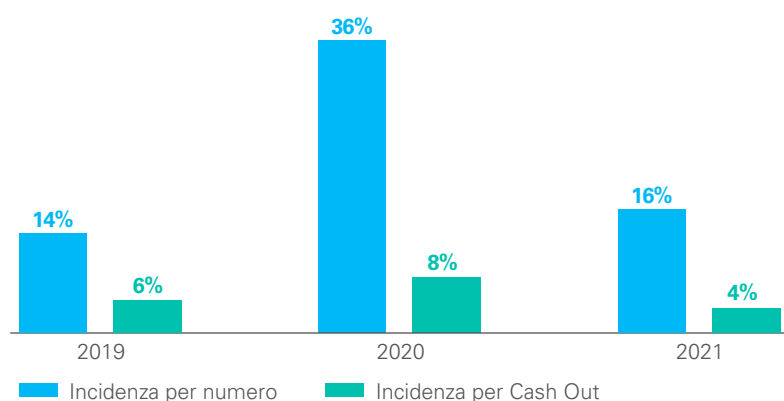
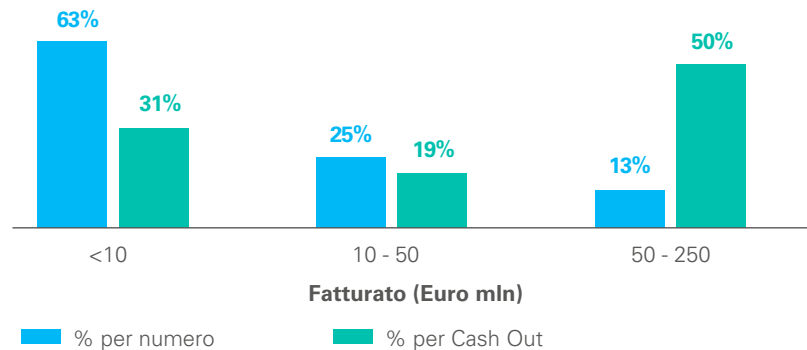
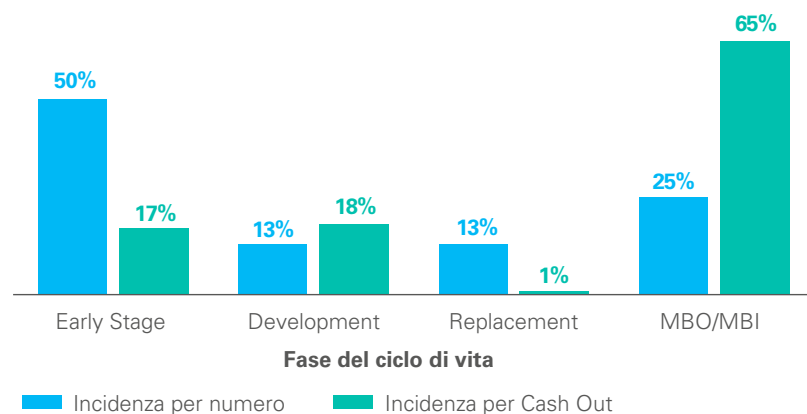


GRAFICO VIII – Write-Off 2021: breakdown per fatturato delle aziende target (incidenza relativa per numero e per Cash Out)



Il Grafico VIII evidenzia che nel 2021, i Write-Off in termini numerici hanno interessato per il 63% imprese di piccole dimensioni (< Euro 10 Mln di fatturato), e per il 25% aziende con fatturato compreso fra i 10 e i 50 milioni. In termini di Cash Out il 50% dei Write-Off ha interessato aziende con fatturato fino a 50 Euro Mln, ed il restante 50% ha riguardato aziende fino a 250 Mln di Euro. Non si registrano Write-Off per le imprese con fatturato superiore a 250 Mln di Euro.

GRAFICO IX – Write-Off 2021: 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 17%.

Il cluster delle transazioni classificate come "Development" rappresenta il 13% dei Write Off, pari al 18% del Cash Out totale, in discontinuità con il 2020, quando questa categoria rappresentava l'11% delle transazioni e il 58% del Cash Out.

I Write-Off riguardanti società target di MBO/MBI sono stati il 25% in termini numerici ma il 65% in termini di Cash Out.

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 2019-2021;
- 5YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2017-2021;
- 10YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2012-2021.

L'elaborato include anche un'analisi descrittiva dei volumi 1 YR 2021, volta a rappresentare gli investimenti realizzati nel 2021 dagli operatori di Private Equity e Venture Capital partecipanti.

TAB. 7 – Il campione 'By Horizon'

2020	1YR	3YR	5YR	10YR
Operatori che presentano investimenti	52	73	89	124
Numero di transazioni	138	329	553	1.149
<i>di cui: - partecipazioni disinvestite</i>	-	7	41	333
<i>- partecipazioni ancora in portafoglio</i>	138	322	512	816
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	26,5	26,0	30,1	27,6
Cash Out complessivo (Euro mln)	3.655	8.538	16.665	31.697
Cash In complessivo (Euro mln)	3.862	9.603	19.776	45.538
Cash multiple (implicito) medio	1,1x	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 registra un aumento dei volumi

rispetto al 2020 ed un numero di transazioni registrate più elevato rispetto allo stesso anno (138 nel 2021 vs 87 nel 2020).

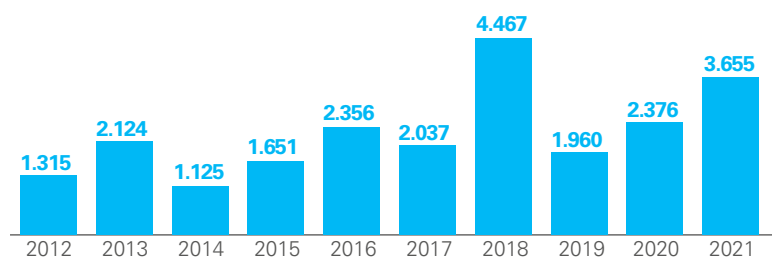
Il campione di investimenti incluso nell'orizzonte 3YR del 2021 vede il numero di transazioni registrate passare da 301 (nel 2020) a 329 (nel 2021), le partecipazioni disinvestite aumentano a 7 (da 6 nel 2020) e i volumi decrescono leggermente (il Cash Out decresce a Euro 8,5 Mld nel 2021 da Euro 9,9 Mld nel 2020 ed il Cash In diminuisce da Euro 10,4 Mld a Euro 9,6 Mld).

Sull'orizzonte 5YR si registra un aumento di tutti i principali parametri; le transazioni incluse crescono a 553 (vs 513 nel 2020), il volume di Cash In passa da Euro 18,7 Mld nel 2020 a Euro 19,8 Mld nel 2021, ed il Cash Out passa da Euro 16,1 Mld a Euro 16,6 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 rimane in linea con il campione del 2020 (1.149 nel 2021 e 1.149 nel 2020);
- Il Cash out investito aumenta ad Euro 31,7 Mld, superando la soglia dei Euro 30 Mld raggiunta nel 2020 (Euro 29,7 Mld), in crescita di circa Euro 1,0 Mld rispetto al campione 2020;
- Il Cash In registrato cresce anch'esso di Euro 2,6 Mld, raggiungendo Euro 45,5 Mld;
- Il cash multiple implicito rimane stabile a 1,4x.

GRAFICO X – Analisi storica degli investimenti 1YR per volumi



L'analisi del 1YR evidenzia quanto investito dagli operatori di Private Equity in Italia nel corso del 2021. Il Cash Out supera i tre miliardi e mezzo di euro, risultando ben sopra la media dei 10 anni precedenti, seconda solo al dato del 2018, anno di investimenti record e di operazioni di medie e di grandi dimensioni.

Il dato 2021 conferma la forte fiducia, ed un rinnovato interesse, da parte degli operatori di Private Equity e Venture Capital nei confronti del nostro Paese.

La dimensione media degli investimenti risulta in leggera diminuzione (Euro 26,5 Mln nel 2021 vs Euro 27,3 Mln nel 2020).

TAB. 8 – Le performance ‘By Horizon’

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%

2020	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato	5,6%	8,4%	15,0%
Quartile superiore per performance	33,5%	28,3%	39,1%
Quartile superiore per ammontare investito	4,5%	8,0%	15,0%

Focalizzando l’attenzione sull’orizzonte 10YR (il più significativo dal punto di vista statistico), possiamo osservare un valore di IRR in linea con quello del 2020 (16,1% nel 2021 vs 15,0% nel 2020) 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 2011 che avevano registrato un basso rendimento;
- Le performance medio-alte dei disinvestimenti, che hanno influenzato la performance From Inception registrate negli ultimi anni hanno avuto un impatto significativo anche nell’analisi By Horizon 10YR.

Il quartile superiore per performance mostra un miglioramento passando da 39,1% nel 2020 a 41,1% nel 2021.

Il rendimento 5YR passa dal 8,4% del 2020 a 11,0% del 2021 tornando ai livelli degli anni precedenti. Tale cambiamento è dovuto principalmente all’effetto rolling, che porta all’uscita dall’orizzonte temporale degli investimenti effettuati nel 2016, questi caratterizzati da rendimenti più bassi ed anche a buoni ritorni registrati nel 2021.

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

10YR	N° transazioni			Cash Out		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Partecipazioni valutate al 'valore di carico'	62,6%	58,9%	55,5%	72,6%	66,7%	59,9%
Partecipazioni rivalutate	25,9%	28,9%	34,1%	18,6%	19,7%	33,2%
Partecipazioni svalutate	11,5%	12,2%	10,4%	8,7%	13,6%	6,8%
Investimenti ancora in portafoglio (N° e Euro mln)	748	762	816	17.711	20.021	23.193

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 (60% valutate al "costo").

Nel 2021 si osserva una diminuzione delle partecipazioni valutate al "valore di carico" sia in termini numerici (i.e. 55,5% nel 2021, 58,9% nel 2020 e 62,6% nel 2019) sia in termini di volumi d'investimento (59,9% nel 2021, 66,7% nel 2020 e 72,6% nel 2019).

Le partecipazioni rivalutate mostrano invece un aumento sia in termini numerici (34,1% nel 2021 vs 28,9% nel 2020), sia in termini di Cash Out (33,2% nel 2021 vs 19,7% nel 2020) questo grazie alla rivalutazione di alcuni grandi investimenti precedentemente registrati a valore di carico.

Le partecipazioni svalutate sono diminuite sia in termini numerici (10,4% nel 2021 vs 12,2% nel 2020) che in termini di Cash Out (6,8% nel 2021 vs 13,6% nel 2020).

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'.

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

	N° transazioni		Cash In		Cash Out		IRR Lordo Aggregato	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Country Fund/SGR	43	45	6,6%	58,4%	15,1%	57,0%	8,5%	16,5%
Banche	2	-	0,3%	-	0,5%	-	15,4%	-
Pan-European PE firm	11	5	93,2%	41,6%	84,4%	43,0%	36,8	28,5%

L'analisi "From Inception" per tipologia di operatore mette in luce come, il mercato del Private Equity e Venture Capital in Italia nel 2021, sia composto per il 90% 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 "grande" dimensione.

Nel 2021 i Country Fund/SGR registrano un significativo aumento del rendimento. Tale dato è legato all'andamento positivo delle piccole medie imprese (tipicamente principali target degli operatori Country Fund/SGR), come conseguenza della ripresa dall'emergenza sanitaria legata al Covid-19, ed alla significativa diminuzione dei Write Off registrata nell'anno.

I fondi Pan Europei hanno registrato nel 2021 un rendimento in riduzione rispetto al 2020, ad ulteriore dimostrazione che il 2020 è stato un anno dalle performance outstanding e profondamente influenzato da poche operazioni di grandi dimensioni effettuate dai Fondi pan-europei. Ad ulteriore conferma di quanto affermato, questi operatori hanno registrato il 41,6% del Cash In totale (vs 93,2% del 2020), pari a Euro 708 Mln riducendo il cash multiple medio a 2,4x nel 2021 (vs 3,6x nel 2020).

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	
	2020	2021
N° transazioni	38	42
IRR Lordo Aggregato	30,5%	20,7%

Nota: la tabella mostra il rendimento realizzato dal campione negli anni 2020 e 2021 senza tenere in considerazione i Write-Off.

TAB. 12 – Breakdown IRR 2021 'From Inception' per time gap compreso tra il primo investimento e la dismissione

2020	< 2	2-3	3-4	4-5	5-7	> 7
N° transazioni	4	2	9	7	11	17
IRR Lordo Aggregato	21,7%	-8,6%	39,6%	40,6%	12,0%	2,9%

TAB. 13 – Breakdown IRR 2021 'From Inception' per settore delle aziende target

Settore	N° transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	4	12,4%	94	62
Produzioni industriali e collegato	6	0,8%	24	22
Produzione beni di consumo	12	12,1%	253	141
ICT	5	50,9%	381	84
Altro	23	36,4%	949	375

TAB. 14 – Breakdown IRR 2021 'From Inception' per quota di capitale

Quota detenuta	N° transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	2	1,7%	3	3
5% - 10%	3	13,5%	79	37
10% - 25%	16	10,2%	197	108
25% - 50%	14	17,9%	367	131
>50%	15	25,3%	1.054	405

English Version

Contents

Background	30
Aim of the report and information used	30
Definitions and glossary	31
Methodology	32
The Italian macroeconomic framework	33
Italian Private Equity and Venture Capital market performance in 2021	36
How did 2021 perform?	37
The impact of Write-Offs on 2021 performance	42
1, 3, 5 and 10 year performance	44
Analysis of performance by Private Equity House category	48
Appendix	49

Background

Aim of the report and information used

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, over the analysed period.

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 of the current status of the Private Equity and Venture Capital sector, in Italy. The analysis is 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 2021, 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.

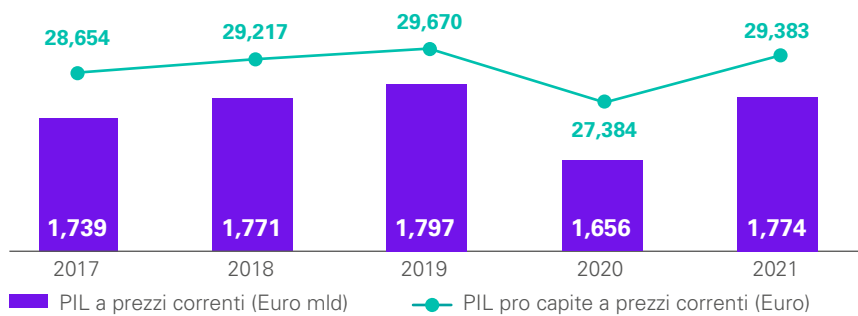
Performance data are expressed in terms of Gross Pooled IRR, calculated using monthly flows regarding equity investments only. In particular, this return represents the weighted average performances for the total transactions carried out by Private Equity Houses and not an average of the performance 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 2017 to 2021, this to provide a framework for the Private Equity Houses activity in the market.

CHART 1 – Italian economic growth



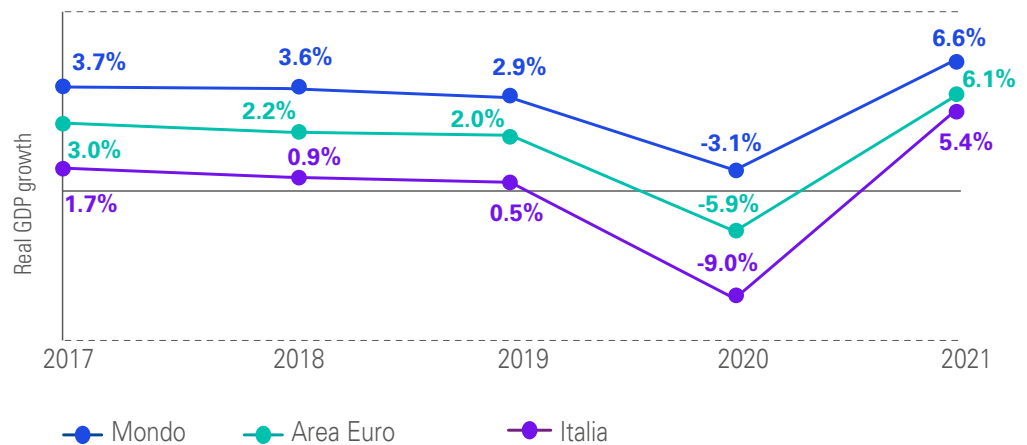
Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

In the first quarters of 2021, the economic activity remained stable: a strengthening in the manufacturing activity was accompanied by a still weak performance in services while the economic environment was characterized by high uncertainty related to the impacts of the subsequent waves in the pandemic. During the rest of the year, from the second quarter of 2021, growth picked up (+1% over the previous period), boosted by the acceleration in the vaccination campaign and the gradual easing of restrictions, put in place by the Government in response to the Covid-19 pandemic. In addition to a strengthening in manufacturing output, the start of a recovery in services also contributed to the recovery. In the third Quarter, industrial production grew by about 1% and GDP by more than 2%. The extension of vaccination coverage and increased mobility made possible the recovery in household consumption of services, which was associated with the positive trend already underway in investments.

The 2021 closes with a GDP growth (in real terms) of 6.6% after dropping by 9% in 2020.

In June 2022, the outlook for 2022-2023 was released, forecasting a year-on-year GDP growth of 2.8% for 2022 and +1.9% in 2023.

CHART 2 – Real GDP growth

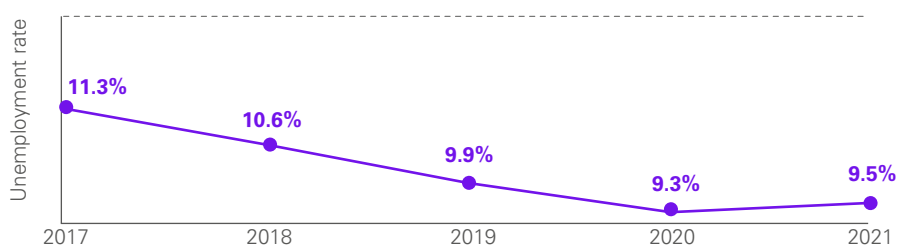


Source: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2020

In the early months of 2022, GDP rose by +0.1% (over 4Q 2021), affected by the uptick in Covid-19 contagions from December 2021, and an increase in energy and raw materials prices, in an economic environment of higher uncertainty since the outbreak of the war in Ukraine. In such a context, an economic recovery slowdown has been observed in the four quarters of 2021. In January, industrial production remained stable, industry continues to be affected by the significant increases in raw material prices and - albeit to a lesser extent than in the most acute phases of the pandemic - by difficulties in the supply of intermediate goods. However, it shall be noted that Italy appears to have suffered relatively less from the inflation-related impact than the rest of the European economies.

Globally, the 2021 GDP grows significantly, also driven by a general recovery after the Covid-19 pandemic emergency (+6.1% in 2021 vs -3.1% in 2020). The European Union also records an increase (+5.4% in 2021 vs -5.9% in 2020), while, as reported above, the Italian GDP is the one that, having been affected to a greater extent by the pandemic shock, registers a 2021 GDP growth of 6.6% (compared to the -9.0 in 2020)

CHART 3 – Italian unemployment rate



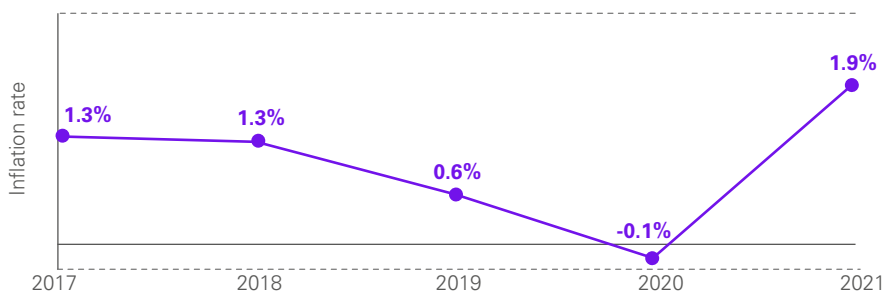
Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

Labour market conditions in Italy remain difficult, in terms of salaries and job quality, although, despite the pandemic economic effects, the unemployment rate in 2021 stands at 9.5%, up slightly from 2020 (i.e. 9.3%). This highlights the effectiveness of the significant measures taken by the Italian Government to counter the Covid-19 emergency. The resilience of permanent employment, despite various difficulties, has been possible due to the layoff freeze, applied until April 2022, and the extensive use of the Wage Supplementation Fund (Cassa Integrazione Guadagni – CIG in 2022), solidarity funds and other business support measures.

According to the “Bollettino statistico of Banca di Italia”, the recovery from Covid-19 emergency affected hours worked in 2021. In the first, second and third Quarters of 2021, hours worked increased by 0.2%, 3.5% and 1.3%, respectively, compared with the previous Quarter. The fourth quarter of 2021 shows a growth of 0.4%.

In early 2022, the positive momentum for temporary employment contracts, that had driven the recovery for 2021, weakens. About half of the jobs created, net of terminations in the last Quarter of last year and the first two months of 2022, involved permanent contracts.

CHART 4 – Italian inflation rate



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

The 2021 inflation rate increased to 1.9%, which is positive and up sharply compared to 2020 when a negative rate was recorded due to falling activity, falling energy prices, and price trends in service sectors most affected by the crisis. Analysts' and businesses' expectations assume rising values in 2022 as well. According to ISTAT data, in June 2022, inflation is estimated to rise at +8.0% year-on-year.

Continuing the major upward trend that has been in place since the second half of 2021, inflation is mainly supported by the exceptional dynamics of the energy component, reflecting sharp increases in fuel prices and high consumer prices for gas and electricity. Food prices have also accelerated, growing by more than 1% in June 2022 compared to the previous month (by nearly +8.7% on a yearly base), due to cost increases along the entire production chain.

The Regulatory Authority for Energy Networks and Environment (ARERA) announced for the second Quarter of 2022 a reduction of about 10% in electricity and gas tariffs in the regulated market, after nearly a year and a half of price increases.

Italian Private Equity and Venture Capital performance in 2021

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** (also defined, according to international standards, as 'Gross Pooled IRR on Realised Investments'), showing the performance of divestments realised in the year 2019, regardless of when the initial investment was made;
- **'By Horizon' Gross Pooled IRR** (also defined, according to international standards, as 'Gross Pooled IRR on All Investments'), showing the performances of investments made during the 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, the operators' year-end valuations are used.

How did 2021 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 2021; 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

	2017	2018	2019	2020	2021
No. of PE included in the research panel	82	83	67	69	77
No. of PE presenting realised investments	39	40	28	26	26
No. of realised investments 'From Inception'	91	105	56	56	50
Average investment size (Euro mln)	24.5	9.6	17.7	29.0	13.7
Total Cash Out (Euro mln)	2,228	1,009	991	1,625	684
Total Cash In (Euro mln)	4,564	2,204	2,223	5,274	1,701
Average cash multiple	2.0x	2.2x	2.2x	3.2x	2.5x

The 2021 was a year characterized by medium-sized deals with a smaller number of Write-Offs. In comparison with the previous year, in 2021, fewer "mega deals" (larger deals) with very positive returns have been recorded and numerous small- to medium-sized deals with mid- to high-end returns have been reported. It should be pointed out, that in the context of the Italian market, which is mainly characterized by the presence of medium-sized companies, transactions involving large targets, the so-called "mega deals" tend to have a significant influence on the overall market performance, in general and also on the result of the Survey.

As a proof of what has just been stated, we observe that the Cash In (Euro 1,701 Mln compared to Euro 5,274 Mln for 2020) and Cash Out (Euro 684 Mln in 2021 vs Euro 1,625 Mln in 2020) recorded in the year are significantly lower than in 2020, a record year, strongly influenced by some "mega-deals" with extraordinary high returns.

Analyzing the number of divestments, in 2021, the trend is in line with the last three years, but significantly lower than in 2018 (i.e. 105 divestments). This trend is mainly due to the lower divestment activity performed by Private Equity Houses as well as the fact that not all the Private Equity Houses participated in the Survey.

In contrast to the decline reported over the last two years, the number of operators who participated in the 2021 survey rises to 77 (vs. 69 in 2020), 26 of these made new deals, a growing number compared to 2020.

Confirming what was earlier stated, that is, a market basically characterized by medium-sized deals with solid returns. The average divestment size in 2021 was significantly lower and equal to €13.7 Mln, compared to the €29.0 Mln figure for 2020.

The average implied Exit-multiple (so-called “Cash multiple”) performs above the average for previous years, and is equal to 2.5x.

TAB. 2 – ‘From Inception’ performance

	2019	2020	2021
Yearly Pooled IRR	21.3%	32.1%	19.2%
Upper quarter (by performance)	46.9%	39.0%	43.4%
Upper quarter (by investment size)	21.3%	34.3%	20.7%

For our purposes, in line with what was done in previous years, only the returns obtained through equity investment were taken into account and excluding any flows obtained through other investment instruments that may have been used.

Overall, the performance of the disinvestments in 2021 stands at 19.2%, in line with what happened in previous years with the exception of 2020, which, however, 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 2021 the result was influenced by two key phenomena: (i) a large number of small- to medium-sized deals with high returns and (ii) the significant reduction in the number of Write-Offs (18 in 2020 vs. 8 in 2021).

TAB. 3 – Performance distribution by IRR class

	Cash Out			Cash In			No. of transactions		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Write-Off	6.2%	7.6%	4.4%	0.6%	0.2%	0.4%	8	18	8
Negative	0.7%	0.8%	10.3%	0.3%	0.1%	2.7%	2	8	5
0% - 10%	5.4%	1.3%	7.2%	2.8%	0.4%	3.9%	16	7	19
10% - 20%	12.3%	4.3%	19.6%	9.9%	2.7%	15.2%	5	8	5
20% - 30%	56.2%	21.0%	13.9%	49.6%	17.6%	13.4%	9	5	5
30% - 40%	10.7%	27.2%	2.0%	18.9%	32.2%	2.9%	5	5	3
40% - 50%	3.4%	37.2%	32.0%	8.8%	45.9%	42.3%	6	3	3
>50%	5.2%	0.7%	10.6%	9.2%	0.9%	19.2%	5	2	2
Total (Euro mln)	991	1,625	684	2,223	5,274	1,701	56	56	50

The number of Write-Offs dropped significantly to 8 in 2021 vs. 18 in 2020 and the divestments with negative IRR also decreased in terms of numbers (i.e. 5 in 2021 vs. 8 in 2020) but increased in terms of Cash Out incidence (10.3% in 2021 vs. 0.8% in 2020) again due to the significant decrease in total Cash Out (€684 Mln).

Overall, transactions with negative returns (i.e. including Write-Offs) accounted for 26% of the sample, which is significantly lower than in 2020 (i.e. 46.4% of the sample).

Transactions with low returns (IRR between 0% and 10%) increased both in terms of numbers (i.e. 19 in 2021 vs 7 in 2020) and in terms of Cash Out (i.e. 7.2% in 2021 vs 1.3% in 2020) and Cash In (i.e. 3.9% in 2021 vs 0.4% in 2020).

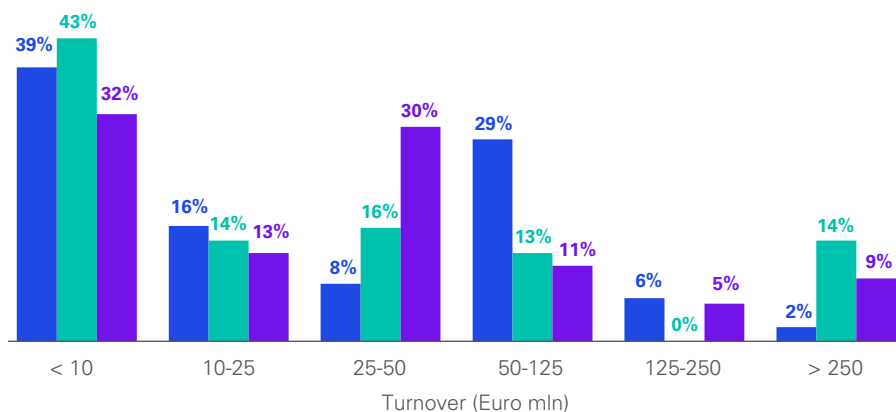
The yield class with IRR between 10% and 20% in 2021 includes 5 transactions (vs 8 in 2020), and increases considerably in terms of Cash Out (i.e. 19.6% in 2021 vs 4.3% in 2020) and in terms of Cash In (i.e. 15.2% in 2021 vs 2.7% in 2020).

The medium-high yield class, with IRRs between 20% and 30%, remains stable in terms of the number of registered transactions (i.e. 5 in 2021 vs 5 in 2020) but decreases in terms of countervalue (i.e. 13.9% in 2021 vs 21.0% in 2020) and Cash In from 17.6% in 2020 to 13.4% in 2021.

The class of high-yield transactions (IRR between 30% and 50%), shows a decreasing trend, however they remain the most impactful ones in terms of Cash In (i.e. 45.2% in 2021 vs 78.1% in 2020) and Cash Out (i.e. 34.0% in 2021 vs 64.4% in 2020), they also decreased in terms of numbers (6 in 2021 vs 8 in 2020). The reported decrease is mainly due to the reduction, compared to 2020, in the number of “mega-deals,” which in 2020 were mainly located in this yield class.

There were 2 transactions with “outstanding” yield levels (above 50%), in line with 2020, however this class shows an increase in the corresponding countervalue (10.6% in 2021 vs 0.7% in 2020 in terms of Cash Out) mainly thanks to the lower total Cash Out level.

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 2021, divestments involving small to medium sized targets (with turnover of less than € 50 Mln) accounts for 63% of the sample (73% in 2020).

Small and medium-sized companies (with a total turnover up to 50 Mln Euro) are confirmed as the preponderant target for Private Equity funds investments in Italy, as confirmed by the historical trend for the last 7 years (i.e. 68% in 2014, 65% in 2015, 70% in 2016, 58% in 2017, 70.2% in 2018, 75% in 2019).

Particularly low is the number of transactions involving larger companies (target companies with turnover over € 250 Mln), which represent only 2% of the 2021 total (vs 14.3% in 2020).

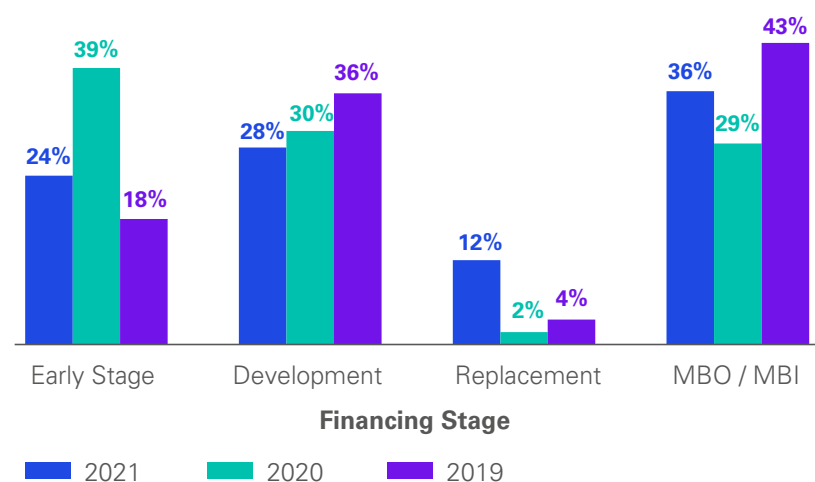
TAB. 4 – Transaction breakdown by target turnover (Yearly Pooled IRR)

Turnover (Euro mln)	2019		2020		2021	
	N°	IRR	N°	IRR	N°	IRR
<50	42	18.8%	41	-1.6%	31	9.2%
50 - 250	9	10.4%	7	32.7%	17	20.3%
> 250	5	29.1%	8	36.8%	< 4	> 40%

The breakdown by target turnover shows, in terms of IRR:

- Returns involving small- to medium-sized companies are back to a positive figure (i.e., 9.2% in 2021 vs -1.6% in 2020 and 18.8% in 2019): this category, which had been recording increasing returns since 2016, has greatly benefited by the economic recovery in 2021, after the most acute phase of the pandemic. In fact, this block represents the largest number of disinvestments recorded in the year 2021.
- In contrast to small- to medium-sized companies, there is a decrease for disinvestment by medium-sized companies (i.e. 20.3% in 2021 vs. 32.7% in 2020). This 2021 result reflects what was already stated in this Survey.
- Extremely positive returns from large companies (with turnover greater than Euro 250 Mln). The number of deals, however, declines (i.e. < 4 in 2021 vs 8 in 2020).

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



The MBO/MBI cluster in 2021 is the category with the highest number of divestments increasing its incidence to 36% from 29% in 2020.

Approximately 28% of the disinvestment sample is represented by companies in the Development stage, a cluster that appears to be decreasing from previous years (i.e. 30% in 2020 and 36% in 2019).

The Early Stage cluster, which was the most representative category for 2020 with a 39% stake of the sample, reaches a value of 24% of the analyzed transactions in 2021.

In 2021, the Replacement stage disinvestment cluster amounts to 12%, significantly higher with respect to previous years (2% in 2020 and 4% in 2019).

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

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020
No. of transactions	12	22	14	17	6	1	18	16
Yearly Pooled IRR	4.0%	-15.4%	8.4%	38.2%	8.4%	-	27.0%	30.4%

MBO/MBI operations, historically characterized by higher returns, show a slightly increasing number of divestments compared to 2020 (i.e. 18 in 2021 vs. 16 in 2020). These transactions report the highest performances for the year 2021 recording an aggregate IRR of 27.0%, down slightly from 2020 (i.e. 30.4%) after three years of steady increases (i.e. 19.7 percent in 2019, 17.7% in 2018).

In 2021, divestments falling into the Development cluster record a significant decrease in terms of IRRs (i.e. 8.4% in 2021 vs. 38.2% in 2020), mainly due to: first of all, transactions with an average return lower with respect to previous years and, second, to the lack of outstanding transactions recorded in 2021.

The Early Stage category, historically affected by higher volatility and negative returns, resumed its trend of positive results interrupted in 2020.

In 2021, the Replacement category resumes the trend of positive trend shown in the four years prior to 2020 (4.1% in 2016, 2.1% in 2017, 4.4% in 2018, and 14.8% in 2019), accounting for an IRR of 8.4%.

The impact of Write-Offs on 2021 performance

This section provides a more detailed outline of Write-Offs recorded in 2021, 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’ analysis; 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

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Write Offs (No. Of transactions)	34	39	24	24	11	8	24	8	18	8
Totale sample (No. Of transactions)	82	102	95	74	64	91	105	56	56	50
Incidence by number	41%	38%	25%	32%	17%	9%	23%	14%	36%	16%
Write Offs (Cash Out) in Euro mln	311	419	183	103	47	32	164	61	123	30
Total sample (Cash Out) in Euro mln	840	2,115	1,681	1,382	1,511	2,228	1,009	991	1,625	684
Incidence by Cash Out	37%	20%	11%	7%	3%	1%	16%	6%	8%	4%

During 2021, the number of Write-off recorded, strongly decreased to 8 (3 total and 5 partial) from 18 Write-Offs in 2020. In 2021, the number of Write-Offs is aligned with previous years like 2019 and 2017. In 2021, Write-offs, in fact, accounted for 16% of total transactions, vs 36% in 2020 and 14% in 2019, this is significant, recording, in numerical terms, 10 fewer write-offs than in 2020.

In 2021, the incidence of Write-Offs invested amount (i.e. Euro 30 Mln Cash Out) represents 4% of the total Cash Out vs 8% in 2020 and 6% in 2019.

CHART 7 – Incidence of Write-Offs in 2019-2021 (by number and by Cash Out)

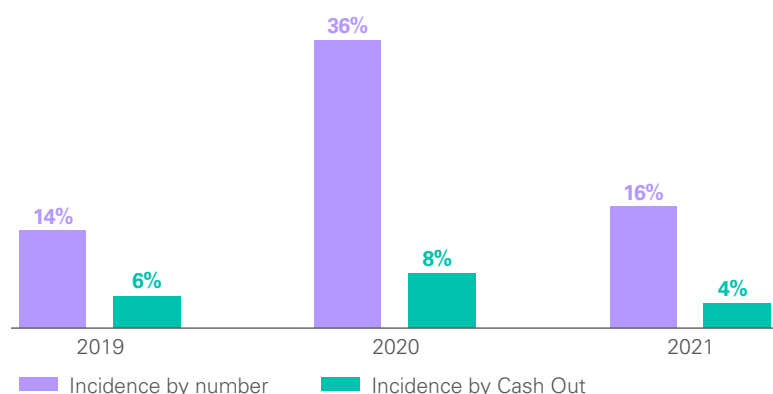


CHART 8 – 2021 Write-Offs: breakdown by target size (incidence by number and by Cash Out)

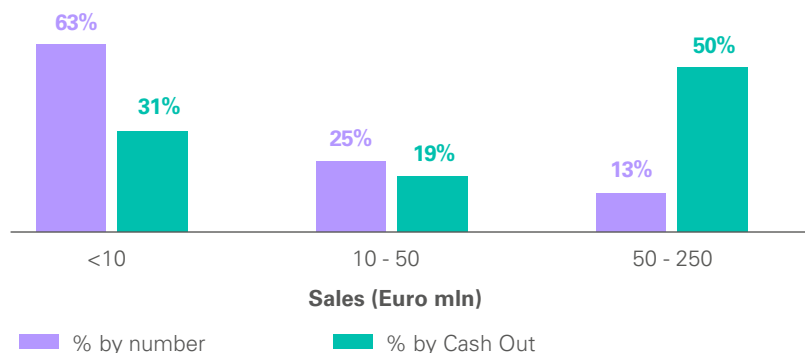
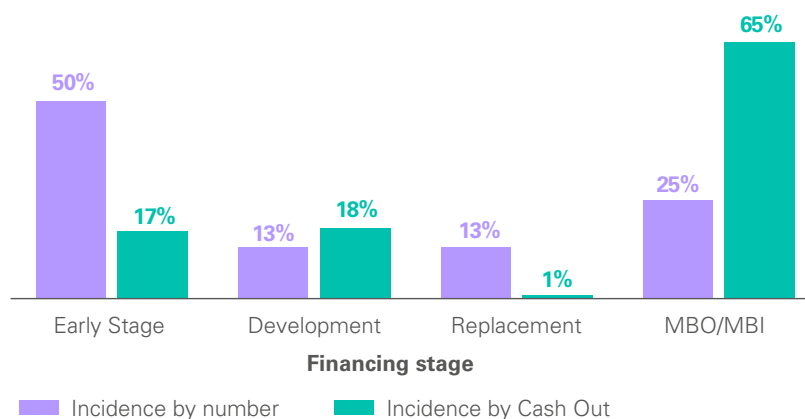


Chart 8 highlights the incidence of small companies Write-Off (< Euro 10 mln in turnover) in 2021 equal to 63% in terms of transactions in line with 2020 (i.e. 61%), while the 25% of Write-Off is related to companies with turnover between Euro 10 and 50 mln. In terms of Cash Out incidence, 50% of Write-Offs pertains to targets with a turnover below Euro 50 mln.

CHART 9 – 2021 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 17% incidence in terms of Cash Out.

The cluster of transactions categorized as Development represents 13% of Write-Offs, equivalent to 18% of total Cash Out, in discontinuity with the 2020, when this category accounted for 11% of transactions and 58% of Cash Out.

Write-Offs involving MBO/MBI targets accounts for 25% in numerical terms and 65% in terms of Cash Out.

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 time-frames.

- 3 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2019 to 2021;
- 5 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2017 to 2021;
- 10 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2012 to 2021

The survey also includes a descriptive analysis of 1 YR 2021 volumes, aimed at representing the investments made in 2021 by participating Private Equity and Venture Capital players.

TAB. 7 – 'By Horizon' main sample

2020	1YR	3YR	5YR	10YR
Active PE houses	52	73	89	124
No. of transactions	138	329	553	1,149
<i>of which: - realised investments</i>	-	7	41	333
<i>- investments still in portfolio</i>	138	322	512	816
Average investment size (Euro mln)	26.5	26.0	30.1	27.6
Total Cash Out (Euro mln)	3,655	8,538	16,665	31,697
Total Cash In (Euro mln)	3,862	9,603	19,776	45,538
Average (implied) cash multiple	1.1x	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 an increase in volumes, compared to 2020, and a higher number of transactions recorded compared to the same year (138 in 2021 vs. 87 in 2020).

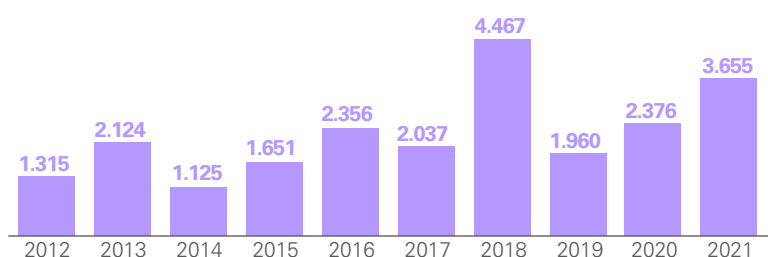
The investment sample included in the 3YR horizon of 2021, sees a number of registered transactions increase from 301 (in 2020) to 329 (in 2021), realised investments increase to 7 (from 6 in 2020), and volumes decrease slightly (Cash Out decreases to €8.5 Bn in 2021 from €9.9 Bn in 2020 and Cash In decreases from €10.4 Bn to €9.6 Bn).

On the 5YR horizon, the analyses report an increase in all key parameters; number of transactions grows to 553 (vs. 513 in 2020), Cash In volume increases from Euro 18.7Bn in 2020 to Euro 19.8Bn in 2021, and Cash Out increases from Euro 16.1Bn to Euro 16.6Bn. The implied Cash Multiple remains stable at 1.2x.

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

- The number of transactions remains in line with the 2020 sample (1,149 in 2021 and 1,149 in 2020);
- Invested Cash Out increases to €31.7 Bn, surpassing the €30 Bn threshold reached in 2020 (€29.7 Bn), up about €1.0 Bn from the 2020 figure;
- Recorded Cash In also, grows by Euro 2.6Bn, reaching Euro 45.5 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 operators invested in Italy, during 2021. The Cash Out exceeds three and a half billion euros, being well above the average for the previous 10 years, second only to the 2018 figure, a year of record investments and medium and large deals.

The 2021 figure confirms the strong confidence, and a renewed interest, from Private Equity and Venture Capital operators in our country.

The average size of investments is slightly decreasing (Euro 26.5 Mln in 2021 vs Euro 27.3 Mln in 2020).

TAB. 8 – ‘By Horizon’ performance

2020	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%

2019	3YR	5YR	10YR
Yearly Pooled IRR	5.6%	8.4%	15.0%
Upper quarter (by performance)	33.5%	28.3%	39.1%
Upper quarter (by investment size)	4.5%	8.0%	15.0%

Focusing on the 10YR horizon (the most significant), we can observe an IRR value in line with that of 2020 (16.1% in 2021 vs. 15.0% in 2020) confirming itself among the highest returns since this analysis has 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 deals still in the portfolio;
- The rolling effect that caused some investments made in 2011 that had recorded low 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 By Horizon 10YR analysis.

The top quartile by performance, shows an improvement from 39.1% in 2020 to 41.1% in 2021.

The 5YR return increases from 8.4% in 2020 to 11.0% in 2021, 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 2016, characterized by lower returns, and also to good returns recorded in 2021.

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

10YR	No. of transactions			Cash Out		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Book value deals	62.6%	58.9%	55.5%	72.6%	66.7%	59.9%
Revalued deals	25.9%	28.9%	34.1%	18.6%	19.7%	33.2%
Devalued deals	11.5%	12.2%	10.4%	8.7%	13.6%	6.8%
Investments still in portfolio (No. and Euro mln)	748	762	816	17,711	20,021	23,193

Analysing the investments still in portfolios, with a focus on the most significant time horizon (10YR), the consolidated practice of operators to value the equity investments at their book value is confirmed (60% valued at “cost”).

In 2021, there is a decrease in deals valued at “book value” both in terms of numbers (i.e. 55.5% in 2021, 58.9% in 2020, and 62.6% in 2019) and investment volumes (59.9% in 2021, 66.7% in 2020, and 72.6% in 2019).

On the other hand, revalued deals show an increase both in terms of numbers (34.1% in 2021 vs. 28.9% in 2020) and in terms of Cash Out (33.2% in 2021 vs. 19.7% in 2020) this is due to the revaluation of some large deals previously recorded at book value.

Devalued deals decreased both in terms of numbers (10.4% in 2021 vs 12.2% in 2020) and in terms of Cash Out (6.8% in 2021 vs 13.6% in 2020).

It is worth mentioning that the ‘devalued deals’ cluster does not include Write-Offs for the purposes of this analysis, as these are considered as disinvestments.

Analysis of performance by Private Equity House category

In line with the 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	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Country Funds/SGR	43	45	6.6%	58.4%	15.1%	57.0%	8.5%	16.5%
Banks	2	-	0.3%	-	0.5%	-	15.4%	-
Pan-European PE firms	11	5	93.2%	41.6%	84.4%	43.0%	36.8%	28.5%

The "From Inception" analysis by type of operator highlights how, the Private Equity and Venture Capital market in Italy in 2021, is about 90% 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 2021, Country Fund/SGRs category records a significant increase in returns. This is related to the positive performance of small and medium-sized enterprises (typically the main targets of Country Fund/SGR operators), as a result of the fast recovery post covid-19-related health emergency, and the significant decrease in Write Offs recorded during the year.

Pan-European Funds recorded a declining return in 2021 compared to 2020, further demonstrating that 2020 was a year of outstanding performances and profoundly influenced by a few large deals made by Pan-European Funds. Further confirming this, these operators recorded 41.6% of total Cash In (vs. 93.2% in 2020), amounting to Euro 708 Mln reducing the average Cash Multiple to 2.4x in 2020 (vs. 3.6x in 2020).

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	
	2020	2021
No. of transactions	38	42
Yearly Pooled IRR	35.0%	20.7%

Note: the table shows the returns obtained by 2020 and 2021 divestments without taking into consideration the impact of Write-Offs and IPOs.

TAB. 12 – 2021 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	4	2	9	7	11	17
Yearly Pooled IRR	21.7%	-8.6%	39.6%	40.6%	12.0%	2.9%

TAB. 13 – 2021 IRR 'From Inception' distribution by target industry

Industry	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food&Beverage	4	12.4%	94	62
Industrial manufacturing and similar	6	0.8%	24	22
Consumer goods	12	12.1%	253	141
ICT	5	50.9%	381	84
Other	23	36.4%	949	375

TAB. 14 – 2021 IRR 'From Inception' distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	2	1.7%	3	3
5% - 10%	3	13.5%	79	37
10% - 25%	16	10.2%	197	108
25% - 50%	14	17.9%	367	131
>50%	15	25.3%	1,054	405

Contacts

Stefano Cervo

Partner

Head of KPMG Private Equity Line of Business

Tel. +39 02 6764 41

Email: scervo@kpmg.it

Maximilian P. Fiani

Partner

KPMG Corporate Finance

Tel. +39 02 6764 3647

Email: mfiani@kpmg.it

Paolo Mascaretti

Partner

KPMG Corporate Finance

Tel. +39 02 6763 3776

Email: 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

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.

© 2022 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: Settembre 2022

© 2022 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: September 2022

Grafica: New! srl - www.newadv.com