

Corso di Laurea in Economia e Management

Tesi in

Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

Investment banking: i quattro pilastri

Relatore:
Chiar.mo Prof.
Gianni Nicolini

Candidato:
Lorenzo Marchitiello
Matricola: 283051

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1 - INVESTMENT BANKING: DEFINIZIONE ED AREE DI BUSINESS	4
1.1 L'INVESTMENT BANKING E IL SUO RUOLO ECONOMICO	4
1.2 LE PRINCIPALI ATTIVITÀ E AREE DI BUSINESS	7
1.2.1 <i>M&A – Mergers & Acquisitions</i>	11
1.2.2 <i>ECM – Equity Capital Markets</i>	12
1.2.3 <i>DCM – Debt Capital Markets</i>	16
1.2.4 <i>Syndicated Loans</i>	17
CAPITOLO 2 - I QUATTRO PILASTRI DELL'INVESTMENT BANKING (2020-2024)	20
2.1 SCELTA DEL CAMPIONE E FONTI DEI DATI.....	21
2.1.1 <i>Motivazione della scelta del periodo</i>	21
2.1.2 <i>Criteri di selezione delle banche analizzate</i>	21
2.1.3 <i>Fonti informative, limiti metodologici e metriche utilizzate</i>	22
2.2 ANALISI TEMPORALE DEI VOLUMI E DELLE COMMISSIONI	23
2.2.1 <i>Il 2020: shock pandemico e risposta iniziale dei mercati</i>	23
2.2.2 <i>Il 2021: ripresa economica e mercato in espansione</i>	25
2.2.3 <i>Il 2022: inflazione, stretta monetaria e frenata delle operazioni</i>	26
2.2.4 <i>Il 2023: stabilizzazione in un contesto di incertezza</i>	28
2.2.5 <i>Il 2024: segnali di ripresa e ritorno della fiducia</i>	29
2.3 CONFRONTO TRA I PRINCIPALI OPERATORI	31
CONCLUSIONE	35
BIBLIOGRAFIA	36
SITOGRAFIA.....	38

INTRODUZIONE

L'investment banking rappresenta uno dei segmenti più complessi e rilevanti della finanza internazionale, in quanto svolge un ruolo cruciale nel collegare imprese, governi e investitori all'interno dei mercati dei capitali. Le attività svolte dalle banche di investimento contribuiscono a favorire la crescita economica e, all'interno di questo ampio panorama, quattro aree assumono una centralità particolare: *Mergers & Acquisitions* (M&A), *Equity Capital Markets* (ECM), *Debt Capital Markets* (DCM) e *Syndicated Loans*. Questi sono i pilastri fondamentali per la misurazione delle performance e per la comprensione dei modelli di business delle principali banche d'investimento, nonché gli ambiti che riflettono con maggiore immediatezza i cambiamenti del contesto macroeconomico

L'obiettivo della ricerca è analizzare le trasformazioni intervenute in tali segmenti tra il 2020 e il 2024, un periodo caratterizzato da forti discontinuità che hanno ridefinito le condizioni di accesso al capitale e le strategie operative degli intermediari finanziari. Questo arco temporale consente, inoltre, di osservare come le banche abbiano reagito a mutamenti improvvisi e di osservarne i modelli di business.

L'analisi prende avvio dai dati di mercato relativi ai volumi e alle commissioni generate nei quattro pilastri e prosegue confrontando le strategie e i modelli operativi di tre player globali – J.P. Morgan, Goldman Sachs e Morgan Stanley – scelti per la loro leadership e rilevanza sistemica. La comparazione permette di mettere in luce le differenze tra approcci più diversificati e strategie maggiormente focalizzate, evidenziando punti di forza e vulnerabilità nelle diverse strategie.

Il primo capitolo introduce la natura e il ruolo dell'investment banking, descrivendone le aree di attività con particolare attenzione ai quattro pilastri.

Il secondo capitolo sviluppa l'analisi empirica, integrando i dati quantitativi con il contesto macroeconomico, illustrando le traiettorie evolutive dei diversi segmenti e concludendo con il confronto tra i tre operatori internazionali selezionati.

Il fine ultimo dell'elaborato è offrire un quadro organico dell'evoluzione recente dell'investment banking, contribuendo alla comprensione delle dinamiche che guidano i mercati dei capitali e delle strategie adottate dai loro protagonisti globali.

CAPITOLO 1

INVESTMENT BANKING: DEFINIZIONE ED AREE DI BUSINESS

1.1 L'Investment Banking e il suo ruolo economico

Nel panorama economico globale e nella sua evoluzione storica “*l’investment banking costituisce un segmento altamente specializzato della finanza*”¹ (Bello 2004), la cui importanza sistemica si manifesta nella capacità di fornire soluzioni a complesse problematiche strutturali, spesso riconducibili a condizioni di asimmetrie informative, conflitto di interessi e indeterminatezza dei diritti di proprietà.

Le banche di investimento contribuiscono a risolvere i problemi più complessi di allocazione delle risorse, rispetto ad altri intermediari finanziari, espletando il ruolo di intermediari, in grado di coordinare capitali, competenze tecniche e informazioni finanziarie.

Una prima definizione dell’investment banking può essere formulata attraverso un’analisi congiunta con la banca commerciale, da cui si è storicamente distinta a seguito dell’introduzione del *Glass-Steagall Act* negli Stati Uniti.

Sebbene tale separazione sia stata formalmente abolita con il *Gramm-Leach-Bliley Act*², il confronto tra investment banking e commercial banking continua a offrire un punto di riferimento analitico utile per evidenziare le caratteristiche distintive in termini di servizi offerti, logiche di gestione delle risorse, profili di rischio e strutture operative.

Questa analisi è possibile poiché, nonostante il panorama bancario attuale promuova il modello delle banche universali (full-service bank)³, la differenza tra le due tipologie di attività persiste da un punto di vista strategico e organizzativo.

Il precedente quadro regolamentatore permette di osservare una netta linea divisoria tra le attività tipiche della banca commerciale, fondate sul decentramento delle funzioni economiche verso l’agente più adatto a svolgerle, e quelle proprie della banca di

¹ Bello, M. (2004). *L’investment banking: descrizione dell’attività e caratteristiche degli operatori*. https://archivioceradi.luiss.it/documenti/archivioceradi/impresa/banca/invbank_Bello.pdf

² Il *Gramm-Leach-Bliley Act* è una legge federale degli Stati Uniti approvata nel 1999 che, abrogando il *Glass-Steagall Act* del 1933, consentì l’abbattimento della formale divisione imposta tra investment banking e commercial banking.

³ Vedi Canals, J. (1997). *Universal banking: international comparisons and theoretical perspectives*. Clarendon Press.

investimento, focalizzate principalmente sulla raccolta e diffusione di informazioni rilevanti per la determinazione dei prezzi nei mercati.

Il ruolo più importante degli istituti di concessione del credito è quello di consentire ad attori economici e imprenditori di rispondere ad opportunità economiche tramite la concessione di finanziamenti e raccolta dei depositi. In questa funzione chiave, le banche commerciali adempiono anche al compito della gestione del sistema dei pagamenti e la fornitura di assicurazione sulla liquidità, permettendo inoltre di affrontare problemi di asimmetrie informative tra debitori e creditori attraverso accurati processi di screening e monitoraggio⁴ (Machiraju, 2008).

Le banche d'investimento, analogamente a quelle commerciali, operano in contesti caratterizzati da barriere informative tra imprese in cerca di capitale e potenziali investitori, barriere che ostacolano il funzionamento del meccanismo tradizionale di formazione dei prezzi basato sulle fluttuazioni della domanda e dell'offerta.

In risposta a tali imperfezioni di mercato, esse contribuiscono a creare un vero e proprio *mercato dell'informazione*⁵, nel quale raccolgono dati strategici che forniscono un vantaggio competitivo significativo e che risultano cruciali per lo svolgimento delle operazioni loro predisposte.

L'investment banking, attraverso le informazioni acquisite, offre servizi altamente personalizzati che includono l'emissione e il collocamento di strumenti finanziari, attività di negoziazione e investimento diretto, la strutturazione di operazioni complesse sul mercato dei capitali e funzioni consulenziali. Nell'esecuzione di tali operazioni, rivolte a una clientela che spazia dalle società di private equity ai governi, dalle grandi corporate consolidate alle piccole e medie imprese che raccolgono capitale azionario per la prima volta, la reputazione pubblica costituisce un fattore strategico decisivo⁶.

Il mercato dell'investment banking è infatti composto da una pluralità di banche reputazionalmente differenziate, ciascuna delle quali bilancia il valore dell'acquisizione di nuovi affari con i costi reputazionali attesi derivanti dall'accettarli. La reputazione costituisce una significativa barriera all'ingresso nel settore ed è strettamente connessa al

⁴ Per la comprensione approfondita del sistema e dei rischi connessi all'industria del commercial banking consulta Machiraju, H. R. (2008). *Modern Commercial Banking*. New Age International.

⁵ Una rete di investitori che si fidano della banca d'investimento come intermediario tra loro e i nuovi emittenti di titoli, premiandoli per la fornitura delle loro informazioni, altrimenti private, e utilizzando tali informazioni per determinare le condizioni di domanda di mercato e quindi prezzare più accuratamente i titoli dell'emittente. Morrison, A. D., & Wilhelm Jr., W. J. (2007). *Investment banking: Institutions, politics and law*. Oxford University Press.

⁶ Cfr. Beatty, R. P. and Ritter, J. R. (1986). Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*.

potere di mercato dell'operatore⁷ (Chemmanur e Fulghieri 1994), poiché gli emittenti sono disposti a pagare di più per collaborare con istituzioni altamente affidabili. Il capitale reputazionale, invero, è strettamente legato al valore della conoscenza tacita⁸, ossia quel patrimonio di competenze e capacità difficili da acquisire, dimostrare o confutare, basato sull'esperienza e sul giudizio umano.

Le competenze umane tacite sono ciò su cui l'investment banking tradizionale si fonda e tra queste, assumono particolare rilievo la gestione delle relazioni di lungo periodo con clienti di alto profilo e la fiducia reciproca; la capacità di strutturare e negoziare operazioni complesse cogliendo priorità implicite e margini di compromesso; nonché la sensibilità nel percepire i momenti ottimali per lanciare un'operazione sui mercati, frutto di osservazione prolungata e confronto informale con altri attori del settore.

L'importanza della reputazione e del capitale umano, nonostante la loro centralità, è stata erosa dall'esplosione dei progressi tecnologici nell'ingegneria finanziaria e nelle piattaforme di trading. Questi cambiamenti hanno aumentato la scala operativa efficiente stimolando la ricerca di economie di scala e, di conseguenza, l'importanza del capitale finanziario e della competenza tecnica. L'adozione di strumenti economici formali, risultanti dalla standardizzazione e informatizzazione, ha reso molte delle competenze, precedentemente tacite, trasferibili e replicabili.

L'investment banking contribuisce alla crescita economica e nel farlo rivoluziona il segmento speciale delle operazioni bancarie in cui opera, nonostante questo nelle attività consulenziali le competenze tacite rimangono di primaria importanza.

La logica di business si fonda principalmente sulle commissioni di advisory, fees da underwriting, proventi da attività di trading e strutturazione di strumenti finanziari, come derivati.

Le banche di investimento si delineano quindi come un business piuttosto eterogeneo e complesso che coinvolge diverse attività e diverse potenziali controparti; gli asset intangibili e il capitale finanziario, che ha aumentato la scala operativa minima, si delineano come gli strumenti necessari al corretto funzionamento e alla sfida competitiva che devono affrontare gli operatori nel ruolo di intermediari.

⁷ Vedi Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (1994). Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 49(1), 57–79.

⁸ Consulta Polanyi, M. (1966). *The tacit dimension*. Doubleday & Company.

1.2 Le principali attività e aree di business

Reputazione, conoscenze tacite e capitale finanziario rappresentano i driver fondamentali che consentono di comprendere e organizzare le attività dell'investment banking in tre macrocategorie: le operazioni di sottoscrizione e collocamento, i servizi di consulenza e le attività svolte con impiego del capitale proprio.

Il core business storico è rappresentato dalle operazioni di sottoscrizione e collocamento (*underwriting*) di strumenti finanziari, che hanno conosciuto un'evoluzione significativa sia nelle modalità operative⁹ sia nei profili di rischio, pur mantenendo invariata la loro struttura di fondo, articolata in una fase di acquisizione della titolarità degli strumenti e in una successiva fase di vendita.

L'iter classico dell'*underwriting* inizia con la consulenza all'emittente sui termini e sulle modalità dell'emissione, seguita dal collocamento dei titoli presso il pubblico o presso investitori istituzionali, con i quali le banche d'investimento intrattengono consolidati rapporti relazionali. In numerosi casi, l'intervento dell'investment bank non si limita a una funzione di assistenza tecnica, ma si estende alla garanzia sul buon esito dell'operazione, particolarmente rilevante quando l'emittente non dispone di un rating elevato o intende collocare i propri titoli in mercati esteri, nei quali non gode di notorietà¹⁰. In tali circostanze, è la reputazione stessa della banca d'investimento a rappresentare il principale elemento di affidabilità.

Il compenso dell'intermediario è rappresentato dal *gross spread*¹¹, ossia la differenza tra il prezzo pagato all'emittente e quello applicato al pubblico, che risulta tanto più elevato quanto maggiore è la complessità e la rischiosità dell'operazione.

Le operazioni di sottoscrizione e collocamento trovano il proprio principio economico nel lavoro di *risk management*¹², dal momento che la banca d'investimento si espone a una pluralità di rischi – di mercato, di credito, di liquidità, operativi e reputazionali – per l'emittente. Questi rischi vengono governati attraverso una combinazione di strumenti,

⁹ Tra le pratiche oggi più diffuse si annovera, ad esempio, la costituzione di *club deals*, soluzione che consente di ripartire l'esposizione al rischio tra più istituzioni finanziarie e di ampliare la capacità distributiva dell'emissione

¹⁰ Cfr. Pearl, J., & Rosenbaum, J. (2020). *Investment Banking: Valuation, LBOs, M&A, and IPOs*. Wiley.

¹¹ Il *gross spread* solitamente si divide in: *management fee*, che spetta agli organizzatori che curano le fasi preliminari del collocamento, *underwriting fee*, che spetta a chi sottoscrive i titoli e *selling concession*, che spetta agli intermediari che collocano i titoli al pubblico.

¹² Il *risk management* consiste nell'identificazione, misurazione e gestione dei rischi finanziari, con l'obiettivo di ridurre l'esposizione a eventi avversi e stabilizzare la performance complessiva dell'intermediario. Vedi Hull, J. (2023). *Risk management and financial institutions* (6th ed.). Wiley.

che spaziano dalla diversificazione all'impiego di derivati di copertura, ma assumono un rilievo altrettanto decisivo la capacità di ricerca, l'analisi settoriale e, soprattutto, il patrimonio relazionale e reputazionale dell'intermediario.

Su questi asset intangibili si fondano i servizi di consulenza, il cui rischio non si traduce in un'esposizione finanziaria diretta, come nell'*underwriting*, bensì si manifesta come gestione dell'incertezza informativa e della complessità strategica.

La funzione consulenziale si configura, nella logica del *risk management*, come volta a ridurre il rischio decisionale degli attori economici e a sviluppare soluzioni strategiche calibrate sulle esigenze del cliente attraverso esperienza, competenza e credibilità.

Tra i principali ambiti rientrano le ristrutturazioni finanziarie, che comprendono sia la ristrutturazione del debito, sia la composizione o l'aumento di capitale finalizzati a ristabilire condizioni di equilibrio patrimoniale e assicurare prospettive di crescita. Un altro segmento di primaria importanza è rappresentato dalle valutazioni aziendali, attività in cui la banca mette a disposizione competenze metodologiche e capacità di interpretazione dei fondamentali d'impresa al fine di stimare il valore intrinseco di una società, elemento cruciale in processi di acquisizione, fusione, riorganizzazione e cessione.

In questo quadro si collocano i servizi di advisory in materia di "*Mergers and Acquisitions*" (Fusioni e Acquisizioni), dove la banca d'investimento affianca le imprese nella definizione delle strategie di crescita esterna, nella strutturazione delle operazioni e nella negoziazione delle condizioni contrattuali, assumendo un ruolo di facilitatore e di garante di equilibrio tra le parti¹³. Non meno rilevante è l'assistenza nei rapporti con le autorità regolamentari, soprattutto nei casi di operazioni complesse e *cross-border*, dove il rispetto delle normative di vigilanza e la gestione dei requisiti di trasparenza diventano fattori determinanti per la riuscita dell'operazione¹⁴.

I servizi di consulenza, e più in generale tutte le attività che non implicano l'impiego di capitale finanziario proprio da parte della banca, non si rivolgono esclusivamente alle grandi imprese e agli investitori istituzionali, ma si estendono anche alla clientela retail. In questo contesto assumono particolare rilievo il *private banking* e il *wealth management*

¹³ Vedi Gaughan, P. A. (2017). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (7th ed.). Wiley .

¹⁴ Le operazioni *cross-border* sono attività economiche o finanziarie che si svolgono tra soggetti appartenenti a Paesi diversi. In tali contesti la funzione consulenziale delle banche d'investimento assume un rilievo centrale, poiché garantisce il coordinamento tra quadri regolamentari eterogenei.

destinata agli *High Net Worth Individuals* (HNWI)¹⁵, attraverso i quali l'intermediario offre soluzioni personalizzate di investimento e pianificazione finanziaria¹⁶.

Un ruolo significativo è ricoperto dalla gestione di fondi comuni di investimento, che consente a singoli risparmiatori e famiglie di accedere in forma indiretta ai mercati dei capitali, beneficiando delle competenze professionali e della diversificazione garantita dagli intermediari. A ciò si aggiungono le piattaforme di trading supportate dalle investment bank che rendono possibile un accesso diretto ai mercati finanziari, mentre completano questa categoria le attività di intermediazione e di negoziazione per conto terzi, attraverso cui l'investment bank mette a disposizione del pubblico retail la propria infrastruttura operativa e la capacità di collegamento con il sistema dei mercati¹⁷.

Il trading costituisce un punto di contatto con l'ultima macrocategoria, poiché, se da un lato esso comprende funzioni di brokeraggio e negoziazione per conto della clientela, dall'altro si manifesta come trading proprietario, nel quale la banca impegna direttamente il proprio capitale assumendo un rischio pieno e immediato. È proprio quest'ultima dimensione di rischio diretto che consente di introdurre le operazioni riconducibili agli investimenti con mezzi propri, in tale veste, l'investment bank non si limita a mediare tra domanda e offerta, ma assume un ruolo di *market maker*¹⁸ impegnando risorse proprie per fornire liquidità, sostenere gli scambi e stabilizzare i prezzi.

In questa macrocategoria rientrano attività eterogenee - in grado di coniugare la logica di servizio sistemico con l'obiettivo di profitto - come la finanza strutturata, il venture capital, il private equity, i servizi connessi ai titoli e i prestiti sindacati.

La finanza strutturata comprende operazioni come il *project finance*, in cui la banca partecipa al finanziamento di grandi opere infrastrutturali o industriali attraverso veicoli societari dedicati, con la peculiarità che il rimborso del debito dipende dai flussi di cassa

¹⁵ L'acronimo indica un "individuo ad alto patrimonio netto", ovvero con un patrimonio finanziario investibile superiore a 1 milione di dollari, le cui esigenze vanno oltre la semplice gestione degli investimenti e includono la pianificazione successoria, l'ottimizzazione fiscale e la diversificazione del portafoglio.

¹⁶ Sull'argomento confronta Oriani, M., & Zanaboni, B. (2016). *Trattato di Private Banking e Wealth Management. Il private banking*. (Vol. 1). Hoepli; Oriani, M., & Zanaboni, B. (2016). *Trattato di Private Banking e Wealth Management. Il Wealth management* (Vol. 2). Hoepli.

¹⁷ Le banche di investimento hanno storicamente sostenuto ingenti spese in Information Technology (IT) per supportare piattaforme di trading e infrastrutture di mercato. "Aite stima inoltre che, solo negli Stati Uniti, il settore dei titoli abbia speso oltre 26 miliardi di dollari in IT nel 2005, con JP Morgan e Morgan Stanley che hanno speso ciascuna oltre 2 miliardi di dollari." Morrison, A. D., & Wilhelm Jr., W. J. (2007). *Investment banking: Institutions, politics, and law*. Oxford University Press.

¹⁸ I market maker sostengono la liquidità dei mercati quotando in modo continuativo prezzi di acquisto (bid) e di vendita (ask), traendo profitto dallo spread bid-ask. Consulta, per maggiori dettagli, Guéant, O. (2017). Optimal market making. *Applied Mathematical Finance*, 24(2), 112–154.

generati dal progetto stesso. Accanto a questa tipologia si collocano le *leveraged acquisitions*, operazioni caratterizzate da un forte ricorso alla leva finanziaria per acquisire società già operative, dove l'investment bank può assumere il duplice ruolo di finanziatore e co-investitore. Un altro strumento tipico è la *securitization*, attraverso cui la banca trasforma attività illiquide, come crediti o mutui, in titoli negoziabili, assumendo spesso posizioni dirette nelle tranche più rischiose per attrarre investitori verso le emissioni meno rischiose¹⁹.

Altrettanto rilevante è l'ambito del *venture capital* e del *private equity*, accomunati dal fatto che entrambi rappresentano forme di investimento in capitale di rischio ma distinti per la fase di sviluppo delle imprese target. Il *venture capital* si concentra sul sostegno a startup e imprese innovative con elevato potenziale di crescita, generalmente nelle fasi iniziali o di espansione, accettando un profilo di rischio più elevato con l'obiettivo di trarre profitto da futuri incrementi di valore. Il *private equity*, invece, riguarda investimenti in società non quotate già consolidate, nelle quali l'intermediario acquisisce partecipazioni con l'obiettivo di stimolare processi di ristrutturazione, favorire l'espansione o sostenere strategie di rilancio. In questo ambito, l'investitore non si limita al conferimento di capitale, ma agisce come partner attivo, mettendo a disposizione know-how, competenze strategiche e una rete di contatti preziosa, pur lasciando la gestione operativa quotidiana agli imprenditori o al management²⁰.

Rientrano inoltre in questa categoria i servizi titoli, con i quali la banca offre custodia, amministrazione e gestione delle posizioni degli investitori, potendo tuttavia detenere in proprio asset e strumenti per finalità speculative o di copertura. Infine, i prestiti sindacati rappresentano una forma di impiego collettivo del capitale in cui più banche si uniscono per finanziare un singolo debitore di grandi dimensioni, condividendo rischi e ritorni ma, al contempo, impegnando direttamente risorse patrimoniali.

In definitiva, la tripartizione tra operazioni di sottoscrizione e collocamento, servizi di consulenza e attività svolte con impiego di capitale proprio offre una cornice utile per comprendere la varietà delle funzioni dell'investment banking, tuttavia, è all'interno dei segmenti di *Mergers & Acquisitions* (M&A), *Equity Capital Markets* (ECM), *Debt Capital Markets* (DCM) e *Syndicated Loans* che si concentra la gran parte della creazione di valore e della misurazione delle performance del settore. Queste aree rappresentano gli

¹⁹ Cfr. Fabozzi, F. J., Davis, H. A., & Choudhry, M. (2006). *Introduction to structured finance*. Wiley.

²⁰ Gervasoni, A., & Sattin, F. L. (2020). *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio* (6th ed.). Guerini Next.

ambiti più rilevanti e visibili, non solo per il loro peso nei bilanci delle istituzioni finanziarie, ma anche per l'impatto sistemico che esercitano sull'economia reale. La standardizzazione delle operazioni, la facilità di classificazione dei dati e la centralità nel posizionamento competitivo delle banche d'investimento spiegano perché l'analisi di settore si concentri prevalentemente su questi quattro assi portanti, che costituiranno l'oggetto specifico della trattazione nelle sezioni seguenti.

1.2.1 M&A – Mergers & Acquisitions

Le operazioni di fusione e acquisizione rappresentano una delle aree centrali dell'attività consulenziale delle banche di investimento, in cui vengono fornite valutazioni economico-finanziarie, analisi di *due diligence*²¹, strutturazione contrattuale e assistenza negoziale. Le direttrici operative sono tradizionalmente due: il *sell-side advisory*, in cui la banca assiste l'impresa o i suoi azionisti nella dismissione di un ramo aziendale, nella cessione di una partecipazione o, in alcuni casi, nella vendita dell'intera società, e il *buy-side advisory*, in cui il supporto è rivolto all'acquirente.

In entrambe l'investment bank svolge un ruolo cruciale di interfaccia con le autorità regolamentari e di antitrust, soprattutto nei casi di operazioni cross-border o di dimensioni significative, dove la trasparenza e la conformità alle normative costituiscono condizioni imprescindibili per la riuscita dell'operazione.

Le motivazioni che spingono le imprese a intraprendere operazioni di fusione o acquisizione possono essere molteplici — dall'accesso a nuove tecnologie e canali di distribuzione, all'acquisizione di risorse umane qualificate e quote di mercato, fino alla possibilità di ridurre la concorrenza e beneficiare di economie di scala o di scopo.

L'acquisizione consiste nell'assunzione, da parte di una società, del controllo totale o parziale su un'altra impresa, che può avvenire attraverso l'acquisto di azioni (*share deal*) o di beni e attività (*asset deal*). La fusione, invece, si realizza quando due o più società si uniscono per dar vita a un unico soggetto giuridico e può avvenire con diverse modalità

²¹ «Espressione (“dovuta diligenza”) che si riferisce all'attenzione e alla cura che si dovrebbero prestare, in maniera ragionevole, prima di stipulare un accordo con una controparte. In ambito economico o commerciale, la due diligence rappresenta un approfondimento, una verifica di un potenziale investimento, ed è finalizzata a confermare oppure a smentire tutti i fatti, gli elementi e le circostanze che attengono a una data operazione (per es., una compravendita). Più chiaramente, è un processo organizzato di raccolta e di analisi di informazioni dettagliate di varia natura, in ordine a una determinata attività economica, allo scopo di pervenire a una valutazione attendibile di tale attività, quindi di esprimere un giudizio motivato sulla fattibilità versus la rischiosità dell'operazione che le controparti intendono porre in essere» (Treccani, Vocabolario, s.v. “due diligence”).

operative: la fusione per incorporazione, nella quale una società assorbe le altre mantenendo la propria identità; la fusione paritaria o pura, in cui le società partecipanti cessano di esistere per formare una nuova entità; e la fusione inversa, caratterizzata dal fatto che la società apparentemente acquisita incorpora l'acquirente, soluzione spesso utilizzata per ragioni fiscali, regolamentari o di immagine²².

La differenza principale tra acquisizione e fusione risiede quindi nel grado di continuità giuridica e nella natura delle relazioni societarie: mentre l'acquisizione mantiene distinte le identità societarie, pur trasferendo il controllo alla società acquirente, la fusione tende a un'integrazione più radicale delle strutture attraverso la creazione o il consolidamento di un'unica società.

Questa duplice distinzione di struttura e di finalità si riflette direttamente sulle modalità di intervento delle banche d'investimento, le quali devono adattare i propri servizi di consulenza alla strutturazione di operazioni che variano non solo per complessità tecnica e procedurale, ma anche per l'impatto strategico e regolamentare che producono sugli attori coinvolti. In questo contesto, l'investment bank svolge un ruolo cruciale non solo nell'individuare i target più coerenti con la strategia dell'impresa, attraverso l'analisi dei fondamentali economico-finanziari e la quantificazione delle sinergie attese, ma anche nell'anticipare le possibili criticità attraverso attività di *due diligence*, analisi di scenario e strutturazione di clausole contrattuali, assumendo quindi una funzione di gestore del rischio strategico.

In sintesi, la consulenza in M&A incarna uno degli ambiti in cui emerge con maggiore chiarezza la funzione delle banche di investimento come partner strategici: esse non si limitano a fungere da intermediari tecnici, ma assumono un ruolo di guida nel processo decisionale, bilanciando interessi differenti, gestendo complessità normative e accompagnando le imprese lungo un percorso ad alto contenuto strategico, in cui il successo non dipende solo dalla disponibilità di capitale, ma anche dalla capacità di progettare e implementare soluzioni sostenibili nel tempo.

1.2.2 ECM – Equity Capital Markets

Le banche di investimento svolgono un ruolo primario nell'area degli Equity Capital Markets (ECM), poiché forniscono servizi indispensabili a garantire la solidità finanziaria

²² Sempre Gaughan, P. A. (2017). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (7th ed.). Wiley.

delle imprese che, operando in contesti sempre più competitivi e dinamici, necessitano spesso di rimodulare la propria struttura finanziaria attraverso operazioni sul capitale proprio. Dal lato della domanda, l'attenzione dell'intermediario si concentra invece sull'analisi dell'interesse potenziale, sulla tolleranza al rischio, sulle preferenze settoriali e sulla definizione di un livello di prezzo che renda l'operazione sufficientemente sostenibile e attrattiva per gli investitori.

Le funzioni in questo ambito sono strettamente legate alle attività di *underwriting*, e si articolano lungo l'intero spettro dei meccanismi di mercato, intervenendo tanto nel mercato primario quanto nel mercato secondario. Nel primo caso si distinguono quattro fasi fondamentali: l'*origination*, che consiste nell'individuazione delle esigenze di raccolta e nella definizione della strategia di emissione; l'*arranging and advisory*, che comprende l'attività di consulenza e la strutturazione finanziaria e legale; il *selling and placing*, ossia il collocamento dei titoli presso investitori istituzionali e retail; e l'*underwriting*, mediante il quale la banca garantisce il successo dell'operazione assumendosi una parte del rischio. Nel mercato secondario, invece, il valore aggiunto dell'investment bank si concretizza nelle attività di *dealing, brokerage e market making*, che assicurano liquidità e stabilità agli strumenti già quotati, contribuendo a ridurre gli spread e a rafforzare la fiducia degli investitori²³.

Accanto a queste funzioni generali, le banche di investimento affiancano le imprese e gli investitori in una gamma articolata di operazioni specifiche che rientrano nell'area degli Equity Capital Markets, tra le più significative si annoverano:

- *tender offers* (OPA, offerta pubblica di acquisto), utilizzate per acquisire il controllo di società quotate attraverso l'acquisto di pacchetti azionari a un prezzo prestabilito;
- *block trades*, ossia la negoziazione di ingenti quantità di titoli in un'unica transazione, che richiedono l'intervento dell'intermediario per ridurre l'impatto sul mercato;
- *capital increase* (aumenti di capitale), con cui le società rafforzano la propria struttura patrimoniale emettendo nuove azioni;
- *going private transactions*, in cui un'impresa viene ritirata dal mercato azionario attraverso un processo di conversione da società quotata in borsa a entità privata, generalmente realizzato acquistando tutte le azioni in circolazione;

²³ Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2018). *Financial markets and institutions* (9th ed.). Pearson.

- *share repurchase program*, mediante i quali le aziende riacquistano proprie azioni per incrementarne il valore o ottimizzare la struttura finanziaria.
- *private placements*, che consentono il collocamento di titoli presso investitori qualificati senza passare dal mercato regolamentato;
- SPAC (*Special Purpose Acquisition Companies*), veicoli societari creati per raccogliere capitali finalizzati a successive acquisizioni;
- i finanziamenti pre-IPO, destinati a preparare le imprese al debutto in borsa;
- le emissioni di strumenti *equity-linked*, come i *convertible bonds* o gli *exchangeable bonds*, che offrono agli investitori una combinazione di rendimento obbligazionario e potenziale partecipazione azionaria, rispettivamente per la società emittente nel primo caso e di altra società nel secondo.

Queste operazioni, pur eterogenee per obiettivi e modalità esecutive, riflettono la funzione dell'investment banking come snodo strategico e punto di raccordo capace di bilanciare le esigenze di chi raccoglie fondi con le aspettative e preferenze di chi li conferisce, basandosi su un'intensa attività di ricerca di mercato e sul confronto costante con transazioni simili di società comparabili tra loro²⁴.

In questo panorama un ruolo di assoluto rilievo è ricoperto dalle *Initial Public Offerings* (IPO), che rappresentano non solo la forma più complessa e visibile di accesso al mercato azionario, ma anche una delle principali fonti di ricavo per le divisioni ECM.

Come osserva Ferraro (2021), "*le Initial Public Offering (IPO) rappresentano una delle operazioni finanziarie più importanti nella vita di un'impresa, in grado di condizionarne l'intero ciclo vitale*"²⁵. La quotazione in borsa segna infatti il momento in cui una società apre per la prima volta il proprio capitale al pubblico degli investitori, collocando azioni attraverso un mercato regolamentato. Per l'impresa emittente si tratta di uno strumento strategico per raccogliere nuove risorse finanziarie, accrescere la propria visibilità e consolidare la credibilità nei confronti di partner commerciali e istituzioni finanziarie.

Il ruolo della banca d'investimento in un'IPO si articola lungo più fasi che si estendono per un arco temporale che può andare dai sei ai dodici mesi. Nella fase preliminare, l'intermediario assiste la società nell'analisi di fattibilità e nella valutazione delle condizioni di mercato, individuando il momento più opportuno per procedere alla

²⁴ Il confronto con società comparabili rappresenta una strategia operativa consolidata, utile a fornire informazioni per la strutturazione e pianificazione di operazioni distinte. Si veda Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). Wiley.

²⁵ Ferraro, O. (2021). *Le IPO: dal processo di quotazione alla stima del pricing*. Franco Angeli Edizioni.

quotazione. Successivamente contribuisce a delineare la struttura dell'offerta – quantità di titoli, tempistiche e intervallo di prezzo – e coordina le attività di comunicazione verso il mercato e la comunità finanziaria. Un passaggio imprescindibile è rappresentato dalla *due diligence* e dalla predisposizione della documentazione regolamentare necessaria per ottenere le autorizzazioni dalle autorità di vigilanza.

La fase centrale dell'operazione è quella dell'underwriting e del collocamento. Nelle IPO di maggiore entità le banche si riuniscono in consorzi di collocamento, tra cui viene individuato un sottoscrittore principale (*lead underwriter*), e si assumono il rischio di garantire il buon esito dell'emissione, acquistando i titoli e rivendendoli al pubblico²⁶. Una volta definito l'intervallo di prezzo ritenuto ragionevole per la valutazione dell'impresa, prende avvio il *road show*, utile a testare la percezione del mercato. In tale contesto, il management dell'azienda e i sottoscrittori presentano l'operazione a investitori istituzionali e, in parte, alla clientela retail, raccogliendo manifestazioni di interesse e ordini preliminari. In questo contesto, la credibilità della banca, la solidità della sua rete distributiva e la capacità di attrarre investitori a livello internazionale costituiscono fattori determinanti per il successo dell'operazione. Generalmente il road show si estende per circa una settimana e mezza e costituisce il preludio al processo di *bookbuilding*, attraverso il quale viene determinato il prezzo finale di collocamento, che deve risultare sufficientemente attrattivo per garantire un'ampia adesione. Non di rado le IPO vengono intenzionalmente sotto-prezzate, al fine di assicurare un incremento del prezzo delle azioni nel primo giorno di scambio, rafforzando così la domanda e il successo dell'operazione²⁷.

Dal punto di vista dei bilanci, le IPO generano commissioni significative (*gross spread*²⁸) derivanti dalle attività di consulenza, underwriting e collocamento, ma esse hanno anche un forte valore reputazionale: il buon esito di una quotazione rafforza la posizione competitiva del sottoscrittore, consolidandone il prestigio e aumentando la capacità di attrarre nuovi mandati.

In definitiva, se gli Equity Capital Markets rappresentano il canale privilegiato per operazioni sul capitale proprio, altrettanto centrale nell'attività delle banche di investimento è il comparto dei Debt Capital Markets, che consente agli emittenti di

²⁶ Consulta Berk, J., & DeMarzo, P. (2018). *Finanza aziendale 2*. Pearson.

²⁷ Cfr. Lowry, M., Michaely, R., & Volkova, E. (2017). *Initial public offerings: a synthesis of the literature and directions for future research*. Now Publishers.

²⁸ Vedi paragrafo 1.2

reperire risorse finanziarie attraverso strumenti obbligazionari e costituisce il naturale completamento dell'offerta dei servizi di underwriting e collocamento.

1.2.3 DCM – Debt Capital Markets

I mercati dei capitali di debito (Debt Capital Markets, DCM) costituiscono uno dei pilastri fondamentali dell'attività di investment banking e, al tempo stesso, un concetto centrale della finanza aziendale. Il concetto finanziario definisce i Debt Capital Markets come luoghi nei quali imprese, governi e istituzioni finanziarie raccolgono risorse a medio-lungo termine attraverso l'emissione e il collocamento di strumenti di debito – quali obbligazioni societarie, titoli di Stato, obbligazioni municipali, obbligazioni *investment-grade*, *junk bond*, prestiti a leva finanziaria, obbligazioni dei mercati emergenti, *asset-backed securities*, titoli garantiti da ipoteca, *Collateralized Debt Obligations* o obbligazioni convertibili – destinati principalmente a investitori istituzionali come fondi comuni, compagnie assicurative, fondi pensione e fondi sovrani. Questi strumenti, collocati prevalentemente sul mercato primario, sono generalmente percepiti come meno rischiosi rispetto alle azioni, poiché implicano obblighi contrattuali di rimborso del capitale e pagamento di cedole periodiche; allo stesso tempo, si distinguono per una grande varietà di strutture e scadenze, che spaziano da titoli a breve termine (fino a un anno), a medio termine (fino a dieci anni), fino a emissioni di lungo periodo, con orizzonti compresi tra dieci e trenta anni²⁹.

Rispetto all'Equity Capital Market (ECM), il DCM presenta caratteristiche peculiari: da un lato, non comporta diluizione della proprietà e complessi processi in termini di governance; dall'altro, richiede l'assunzione di obblighi finanziari futuri, incidendo così sulla struttura del capitale e sul profilo di rischio complessivo. Dal punto di vista quantitativo, inoltre, il DCM tende a caratterizzarsi per volumi operativi molto più elevati e margini di commissione più bassi rispetto all'ECM. I mercati obbligazionari globali, infatti, superano per dimensioni i mercati azionari e si contraddistinguono per una frequenza di operazioni maggiore, con tempi di esecuzione che si misurano spesso in giorni anziché in settimane o mesi, come avviene invece per le emissioni azionarie³⁰.

²⁹ Cfr. Mehta, S. (2022, June 7). *Debt Capital Markets - Overview, Definition, Formulas, Example*. Fe.training. <https://www.fe.training/free-resources/investment-banking/debt-capital-markets/>

³⁰ Secondo i dati LSEG (Global Debt Capital Markets Review Q4 2024; Global Equity Capital Markets Review Q4 2024), nel 2024 l'attività complessiva sui mercati globali dei capitali di debito ha raggiunto US\$10,7 trilioni (+20% rispetto al 2023), con oltre 34.000 nuove emissioni (+15% rispetto al 2023).

All'interno di una banca d'investimento, la divisione DCM assiste gli emittenti lungo l'intero ciclo di vita dell'operazione: dalla fase di *origination*, che consiste nell'analisi del fabbisogno finanziario e nella definizione della strategia di raccolta, alla *structuring*, ossia la progettazione delle caratteristiche del titolo (durata, cedola, eventuali covenant), fino alla fase di *execution* e *syndication* presso la platea degli investitori istituzionali, garantendo un'allocazione equilibrata attraverso un corretto processo di *pricing*³¹. Questa funzione di intermediazione non si esaurisce nell'emissione, ma i desk DCM mantengono un rapporto continuativo con la base investitori, monitorando l'andamento dei titoli sul mercato secondario e supportando gli emittenti in operazioni di *liability management*³² – come riacquisti, rimborsi anticipati o *debt exchange* – al fine di ottimizzare il profilo di rischio e costo del capitale.

In definitiva, per le imprese e per gli Stati il DCM non si limita a rappresentare un canale per la raccolta di risorse finanziarie, ma assume la valenza di uno strumento di gestione strategica del capitale e mezzo fondamentale per diversificare le fonti di finanziamento. Per le banche d'investimento, invece, tale attività costituisce una fonte stabile di commissioni, oltre che un canale per consolidare rapporti di lungo periodo con la clientela corporate e istituzionale.

1.2.4 Syndicated Loans

Il comparto dei Syndicated Loans conclude il quadro dei quattro pilastri fondamentali dell'attività di investment banking. A differenza di ECM e DCM, che prevedono l'accesso diretto al mercato attraverso il collocamento di strumenti finanziari presso investitori istituzionali, i Loans rientrano nella categoria dei finanziamenti intermediati, in cui il capitale viene messo a disposizione da un gruppo di banche e/o da altri intermediari finanziari legati fra loro da specifici accordi, secondo una procedura assimilabile a quella adottata nei sindacati di collocamento dei titoli.

Nello stesso anno, le operazioni sui mercati azionari globali hanno totalizzato circa US\$637,9 miliardi (+19% rispetto al 2023) distribuiti su 4.800 offerte ECM (in lieve calo, -1%, rispetto al 2023).

³¹ Indica il processo di determinazione del prezzo e del rendimento di emissione di un nuovo titolo, stabiliti sulla base delle condizioni di mercato, delle indicazioni raccolte durante il *bookbuilding*, dei *benchmark* comparabili, del rating creditizio e della percezione del rischio dell'emittente. Per maggiori dettagli, Fabozzi, F. J., & Fabozzi, F. A. (2021). *Bond Markets, Analysis, And Strategies*. The MIT Press.

³² La gestione delle passività è il processo di gestione degli obblighi finanziari (passività) di un'azienda e dei flussi di cassa necessari per soddisfarli, con l'obiettivo di ridurre il rischio e ottimizzare i profitti. Questa pratica è una componente chiave dell'Asset-Liability Management (ALM) ed è ampiamente applicata nel settore bancario. Vedi Bardaeva, P. (2021). *Bank Asset Liability Management Best Practice*. De Gruyter.

Il prestito sindacato costituisce una delle modalità più diffusa di finanziamento nel segmento corporate e viene concesso a società che intendono indebitarsi per importi superiori a quelli che un singolo istituto sarebbe disposto ad erogare, ripartendo così il rischio complessivo fra più banche riunite in un “*pool*”. La diffusione della tecnica consortile è spiegata proprio dalla possibilità per gli istituti di credito di superare i limiti individuali – legati a vincoli normativi, statutari o di concentrazione dei rischi³³ – e di soddisfare i crescenti fabbisogni finanziari delle imprese di maggiori dimensioni, perseguendo nel contempo un idoneo frazionamento dei rischi. Questa forma di raccolta, tipicamente a medio-lungo termine, consente alle imprese di accedere a risorse rilevanti senza ricorrere all’emissione di titoli sul mercato primario e mantenendo un rapporto multilaterale con gli istituti finanziatori.

I finanziamenti in pool offrono alle imprese la possibilità di ottenere fondi in tempi relativamente brevi, per importi considerevoli e con scadenze anche molto differite, inoltre, in genere non richiedono garanzie reali, ma solo fidejussioni. Infine, garantiscono una certa flessibilità tecnica, grazie alla possibilità di linee di credito composite che combinano prestiti per cassa, prestiti di firma e impegni differenziati anche in valuta estera.

Le banche di investimento assumono in questo contesto un duplice ruolo: da un lato, partecipano come *lenders* all’erogazione del credito; dall’altro, agiscono come *arrangers* e *bookrunners*, coordinando la strutturazione e la distribuzione del prestito tra più istituti nell’ambito delle operazioni di syndicated lending. Gli interventi in pool non danno luogo a una particolare struttura tecnica di prestito, ma piuttosto a un approccio organizzativo che consente al sistema bancario di offrire soluzioni flessibili, di fatto, la casistica degli affidamenti oggetto delle convenzioni stipulate fra i membri del pool e dei contratti fra queste ultime e i mutuatari è estremamente ampia. Le banche partecipanti a un prestito sindacato si collocano secondo una gerarchia funzionale, con ruoli e remunerazioni differenziate: al vertice vi è la banca leader (o *lead manager*), eventualmente affiancata da co-leader; seguono le banche manager e co-manager, la banca agente, cui spettano compiti di amministrazione, e le semplici partecipanti (*partners*).

³³ Vedi Saunders, A., & Cornett, M. M. (2023). *Financial institutions management a risk management approach* (11th ed.). McGraw-Hill Education.

Da un punto di vista giuridico, l'operazione si fonda sullo schema del *mandato*³⁴, che permette di conciliare la ripartizione interna dei rischi con la gestione esterna e unitaria del prestito, mediante una casistica ampia di configurazioni e pattuizioni collaterali.

I mandati possono assumere due forme principali:

- *Best Effort*, in cui la banca capofila si impegna a collocare il prestito solo nella misura in cui la sindacazione abbia successo, con la conseguenza che l'impresa deve attendere la chiusura dell'operazione per accedere ai fondi;
- *Fully o Partially Underwritten*, in cui l'investment bank garantisce comunque l'erogazione totale o parziale dell'importo richiesto, indipendentemente dall'esito della sindacazione, offrendo quindi certezza di finanziamento all'impresa.

Dal punto di vista strategico, le funzioni tipiche del pool bancario, quindi, comprendono l'organizzazione del consorzio, con l'analisi preliminare del rischio e la definizione delle condizioni, l'assunzione dell'impegno di sottoscrizione a fermo – che equivale a un credito di firma volto a garantire il buon esito dell'operazione – la concessione dei fidi e del credito per cassa e, infine, l'amministrazione del prestito, che implica la raccolta delle quote dalle banche partecipanti, l'incasso degli interessi e il riparto pro-quota dei rimborsi di capitale³⁵.

In conclusione, i prestiti sindacati rappresentano un tassello imprescindibile dell'attività di investment banking configurandosi come una forma di finanziamento flessibile e complementare ai mercati dei capitali, capace di soddisfare le esigenze di liquidità e investimento delle imprese.

³⁴ La banca capofila, che dirige l'operazione verso l'esterno che il più delle volte agisce anche come banca agente, assume la veste di *mandataria*, mentre le altre banche partner quella di *mandanti*.

³⁵ Cfr. Dennis, S. A., & Mullineaux, D. J. (2000). Syndicated Loans. *Journal of Financial Intermediation*, 9(4), 404-426.

CAPITOLO 2

I QUATTRO PILASTRI DELL'INVESTMENT BANKING (2020-2024)

Il primo capitolo ha delineato la natura dell'investment banking, evidenziandone le caratteristiche distintive rispetto alla banca commerciale e approfondendo le principali aree di attività, con un focus sui quattro pilastri che ne costituiscono l'ossatura operativa: Mergers & Acquisitions (M&A), Equity Capital Markets (ECM), Debt Capital Markets (DCM) e Syndicated Loans.

Ciascuna di queste aree è stata analizzata nella sua funzione specifica, mettendo in luce il ruolo di intermediazione, consulenza, impiego di capitale proprio e assunzione di rischio che caratterizza le banche d'investimento.

Il presente capitolo si propone di tradurre questa cornice teorica in un'analisi empirica, volta a rispondere alla domanda di ricerca: *“Quali trasformazioni hanno interessato M&A, ECM, DCM e Syndicated Loans nell'investment banking tra il 2020 e il 2024 e quali implicazioni emergono dal confronto tra i principali operatori internazionali?”*

A tal fine, l'attenzione si concentrerà su due direttrici principali:

- Evoluzione dei volumi e delle allocazioni nei quattro pilastri, osservando come gli shock esterni e le scelte macroeconomiche abbiano influenzato la distribuzione delle attività.
- Strategie di allocazione da parte delle banche tra i diversi segmenti, in modo da evidenziare come i diversi modelli di business abbiano reagito alle trasformazioni di contesto.

Il capitolo è articolato in tre sezioni: la prima presenta il campione e i dati utilizzati; la seconda analizza l'andamento delle attività nei volumi e nelle commissioni anno per anno; la terza mette a confronto i tre operatori selezionati, interpretando gli impatti macroeconomici e strategici che emergono dalle evidenze raccolte.

2.1 Scelta del campione e fonti dei dati

2.1.1 Motivazione della scelta del periodo

Il periodo 2020–2024 è stato selezionato come orizzonte temporale di studio in quanto rappresenta una fase di profonda discontinuità nei mercati finanziari globali.

La crisi pandemica del 2020 ha determinato un brusco arresto nelle operazioni di M&A e una forte espansione delle emissioni obbligazionarie, accompagnata dal massimo storico delle commissioni di sottoscrizione in ambito ECM. Il 2021 è stato caratterizzato da una ripresa eccezionale, con volumi record in diversi segmenti, trainati dalle politiche monetarie accomodanti e dal rinnovato clima di fiducia sui mercati. A partire dal 2022, il ritorno di pressioni inflazionistiche e la conseguente stretta monetaria delle principali banche centrali hanno inciso in modo diretto sull'andamento delle quattro aree di indagine, riducendo drasticamente la propensione delle imprese a ricorrere al mercato dei capitali e rallentando le operazioni straordinarie. Il biennio 2023–2024 segna invece una fase di aggiustamento e successiva stabilizzazione, durante il quale si verifica un calo delle commissioni IB globali cui segue un rialzo notevole. In questo contesto, M&A, ECM, DCM e Syndicated Loans hanno seguito traiettorie differenziate in risposta al mutato contesto macroeconomico, caratterizzato da tassi più elevati, rischi geopolitici e maggiore selettività nella raccolta di capitale.

L'analisi di questo quinquennio consente quindi di osservare come shock esterni e scelte di politica economica abbiano inciso sulla distribuzione delle attività e sull'evoluzione dei modelli di business³⁶.

2.1.2 Criteri di selezione delle banche analizzate

La ricerca prende avvio dai dati complessivi relativi all'intero mercato globale di investment banking, successivamente, come anticipato, per rendere manifeste le strategie allocative degli operatori l'attenzione viene ristretta a un campione costituito da tre istituzioni: J.P. Morgan, Goldman Sachs e Morgan Stanley. La scelta di questi tre operatori si fonda sulla loro leadership internazionale, poiché queste banche occupano stabilmente i vertici dei ranking globali per volumi e commissioni generate nei segmenti

³⁶ L'analisi e gli andamenti delle attività di investment banking riportati nel presente capitolo si basano sui dati forniti dai report annuali di LSEG (ex Refinitiv) relativi al settore.

considerati, e sulla loro rilevanza sistemica, determinata dalla dimensione patrimoniale e dall'impatto esercitato sulle dinamiche dei mercati finanziari internazionali.

Il confronto con gli operatori italiani conferma la validità di questa scelta. Le investment banks domestiche presentano dimensioni molto più contenute, sia in termini di capitali impiegati che di raggio d'azione, limitato prevalentemente a operazioni di carattere nazionale. Questa struttura riduce la capacità di competere su operazioni cross-border e spiega la scarsa presenza nei segmenti più internazionalizzati. A ciò si aggiunge una differenza nella gamma di servizi offerti: mentre le banche italiane tendono a coprire solo alcuni segmenti specifici o determinate classi di clientela, gli operatori selezionati si configurano come "full-service bank", capaci di operare in modo trasversale su tutti i principali segmenti e di beneficiare di economie di scala e di scopo che ne rafforzano la redditività, nonostante una struttura di costi più elevata.

Infine, un ulteriore criterio alla base della scelta del campione è la differenziazione dei modelli operativi, poiché, pur appartenendo tutte al modello delle banche universali³⁷, ciascuna mostra specializzazioni peculiari: Goldman Sachs si distingue con un posizionamento di forza in M&A e advisory, J.P. Morgan primeggia nel DCM e nei Syndicated Loans, mentre Morgan Stanley presenta un vantaggio competitivo nell'ECM e nel wealth management.

Alla luce di tali considerazioni, il campione selezionato consente di rappresentare in modo fedele le dinamiche del mercato globale di investment banking, garantendo un alto livello di comparabilità e completezza.

2.1.3 Fonti informative, limiti metodologici e metriche utilizzate

L'analisi empirica si basa sui dati forniti da LSEG (ex Refinitiv)³⁸, attraverso i cui report annuali è stato possibile raccogliere informazioni relative a volumi, commissioni e ranking globali, consentendo di ricostruire in maniera coerente l'evoluzione di M&A, ECM, DCM e Syndicated Loans nel periodo 2020–2024. A tali evidenze quantitative si affiancano i contributi della letteratura accademica e dei report di settore, che permettono di inserire le evidenze numeriche all'interno di una cornice teorica e macroeconomica più ampia.

³⁷ Vedi paragrafo 1.1

³⁸ Rappresenta uno dei principali provider internazionali di informazioni finanziarie e costituisce il riferimento più autorevole per il monitoraggio delle attività di investment banking.

L'utilizzo esclusivo di una fonte presenta inevitabilmente alcuni limiti metodologici, legati principalmente a possibili differenze nei criteri di classificazione delle operazioni e la difficoltà di isolare l'impatto dei singoli fattori macroeconomici in segmenti fortemente interconnessi tra loro. Tuttavia, la solidità del provider utilizzato e la coerenza interna dei dati raccolti garantiscono un elevato grado di affidabilità e comparabilità, sufficiente a trarre conclusioni robuste sulle dinamiche osservate.

In questo quadro metodologico, sono stati presi in considerazione tre indicatori principali: i volumi complessivi delle operazioni, che consentono di misurare la dimensione assoluta del mercato; le commissioni generate (*investment banking fees*), indicative della redditività dei diversi segmenti; e le quote di mercato e i ranking globali, utili per cogliere le variazioni nel posizionamento competitivo e le strategie allocative delle banche analizzate.

2.2 Analisi temporale dei volumi e delle commissioni

Per rendere più chiara la lettura dei dati, l'analisi di ciascun anno sarà accompagnata da una tabella riepilogativa che sintetizza i principali indicatori per i quattro pilastri dell'investment banking. In questo modo sarà possibile non solo cogliere i livelli assoluti di attività, ma anche osservare con immediatezza l'andamento dei volumi, delle commissioni, delle variazioni rispetto all'anno precedente e del numero di operazioni, ottenendo così un quadro comparabile lungo l'intero periodo 2020–2024. Le tabelle costituiranno dunque la base empirica su cui costruire i commenti e le interpretazioni, permettendo di cogliere con maggiore evidenza le differenze tra i segmenti e le trasformazioni intervenute anno dopo anno.

2.2.1 Il 2020: shock pandemico e risposta iniziale dei mercati

Il 2020 è stato l'anno in cui la pandemia di Covid-19 ha determinato una brusca frenata dell'attività economica globale, seguita da interventi monetari e fiscali straordinari che hanno permesso una rapida riapertura dei mercati dei capitali. Le dinamiche osservate nei quattro pilastri dell'investment banking riflettono questa duplice fase: da un lato il blocco iniziale, dall'altro un forte rimbalzo favorito dall'abbondante liquidità immessa nel sistema.

Tabella 2.1 “Anno 2020 – Fees and proceeds per segmento”

Year 2020	IB Fees (US\$mil)	Δ% previous year	Proceeds (US\$mil)	Δ% previous year	Number of Deals
ECM	\$32.073	78%	\$1.085.250	56%	6.209
DCM	\$44.379	25%	\$10.459.014	31%	28.557
M&A	\$33.115	- 4%	\$3.575.544	- 5%	50.868
LOANS	\$21.183	- 8%	\$3.633.502	- 24%	8.797

Fonte: LSEG reports 2020-2024

Sul versante dei Debt Capital Markets (DCM) si è registrato il periodo annuale più intenso per l'attività dei mercati globali dei capitali del debito dall'inizio delle rilevazioni nel 1980. L'attività complessiva ha raggiunto i 10,5 trilioni di dollari di emissioni (+31% sul 2019), trainate dalle necessità di rifinanziamento delle imprese e dall'aumento del debito pubblico. Le commissioni DCM hanno raggiunto 44,3 miliardi di dollari (+25%), confermando il ruolo cruciale di questo comparto nel sostenere la liquidità durante la crisi. Gli Equity Capital Markets (ECM) hanno mostrato un andamento analogo, trainati dal boom di operazioni di follow-on e da un numero elevato di IPO, soprattutto in USA e Cina. Sono stati raccolti 1,1 trilioni di dollari (+56%) e le commissioni hanno sfiorato i 32,1 miliardi di dollari (+78%).

Di segno opposto i Syndicated Loans, che hanno registrato una contrazione a 3,6 trilioni di dollari (-24%), il livello più basso dal 2012. Le commissioni da Loans sono scese a 21,2 miliardi (-8%) riflettendo il calo della domanda di credito sindacato e la preferenza degli emittenti per il mercato obbligazionario.

Le operazioni di M&A hanno totalizzato 3,6 trilioni di dollari (-5%), con una riduzione del numero di deal rispetto al 2019. La seconda metà dell'anno ha mostrato segnali di recupero raggiungendo 2,3 trilioni di dollari (+90% rispetto alla prima metà del 2020), con un aumento delle operazioni cross-border e una forte concentrazione nel settore tecnologico, tuttavia, le commissioni M&A si sono fermate a 33,1 miliardi (-4%).

Nel complesso, il 2020 ha evidenziato la resilienza dei mercati dei capitali a fronte di shock straordinari, con una redistribuzione dell'attività dagli strumenti di credito tradizionali verso le emissioni obbligazionarie e azionarie.

2.2.2 Il 2021: ripresa economica e mercato in espansione

Il 2021 ha rappresentato un anno di straordinaria espansione per l'attività di investment banking. Dopo la fase di shock e redistribuzione del 2020, la combinazione di tassi di interesse prossimi allo zero, politiche monetarie accomodanti e abbondante liquidità sui mercati ha sostenuto un contesto favorevole a tutti i principali segmenti. La progressiva uscita dall'emergenza sanitaria e il ritorno della fiducia da parte di imprese e investitori hanno determinato nuovi record in diversi comparti.

Tabella 2.2 “Anno 2021 – Fees and proceeds per segmento”

Year 2021	IB Fees (US\$mil)	Δ% previous year	Proceeds (US\$mil)	Δ% previous year	Number of Deals
ECM	\$41.327	25%	\$1.295.486	19%	7.299
DCM	\$45.711	1%	\$10.342.107	- 3%	30.326
M&A	\$49.497	46%	\$5.728.851	64%	66.051
LOANS	\$29.541	26%	\$5.584.181	49%	11.026

Fonte: LSEG reports 2020-2024

Le operazioni di M&A hanno raggiunto il livello più elevato mai registrato, con un valore complessivo maggiore di 5,7 trilioni di dollari (+64% sul 2020) e oltre 66.000 deal annunciati, anch'essi un record storico. Le commissioni di advisory si sono attestate a 49,5 miliardi di dollari (+46%), derivanti per più del 20% da operazioni di acquisizione finanziate tramite private equity.

Gli Equity Capital Markets (ECM) hanno beneficiato del boom di IPO e SPAC, in particolare negli Stati Uniti, raggiungendo 1,3 trilioni di dollari di raccolta (+19%) e generando 41,3 miliardi di dollari di commissioni (+25%). L'attività di IPO ha totalizzato 413 miliardi di dollari con una crescita del 83% rispetto al 2020 e l'anno più forte dal 1980, rappresentando il segmento più dinamico e confermando il ruolo dell'equity come strumento privilegiato di raccolta in un contesto di tassi bassi.

Il comparto dei Debt Capital Markets (DCM) ha mantenuto volumi su livelli eccezionalmente elevati, superiori ai 10 trilioni di dollari di emissioni complessive, di cui

485 miliardi di dollari imputabili alle emissioni di *green bond*³⁹ (+98%). Le commissioni DCM sono rimaste stabili intorno ai 45,7 miliardi di dollari, riflettendo un mercato già ampiamente saturo dopo l'ondata straordinaria di emissioni corporate e governative registrata nell'anno precedente.

I prestiti sindacati hanno conosciuto una forte ripresa: circa 5,6 trilioni di dollari di volumi (+49%), oltre 11.000 operazioni concluse (+18%) e le commissioni sono salite a 29,5 miliardi di dollari (+26%). Il 2021 di questa asset class è stato sostenuto dalla forte ripresa dell'*acquisition financing*⁴⁰ (+70%) e al recupero della domanda di credito corporate.

La massima espansione del periodo considerato è avvenuta in questo anno, con le commissioni globali di investment banking che hanno toccato un nuovo massimo storico di 159,4 miliardi di dollari (+22%). La crescita simultanea dei quattro pilastri ha confermato la capacità del settore di beneficiare del contesto macroeconomico favorevole, segnando una fase di euforia sui mercati destinata a ridimensionarsi già dall'anno successivo.

2.2.3 Il 2022: inflazione, stretta monetaria e frenata delle operazioni

Il 2022 ha segnato un'inversione di tendenza rispetto alla fase espansiva precedente. L'acuirsi delle pressioni inflazionistiche, la risposta restrittiva delle principali banche centrali e il deterioramento del contesto geopolitico – aggravato dall'invasione russa dell'Ucraina – hanno determinato un rapido irrigidimento delle condizioni di finanziamento e un calo diffuso dei volumi in tutti i comparti dell'investment banking.

³⁹ Le “obbligazioni verdi”, o Green Bond, sono strumenti finanziari relativamente nuovi, ma che hanno conosciuto un tasso di crescita straordinario dal 2007 a oggi. Sono obbligazioni come tutte le altre, la cui emissione è legata a progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente, permettono infatti di finanziare vari tipi di progetti con caratteristiche di sostenibilità ambientale. Al momento non esiste uno standard globale per certificare come “verde” un determinato bond ma ci sono le linee guida elaborate dall'International Capital Market Association (ICMA). Borsa Italiana. (n.d.). *Cosa sono i Green Bond - Borsa Italiana*. Borsaitaliana.it. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/green-bond-definizione.htm>

⁴⁰ Finanziamenti erogati per supportare operazioni di acquisizione, che possono assumere diverse forme, tra cui debito, equity, strumenti ibridi, prestiti sindacati e leveraged loans, a seconda della struttura dell'operazione e della solidità finanziaria delle controparti

Tabella 2.3 “Anno 2022 – Fees and proceeds per segmento”

Year 2022	IB Fees (US\$mil)	Δ% previous year	Proceeds (US\$mil)	Δ% previous year	Number of Deals
ECM	\$14.347	- 66%	\$493.868	- 62%	4.412
DCM	\$32.314	- 30%	\$8.393.637	- 19%	27.133
M&A	\$39.153	- 24%	\$3.472.997	- 37%	58.680
LOANS	\$28.718	- 9%	\$4.994.066	- 15%	10.420

Fonte: LSEG reports 2020-2024

Le operazioni di M&A sono scese a 3,5 trilioni di dollari (–37% sul 2021), registrando la contrazione più forte dal 2001. Anche il numero di deal si è ridotto a circa 59.000 (–17%), con un calo particolarmente marcato nel secondo semestre, e le commissioni di advisory sono diminuite a 39 miliardi di dollari (–24%).

Gli Equity Capital Markets (ECM) hanno vissuto l’anno peggiore dal 2003, con soli 493,8 miliardi di dollari raccolti (–62%) e poco più di 4.400 operazioni (–39%). Le IPO sono crollate del 64%, con un tracollo negli Stati Uniti (–95%), mentre le commissioni ECM si sono fermate a 14,3 miliardi di dollari (–66%).

Il comparto dei Debt Capital Markets (DCM) ha registrato emissioni per 8,4 trilioni di dollari (–16%), segnando il livello più basso dal 2019. Anche le commissioni DCM hanno subito una contrazione del 30%, scendendo a 32,3 miliardi di dollari, penalizzate dal rialzo dei rendimenti obbligazionari e dalla maggiore volatilità dei mercati. L’aumento dei tassi di interesse ha costretto le imprese a offrire cedole più elevate, mentre l’incertezza sui mercati ha reso gli investitori più prudenti, inducendoli a richiedere premi al rischio maggiori o a ridurre la domanda di nuove emissioni. Questa combinazione ha spinto molte società a rinviare le operazioni o ha compromesso il buon esito dei collocamenti, determinando una sensibile riduzione delle commissioni per le banche d’investimento.

I Syndicated Loans hanno chiuso l’anno con quasi 5 trilioni di dollari di volumi (–15%) e circa 10.500 deal (–12%). Le commissioni da Loans sono diminuite del 9% a 28,7 miliardi di dollari, riflettendo il calo dell’acquisition financing (–36%) e la generale contrazione della domanda di credito corporate.

Il 2022 ha dunque rappresentato un anno negativo per l'industria dell'investment banking, durante il quale le commissioni globali si sono ridotte a 110,5 miliardi di dollari (-33%). La fine della fase di liquidità abbondante e l'avvio di un ciclo di rialzi dei tassi hanno riportato l'attività su volumi più contenuti, inaugurando una fase di maggiore selettività e prudenza nei mercati dei capitali.

2.2.4 Il 2023: stabilizzazione in un contesto di incertezza

Il 2023 ha segnato una fase di transizione per i mercati finanziari globali. Dopo la brusca frenata del 2022, l'attività di investment banking si è assestata su livelli più contenuti, riflettendo l'effetto persistente della stretta monetaria, la volatilità macroeconomica e le tensioni geopolitiche. La contrazione generale dei volumi si è attenuata, lasciando spazio a dinamiche più selettive tra i diversi comparti.

Tabella 2.4 “Anno 2023 – Fees and proceeds per segmento”

<i>Year 2023</i>	<i>IB Fees (US\$mil)</i>	<i>Δ% previous year</i>	<i>Proceeds (US\$mil)</i>	<i>Δ% previous year</i>	<i>Number of Deals</i>
<i>ECM</i>	\$14.826	2%	\$535.226	7%	4.810
<i>DCM</i>	\$33.644	11%	\$8.942.070	6%	29.668
<i>M&A</i>	\$31.334	- 25%	\$2.889.717	- 17%	58.262
<i>LOANS</i>	\$25.153	- 10%	\$4.442.262	- 15%	9.858

Fonte: LSEG reports 2020-2024

Le operazioni di M&A hanno raggiunto un totale di quasi 2,9 trilioni di dollari (-17% rispetto al 2022), segnando il livello più basso degli ultimi dieci anni. Il numero di deal è sceso a circa 58.200 (-6%), confermando la prudenza delle imprese in un contesto di tassi elevati. Le commissioni di advisory sono diminuite del 25%, attestandosi a 31,3 miliardi di dollari, penalizzate dalla debolezza dei settori tecnologico (-47%) e industriale (-17%). Gli Equity Capital Markets (ECM) hanno mostrato segnali di recupero, con una raccolta complessiva di 535,2 miliardi di dollari (+7%) e 4.810 operazioni (+7%). Le commissioni ECM sono salite leggermente a 14,8 miliardi di dollari (+2%), trainate dal rimbalzo dei

follow-on (+17%) e dal ritorno delle offerte convertibili (+34%), mentre le IPO hanno toccato i minimi dal 2009 (-24%).

Il Debt Capital Markets (DCM) si è confermato il pilastro più resiliente, con emissioni pari a circa 9,0 trilioni di dollari (+5%) e commissioni in crescita dell'11% a 33,6 miliardi di dollari. La forte domanda di obbligazioni investment grade, con 4,3 trilioni di dollari USA, ha compensato la debolezza di high yield e mercati emergenti nonostante il loro significativo aumento rispetto al 2022.

I prestiti sindacati hanno proseguito il trend negativo, scendendo a 4,4 trilioni di dollari (-15%) e le commissioni sono calate a 25,1 miliardi di dollari (-10%), principalmente a causa dell'acquisition financing (-40%) al minimo degli ultimi 13 anni.

L'anno è stato caratterizzato da un assestamento dove le commissioni globali di investment banking hanno toccato 106 miliardi di dollari (-7%), minimo dal 2018, e se da un lato il calo dei volumi di M&A ha confermato la prudenza degli operatori, dall'altro la tenuta dei DCM e i primi segnali di recupero negli ECM hanno suggerito l'avvio di una fase di stabilizzazione, pur in un contesto di forte incertezza macroeconomica.

2.2.5 Il 2024: segnali di ripresa e ritorno della fiducia

Il 2024 ha segnato una fase di graduale ripresa per i mercati dell'investment banking, dopo due anni di contrazione e assestamento. In un contesto caratterizzato da tassi d'interesse ancora elevati e da incertezze geopolitiche, la stabilizzazione macroeconomica e il progressivo recupero della fiducia hanno favorito un incremento generalizzato dei volumi.

Tabella 2.5 “Anno 2024 – Fees and proceeds per segmento”

Year 2024	IB Fees (US\$mil)	Δ% previous year	Proceeds (US\$mil)	Δ% previous year	Number of Deals
ECM	\$15.823	7%	\$637.942	19%	4.799
DCM	\$39.263	24%	\$10.697.231	20%	34.059
M&A	\$33.422	7%	\$3.169.714	10%	50.247
LOANS	\$28.889	15%	\$5.871.453	32%	10.037

Fonte: LSEG reports 2020-2024

Le operazioni di M&A sono risalite a 3,2 trilioni di dollari (+10% sul 2023), grazie soprattutto alla crescita dei *mega-deal*⁴¹ (+17%) e al rinnovato slancio delle operazioni cross-border (+12%). Tuttavia, il numero complessivo di deal si è ridotto a circa 50.200 (–14%), il livello più basso dal 2016, ma le commissioni di advisory sono salite a 33,4 miliardi di dollari (+7%).

Gli Equity Capital Markets (ECM) hanno registrato il livello più alto dal 2021, con 637,9 miliardi di dollari raccolti (+19%) attraverso 4.799 operazioni (–1%), di cui 411,3 miliardi di follow-on (+26%). Le commissioni ECM sono aumentate a 15,8 miliardi di dollari (+7%), sostenute ancora dalle convertibili (+19%), mentre il mercato delle IPO è rimasto debole a livello globale.

Il comparto dei Debt Capital Markets (DCM) ha confermato ancora la sua centralità, con emissioni pari a circa 10,7 trilioni di dollari (+20%), segnando un nuovo record storico. Le commissioni DCM hanno raggiunto 39,2 miliardi di dollari (+24%), grazie al rafforzamento del segmento high yield (+82%) e al consolidamento del mercato dei green e sustainability-linked bond.

I prestiti sindacati hanno mostrato un’espansione senza precedenti, toccando il massimo storico di quasi 5,9 trilioni di dollari (+32%) e superando le 10.000 operazioni (+2%). Le commissioni da Loans sono salite a 28,9 miliardi di dollari (+15%), spinte dalla forte domanda di acquisition financing (+51%) e dal boom del mercato americano, che ha raggiunto il livello più alto degli ultimi 27 anni.

⁴¹ Ai fini della trattazione si intendono per mega-deal le operazioni con un valore pari o superiore a 5 miliardi di dollari USA.

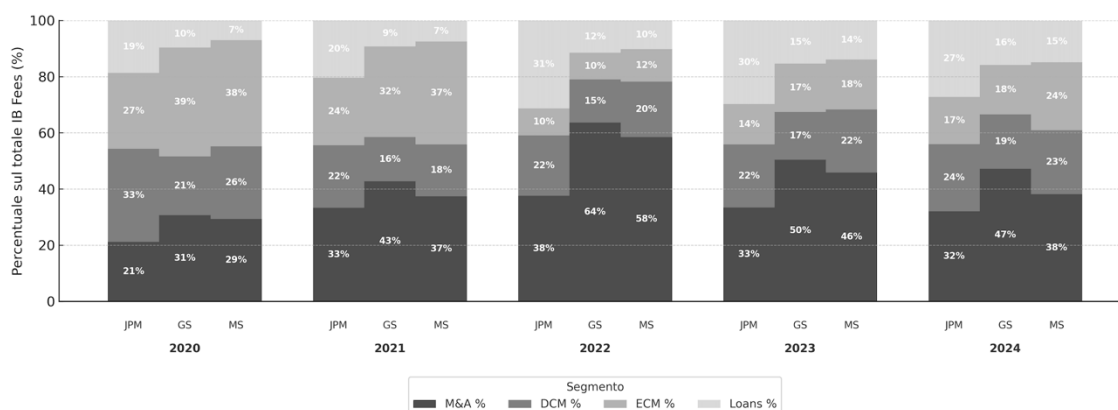
Nel complesso, il 2024 ha rappresentato un anno di rinnovato dinamismo: le commissioni globali di investment banking hanno totalizzato 117,4 miliardi di dollari (+14%), segnando il primo vero recupero dopo il biennio del 2022–2023. I segnali di ripresa diffusi tra i diversi comparti hanno indicato un ritorno della fiducia e posto le basi per una nuova fase di crescita strutturale del settore.

2.3 Confronto tra i principali operatori

L’analisi dell’Investment Banking e dei suoi quattro pilastri si completa con lo studio degli operatori selezionati, attraverso cui è possibile osservare come le scelte di modello di business abbiano influenzato l’andamento dei profitti in relazione alle dinamiche di mercato analizzate in precedenza.

JP Morgan, Goldman Sachs e Morgan Stanley, pur configurandosi come full-service bank, presentano caratteristiche distintive nelle strategie di allocazione che si riflettono in maniera significativa sulle loro performance in risposta alle trasformazioni del contesto. Per comprendere le differenze nei modelli di business dei tre operatori è utile analizzare innanzitutto la composizione percentuale delle IB Fees per segmento, come mostrato nel grafico seguente.

Grafico 2.1 “Composizione % IB Fees”



Fonte: LSEG reports 2020-2024

La composizione percentuale delle IB Fees tra il 2020 e il 2024 consente di evidenziare il diverso grado di esposizione ai principali ambiti di attività dei tre operatori.

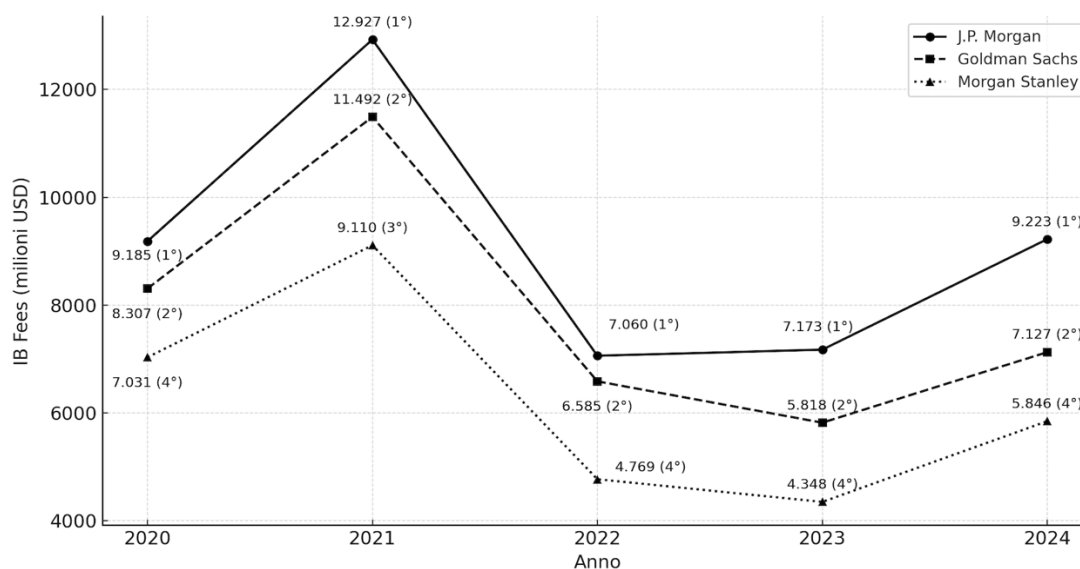
J.P. Morgan presenta una distribuzione più bilanciata, con una significativa esposizione al DCM e ai Loans, che in diversi anni superano complessivamente il 50% delle commissioni totali. In particolare, i Loans, quasi marginali per Goldman Sachs e Morgan

Stanley, costituiscono una componente strutturale del modello di J.P. Morgan e ne rafforzano la posizione di banca universale. Goldman Sachs si distingue per una marcata concentrazione sull'M&A, che in media rappresenta circa il 47% delle sue fee complessive, configurandosi come il segmento di maggior rilievo per l'operatore. Morgan Stanley mostra un profilo in parte analogo, ma leggermente più bilanciato: mantiene un peso rilevante sull'M&A, ma con una maggiore incidenza relativa dell'ECM, che la rende la più esposta al comparto equity tra i tre operatori.

Le differenze tra i due gruppi risultano dunque evidenti: J.P. Morgan si configura come una banca universale capace di diversificare le proprie fonti di ricavo, mentre G.S. e M.S. confermano un modello di business più focalizzato, con una concentrazione settoriale che rende i risultati maggiormente dipendenti dalle condizioni del mercato equity e dal dinamismo nelle operazioni di advisory.

Dopo aver analizzato la composizione percentuale delle IB Fees, è possibile osservare l'andamento delle IB Fees complessive degli operatori selezionati tra il 2020 e il 2024 attraverso il seguente grafico.

Grafico 2.2 "Andamento delle IB Fees (US\$mil) con ranking"



Fonte: LSEG reports 2020-2024

Questo grafico consente di confrontare l'evoluzione delle fee totali dei tre operatori, evidenziando sia i momenti di discontinuità sia le differenze nella capacità di adattamento ai cambiamenti del contesto di mercato.

Tra il 2021 e il 2022 tutte e tre le banche registrano un forte ridimensionamento delle IB Fees, riflettendo il cambiamento repentino del contesto macroeconomico. Morgan Stanley è l'operatore più colpito in termini percentuali (-47,6%), seguita da J.P. Morgan (-45,4%) e Goldman Sachs (-42,7%). Nel caso di Morgan Stanley, la contrazione è spiegata principalmente dal crollo a livello globale dell'ECM (-66%), segmento su cui presenta una concentrazione più elevata rispetto agli altri istituti, a cui si aggiunge il calo globale dell'M&A e del DCM.

Nel passaggio dal 2022 al 2023 emerge invece un elemento distintivo: J.P. Morgan è l'unica tra le tre banche a registrare una variazione positiva, seppur contenuta (+1,6%), risultato che riflette la sua maggiore diversificazione tra i pilastri e la capacità di bilanciare le perdite in alcuni comparti con la tenuta in altri. Goldman Sachs (-11,6%) e Morgan Stanley (-8,8%) continuano invece a ridurre i propri volumi, penalizzate dalla contrazione del 25% del mercato globale dell'M&A, segmento sul quale entrambe risultano fortemente concentrate. In questo contesto, Morgan Stanley limita le perdite rispetto a Goldman Sachs grazie alla sua esposizione relativamente più elevata all'ECM, comparto che nel 2023 ha mostrato un lieve rimbalzo (+2% a livello globale).

In definitiva, l'andamento delle IB Fees nel periodo considerato riflette modelli di business differenti: J.P. Morgan si distingue per la capacità di assorbire gli shock grazie a una struttura più bilanciata tra i segmenti, mentre Goldman Sachs e Morgan Stanley confermano la loro vocazione a maggiore specializzazione, con una dipendenza più marcata dall'andamento dei mercati azionari e dall'attività di advisory. Proprio questa contrapposizione tra diversificazione e focalizzazione aiuta a spiegare le traiettorie divergenti osservate negli anni di crisi e di parziale ripresa.

A completamento dell'analisi, la tabella 2.6 riporta il dettaglio dei volumi e delle commissioni per segmento nel periodo 2020–2024, fornendo un quadro numerico utile a supportare le dinamiche descritte.

Tabella 2.6 “IB fees (US\$mil) e ranking per segmento delle principali banche”

Anno	Banca	Totale	M&A	DCM	ECM	Loans
2020	J.P. Morgan	9.185,1 (1°)	1.936,9 (3°)	3.050,1 (1°)	2.480,0 (3°)	1.718,1 (1°)
	Goldman Sachs	8.307,3 (2°)	2.552,4 (1°)	1.736,6 (5°)	3.220,0 (1°)	798,4 (6°)
	Morgan Stanley	7.031,0 (4°)	2.059,6 (2°)	1.818,1 (4°)	2.656,4 (2°)	496,9 (13°)
2021	J.P. Morgan	12.927,3 (1°)	4.302,2 (2°)	2.883,8 (1°)	3.107,5 (3°)	2.633,8 (1°)
	Goldman Sachs	11.492,3 (2°)	4.906,7 (1°)	1.817,2 (4°)	3.716,1 (1°)	1.052,4 (3°)
	Morgan Stanley	9.109,8 (3°)	3.411,4 (3°)	1.688,8 (5°)	3.333,1 (2°)	676,5 (11°)
2022	J.P. Morgan	7.060,3 (1°)	2.654,8 (3°)	1.519,3 (1°)	675,4 (2°)	2.210,8 (1°)
	Goldman Sachs	6.585,0 (2°)	4.190,2 (1°)	1.014,0 (4°)	625,8 (3°)	755,0 (9°)
	Morgan Stanley	4.769,2 (4°)	2.789,2 (2°)	941,6 (5°)	551,9 (5°)	486,5 (17°)
2023	J.P. Morgan	7.173,0 (1°)	2.398,1 (2°)	1.611,5 (1°)	1.029,0 (1°)	2.134,3 (1°)
	Goldman Sachs	5.818,0 (2°)	2.932,8 (1°)	990,9 (5°)	1.003,2 (2°)	891,1 (5°)
	Morgan Stanley	4.348,0 (4°)	1.991,7 (3°)	978,6 (6°)	772,2 (3°)	605,6 (13°)
2024	J.P. Morgan	9.223,1 (1°)	2.949,0 (2°)	2.211,3 (1°)	1.549,4 (1°)	2.513,3 (1°)
	Goldman Sachs	7.126,6 (2°)	3.365,9 (1°)	1.379,6 (4°)	1.253,0 (3°)	1.128,0 (3°)
	Morgan Stanley	5.845,9 (4°)	2.235,8 (3°)	1.326,9 (5°)	1.417,5 (2°)	865,8 (7°)

Fonte: LSEG reports 2020-2024

CONCLUSIONE

L'obiettivo di ricerca posto in apertura di questo lavoro era il seguente: “Quali trasformazioni hanno interessato M&A, ECM, DCM e Syndicated Loans nell'investment banking tra il 2020 e il 2024 e quali implicazioni emergono dal confronto tra i principali operatori internazionali?”

Il quinquennio considerato ha confermato la forte sensibilità dei quattro pilastri dell'investment banking al contesto macroeconomico. L'ECM si è rivelato il segmento più volatile, capace di crescere in modo straordinario nel 2021 per poi subire un tracollo nel biennio successivo. L'M&A ha seguito dinamiche simili, con un picco record nel 2021 e una contrazione drastica nel 2022–2023, prima di mostrare segnali di ripresa nel 2024. Al contrario, l'attività di DCM si è confermata la più resiliente, grazie alla funzione sistemica di rifinanziamento di governi e imprese, con una capacità di adattamento che ne ha garantito volumi elevati lungo l'intero periodo. Infine, i Syndicated Loans hanno mostrato una dinamica altalenante, penalizzati dalla concorrenza del mercato obbligazionario nei momenti di maggiore incertezza, ma capaci di tornare a livelli record nel 2024, sostenuti dall'acquisition financing.

Il confronto tra i principali operatori internazionali ha evidenziato differenze significative nei modelli di business. J.P. Morgan si distingue per una maggiore diversificazione tra i pilastri, che le ha consentito di affrontare meglio anche i momenti più turbolenti. Goldman Sachs conferma una forte focalizzazione sull'M&A, con risultati brillanti nei contesti espansivi ma maggiore vulnerabilità nelle fasi di contrazione. Morgan Stanley presenta un profilo intermedio, con una spiccata esposizione all'ECM che ne ha amplificato le oscillazioni cicliche. Questa comparazione mostra come la diversificazione e l'equilibrio tra i segmenti rappresentino un fattore di resilienza, mentre i modelli più concentrati offrono opportunità di performance superiori in contesti favorevoli ma comportano rischi più elevati nei periodi avversi.

Nel complesso, l'analisi conferma che i quattro pilastri dell'investment banking riflettono con immediatezza le trasformazioni dei mercati finanziari e che le strategie dei principali operatori rispondono a logiche diverse di specializzazione o di bilanciamento. La comprensione di queste dinamiche non è rilevante solo per spiegare l'andamento recente del settore, ma anche per interpretarne le prospettive future, in cui la capacità di combinare innovazione, reputazione e diversificazione continuerà a rappresentare il vero elemento distintivo della competitività globale.

BIBLIOGRAFIA

- ALTINKILIC, O., HANSEN, R. S., & HRNJIC, E. (2007). Investment Bank Governance. *SSRN Electronic Journal*.
- BAKER, W. E. (1990). Market Networks and Corporate Behaviour. *American Journal of Sociology*, 96(3), 589–623.
- BARDAEVA, P. (2021). *Bank Asset Liability Management Best Practice*. De Gruyter.
- BEATTY, R. P., & RITTER, J. R. (1986). Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 213–232.
- BERK, J., & DEMARZO, P. (2018). *Finanza aziendale 2*. Pearson.
- CANALS, J. (1997). *Universal banking: international comparisons and theoretical perspectives*. Clarendon Press.
- CHEMMANUR, T. J. (1993). The Pricing of Initial Public Offerings: A Dynamic Model with Information Production. *The Journal of Finance*, 48(1), 285–304.
- CHEMMANUR, T. J., & FULGHIERI, P. (1994). Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 49(1), 57–79.
- DAMODARAN, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). Wiley.
- DENNIS, S. A., & MULLINEAUX, D. J. (2000). Syndicated Loans. *Journal of Financial Intermediation*, 9(4), 404–426.
- FABOZZI, F. J., DAVIS, H. A., & CHOUDHRY, M. (2006). *Introduction to structured finance*. Wiley.
- FABOZZI, F. J., & FABOZZI, F. A. (2021). *Bond Markets, Analysis, And Strategies*. The MIT Press.
- FERRARO, O. (2021). *Le IPO: dal processo di quotazione alla stima del pricing*. Franco Angeli Edizioni.
- GARDNER, E., & MOLYNEUX, P. (1996). *Investment Banking: Theory and Practice*. Euromoney Publications.
- GAUGHAN, P. A. (2017). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (7th ed.). Wiley .
- GERVASONI, A., & SATTIN, F. L. (2020). *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio* (6th ed.). Guerini Next.

- GUÉANT, O. (2017). Optimal market making. *Applied Mathematical Finance*, 24(2), 112–154.
- HULL, J. (2023). *Risk management and financial institutions* (6th ed.). Wiley.
- K THOMAS LIAW. (2011). *The business of investment banking: a comprehensive overview* (3rd ed.). Wiley.
- LOWRY, M., MICHAELY, R., & VOLKOVA, E. (2017). *Initial public offerings: a synthesis of the literature and directions for future research*. Now Publishers.
- MACAULAY, S. (1963). Non Contractual Relations in Business: A Preliminary Study. *American Sociological Review*, 28(1), 55–67.
- MACHIRAJU, H. R. (2008). *Modern Commercial Banking*. New Age International.
- MACNEIL, I. R. (1974). The Many Futures of Contracts. *Southern California Law Review*, 47(3), 691–816.
- MACNEIL, I. R. (1978). Contacts: Adjustment of Long-Term Economic Relations Under Classical, Neoclassical, and Relational Contract Law. *Northwestern University Law Review*, 72(6), 854–906.
- MISHKIN, F. S., & EAKINS, S. G. (2018). *Financial markets and institutions* (9th ed.). Pearson.
- MORO VISCONTI, R., & RIZZI, D. (2006). La valutazione delle investment banks: Modelli di business e value drivers. *Banche E Banchieri*, 3, 199–218.
- MORRISON, A. D., & WILHELM JR., W. J. (2007). *Investment banking: Institutions, politics, and law*. Oxford University Press.
- ORIANI, M., & ZANABONI, B. (2016). *Trattato di Private Banking e Wealth Management. Il private banking*. (Vol. 1). Hoepli.
- ORIANI, M., & ZANABONI, B. (2016). *Trattato di Private Banking e Wealth Management. Il Wealth management* (Vol. 2). Hoepli.
- PEARL, J., & ROSENBAUM, J. (2020). *Investment Banking: Valuation, LBOs, M&A, and IPOs*. Wiley.
- POLANYI, M. (1966). *The tacit dimension*. Doubleday & Company.
- SAUNDERS, A., & CORNETT, M. M. (2023). *Financial institutions management a risk management approach* (11th ed.). Mcgraw-Hill Education.
- WILSON, J. S. G. (1988). *Managing bank assets and liabilities*. EuroMoney publications.

SITOGRAFIA

- BELLO, M. (2004, July 26). *L'investment banking: descrizione dell'attività e caratteristiche degli operatori*.
https://archivioceradi.luiss.it/documenti/archivioceradi/impresa/banca/invbank_Bello.pdf
- BORSA ITALIANA. (n.d.). *Cosa sono i Green Bond - Borsa Italiana*. Borsaitaliana.it.
<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/green-bond-definizione.htm>
- DECHESARE, B. (2018, April 11). *Equity Capital Markets (ECM): The Definitive Guide*. Mergersandinquisitions.com. <https://mergersandinquisitions.com/equity-capital-markets/>
- FINANCIAL TIMES. (2025). *League Tables – Investment Banking Review – FT.com*. Markets.ft.com. <https://markets.ft.com/data/league-tables/tables-and-trends>
- GOLDMAN SACHS. (2021, March 19). *2020 Annual Report*. Goldmansachs.com. <https://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/annual-reports/2020-annual-report>
- GOLDMAN SACHS. (2022, March 18). *2021 Annual Report*. Goldmansachs.com. <https://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/annual-reports/2021-annual-report>
- GOLDMAN SACHS. (2023, March 17). *2022 Annual Report*. Goldmansachs.com. <https://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/annual-reports/2022-annual-report>
- GOLDMAN SACHS. (2024, March 15). *2023 Annual Report*. Goldmansachs.com. <https://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/annual-reports/2023-annual-report>
- GOLDMAN SACHS. (2025, March 14). *2024 Annual Report*. Goldmansachs.com. <https://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/annual-reports/2024-annual-report>
- LSEG. (2021). *Reports 2020 Q4 - Global Debt Capital Markets Review*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/6bc233d3-b4cf-4234-98c7-bc482077518a>
- LSEG. (2021). *Reports 2020 Q4 - Global Equity Capital Markets Review*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/12785fea-6d7d-4bc5-bbf5-79c238ffda91>

LSEG. (2021). *Reports 2020 Q4 - Global IB Review*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/2e637a83-e2b8-4678-a968-6fdee4c10f5f>

LSEG. (2021). *Reports 2020 Q4 - Global M&A Financial Advisory*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/41c601c5-db24-469e-bfc4-197c5482c79d>

LSEG. (2021). *Reports 2020 Q4 - Global Syndicated Loans*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/cb9a456d-8fcc-4c57-a080-2c2b8b37b7d4>

LSEG. (2022). *Reports 2021 Q4 - Global Debt Capital Markets Review*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/1e01f6b8-339f-42ae-a1c0-f1c4cceff751>

LSEG. (2022). *Reports 2021 Q4 - Global Equity Capital Markets Review*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/70016ae3-284a-4e51-a44a-1f6e44525261>

LSEG. (2022). *Reports 2021 Q4 - Global M&A Financial Advisory*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/eacef8be-ef5d-4335-b807-5db0db1cf6bc>

LSEG. (2022). *Reports 2021 Q4 - Global Syndicated Loans*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/0799e865-1e0d-48bc-ab53-d168b0ff00a4>

LSEG. (2022). *Reports 2021 Q4- Global IB Review*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/8e008304-986f-4092-9edc-2b53b594e4e9>

LSEG. (2023). *Reports 2022 Q4 - Global Debt Capital Markets Review*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/a0d238f7-057f-4b7a-9384-9f4800f169cf>

LSEG. (2023). *Reports 2022 Q4 - Global Equity Capital Markets Review*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/682b8239-3893-482a-81bf-e482962cdb26>

LSEG. (2023). *Reports 2022 Q4 - Global IB Review*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/ad3d8349-d495-4fb1-858a-ae8d82584031>

LSEG. (2023). *Reports 2022 Q4 - Global M&A Financial Advisory*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/f90807be-6134-4a16-819c-2ce896ebe3cc>

LSEG. (2023). *Reports 2022 Q4 - Global Syndicated Loans*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/7e38499e-c71c-4118-9e0f-4ad160e11577>

LSEG. (2024). *Global Debt Capital Markets Review Q4 2023 (Report)*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/7352c76a-3f36-4921-bf42-a3e18c4b948e>

LSEG. (2024). *Global Equity Capital Markets Review Q4 2023 (Report)*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/2610fdc5-c909-47e7-90ce-ae5f31db022f>

LSEG. (2024). *Global IB Review Q4 2023 (Report)*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/24794149-8657-44af-a578-d38cf66ae11e>

LSEG. (2024). *Global M&A Financial Advisory Q4 2023 (Report)*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/786fa7b7-2dd2-4b91-86de-1d1212c0e6b8>

LSEG. (2024). *Global Syndicated Loans Q4 2023 (Report)*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/3ac2f55e-75af-46f2-8cf0-11276b61d6d8>

LSEG. (2025). *Global Debt Capital Markets Review Q4 2024 (Report)*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/b169dbe0-3bf1-4d0a-b78c-b0bcfbf8df8f>

LSEG. (2025). *Global Equity Capital Markets Review Q4 2024 (Report)*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/230dac23-a9b2-4cc6-a974-9363d4b00b31>

LSEG. (2025). *Global IB Review Q4 2024 (Report)*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/b7c0e9f1-d920-4b8f-bc6b-2544997c1485>

LSEG. (2025). *Global M&A Financial Advisory Q4 2024 (Report)*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/043a468e-c9a3-44f7-921a-7ece4afe4a16>

LSEG. (2025). *Global Syndicated Loans Q4 2024 (Report)*. Thesource.lseg.com. <https://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/3d8b650c-54c3-4d36-af88-a252d9cac29b>

MCKINSEY & COMPANY. (n.d.). *McKinsey's Global Banking Annual Review archive: 2014 to 2022*. Mckinsey.com. <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/global-banking-annual-review-archive#/>

MCKINSEY & COMPANY. (2023, October 10). *Global Banking Annual Review 2023: The Great Banking Transition*. Mckinsey.com. <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/global-banking-annual-review-2023>

MCKINSEY & COMPANY. (2024, October 17). *Global Banking Annual Review 2024: Attaining escape velocity*. Mckinsey.com. <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/global-banking-annual-review>

MEHTA, S. (2022, June 7). *Debt Capital Markets - Overview, Definition, Formulas, Example*. Fe.training. <https://www.fe.training/free-resources/investment-banking/debt-capital-markets/>

REDAZIONE. (2024, March 8). *Investment banking: cos'è e come funziona - Borsa&Finanza*. Borsaefinanza.it. <https://borsaefinanza.it/investment-banking-cose-e-come-funziona/>

REDAZIONE FONDO PRIAMO. (2022, December 15). *Qual è la differenza tra banca commerciale e banca di investimento*. Fondopriamo.it. <https://www.fondopriamo.it/blog/priamo/differenza-banca-commerciale-banca-investimento>

STUDIO LEGALE ADAMO. (2024, December 23). *Fusione o Acquisizione? Le differenze fondamentali - Studio Legale Adamo*. Studiolegaleadamo.it. <https://www.studiolegaleadamo.it/fusione-o-acquisizione-le-differenze-fondamentali>