

MASSIMILIANO SILLA

MULTI FAMILY OFFICE

Capire i **certificati.**

Bonus, cash collect, express e leva spiegati bene: come funzionano barriere e premi, che cosa promettono davvero e come li tratta il fisco italiano. Una guida indipendente per chi investe.

PROTETTI CONDIZIONATI A LEVA

EDIZIONE · SETTEMBRE 2026

MASSIMILIANOSILLA.COM

PERCHÉ QUESTA GUIDA

Formule complesse, **spiegate davvero.**

I certificati sono il fenomeno commerciale della finanza italiana recente: oltre venti miliardi di euro collocati ogni anno, migliaia di strumenti quotati, e una promessa (rendimento con un airbag) costruita su misura per i desideri dei risparmiatori. Dietro la promessa ci sono formule: barriere, premi condizionati, effetto memoria, autocall, worst of. Chi le capisce può usarle; chi non le capisce le subisce.

Questa guida nasce per la prima metà del bivio: smontare il pacchetto pezzo per pezzo (le quattro famiglie, i meccanismi che decidono premi e perdite, la pratica dell'acquisto) e dedicare al capitolo fiscale l'attenzione che merita: perché è lì, nel regime dei redditi diversi che compensa le minusvalenze, che i certificati custodiscono il loro vantaggio più concreto.

È una guida indipendente, scritta da chi non emette, non colloca e non incassa commissioni da alcun prodotto: nomina meccanismi e non marchi, e quando l'alternativa semplice batte il pacchetto, lo dice. Fornisce le fondamenta: quelle che ogni investitore dovrebbe avere prima di firmare.

COME USARE QUESTA GUIDA

- **È navigabile.** Dall'indice si salta al capitolo con un clic; il numero di pagina in basso riporta sempre all'indice.
- **«Da ricordare»,** in coda a ogni capitolo, riassume i punti essenziali in poche righe.
- **I box «In parole semplici»** traducono i concetti più tecnici in analogie quotidiane.
- **Il glossario finale** raccoglie tutti i termini tecnici: quando un termine non torna, la risposta è lì.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

INDICE

Tredici capitoli, **un percorso.**

PARTE PRIMA · LE FONDAMENTA

01 Il mondo dei certificati 6

02 L'anatomia di un certificato 10

03 Il motore dei certificati: opzioni impacchettate 14

04 Barriere, memoria e autocall 18

PARTE SECONDA · LE FAMIGLIE

05 I certificati a capitale protetto 24

06 I certificati a capitale condizionatamente protetto 28

07 Benchmark, outperformance e discount: i non protetti 32

08 I certificati a leva 35

PARTE TERZA · L'USO CONSAPEVOLE

09 Comprare un certificato in pratica 40

10 I rischi da conoscere 43

11 Il posto dei certificati in portafoglio 46

12 La fiscalità dei certificati per l'investitore italiano 49

13 Glossario essenziale 55

Avvertenze 59

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Un fenomeno italiano, **in sei numeri.**

oltre **20** mld €

I certificati collocati ogni anno in Italia: uno dei mercati più sviluppati d'Europa.

4 famiglie

Capitale protetto, condizionatamente protetto, non protetto, a leva: la mappa di tutto il mercato.

50–70%

I livelli tipici di barriera: sopra, premi e protezione; sotto, le perdite del sottostante.

2–5%

I costi impliciti tipici al collocamento: invisibili nel prezzo, scritti nel KID.

26%

L'aliquota su tutti i proventi: redditi diversi, gli unici redditi periodici quotati che compensano le minusvalenze.

4 anni

La vita dello zainetto fiscale: il tempo entro cui le vecchie perdite possono diventare minori imposte.

Fonti: ACEPI e Borsa Italiana, 2024-2025; valori arrotondati e indicativi. La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può perdere valore.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM



PARTE PRIMA · CAPITOLI 1–4

Le **fondamenta.**

Che cosa si possiede davvero quando si possiede un certificato: la firma dietro il pacchetto, le clausole che decidono tutto, il motore di opzioni, e i tre meccanismi che governano premi e perdite.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

01 Un pacchetto, **con la firma.**

Bonus, cash collect, express, turbo: il mercato italiano dei certificati parla una lingua tutta sua, e la parla a voce sempre più alta. Questo capitolo spiega che cosa sono davvero questi strumenti (un'obbligazione della banca con dentro dei contratti derivati), chi li emette, perché, e con quale patto di fondo per chi li compra.

1.1 Che cos'è un certificato

Un certificato d'investimento, in inglese *certificate*, è un **titolo emesso da una banca** il cui valore dipende, secondo regole scritte in anticipo, dall'andamento di un'attività sottostante: un'azione, un indice, un paniere di titoli, una materia prima, un tasso. Giuridicamente è un cugino stretto delle obbligazioni: chi lo compra diventa **creditore dell'emittente**, non proprietario del sottostante. Ma a differenza di un'obbligazione, ciò che il certificato promette non è una cedola fissa e un rimborso certo: è una **formula**. Se il sottostante farà questo, tu riceverai quest'altro.

Tecnicamente, la formula si costruisce impacchettando **contratti derivati** (opzioni, soprattutto) dentro un titolo unico, negoziabile in borsa come un'azione. È la stessa famiglia di strumenti che la guida sulle obbligazioni di questa collana ha incontrato sotto il nome di «obbligazioni strutturate», con un giudizio severo: pacchetti a costo non visibile. Quel giudizio resta il punto di partenza onesto anche qui; questa guida esiste per andare oltre: **smontare il pacchetto**, capire che cosa c'è dentro, quanto costa davvero, e riconoscere i casi (perché esistono) in cui lo strumento fa un mestiere che le alternative semplici non sanno fare.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Un certificato è come un contratto di scommessa strutturata col banco: «se la tua squadra non perde di più di due gol, ti pago un premio ogni mese; se perde di goleada, il conto lo paghi tu». Le regole sono tutte scritte prima, nero su bianco. Il mestiere sta nel leggerle, e nel chiedersi perché il banco le abbia scritte proprio così.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

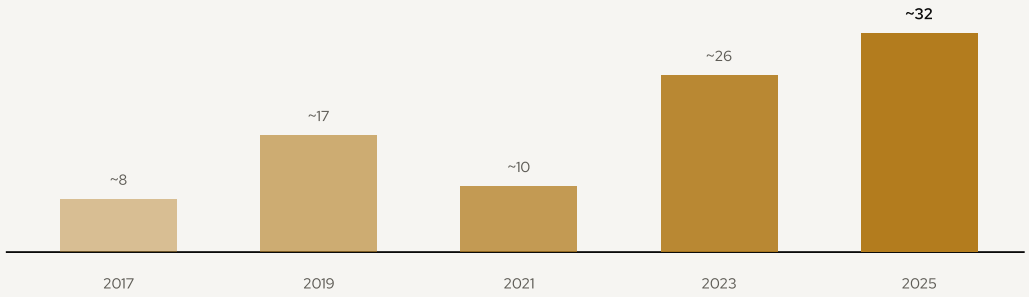
1.2 Chi li emette, e perché

I certificati sono emessi da **banche** e da veicoli di grandi gruppi finanziari italiani ed esteri, spesso con la garanzia della capogruppo, attraverso programmi di emissione continui. Per l'emittente sono un prodotto industriale: la banca costruisce la formula combinando derivati che negozia sui mercati all'ingrosso, la impacchetta in un titolo, e lo colloca al pubblico trattenendo un margine. Non c'è nulla di scandaloso in questo (è il mestiere di ogni prodotto finanziario), ma una conseguenza va fissata subito: **l'interesse dell'emittente e quello dell'investitore non coincidono per costruzione**. La formula che vende meglio non è necessariamente quella che serve meglio.

Il mercato italiano è tra i più sviluppati d'Europa: i collocamenti hanno superato stabilmente i **venti miliardi di euro l'anno**, con migliaia di strumenti quotati sui due mercati dedicati di Borsa Italiana (il **SeDeX** e il segmento **Cert-X** di EuroTLX). L'associazione di categoria degli emittenti, ACEPI, classifica l'offerta in quattro famiglie che questa guida seguirà da vicino: certificati **a capitale protetto**, **a capitale condizionatamente protetto**, **a capitale non protetto** e **a leva**.

Perché tanta fortuna commerciale? Perché i certificati promettono ciò che i risparmiatori chiedono da sempre: **rendimento con un airbag** (cedole ricche e una protezione, almeno parziale, dalle discese). La promessa è reale ma ha un prezzo, distribuito dove non si vede: nelle barriere, nei cap, nel «worst of», nei margini impliciti. Il resto della guida serve a vederlo.

CERTIFICATI COLLOCATI IN ITALIA · MILIARDI DI EURO L'ANNO, MERCATO PRIMARIO ACEPI, VALORI ARROTONDATI



Un mercato tra i più sviluppati d'Europa, con il picco del 2019, il calo del biennio successivo e il record del 2025: rendimento con airbag incontra una domanda enorme.

FIGURA 1 I collocamenti di certificati in Italia

Fonte: ACEPI, mercato primario 2017–2025; valori arrotondati

1.3 Creditori dell'emittente: il patto di fondo

Prima delle formule, il patto giuridico. Chi compra un certificato presta denaro alla banca emittente: se questa **fallisse**, il certificato diventerebbe un credito da insinuare al passivo, qualunque cosa abbia fatto il sottostante. È lo stesso **rischio emittente** che la guida ETP ha incontrato negli ETN e la guida obbligazioni nei titoli bancari, con le stesse regole europee: in caso di dissesto vale il **bail-in** quando l'emit-

tente è una banca, e i certificati assorbono le perdite secondo il loro rango, di norma quello dei creditori senior non garantiti; quando l'emittente è un veicolo del gruppo, conta la garanzia della capogruppo, e la firma da guardare è quella.

Il caso di scuola resta il 2008: il fallimento di Lehman Brothers mandò in default anche i certificati «a capitale protetto» emessi dal gruppo: i portatori, da investitori protetti, diventarono creditori di una liquidazione, e recuperarono una parte del nominale (poco più del 70 per cento) soltanto in dieci anni di riparti. La protezione era una promessa dell'emittente, e l'emittente non c'era più. Da allora il mercato è più attento: le schede riportano il rating dell'emittente, e alcuni prodotti sono garantiti da collaterale. Ma la regola dell'investitore non cambia: **prima di guardare la formula, guardare la firma**, e non concentrare troppo patrimonio sulla stessa banca, contando anche conti, depositi e obbligazioni.

C'è una differenza pratica rispetto alle obbligazioni che vale la pena notare: il certificato di solito **non paga interessi certi** (i suoi flussi dipendono dalla formula), quindi tutto il suo valore è concentrato nel rimborso e negli eventuali premi condizionati. Ne discende una sensibilità particolare alla salute dell'emittente nei momenti di stress: quando il mercato dubita della firma, i prezzi dei certificati se ne accorgono.

1.4 Le quattro famiglie, in una pagina

La mappa che guiderà i capitoli della seconda parte:

- **A capitale protetto** (capitolo 5): a scadenza restituiscono almeno una percentuale prefissata del nominale (il 100, il 95, il 90 per cento), qualunque cosa faccia il sottostante, più una partecipazione ai suoi rialzi. La protezione vale solo a scadenza e solo se l'emittente è solvibile.
- **A capitale condizionatamente protetto** (capitolo 6): la seconda famiglia per collocamenti (circa un terzo del totale dal 2022) e quella che riempie il mercato secondario di premi e barriere: bonus, cash collect, express. Proteggono il capitale *a condizione* che il sottostante non scenda sotto una **barriera**; se la barriera cede, la protezione svanisce e la perdita diventa quella del sottostante, o peggio.
- **A capitale non protetto** (capitolo 7): replicano il sottostante, talvolta con marce in più (outperformance) o sconti all'ingresso (discount), senza alcuna protezione dichiarata.
- **A leva** (capitolo 8): strumenti da trading che moltiplicano i movimenti giornalieri del sottostante, al rialzo o al ribasso, spesso con meccanismi di estinzione automatica (knock-out). Parenti stretti degli ETP a leva già incontrati nella prima guida di questa collana, e con le stesse controindicazioni, più qualcuna.

Una avvertenza di metodo chiude il capitolo: i nomi commerciali (Phoenix, Athena, Fast Bonus, Recovery) cambiano da emittente a emittente e non fanno testo. Ciò che conta è sempre e solo la **struttura**: quale protezione, con quale condizione, su quale sottostante, con quali date. È la struttura che questa guida insegna a leggere.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM



I nomi commerciali cambiano da emittente a emittente; le famiglie, e le clausole, restano queste.

In ogni caso, chi compra è creditore della banca emittente: la firma viene prima della formula.

FIGURA 2 Le quattro famiglie di certificati — Classificazione ACEPI; schema illustrativo

DA RICORDARE

- Un certificato è un titolo bancario il cui rimborso segue una formula: derivati impacchettati in uno strumento negoziabile in borsa.
- Chi lo compra è creditore dell'emittente: se la banca fallisce, la formula non conta più nulla; vale il bail-in.
- Quattro famiglie: capitale protetto, condizionatamente protetto, non protetto, leva. I nomi commerciali non fanno testo, la struttura sì.
- Il mercato italiano vale oltre venti miliardi di collocamenti l'anno: la promessa commerciale è rendimento con airbag, e ha un prezzo distribuito dove non si vede.
- Prima della formula, la firma: rating dell'emittente e concentrazione complessiva sulla stessa banca.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

02 Sei clausole, **un destino.**

Sottostante, strike, barriera, premi, date di osservazione, scadenza: sei clausole bastano a descrivere quasi ogni certificato. Questo capitolo le smonta una per una su un esempio concreto, perché ogni brutta sorpresa di questo mercato è scritta, in anticipo, in una di queste sei righe.

2.1 Il sottostante: da che cosa dipende tutto

Ogni certificato è agganciato a un **sottostante**: un'azione (Enel, Intesa, Tesla), un indice (Euro Stoxx 50, S&P 500), più raramente materie prime, valute o tassi. È la prima clausola da leggere, per una ragione che i venditori raccontano poco: **il rischio del certificato è il rischio del suo sottostante**, filtrato dalla formula. Un cash collect su un indice ampio e uno su un singolo titolo tecnologico possono avere cedole simili sulla carta, e probabilità di riceverle completamente diverse.

La variante decisiva è il **paniere**: moltissimi certificati non seguono un sottostante solo ma tre o quattro, tipicamente azioni, e quasi sempre con la clausola **worst of**: ai fini di barriere, premi e rimborso conta *il peggiore* del paniere. È la clausola più importante e meno compresa dell'intero mercato, e il capitolo 6 le dedicherà una sezione intera. Per ora basti la regola: **più titoli nel paniere non significano diversificazione, significano più modi di perdere**. La diversificazione media i risultati; il worst of prende il minimo.

Sul sottostante pesa anche un dettaglio silenzioso: i **dividendi**. Il portatore del certificato di norma non li incassa: servono all'emittente per finanziare la struttura. Su azioni ad alto dividendo, è un contributo invisibile ma sostanzioso al costo del prodotto: il sottostante che il certificato osserva parte, ogni anno, con qualche punto percentuale di zavorra rispetto all'investimento diretto.

2.2 Strike e barriera: i due livelli che decidono

Alla nascita del certificato viene fotografato il prezzo del sottostante: è lo **strike** (o valore iniziale), la base di ogni calcolo successivo. Da esso discendono i livelli percentuali che decidono il destino dello strumento: primo fra tutti la **barriera**.

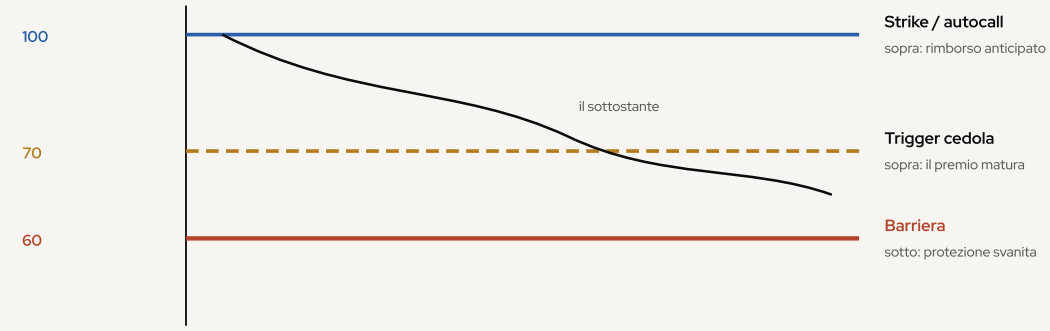
© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

La barriera è il livello sotto il quale la protezione condizionata svanisce: tipicamente il 50, 60 o 70 per cento dello strike. Finché il sottostante resta sopra, il capitale è protetto e i premi maturano; se scende sotto (nei modi che il capitolo 4 preciserà), il certificato smette di proteggere e comincia a comportarsi come il sottostante stesso, perdita piena inclusa.

Due abitudini di lettura evitano equivoci frequenti. Primo: la barriera si giudica **insieme al sottostante**. Un 60 per cento su un indice ampio è una distanza seria; lo stesso 60 su un titolo che si muove del 5 per cento al giorno è una passeggiata breve. Secondo: la distanza dalla barriera va misurata **dal prezzo corrente del sottostante, non dallo strike**: un certificato comprato sul secondario col sottostante già sceso del 20 per cento ha una barriera molto più vicina di quanto la scheda d'emissione lasci intendere. Il prospetto fotografa la nascita; il rischio si misura oggi.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Strike e barriera sono come il piano di partenza di un ascensore e il fondo corsa: tutto ciò che conta si misura da dove sei partito, ma ciò che ti può accadere dipende da dove ti trovi ora. Se l'ascensore è già sceso di cinque piani, il fondo corsa è cinque piani più vicino, anche se il cartello all'ingresso dice un'altra cosa.

I LIVELLI CHE DECIDONO · IN PERCENTUALE DELLO STRIKE



Le distanze si misurano dal prezzo corrente del sottostante, non dallo strike di nascita: il prospetto fotografa ieri, il rischio vive oggi.

FIGURA 3 I livelli che decidono — Esempio illustrativo

2.3 Premi e condizioni: quando arriva la cedola

La maggior parte dei certificati d'investimento paga **premi periodici** (mensili, trimestrali, semestrali) che il linguaggio commerciale chiama cedole. La parola è la stessa delle obbligazioni; la sostanza no: qui il premio è quasi sempre **condizionato**. Arriva soltanto se, alla data di osservazione, il sottostante (o il peggiore del paniere) sta sopra un livello prefissato, il **trigger** della cedola.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Il trigger può coincidere con la barriera o essere più alto; può valere per ogni singola data oppure godere dell'**effetto memoria**, che il capitolo 4 racconterà: i premi mancati non si perdono ma si accumulano, e vengono pagati tutti insieme alla prima osservazione favorevole.

Questa natura condizionata ha due conseguenze che l'investitore deve pesare. La prima è finanziaria: **il premio ricco compensa una probabilità**. Se un certificato offre l'1 per cento al mese quando i BTP rendono il 3 all'anno, la differenza non è generosità: è il prezzo del rischio che qualche premio non arrivi e che la barriera, un giorno, ceda. La seconda è fiscale, ed è (per una volta) a favore dell'investitore: proprio perché condizionati, i premi dei certificati sono **redditi diversi** e possono compensare le minusvalenze pregresse. È il vero asso nella manica fiscale di questi strumenti, e il capitolo 12 gli dedicherà la scena intera.

2.4 Le date: osservazioni, autocall, scadenza

Un certificato vive su un **calendario** scritto alla nascita. Le **date di osservazione** sono i giorni, di norma quelli che contano davvero, in cui il sottostante viene fotografato per decidere premi ed eventi. Tra un'osservazione e l'altra il sottostante può fare qualunque cosa: per molte strutture conta solo la fotografia, non il film.

Su quasi tutti i certificati condizionatamente protetti compare poi la clausola di **rimborso anticipato automatico**, l'*autocall*: se a una data di osservazione il sottostante sta sopra un livello prefissato (spesso lo strike), il certificato si estingue in anticipo, restituendo il nominale più il premio. Suona come un regalo, ed è invece una clausola scritta nell'interesse dell'emittente, gemella del richiamo delle obbligazioni callable: **il prodotto muore proprio negli scenari in cui stava andando bene**, restituendo il denaro quando reinvestirlo alle stesse condizioni è difficile; e sopravvive negli scenari peggiori, quando nessuno lo richiama. Chi pianifica flussi su un certificato deve sapere che la sua durata reale è un intervallo, non una data.

La **scadenza** chiude il calendario: è il giorno in cui la formula finale viene applicata (protezione, barriera, partecipazione) e il certificato si trasforma in denaro. Le durate tipiche vanno da uno a cinque-sei anni per i prodotti d'investimento; i certificati a leva, come vedremo, vivono su orizzonti di giorni.

2.5 Dove sta scritto tutto: KID, scheda e ISIN

Le sei clausole viste finora non vanno cercate nelle brochure: vivono in due documenti con valore legale. Il **KID** (il documento contenente le informazioni chiave, tre pagine standardizzate per legge europea) riassume struttura, rischi, costi e **scenari di performance**: quanto renderebbe lo strumento in uno scenario favorevole, moderato, sfavorevole e di stress. La sua tabella dei **costi** è il posto dove il margine dell'emittente, invisibile nel prezzo, diventa un numero: la voce «costi di ingresso» di un certificato al collocamento vale tipicamente tra il 2 e il 5 per cento. È ciò che si paga, in valore, per il pacchetto già confezionato.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

I **Final Terms** (condizioni definitive) del prospetto contengono invece ogni dettaglio della formula: livelli esatti, date, convenzioni di calcolo, casi particolari. Nessun risparmiatore li leggerà per intero; ma la disciplina minima è confrontare le clausole citate dal venditore con quelle scritte nel KID, e diffidare di ogni prodotto il cui KID non si riesce a trovare o a capire.

Come ogni titolo, infine, il certificato ha il suo **ISIN**: dodici caratteri che lo identificano senza ambiguità. Con migliaia di strumenti quotati e nomi commerciali fotocopia, è l'unico modo per essere certi di parlare (con la banca, con la piattaforma, con questa guida in mano) esattamente dello stesso prodotto.

DA RICORDARE

- Il rischio del certificato è il rischio del suo sottostante filtrato dalla formula: si giudica prima quello, poi questa.
- Nei panieri worst of conta il peggiore: più titoli non diversificano, moltiplicano i modi di perdere.
- La distanza dalla barriera si misura dal prezzo di oggi, non dallo strike di nascita.
- I premi sono condizionati: il loro importo ricco è il prezzo della probabilità che non arrivino. In cambio, sono redditi diversi compensabili (capitolo 12).
- L'autocall lavora per l'emittente: il certificato muore negli scenari buoni e sopravvive in quelli cattivi. La durata reale è un intervallo.
- Tutto sta scritto nel KID e nei Final Terms: la tabella dei costi del KID rende visibile il margine che il prezzo nasconde.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

03 Il motore, **da vicino.**

Come fa una banca a promettere «il capitale protetto più metà dei rialzi dell'indice»? Non con la magia: con l'ingegneria. Questo capitolo apre il cofano (l'obbligazione più le opzioni che compongono ogni certificato) e spiega perché il prezzo si muove come si muove, che ruolo gioca la volatilità e chi tiene in vita il mercato.

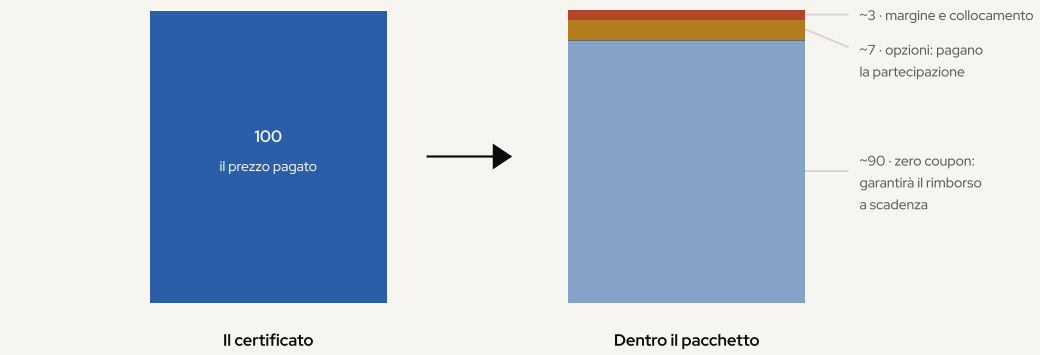
3.1 La ricetta di base: un'obbligazione più le opzioni

Ogni certificato d'investimento, sotto il vestito commerciale, è una combinazione di due ingredienti. Il primo è un'**obbligazione senza cedole** dell'emittente: impiegando oggi, per esempio, 90 per avere 100 a scadenza, la banca si garantisce la restituzione del capitale promesso. Il secondo ingrediente è il **pacchetto di opzioni**, contratti che danno diritto a incassare i movimenti futuri del sottostante, comprato (e in parte rivenduto) con i soldi che restano.

Un esempio da manuale, il certificato a capitale protetto: con 100 euro raccolti, la banca ne usa circa 90 per lo zero coupon che garantirà il rimborso, e con i circa 10 rimanenti compra opzioni sull'indice che pagheranno la partecipazione ai rialzi, trattenendo dentro il prezzo il proprio margine. Le strutture condizionate della famiglia bonus e cash collect nascono allo stesso modo, con una differenza cruciale: per finanziare premi più ricchi, l'investitore **vende** (dentro il pacchetto, spesso senza saperlo) un'opzione all'emittente: quella che, sotto la barriera, trasforma il suo capitale protetto in capitale esposto. I premi generosi dei cash collect sono, alla lettera, il compenso per un'assicurazione che l'investitore sta vendendo sul crollo del sottostante.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Pensa a 100 euro divisi in due buste. La prima, la più gonfia, va in cassaforte a garantire il rimborso. La seconda va al casinò delle opzioni: è lei che genera premi e partecipazioni. Nei prodotti protetti la busta del casinò compra biglietti; in quelli condizionati, per comprare biglietti migliori, vende anche un'assicurazione sul terremoto. Se il terremoto arriva, paga l'assicurato, cioè tu.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM



Le fette sono in scala. Nei prodotti condizionati la fetta delle opzioni vende anche protezione all'emittente: da lì nascono i premi ricchi.

FIGURA 4 Dentro un certificato: obbligazione più opzioni — Esempio ipotetico a fini illustrativi

3.2 Perché il prezzo si muove (e non solo col sottostante)

Comprato il certificato, il suo prezzo in borsa comincia a muoversi, e chi si aspetta che segua fedelmente il sottostante resta spesso disorientato. Il prezzo di un certificato è la somma dei valori dei suoi ingredienti, e ogni ingrediente ha i suoi motori:

- **Il sottostante**, naturalmente: ma con sensibilità variabile. Lontano dalla barriera il certificato si muove poco (i premi sono quasi certi); vicino alla barriera si muove quasi come il sottostante, e a volte di più.
- **I tassi d'interesse**: la componente obbligazionaria vale come ogni zero coupon. Tassi su, valore giù. Su durate di 4-5 anni, l'effetto non è decorativo.
- **La volatilità attesa**: il prezzo delle opzioni dipende da quanto il mercato si aspetta che il sottostante balli. Chi ha venduto opzioni dentro la struttura, i portatori di cash collect e bonus, *beneficia* del calo della volatilità e *soffre* quando la paura sale, anche a sottostante fermo.
- **Il tempo**: giorno dopo giorno le opzioni si consumano e le probabilità si aggiornano; a parità di tutto, l'avvicinarsi di un'osservazione favorevole sostiene il prezzo.
- **Il merito di credito dell'emittente**: se il mercato dubita della firma, sconta il dubbio nel prezzo.

La conseguenza pratica: **prima della scadenza, il certificato non promette nulla**. Le protezioni e le formule valgono alle date scritte; nel frattempo il prezzo fa il prezzo, e chi deve vendere in anticipo vende al valore di mercato del pacchetto, che nei momenti di stress scende per tre canali insieme: sottostante, volatilità, credito.

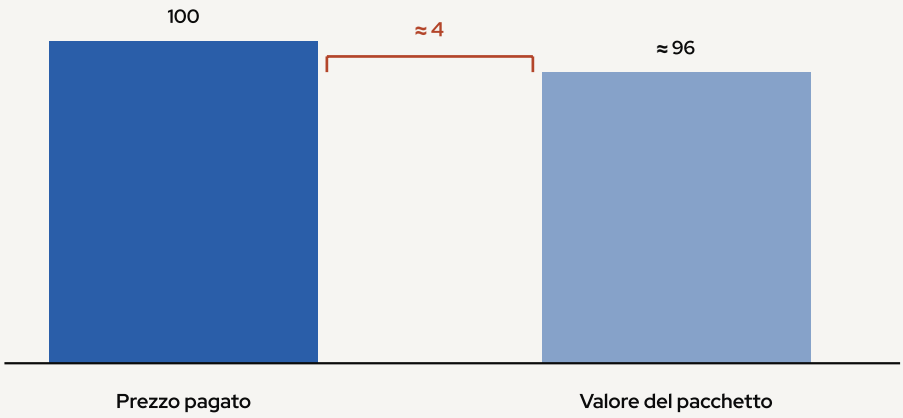
© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

3.3 Il valore vero e il prezzo pagato: il costo del pacchetto

Al collocamento, un certificato si compra tipicamente a 100. Ma quanto *vale* il pacchetto che c'è dentro? La risposta sta nel KID, alla voce costi: il valore teorico degli ingredienti (obbligazione più opzioni, calcolato coi prezzi di mercato) è di norma tra 95 e 98. La differenza, dal 2 al 5 per cento, è il **costo implicito**: margine dell'emittente e commissione della rete che colloca. Non è una tassa nascosta illegale (è scritta, appunto, nel KID), ma è invisibile nel prezzo, e va messa in conto: chi compra a 100 un pacchetto che vale 96 parte da meno quattro, e lo strumento dovrà guadagnarselo.

Da qui due regole pratiche. La prima: **il collocamento è il momento più caro** per comprare un certificato; sul mercato secondario, passata la fase promozionale, i prezzi tendono ad allinearsi al valore, e certificati simili si trovano spesso sotto la pari. La seconda: il costo implicito si giudica **in rapporto alla durata**. Un 4 per cento su un prodotto quinquennale vale meno di un punto l'anno; lo stesso 4 su un prodotto che l'autocall può spegnere in sei mesi è un salasso. Ed è anche per questo, come vedremo nel capitolo 12, che i prodotti costruiti per «regalare» maxi-premi immediati meritano un doppio sguardo: il regalo, da qualche parte, è stato finanziato.

IL COSTO IMPLICITO AL COLLOCAMENTO · ESEMPIO DAL KID



La differenza, costi di ingresso nel KID, si giudica sulla durata reale: su sei mesi di vita effettiva è un salasso.

FIGURA 5 Prezzo di collocamento e valore del pacchetto — Esempio ipotetico; il dato reale è nel KID

3.4 Chi fa il mercato: il market maker

Un'ultima stanza del motore riguarda la vita quotidiana dello strumento in borsa. A differenza di un'azione, scambiata tra migliaia di investitori, un certificato ha di fatto **una sola controparte**: il *market maker*, quasi sempre lo stesso emittente o una società del gruppo, che per regolamento di borsa espone in continuo prezzi di acquisto e di vendita.

Questo assetto ha un lato buono e uno delicato. Il lato buono: la liquidità c'è quasi sempre. Anche il certificato più di nicchia si può rivendere, perché qualcuno obbligato a comprarlo esiste. Il lato delicato: **il prezzo lo fa chi ha costruito il prodotto**, dentro uno spread denaro-lettera che nei momenti tranquilli

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

è contenuto (mezzo punto, un punto) ma che nelle giornate difficili può allargarsi proprio quando servirebbe uscire; e le quantità esposte hanno limiti. Vendere si può quasi sempre; vendere *bene*, non sempre.

Le difese sono quelle imparate con le obbligazioni, più una: ordini **sempre con limite di prezzo**, mai a mercato (Borsa Italiana li ha tolti da SeDeX e Cert-X nel 2026); osservare lo spread nei giorni normali prima di comprare; e (specifica dei certificati) diffidare dei prezzi nelle **prime ore del mattino** e nei momenti in cui il sottostante estero è chiuso: il market maker allarga o si ritira quando non può coprirsi, e un ordine senza limite in quelle finestre paga il conto.

DA RICORDARE

- Ogni certificato è un'obbligazione zero coupon più un pacchetto di opzioni: nei prodotti condizionati, l'investitore vende un'assicurazione sul crollo; i premi sono il suo compenso.
- Il prezzo si muove con cinque motori: sottostante, tassi, volatilità, tempo e credito dell'emittente. Prima della scadenza, la formula non promette nulla.
- Il costo implicito al collocamento (2-5 per cento, scritto nel KID) rende il collocamento il momento più caro per comprare.
- Il costo si giudica in rapporto alla durata reale, che l'autocall può accorciare drasticamente.
- Un solo market maker fa il mercato: liquidità quasi garantita, prezzi suoi. Ordini sempre con limite.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

04 Barriera, memoria **e autocall.**

Tre meccanismi ricorrono in quasi ogni certificato venduto in Italia: la barriera che decide se la protezione regge, la memoria che ripesca le cedole perdute, l'autocall che spegne il prodotto in anticipo. Questo capitolo li isola e li fa funzionare sotto gli occhi, perché è qui, nei meccanismi, che si vincono o si perdono i soldi veri.

4.1 Barriera europea, barriera americana

La barriera, il livello sotto il quale la protezione condizionata svanisce, può essere osservata in due modi, e la differenza vale denaro. La barriera **europea** (o «a scadenza», oggi la più diffusa) si guarda **solo alla data finale**: il sottostante può sprofondare quanto vuole durante la vita del prodotto. Se all'ultima fotografia è risalito sopra il livello, la protezione ha retto e il capitale torna intero. La barriera **americana** (o continua) si osserva invece **ogni giorno**: basta una sola violazione, anche intraday, perché l'evento scatti e la protezione se ne vada per sempre, qualunque cosa accada dopo.

A parità di livello, la barriera europea è dunque molto più robusta, e infatti i prodotti che la montano pagano premi un po' più bassi: la protezione migliore si compra con rendimento. Quando si confrontano due certificati «con barriera al 60 per cento», la prima domanda è sempre: **60 osservato quando?** Un 60 continuo su un titolo volatile può essere più fragile di un 70 a scadenza.

Vale infine il promemoria del capitolo 2, che qui diventa operativo: violata la barriera, il certificato non «perde la cedola», **cambia natura**: da strumento protetto a specchio del sottostante (spesso dal livello di strike, cioè con tutta la discesa in carico). È il gradino più ripido dell'intero mercato: prima della barriera perdite zero, un millimetro sotto perdite del 40 o 50 per cento. Le strutture con **airbag** attenuano il gradino facendo partire il conteggio della perdita dalla barriera anziché dallo strike: una clausola preziosa, da cercare nella scheda.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

IN PAROLE SEMPLICI

La barriera europea è l'esame di fine anno: contano solo le risposte consegnate all'ultimo giorno, e chi era andato male a metà corso può ancora rimediare. La barriera americana è l'esame con espulsione immediata: un solo errore, in qualsiasi momento, e sei fuori, anche se dopo avresti risposto giusto a tutto.

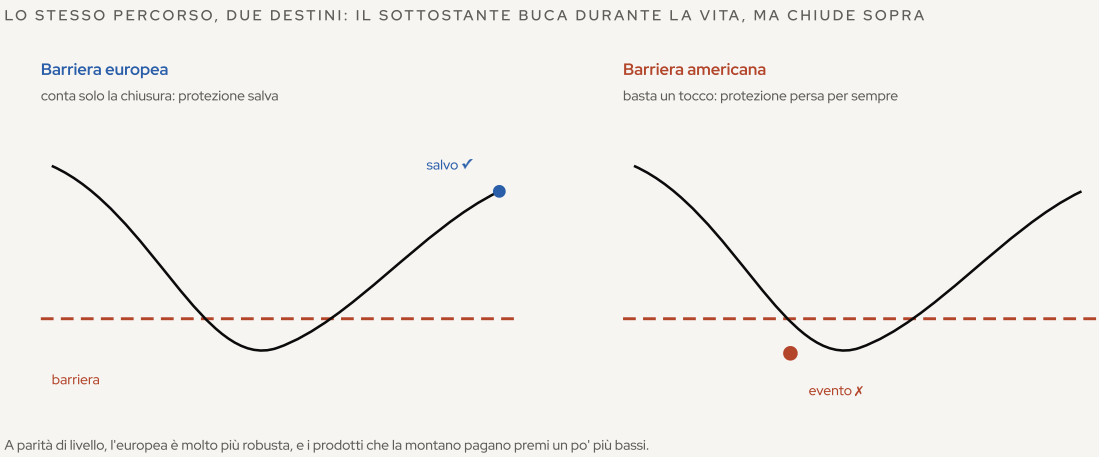


FIGURA 6 Barriera europea e barriera americana — Schema illustrativo

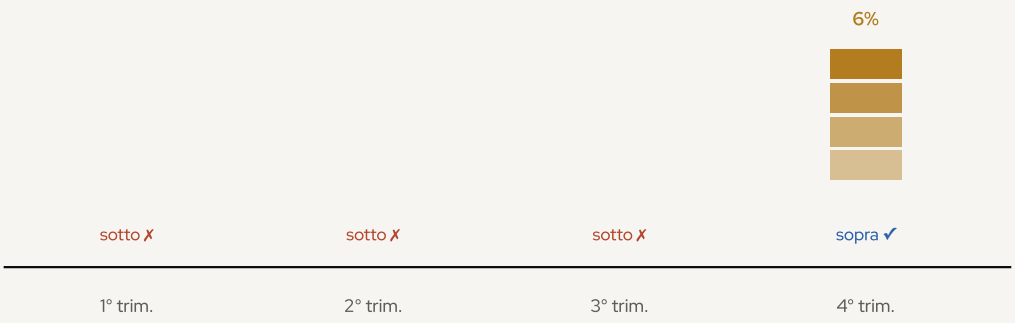
4.2 L'effetto memoria: le cedole che tornano

Nei certificati con premi condizionati, l'**effetto memoria** è la clausola che addolcisce la condizione: se a una data di osservazione il sottostante sta sotto il trigger, il premio non viene pagato ma **non si perde**, resta in memoria. Alla prima osservazione in cui la condizione torna soddisfatta, arrivano insieme il premio corrente e **tutti gli arretrati**.

Un esempio con numeri tondi. Cash collect con premio trimestrale dell'1,5 per cento, trigger al 60: il sottostante passa un anno difficile e per tre trimestri sta al 55, niente premi. Al quarto trimestre risale al 65: l'osservazione è favorevole e il portatore incassa il 6 per cento, quattro premi in un colpo. Senza memoria, i tre premi saltati sarebbero persi per sempre.

La memoria è una clausola genuinamente favorevole all'investitore, e il mercato la prezza: a parità di tutto, un prodotto «memory» paga premi leggermente più bassi di un gemello senza memoria. Due precisazioni evitano di sopravvalutarla. Primo: la memoria **recupera premi, non capitale**; sul destino della barriera non ha alcun effetto. Secondo: se il prodotto arriva a scadenza con la condizione mai più soddisfatta, la memoria muore con lui: gli arretrati si incassano solo se un'osservazione favorevole, prima o poi, arriva davvero.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM



I tre premi mancati restano in memoria e arrivano tutti col quarto. La memoria recupera premi, mai capitale.

FIGURA 7 L'effetto memoria — Esempio ipotetico

4.3 L'autocall, visto da vicino

Il capitolo 2 ha presentato l'autocall come clausola scritta nell'interesse dell'emittente; qui lo guardiamo funzionare. La struttura tipica: a partire da una certa data (spesso dopo sei mesi o un anno di vita), a ogni osservazione si controlla se il sottostante (o il peggiore del paniere) sta **sopra il livello di rimborso anticipato**, di norma il 100 per cento dello strike, talvolta decrescente nel tempo (step-down). Se sì: il certificato si estingue, restituisce il nominale, paga il premio (e la memoria, se c'è), fine della storia. Se no: si prosegue fino all'osservazione successiva.

Le conseguenze da interiorizzare sono tre. **La durata è un intervallo**: un «cinque anni con autocall» è in realtà un prodotto che vive da sei mesi a cinque anni, e la statistica dei collocamenti dice che moltissimi si spengono entro il primo anno e mezzo. **Il rendimento composto va calcolato sul tempo effettivo**: un premio del 5 incassato dopo sei mesi è un tasso annuo eccellente, ma un costo implicito del 4 spalmato su sei mesi lo divora. **Il reinvestimento non è garantito**: chi costruisce una «rendita» su cash collect autocallable firma per rifare la selezione ogni volta che un prodotto si spegne (alle condizioni, di solito peggiori, che il mercato offrirà in quel momento). L'autocall scatta infatti quando i mercati salgono e la volatilità scende: proprio quando i premi dei prodotti nuovi si assottigliano.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM



La durata reale è un intervallo: «quattro anni con autocall» può durare dodici mesi.

Il prodotto muore negli scenari buoni, quando reinvestire è più difficile, e vive in quelli cattivi.

Il rendimento va sempre annualizzato sul tempo effettivo, non sulla durata di targa: l'autocall cambia il denominatore.

FIGURA 8 Il rimborso anticipato automatico — Schema illustrativo

4.4 Leggere una struttura completa, dal vivo

Mettiamo insieme i pezzi su una carta d'identità realistica, l'ossatura di un collocamento su tre in Italia:

- **Sottostante:** paniere worst of di tre azioni; **durata:** 4 anni.
- **Premio:** 1 per cento trimestrale **con memoria**, se il peggiore ≥ 60 per cento dello strike.
- **Autocall:** dal 12° mese, se il peggiore ≥ 100 per cento dello strike.
- **A scadenza:** capitale intero se il peggiore ≥ 60 (barriera europea); altrimenti rimborso pari al valore del peggiore.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

La lettura consapevole suona così: «Vendo all'emittente un'assicurazione sul crollo del peggiore di tre titoli. Se nessuno dei tre perde più del 40 per cento in quattro anni, incasso fino al 4 per cento l'anno (meno, in termini effettivi, se l'autocall mi spegne presto il prodotto). Se anche uno solo dei tre crolla e non recupera, partecipo alla sua intera discesa. Il mio scenario migliore è un guadagno limitato e probabile; il mio scenario peggiore è una perdita grave e improbabile. Sto scambiando frequenza contro dimensione.» Se questa frase, riscritta per il prodotto che avete davanti, vi suona come un patto accettabile e dimensionato, bene. Se suona diversa da come ve l'hanno raccontata, avete appena risparmiato dei soldi.

DA RICORDARE

- Barriera europea: conta solo la fotografia finale. Americana: basta una violazione, anche intraday. A parità di livello, l'europea è molto più robusta.
- Sotto la barriera il certificato cambia natura: da protetto a specchio del sottostante, con perdita piena (salvo airbag).
- La memoria recupera i premi arretrati alla prima osservazione favorevole, ma recupera premi, non capitale.
- L'autocall rende la durata un intervallo: spegne il prodotto negli scenari buoni, lo lascia vivere in quelli cattivi, e concentra il reinvestimento nei momenti peggiori.
- Ogni struttura condizionata è uno scambio di frequenza contro dimensione: guadagni limitati e probabili contro perdite gravi e improbabili. Va accettato consapevolmente, o evitato.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.



PARTE SECONDA · CAPITOLI 5–8

Le **famiglie.**

Le quattro famiglie della classificazione ACEPI, una per una: il capitale protetto e il suo prezzo, i condizionati con barriere e worst of, i non protetti, e la leva, che è un altro mestiere.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

05 Il paracadute **ha un prezzo.**

«A scadenza, almeno il tuo capitale»: è la promessa della famiglia più rassicurante, e la più facile da fraintendere. Questo capitolo mostra come funziona la protezione, quanto costa in rendimento, quando i tassi la rendono possibile e le tre condizioni scritte in piccolo che la delimitano.

5.1 La promessa: partecipare ai rialzi, non alle discese

Il certificato a **capitale protetto** (la famiglia degli *equity protection*) promette due cose: a scadenza, la restituzione di almeno una percentuale prefissata del nominale (il 100, talvolta il 95 o il 90) e, in aggiunta, una **partecipazione** ai rialzi del sottostante: per esempio il 50 per cento dell'apprezzamento di un indice azionario.

Il capitolo 3 ha già aperto il cofano: dentro ci sono uno zero coupon che garantisce il rimborso e opzioni che pagano la partecipazione. Da quella meccanica discende tutta l'economia del prodotto: **quanto margine resta per comprare partecipazione dipende dai tassi**. Con i tassi a zero, lo zero coupon costava quasi 100 e la protezione piena era impossibile o decorativa (partecipazioni minime, durate bibliche); col ritorno dei tassi, la famiglia è rinata: è lo stesso motivo per cui, dal 2023, le reti hanno ricominciato a proporla in massa.

Il rovescio è il **costo-opportunità**, e va calcolato sempre: gli stessi tassi che rendono possibile la protezione rendono attraente l'alternativa semplice. Se il BTP di pari durata rende il 3 per cento composto, un certificato protetto che «al peggio restituisce 100» sta in realtà offrendo, al peggio, *zero* contro un'alternativa che pagava circa il 16 cumulato: la protezione non è mai gratis; costa esattamente il rendimento certo a cui si rinuncia.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

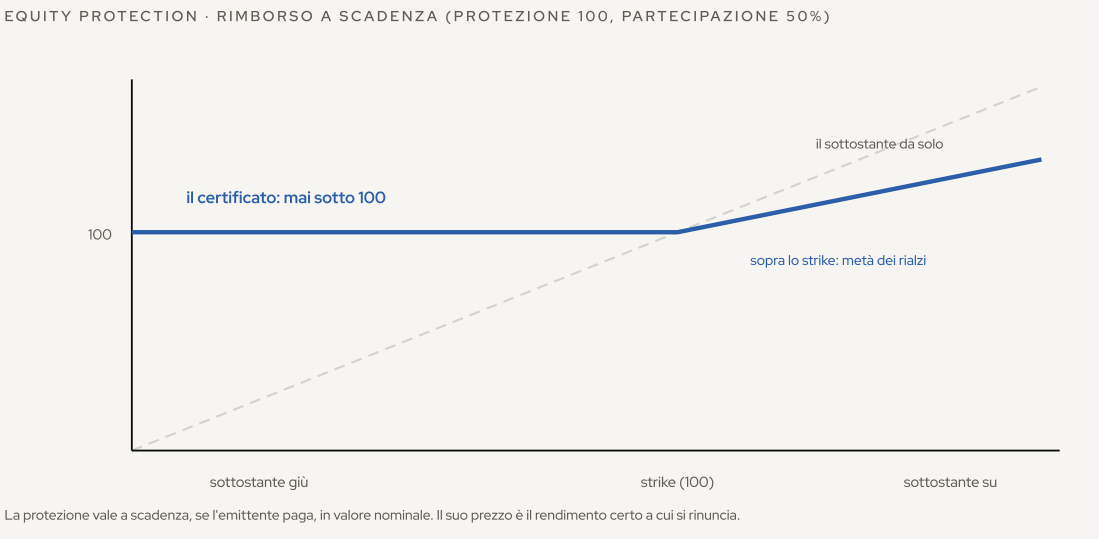


FIGURA 9 Il profilo dell'equity protection — Esempio ipotetico a fini illustrativi

5.2 Le tre condizioni scritte in piccolo

La parola «protetto» regge tre condizioni, tutte già incontrate ma qui decisive.

Solo a scadenza. La protezione è un impegno per la data finale: nel frattempo il prezzo fa il prezzo. Un equity protection quinquennale comprato a 100 può quotare 85 dopo un anno di tassi in salita e borse in discesa, e chi vende in quel momento vende a 85, protezione o no. Lo strumento va comprato solo da chi può ragionevolmente arrivare in fondo.

Solo se l'emittente paga. La protezione è una promessa della banca, non un fondo segregato: vale quanto la firma. Il capitolo 1 ha già evocato Lehman; qui basta il corollario pratico: la protezione al 100 per cento di un emittente fragile vale meno della protezione al 90 di un emittente solido.

Solo in valore nominale. Cinque anni di inflazione al 2-3 per cento erodono il potere d'acquisto di quel «100» di un 10-14 per cento: la protezione ferma i numeri, non i prezzi. Su durate lunghe è una condizione che pesa più delle altre due, e che nessuna scheda commerciale menziona.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> La protezione a scadenza è come l'assicurazione di un traghetto che rimborsa il biglietto solo all'arrivo: se scendi a una fermata intermedia perché il mare è grosso, paghi il prezzo del mare grosso. E il rimborso è in biglietti di cinque anni fa: stessa cifra, un po' meno spesa.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

5.3 Cap, digitali e le varianti della famiglia

Attorno alla struttura base ruotano alcune varianti ricorrenti. Il **cap**: molti prodotti protetti limitano la partecipazione a un tetto («100 per cento dei rialzi, fino a un massimo del 130») perché il tetto rende la struttura più economica da costruire; il patto diventa: protezione sotto, rinuncia oltre. I **digitali**: invece di partecipare ai rialzi, pagano premi fissi condizionati a soglie («il 4 per cento l'anno se l'indice è almeno al livello iniziale»), avvicinandosi nella logica ai prodotti del capitolo 6, ma con la protezione piena a scadenza. Le **protezioni parziali** (95, 90): abbassare l'asticella libera margine per partecipazioni più generose. Un compromesso trasparente, purché dichiarato con il suo nome: il 10 per cento del capitale è in gioco.

Su tutte le varianti vale un metodo di valutazione unico, ereditato dal capitolo 3: **ricostruire l'alternativa fai-da-te**. Un protetto al 100 con partecipazione 50 sull'indice si confronta con «BTP di pari durata più un piccolo acquisto diretto di ETF azionario»: spesso la versione artigianale domina. Più liquida, più flessibile, fiscalmente più semplice. Quando invece i tassi sono generosi e il certificato monta condizioni efficienti (nessun cap, emittente solido, costi impliciti bassi), il pacchetto può reggere il confronto: è la famiglia dove il giudizio caso per caso è più spesso favorevole.

5.4 A chi serve davvero

Il capitale protetto ha un pubblico naturale: chi ha un capitale che **non può permettersi di intaccare** a una data nota, ma non si accontenta del rendimento certo (l'anticipo casa fra cinque anni, la liquidazione da reinvestire con prudenza, il primo passo di chi è rimasto vent'anni sul conto corrente e non sopporterebbe un estratto conto in rosso). Per questo profilo, lo scambio «rinuncio a parte del rendimento certo in cambio di un'opzione sui mercati senza rischio nominale a scadenza» è sensato e onesto.

Le condizioni di ammissione, però, vanno rispettate tutte: orizzonte **coincidente** con la scadenza (non «circa»); emittente di prima qualità; costi impliciti verificati nel KID; inflazione messa in conto; e la consapevolezza che nel frattempo il prezzo oscillerà. Chi non regge l'idea di vedere 88 sull'estratto conto del secondo anno non è protetto dalla protezione: è protetto solo dal non guardare.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Un'ultima parola sul confronto interno alla collana: per lo stesso bisogno, «non voglio perdere, ma voglio partecipare», la finanza semplice offre la scala di BTP con una quota azionaria dosata (guida obbligazioni, capitolo 11). Il certificato protetto è la versione impacchettata di quell'idea: si paga la confezione, si guadagna la disciplina automatica. Sapere che sono la stessa idea è già metà della scelta.

DA RICORDARE

- La protezione si costruisce con uno zero coupon più opzioni: esiste perché esistono i tassi, e costa esattamente il rendimento certo a cui si rinuncia.
- Tre condizioni scritte in piccolo: solo a scadenza, solo se l'emittente paga, solo in valore nominale (l'inflazione non è coperta).
- Cap, digitali e protezioni parziali sono compromessi legittimi purché chiamati col loro nome: il tetto ai guadagni e il capitale in gioco vanno visti prima.
- Il test è sempre l'alternativa fai-da-te: BTP più una quota azionaria diretta. Il certificato vince solo se condizioni e costi sono efficienti.
- Pubblico giusto: capitale intoccabile a data nota e voglia di un'opzione sui mercati. Orizzonte coincidente, emittente solido, KID letto.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

06 Protetti, fino **a un certo punto.**

Bonus, cash collect, express: è la famiglia che, dopo i protetti, pesa di più nei collocamenti italiani, quella dei premi ricchi e delle barriere. Questo capitolo passa in rassegna le tre strutture madri, mette il worst of sotto la lente (perché è lì che si nasconde il rischio vero) e dà i criteri per distinguere un buon prodotto da una trappola ben vestita.

6.1 Bonus: il premio a chi non scende troppo

Il **bonus certificate** è la struttura condizionata più antica e più leggibile. La promessa: a scadenza, se il sottostante non ha mai violato la barriera (o non la viola a scadenza, nella versione europea), il portatore riceve **il massimo tra il bonus e la performance del sottostante**. Per esempio, almeno il 115 per cento del nominale, di più se il sottostante ha fatto meglio. Se la barriera cede, il bonus svanisce e il rimborso segue il sottostante.

È una struttura pensata per i mercati **laterali o moderatamente positivi**: se il sottostante finisce a +2, il bonus trasforma quel +2 in +15; se vola a +30, il portatore prende il suo +30 (nelle versioni senza cap); se crolla, la barriera decide tutto. La variante **bonus cap**, molto diffusa perché più economica, mette un tetto al rimborso: in cambio di barriere più profonde o bonus più alti, rinuncia agli scenari migliori.

La lettura critica è quella del capitolo 4: il bonus si paga vendendo protezione sotto la barriera. Il prodotto è onesto quando barriera e sottostante sono scelti con margine (indici ampi, barriere profonde, versione europea) e diventa insidioso quando il bonus vistoso è finanziato da barriere fragili su titoli nervosi.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

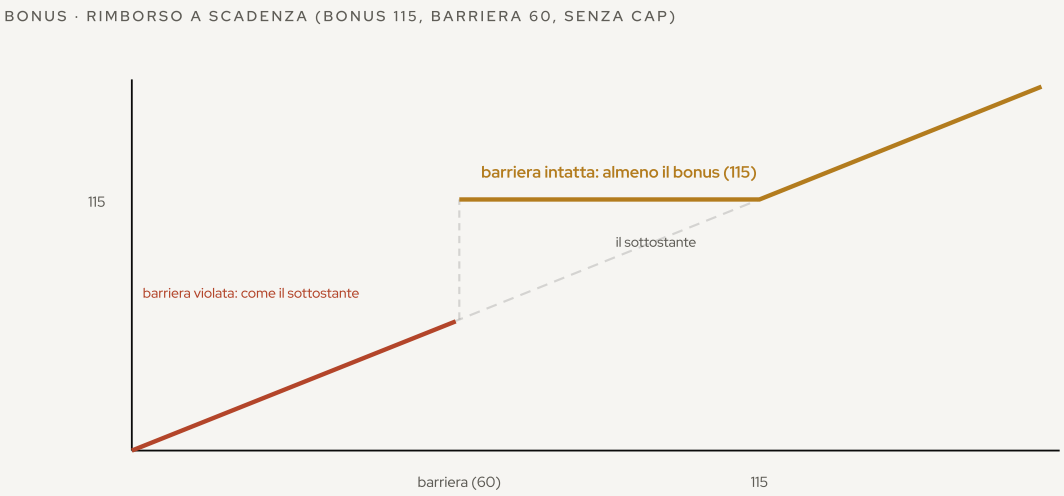


FIGURA 10 Il profilo del bonus

Esempio ipotetico a fini illustrativi

6.2 Cash collect ed express: la rendita condizionata

Il **cash collect** (e il gemello **express** o **autocallable**, spesso fusi in un prodotto solo) è la struttura più tipica del mercato italiano dei condizionati, già anatomizzata nel capitolo 4: premi periodici condizionati (di norma con memoria), autocall dal primo anno, barriera europea a scadenza. Il suo fascino è la **rendita apparente**: cedole mensili o trimestrali che arrivano puntuali finché i mercati non fanno disastri, su orizzonti che l'autocall spesso accorcia.

Il capitolo 4 ha già dato la chiave (frequenza contro dimensione) e qui va aggiunto solo il tassello commerciale: il cash collect è il prodotto che **più somiglia a un'obbligazione senza esserlo**. La somiglianza è il suo argomento di vendita («è come un BTP che paga di più») ed è esattamente ciò che va smontato: il BTP promette cedole e capitale con la forza di un contratto; il cash collect paga finché il peggiore di tre titoli non perde il 40 per cento, e quando accade, il portatore scopre di avere in mano un'azione crollata, non un'obbligazione.

Il posto onesto di questi strumenti è un altro, e il capitolo 12 lo preciserà: **generatori di redditi diversi** per chi ha minusvalenze da compensare, con rischio azionario consapevolmente accettato e dimensionato. Comprati per quello che sono, hanno un mestiere; comprati come obbligazioni travestite, prima o poi presentano il conto.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Il cash collect è il vicino che ti paga un affitto generoso per il garage, con una clausola in fondo al contratto: se la sua impresa fallisce, il garage diventa suo. Per anni incassi e ti sembra rendita; il giorno del fallimento capisci che non stavi affittando un garage: stavi assicurando un'impresa.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

6.3 Il worst of, sotto la lente

La clausola che decide il destino della famiglia merita la sua sezione. Quasi tutti i condizionati recenti poggiano su panieri **worst of**: tre o quattro azioni, e ai fini di premi, barriera e rimborso conta solo **la peggiore**. Perché gli emittenti la amano? Perché moltiplica i premi: la probabilità che *almeno uno* fra tre titoli crolli è molto più alta della probabilità che crolli un titolo solo, e opzioni più rischiose da vendere significano premi più ricchi da girare al cliente.

I numeri aiutano a sentire l'effetto. Se ogni titolo ha, poniamo, il 15 per cento di probabilità di violare la barriera in quattro anni, e i tre si muovessero in modo indipendente, la probabilità che almeno uno la violi sale verso il 39 per cento, più che raddoppiata. Nella realtà i titoli sono correlati e l'aritmetica è meno brutale, ma la direzione è quella; e gli emittenti scelgono spesso panieri di settori diversi proprio perché la **bassa correlazione**, che nell'investimento ordinario è un pregio, qui lavora contro il portatore: più i titoli ballano indipendenti, più è facile che uno cada.

Regole pratiche, dunque. Contare i sottostanti: **ogni titolo in più è rischio in più**, non diversificazione. Guardare il paniere col metro del più fragile: la solidità del certificato è quella del suo anello debole. E diffidare sistematicamente dei panieri che mescolano un titolo «attraente» e famoso con comprimari volatili: il famoso serve alla brochure, i comprimari servono alla barriera.

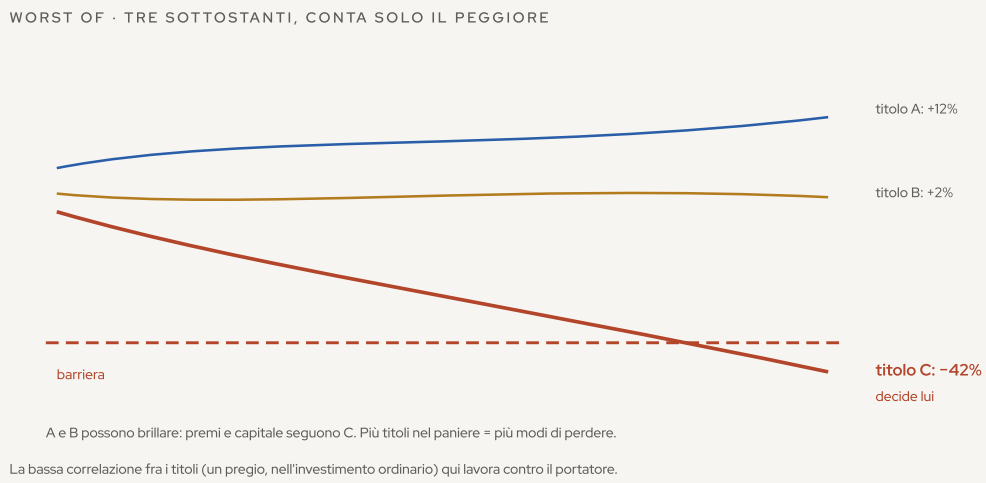


FIGURA 11 Il worst of: conta solo il peggiore — Esempio ipotetico

6.4 Scegliere dentro la famiglia: la griglia dei cinque controlli

Per chi, compreso tutto, vuole comunque valutare un condizionato, la griglia si compone dei pezzi già costruiti:

- **Sottostante e paniere**: indici meglio di singoli titoli; pochi sottostanti meglio di molti; niente anelli deboli messi lì per gonfiare il premio.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

- **Barriera**: europea meglio che americana; profonda (50-60) meglio che pigra (75-80); misurata dal prezzo corrente, non dallo strike.
- **Premi**: con memoria; e con un rendimento annuo che resti sensato anche nello scenario di autocall precoce, al netto dei costi impliciti del KID.
- **Airbag e clausole di favore**: partenza della perdita dalla barriera, step-down dell'autocall, dettagli che valgono punti percentuali.
- **Emittente e costi**: firma solida, costi di ingresso nel KID sotto controllo, spread denaro-lettera osservato sul secondario.

E il controllo zero, che li precede tutti: **la taglia**. Un condizionato ben scelto resta uno strumento in cui lo scenario cattivo costa il 40-50 per cento: nessuna griglia lo rende adatto a pesi da obbligazione. La quota che un portafoglio prudente può dedicargli è quella che potrebbe perdere per metà senza cambiare i piani: per la maggior parte dei risparmiatori, pochi punti percentuali del totale. Il resto è disciplina, non analisi.

DA RICORDARE

- Bonus: premio a chi non scende sotto la barriera, pensato per mercati laterali. Il bonus vistoso su barriere fragili è una trappola vestita bene.
- Cash collect ed express: la rendita è condizionata, la somiglianza con le obbligazioni è l'argomento di vendita, e l'equivoco da smontare.
- Worst of: conta il peggiore del paniere. Ogni titolo in più moltiplica i premi perché moltiplica il rischio; la bassa correlazione qui lavora contro.
- Griglia dei controlli: sottostante, barriera (europea e profonda), premi con memoria al netto dei costi, airbag, emittente.
- Controllo zero: la taglia. Lo scenario cattivo costa metà del capitale: la posizione giusta è quella che può permetterselo.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

07 Replicare, **per altre vie.**

La famiglia meno venduta e più trasparente: certificati che replicano il sottostante senza reti, talvolta con una marcia in più sui rialzi o uno sconto all'ingresso. Questo capitolo la attraversa in fretta, e spiega perché, per il compito che svolge, esiste quasi sempre un attrezzo migliore.

7.1 I benchmark: replicare, semplicemente

Il certificato **benchmark** (o *tracker*) è la struttura minima: replica linearmente il sottostante (un indice, una materia prima, un paniere tematico) senza barriere, senza premi, senza protezioni. Sale del 10 se il sottostante sale del 10, scende del 10 se scende del 10. È, in sostanza, il fratello cartolarizzato degli ETC ed ETN incontrati nella guida ETP: stessa esposizione lineare, stessa natura di titolo di debito dell'emittente.

Proprio quel confronto ne segna il perimetro. Per i sottostanti coperti da un ETF, indici azionari e obbligazionari ampi, il tracker è quasi sempre **dominato**: l'ETF è un fondo con patrimonio segregato (niente rischio emittente), costa pochi punti base l'anno ed è fiscalmente ordinario. Il tracker conserva un mestiere dove il fondo non arriva: sottostanti di nicchia, panieri tematici confezionati ad hoc, strategie particolari; e, come per tutta la famiglia dei certificati, il regime fiscale dei redditi diversi che il capitolo 12 valorizzerà.

La lettura del prodotto è semplice ma non pigra: commissioni annue (i tracker le hanno, scritte nel KID), trattamento dei dividendi (di norma trattenuti, come sappiamo), e, sempre, la firma dell'emittente sotto il pacchetto.

7.2 Outperformance e discount: le due asimmetrie

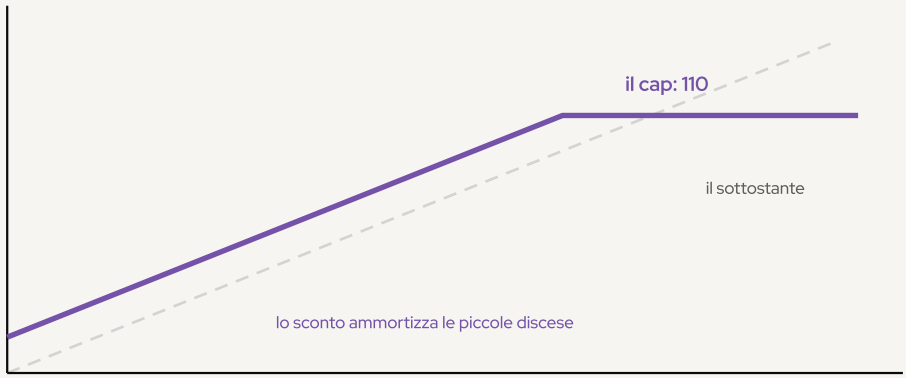
Le due varianti storiche aggiungono al tracker un'asimmetria. L'**outperformance** amplifica i soli rialzi: partecipazione del 150 o 200 per cento sopra lo strike, discese replicate alla pari. La struttura si finanzia (il lettore del capitolo 3 lo indovina) cedendo i dividendi e talvolta montando un cap: è una scommessa rialzista potenziata, sensata solo per chi ha una convinzione forte su un orizzonte preciso e accetta di pagarla in flessibilità.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Il **discount** fa il contrario: compra il sottostante **a sconto**, a 92 ciò che quota 100, in cambio di un tetto ai guadagni. Se a scadenza il sottostante è sopra il cap, si incassa il cap; se è sotto, si è comunque partiti da 92 anziché da 100: lo sconto ammortizza le piccole discese. È il gemello cartolarizzato di una strategia da manuale delle opzioni (comprare il titolo vendendo una call), utile nei mercati piatti; la sua onestà si misura tutta nel rapporto tra sconto ottenuto e cap subìto.

Per entrambe vale il test dell'alternativa: l'investitore evoluto può costruirsi asimmetrie simili con ETF più opzioni, a costi visibili; quello non evoluto raramente ha bisogno di asimmetrie. La nicchia di legittimità esiste (convinzioni tattiche, fiscalità), ma è, appunto, una nicchia.

DISCOUNT · SI COMPRA A 92 CIÒ CHE QUOTA 100, CON TETTO A 110



L'onestà del prodotto si misura tutta nel rapporto tra sconto ottenuto e tetto subìto.

FIGURA 12 Il profilo del discount — Esempio ipotetico a fini illustrativi

7.3 Il posto dei non protetti nella collana

Chiudiamo la famiglia con il criterio-guida che ormai è il ritornello di questa guida: **a ogni compito il suo attrezzo**. Esposizione lineare a mercati ampi: ETF, per costi, segregazione e semplicità. Esposizione a nicchie non coperte: il tracker può essere l'unico veicolo praticabile, e allora si valuta come si valuta un ETN (firma, costi, liquidità). Scommesse asimmetriche: outperformance e discount sono confezioni lecite di idee da derivati, da maneggiare solo se si capirebbe l'idea anche fuori dalla confezione.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Resta il filo fiscale, che per questa famiglia è spesso la vera ragione d'esistere nei portafogli italiani: anche i proventi dei certificati non protetti sono **redditi diversi**, compensabili con minusvalenze pregresse, dove l'ETF equivalente genera invece redditi di capitale non compensabili. Un investitore con uno zainetto fiscale pesante può legittimamente preferire il tracker all'ETF per assorbirlo, accettando in cambio il rischio emittente per la durata del recupero. È un calcolo, non un dogma: il capitolo 12 darà i numeri per farlo.

DA RICORDARE

- I benchmark replicano il sottostante senza reti: sono ETN sotto altro nome, e per i mercati ampi l'ETF li domina.
- Outperformance (rialzi amplificati) e discount (sconto contro cap) sono confezioni di strategie in opzioni: legittime per chi capirebbe l'idea anche fuori dalla confezione.
- I dividendi trattenuti e le commissioni del KID sono il costo silenzioso della famiglia.
- La ragione d'essere frequente è fiscale: redditi diversi compensabili dove l'ETF genera redditi di capitale, un calcolo da fare con i numeri del capitolo 12.
- A ogni compito il suo attrezzo: la nicchia dei non protetti è reale, ma è una nicchia.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

08 La leva, **senza rete.**

Turbo, mini future, leva fissa: la famiglia che moltiplica i movimenti del sottostante, e le occasioni di farsi male. Questo capitolo spiega i due meccanismi (knock-out e reset giornaliero), perché sono strumenti da ore e giorni, mai da settimane, e a chi non dovrebbero essere proposti affatto.

8.1 Turbo e mini future: la leva col knock-out

I certificati **turbo** e **mini future** offrono esposizione amplificata a un sottostante, al rialzo (long) o al ribasso (short), impiegando solo una frazione del suo valore. Il meccanismo: lo strumento incorpora un livello di finanziamento e replica il sottostante sopra (o sotto) quel livello; l'investitore paga solo la differenza, e i movimenti del sottostante si scaricano su quella differenza moltiplicati. Con leva 5, un +2 del sottostante è +10 per il certificato; un −2 è −10.

La clausola che definisce la famiglia è il **knock-out**: se il sottostante tocca il livello di barriera (vicino al livello di finanziamento), lo strumento **si estingue immediatamente e per sempre**, con valore di rimborso minimo o nullo. Non è la barriera europea del capitolo 4: qui basta un tocco, in qualsiasi momento, e la partita è chiusa. Il knock-out protegge l'emittente (e, tecnicamente, l'investitore dal debito: mai si perde più del versato) ma trasforma la leva in una corsa a eliminazione: la leva 10 significa che un movimento avverso del 10 per cento (ordinaria amministrazione, su un titolo) azzera la posizione senza appello, anche se il sottostante poi rimbalza.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> La leva col knock-out è come guidare in un corridoio: più aumenti la velocità (la leva), più il corridoio si stringe. A leva 10 il muro è a un palmo dallo specchietto: basta una buca (non un errore, una buca) e la corsa finisce lì, anche se la strada dopo era dritta.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

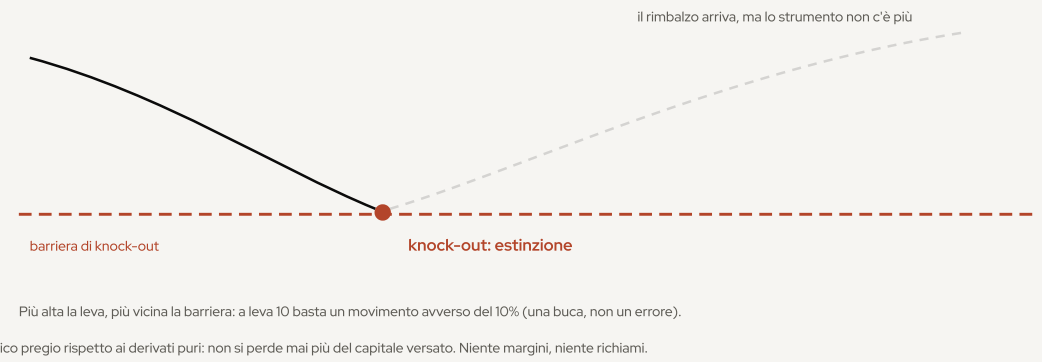


FIGURA 13 Il knock-out — Esempio ipotetico a fini illustrativi

8.2 La leva fissa e l'erosione del reset

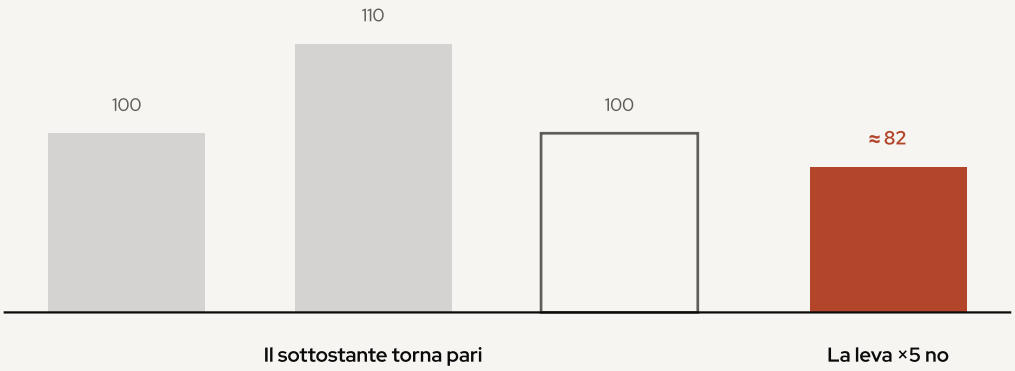
I certificati a **leva fissa** promettono ogni giorno un multiplo esatto della variazione *giornaliera* del sottostante: ×3, ×5, ×7, long o short. Il lettore della guida ETP riconosce il meccanismo degli ETP a leva, ed eredita la lezione intera: il **ricalcolo giornaliero** fa sì che su periodi più lunghi di un giorno il risultato diverga dal multiplo intuitivo, e nei mercati altalenanti la divergenza è sistematicamente al ribasso. Un sottostante che fa +10 e poi −9,1 torna al punto di partenza; la sua versione ×5 fa +50 e poi −45,5: e non torna affatto. È sotto del 18 per cento.

A leve alte l'erosione diventa feroce: bastano poche settimane di mercato nervoso perché un leva 7 perda la metà del valore con il sottostante sostanzialmente fermo. Sono strumenti progettati per il **trading infragiornaliero** (la scommessa secca di oggi pomeriggio) e ogni altro uso è un fraintendimento che il mercato fa pagare con puntualità.

La differenza con turbo e mini future va capita: la leva fissa non ha knock-out che la spenga, ma l'erosione la consuma; il turbo non si eroda allo stesso modo, ma il knock-out lo fulmina. Non esiste la leva «sicura»: esistono due modi diversi di pagare la stessa impazienza.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

LEVA FISSA ×5, DUE GIORNI DI ALTALENA · SOTTOSTANTE +10% POI −9,1%



+50% poi −45,5%: il reset giornaliero non torna mai al punto di partenza. Strumenti da ore, non da settimane.

FIGURA 14 L'erosione della leva fissa

Esempio ipotetico

8.3 Il perimetro d'uso onesto (ed è stretto)

Questa collana non fa la morale agli strumenti: registra i mestieri. Il mestiere della leva esiste (operatori esperti che coprono posizioni per pochi giorni, trader che gestiscono il rischio con stop rigorosi e importi da poter azzerare) e i certificati a leva lo servono con un pregio reale rispetto ai derivati puri: **la perdita massima è il capitale versato**, niente margini, niente richiami.

Fuori da quel perimetro, i numeri parlano una lingua sola: gli studi delle autorità di vigilanza sui conti retail che operano in strumenti a leva mostrano maggioranze robuste (tra il 74 e l'89 per cento dei conti, secondo le analisi delle autorità nazionali raccolte dall'ESMA nel 2018 sui CFD, strumenti a leva della stessa famiglia) di clienti in perdita. Non per sfortuna: per costruzione. Leva alta più orizzonte sbagliato più costi di negoziazione frequente è un'aritmetica, non un destino avverso.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

La posizione di questa guida, da consulente indipendente, è dunque semplice: **i certificati a leva non sono strumenti d'investimento**. Sono strumenti di trading, e il trading è un mestiere che la maggior parte dei risparmiatori non ha alcun bisogno di esercitare. Chi lo esercita comunque lo faccia con denaro il cui azzeramento totale è già stato accettato in partenza, con orizzonti di ore o giorni, e con la disciplina di chiudere le posizioni, non di sperarle.

DA RICORDARE

- Turbo e mini future: leva col knock-out. Un solo tocco della barriera, in qualsiasi momento, estingue lo strumento per sempre.
- Leva fissa: il multiplo vale sul singolo giorno; il reset quotidiano erode il valore nei mercati altalenanti, e a leve alte l'erosione è feroce.
- Non esiste leva sicura: knock-out ed erosione sono due modi diversi di pagare la stessa impazienza.
- Il pregio vero rispetto ai derivati puri: non si perde mai più del versato. Niente margini, niente richiami.
- Strumenti da trading, non da investimento: orizzonti di ore o giorni, importi azzerabili, disciplina di chiusura. Per tutti gli altri: lasciar perdere è la strategia giusta.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

III



PARTE TERZA · CAPITOLI 9–13

L'uso **consapevole.**

La pratica dell'acquisto, la mappa dei rischi e il posto (piccolo, ma reale) di questi strumenti in portafoglio. Con il capitolo fiscale che ne custodisce il vero vantaggio, e il glossario finale.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

09 Dal collocamento **al portafoglio.**

Collocamento o mercato secondario, SeDeX o Cert-X, KID e ordini con limite: la pratica dell'acquisto, con le abitudini che proteggono il risultato. E una regola d'oro che da sola vale il capitolo: il momento in cui il certificato viene proposto è raramente il momento migliore per comprarlo.

9.1 Le due porte: collocamento e secondario

Ai certificati si accede da due porte. La prima è il **collocamento**: per alcune settimane la banca propone il prodotto nuovo, a prezzo pieno (100), attraverso le proprie reti e piattaforme. È la porta da cui entra la grande maggioranza del pubblico, ed è, come il capitolo 3 ha documentato, la più cara: dentro quel 100 vivono i costi impliciti, tipicamente dal 2 al 5 per cento, che il KID dichiara e il prezzo nasconde.

La seconda porta è il **mercato secondario**: dal giorno della quotazione, il certificato si compra e si vende in borsa come un'azione, al prezzo del market maker. Passata la fase di collocamento, i prezzi tendono a riallinearsi verso il valore del pacchetto: lo stesso identico prodotto si trova spesso, qualche settimana dopo, a 97-98, e migliaia di certificati «usati», con vita residua più corta e condizioni ormai note, quotano ogni giorno a sconto.

La regola pratica che ne discende è controintuitiva solo per chi non ha letto il capitolo 3: **il secondario prima del collocamento**. Chi vuole una struttura non ha quasi mai bisogno di quella appena emessa: sul mercato ce ne sono di simili, già scontate del loro costo implicito, con barriere osservabili rispetto ai prezzi correnti. La proposta in collocamento merita la domanda più utile della finanza al dettaglio: «perché proprio questo, e perché proprio ora?», e la risposta onesta, quasi sempre, contiene la parola «commissioni».

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

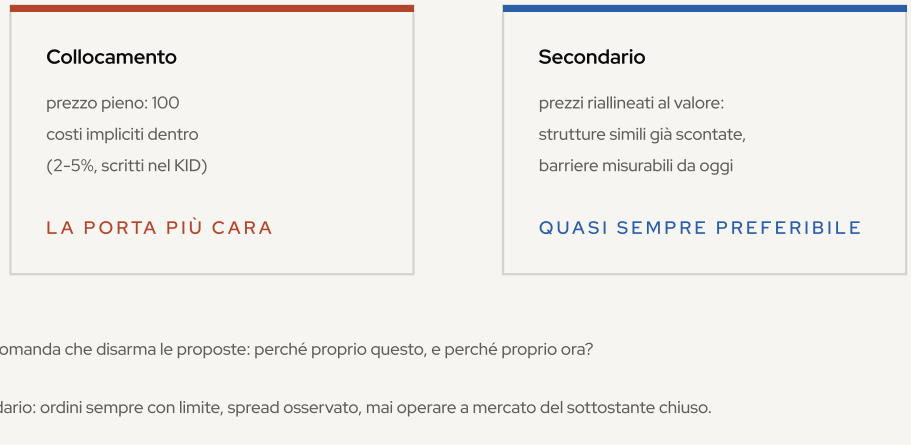


FIGURA 15 Collocamento e mercato secondario — Schema illustrativo

9.2 Dove si scambiano: SeDeX e Cert-X

I certificati quotano su due mercati di Borsa Italiana: il **SeDeX**, il listino storico dei securitised derivatives, e il segmento **Cert-X** di EuroTLX, dove approda gran parte delle emissioni collocate dalle reti. Per l'investitore la differenza è organizzativa più che sostanziale: entrambi funzionano con il market maker unico del capitolo 3, entrambi si raggiungono da qualunque conto titoli, con orari di negoziazione continua.

Le abitudini operative ricalcano quelle imparate con le obbligazioni, adattate al mercato a controparte unica. **Ordini sempre con limite di prezzo**: sul libro di un certificato ci sono spesso solo le proposte del market maker. Dal marzo 2026 SeDeX e Cert-X non accettano più ordini senza limite; la regola vale comunque, per gli ordini «al meglio» delle piattaforme e per ogni altra sede. **Spread osservato prima di comprare**: mezzo punto è fisiologico, oltre il punto è un pedaggio da giustificare. **Orari**: evitare l'apertura, la chiusura e le ore in cui il mercato del sottostante è chiuso. Un certificato su titoli americani, al mattino italiano, quota alla cieca e lo spread lo dice. **Quantità**: il market maker espone size limitate; per importi grossi, meglio più ordini che un ordine solo.

9.3 La checklist prima dell'ordine

Raccogliamo il percorso della guida in una sequenza da eseguire, nell'ordine, prima di ogni acquisto:

- **ISIN alla mano e KID aperto**: struttura, scenari, costi. Se il KID non si trova o non si capisce, la valutazione è già finita.
- **La firma**: chi emette, con quale rating, e quanto patrimonio ho già su quella banca tra conti, depositi e titoli.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

- **Il sottostante**: lo comprerei da solo? Se il worst of contiene un titolo che non vorrei mai in portafoglio, il certificato non lo rende migliore: lo nasconde.
- **Barriera e distanze**: tipo (europea?), livello, e distanza *dal prezzo corrente* di ciascun sottostante.
- **Rendimento nello scenario realistico**: annualizzato sul tempo effettivo (autocall!), al netto dei costi impliciti, confrontato con il BTP di pari orizzonte, il metro di tutte le cose.
- **Il test delle due frasi**, ereditato dalla guida obbligazioni: se non so spiegare a un'altra persona in quali scenari perdo e quanto, non è un titolo da possedere.
- **La taglia**: quella per cui lo scenario peggiore è un fastidio, non un danno.

Sette righe che filtrano, per esperienza, nove proposte su dieci. La decima può essere un buon acquisto.

DA RICORDARE

- Il collocamento è la porta più cara: i costi impliciti vivono nel prezzo pieno. Il secondario offre gli stessi pacchetti già scontati.
- SeDeX e Cert-X funzionano a controparte unica: ordini sempre con limite, spread osservato, orari giusti (mai a sottostante chiuso).
- La domanda che disarma le proposte: perché proprio questo, e perché proprio ora?
- Checklist: KID, firma, sottostante che comprerei da solo, barriera misurata da oggi, rendimento effettivo netto contro BTP, test delle due frasi, taglia.
- Nove proposte su dieci non passano il filtro. Va benissimo così: la decima esiste.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

10 Conoscere i rischi, **per pesarli.**

I certificati concentrano in un solo strumento quasi tutti i rischi incontrati nelle prime due guide della collana, più due tutti loro: la complessità e il conflitto d'interessi. Questo capitolo li mette in fila con la mappa completa, perché anche qui vale la regola di sempre: l'unico rischio mai remunerato è quello di cui non si sapeva.

10.1 Il rischio emittente, senza attenuanti

Il primo rischio è quello del capitolo 1, e sui certificati pesa senza le attenuanti che altrove lo mitigano. Un ETF ha il patrimonio segregato; un'obbligazione ha (talvolta) garanzie e (sempre) un rango dichiarato; il certificato è di norma un credito **senior non garantito** verso l'emittente (o il suo garante), dentro il perimetro del **bail-in**. Se la firma vacilla, la formula, protezioni comprese, vacilla con lei; se la firma cade, il certificato è un credito come gli altri.

Le difese sono note ma vanno applicate *ai certificati*, dove l'abitudine le dimentica: emittenti di prima qualità anche a costo di premi più magri; **concentrazione totale** per banca calcolata sommando conti, depositi, obbligazioni e certificati; e diffidenza supplementare quando il premio sopra mercato non si spiega con la struttura. A volte il mercato sta prezzando la firma, non la barriera.

10.2 I rischi di mercato: barriera, worst of, uscita anticipata

Il cuore del rischio di mercato dei condizionati è il **gradino** del capitolo 4: sopra la barriera perdite zero, sotto la barriera perdite da azionario, spesso dal 40 per cento in su, perché quando una barriera profonda cede, cede su un crollo vero. Il **worst of** moltiplica le strade che portano al gradino; la **volatilità** del sottostante misura la velocità con cui possono percorrerle.

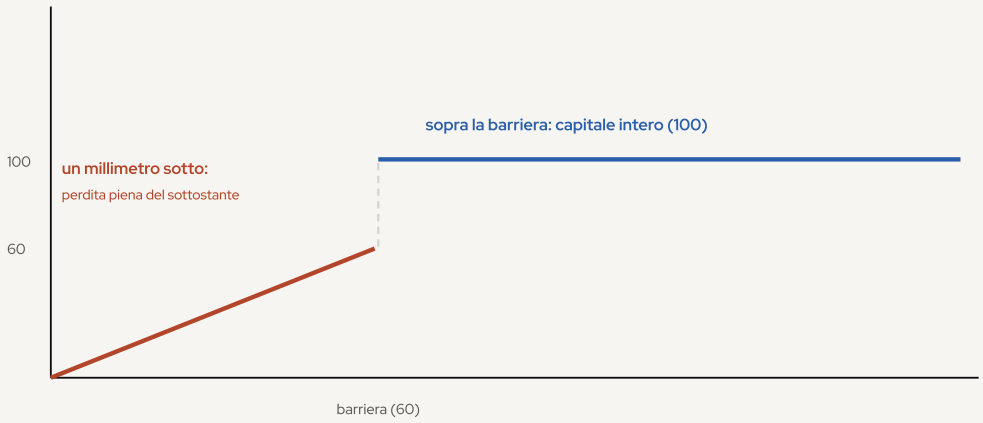
A questo si somma il rischio di **uscita anticipata**, lo stesso delle obbligazioni ma amplificato: il prezzo di un certificato prima della scadenza sconta sottostante, volatilità, tassi e credito insieme (capitolo 3), e nei momenti di stress tutti e quattro remano contro. Chi è costretto a vendere un condizionato durante una crisi vende tipicamente a prezzi che scontano *più* del danno poi realizzato a scadenza: il mercato fa pagare l'incertezza, non solo la perdita. La difesa è una sola e va presa sul serio: **denaro che può arrivare in fondo**. Su questi strumenti l'orizzonte non è una preferenza, è un requisito strutturale.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

IN PAROLE SEMPLICI

Vendere un certificato durante una tempesta è come vendere una casa mentre l'alluvione è in corso: il prezzo non sconta solo i danni già visibili, ma tutti quelli che l'acquirente immagina possibili. A tempesta finita, metà di quei danni non si sarà avverata, ma l'incasso di chi ha venduto nel mezzo resta quello.

IL GRADINO · RIMBORSO A SCADENZA DI UN CONDIZIONATO (BARRIERA 60)



Da zero a −40% in un passo: è il gradino più ripido del mercato. Le clausole airbag lo attenuano; vanno cercate nella scheda.

FIGURA 16 Il gradino della barriera — Esempio ipotetico a fini illustrativi

10.3 Complessità e conflitto: i due rischi di famiglia

Restano i due rischi che i certificati non condividono con nessuno. Il primo è la **complessità** in sé: ogni clausola è un punto dove capire male (barriere osservate diversamente da come si credeva, trigger diversi dalla barriera, worst of scambiato per media, autocall ignorato nei calcoli di rendimento). La casistica delle liti e dei reclami è fatta più di fraintendimenti che di truffe: il prodotto faceva esattamente ciò che c'era scritto, che non era ciò che il cliente aveva capito.

Il secondo è il **conflitto d'interessi strutturale**, che attraversa l'intera filiera: l'emittente costruisce la formula e ne trattiene il margine; la rete che propone incassa la commissione di collocamento; il market maker che fa i prezzi è l'emittente stesso. Nessun passaggio è illecito, tutti sono dichiarati nei documenti; ma la somma disegna un mercato in cui **ogni controparte dell'investitore guadagna nel momento in cui l'investitore compra**, indipendentemente da come andrà a finire. È la ragione per cui la domanda «chi me lo sta proponendo, e che cosa ci guadagna?» non è maleducazione: è analisi finanziaria.

Le due difese si somigliano: **istruzione e indipendenza**. L'istruzione è questa guida e la disciplina del KID; l'indipendenza è farsi consigliare da chi non incassa nulla dal prodotto consigliato (il mestiere, per trasparenza, di chi firma questa collana).

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

10.4 La mappa dei rischi, famiglia per famiglia

La tabella chiude il capitolo come nelle guide sorelle:

FAMIGLIA	EMITTENTE	MERCATO	LIQUIDITÀ	RISCHI SPECIFICI
Capitale protetto	Pieno	Basso a scadenza, medio nel durante	Market maker unico	Inflazione; costo-opportunità; cap
Condizionatamente protetto	Pieno	Il gradino della barriera; worst of	Market maker unico; spread in stress	Complessità; autocall; reinvestimento
Non protetto	Pieno	Pieno, come il sottostante	Market maker unico	Dividendi trattenuti; commissioni
A leva	Pieno	Amplificato	Di norma buona (strumenti da trading)	Knock-out; erosione da reset; costi di rotazione

TABELLA 1 La mappa dei rischi per famiglia

Da leggere con l'avvertenza di sempre: «pieno» non significa «probabile», significa che quel canale esiste e non è mitigato. E con la chiosa dell'intera collana: i rischi non si evitano, **si scelgono**. Nei certificati se ne scelgono molti in un colpo solo: è legittimo, purché il rendimento offerto li paghi tutti, e purché la taglia della posizione rispetti il peggiore di essi, non il più probabile.

DA RICORDARE

- Rischio emittente senza attenuanti: credito senior non garantito, dentro il bail-in. La concentrazione si calcola per banca, sommando tutto.
- Il gradino della barriera è il cuore del rischio di mercato: sopra zero, sotto perdite da crollo azionario. Il worst of moltiplica le strade.
- Chi vende durante lo stress paga sottostante, volatilità, tassi e credito insieme: l'orizzonte non è una preferenza, è un requisito.
- I due rischi di famiglia: la complessità (si perde più per fraintendimento che per truffa) e il conflitto d'interessi di filiera.
- Nei certificati si scelgono molti rischi in un colpo solo: il rendimento deve pagarli tutti, la taglia deve rispettare il peggiore.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

11 Un attrezzo, **non una fede.**

Dopo dieci capitoli di meccanismi e cautele, la domanda vera: a che cosa servono? Questo capitolo separa i tre usi legittimi dai tre equivoci più diffusi, e consegna il criterio che regge tutta la collana: prima il compito, poi l'attrezzo; e un attrezzo complesso deve battere l'alternativa semplice, non solo esistere.

11.1 I tre usi legittimi

Al netto del marketing, i certificati fanno bene tre mestieri.

Il recupero fiscale delle minusvalenze. È l'uso più solido e più specificamente italiano: chi ha uno zainetto di minusvalenze in scadenza può impiegare strumenti i cui proventi, premi compresi, sono redditi diversi e lo assorbono, dove cedole obbligazionarie e guadagni degli ETF non possono nulla. Il capitolo 12 fa i conti per esteso; qui va detto il principio: è un uso da dimensionare sullo zainetto, con strutture prudenti e orizzonti coerenti con le scadenze fiscali, non una patente per comprare rischio.

La rimodulazione del profilo azionario. Un condizionato prudente (barriera profonda europea su indice ampio) trasforma «guadagno se sale» in «guadagno se non crolla»: per chi ha una visione laterale o moderata sui mercati, è un profilo genuinamente diverso da ciò che azioni e obbligazioni offrono, e le opzioni fai-da-te non sono per tutti. È l'uso nobile della famiglia bonus e cash collect, alle condizioni della griglia del capitolo 6.

La protezione confezionata a data fissa. L'equity protection del capitolo 5, per il capitale intoccabile con voglia di mercati: pacchetto onesto quando i tassi lo consentono e i costi non lo divorano.

11.2 I tre equivoci da smontare

Specularmente, tre usi diffusi che questa guida sconsiglia con nome e cognome.

Il sostituto dell'obbligazione. «Rende più del BTP» è l'argomento di vendita numero uno, e l'equivoco numero uno: il premio in più paga rischio azionario sul peggiore di un paniere, non merito di credito. Chi vuole reddito obbligazionario ha la guida gemella; chi compra cash collect per quel motivo scoprirà la differenza nel momento peggiore.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

La rendita per vivere. Costruire le entrate familiari su premi condizionati significa costruirle su flussi che si interrompono proprio quando i mercati (e spesso il resto del patrimonio) soffrono, e su strumenti che l'autocall spegne e costringe a rimpiazzare a condizioni peggiori. La rendita si costruisce su scadenze e cedole contrattuali; i premi condizionati sono, al più, l'integrazione di cui poter fare a meno.

Il recupero della posizione persa. Comprare leva o strutture aggressive «per rifarsi» di una perdita è la scorciatoia psicologica più costosa della finanza al dettaglio: aumenta il rischio esattamente quando la capacità di sopportarlo è già stata consumata. Le perdite si recuperano col tempo e col metodo (o fiscalmente, con lo zainetto): mai col raddoppio della posta.

11.3 Quanto, come, con chi: le regole di ingaggio

Per chi, letti gli usi, decide che i certificati meritano un posto, le regole di ingaggio della collana si adattano così.

- **La taglia complessiva**: la somma dei certificati d'investimento raramente merita più di una frazione contenuta del portafoglio, un ordine di grandezza: entro il dieci per cento, e dentro quel limite ogni singola struttura al peso che il suo scenario peggiore consente.
- **La diversificazione vera**: per emittente (la firma!), per sottostante, per scadenza. Cinque cash collect sullo stesso indice con la stessa banca sono una posizione, non cinque.
- **Il registro delle posizioni**: barriere, trigger, date di osservazione e livelli correnti dei sottostanti, aggiornato, perché questi strumenti vanno sorvegliati, non dimenticati. Chi non ha voglia di tenerlo ha già risposto alla domanda se i certificati facciano per lui.
- **Il consulente giusto**: su nessun altro strumento la differenza tra chi consiglia e chi colloca pesa quanto qui. La proposta di un certificato da parte di chi ne incassa le commissioni va ascoltata come si ascolta un venditore: con rispetto e con la calcolatrice.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

E il criterio finale, che è poi il ritornello dell'intera collana: **ogni certificato deve vincere un confronto**, dichiarato e scritto, contro l'alternativa semplice (il BTP, l'ETF, la combinazione dei due). Se il confronto non è mai stato fatto, non è un investimento: è un acquisto.

DA RICORDARE

- Tre usi legittimi: recupero fiscale dello zainetto, rimodulazione del profilo azionario (guadagnare «se non crolla»), protezione confezionata a data fissa.
- Tre equivoci: il sostituto dell'obbligazione, la rendita per vivere, il recupero della perdita col raddoppio del rischio.
- Taglia: frazione contenuta del portafoglio, diversificata per emittente, sottostante e scadenza. Cinque strutture uguali sono una posizione.
- I certificati si sorvegliano: registro di barriere, date e livelli correnti. Chi non vuole tenerlo ha già la risposta.
- Ogni certificato deve vincere un confronto scritto con l'alternativa semplice: altrimenti non è un investimento, è un acquisto.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

12 Il conto **col fisco.**

Se i certificati hanno un vero vantaggio competitivo, sta scritto qui: nel trattamento fiscale. Tutti i loro proventi, premi compresi, sono redditi diversi, la categoria che compensa le minusvalenze. Questo capitolo spiega la regola, il distinguo da cui dipende, l'uso accorto dello zainetto, i prodotti «maxicedola» nati apposta, e i confini oltre i quali il vantaggio diventa un alibi.

12.1 La regola che cambia tutto: tutto è reddito diverso

I lettori delle prime due guide conoscono ormai i due cassetti del fisco italiano: i **redditi di capitale** (cedole obbligazionarie, dividendi, guadagni degli ETF), che non compensano mai nulla, e i **redditi diversi** (guadagni e perdite da negoziazione), l'unico cassetto dove le minusvalenze trovano impiego. La collocazione dei certificati è la loro caratteristica fiscale decisiva: in quanto strumenti finanziari derivati cartolarizzati, **tutti i loro proventi cadono nel cassetto dei redditi diversi**, le plusvalenze da compravendita e da rimborso, come è ovvio, ma anche **i premi periodici**, purché condizionati.

La conseguenza pratica è unica nel panorama degli strumenti quotati: il premio trimestrale di un cash collect può **compensare una minusvalenza pregressa**, cosa che nessuna cedola di BTP, nessun dividendo e nessun guadagno di ETF potrà mai fare. Per chi ha uno zainetto fiscale carico (una vecchia perdita su azioni, un fondo venduto male), i certificati sono di fatto l'unico canale quotato che trasforma le perdite di ieri in minori imposte di oggi, incassando nel frattempo un flusso.

L'aliquota è quella ordinaria del **26 per cento**, su ciò che, dopo compensazione, resta imponibile. E vale un dettaglio da conoscere: l'aliquota resta 26 **qualunque sia il sottostante**. Anche un certificato su BTP o su titoli di Stato esteri sconta il 26, perché fiscalmente si possiede il certificato, non il sottostante. Il 12,5 di favore non attraversa il pacchetto.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Immagina lo zainetto fiscale come un sacco di gettoni-sconto che scadono dopo quattro anni. Le cedole dei BTP e i guadagni degli ETF passano alla cassa dove i gettoni non sono accettati. I certificati passano all'unica cassa che li ritira: ogni premio e ogni guadagno paga prima con i gettoni, e solo l'eccedenza paga in contanti.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM



FIGURA 17 Il percorso fiscale dei proventi dei certificati — Quadro normativo a settembre 2026

12.2 Il distinguo che regge la regola: condizionato o garantito

La regola ha un fondamento preciso che conviene conoscere, perché delimita il campo. Secondo la prassi dell'amministrazione finanziaria, un provento periodico è reddito *diverso* quando è **aleatorio**: quando il suo incasso dipende da una condizione che può non verificarsi, come il sottostante sopra il trigger a una data di osservazione. Se invece il premio è **certo e incondizionato**, promesso comunque vada il mercato, la sua natura torna quella di un interesse: **reddito di capitale**, non compensabile.

È per questo che la quasi totalità dei certificati d'investimento italiani monta premi condizionati, magari con condizioni facilissime (trigger molto profondi): la condizione, oltre al suo ruolo finanziario, **custodisce il regime fiscale**. Per l'investitore la disciplina è una: verificare sulla documentazione (KID e condizioni definitive) che i premi siano formalmente condizionati, e diffidare del venditore che liquida la questione a voce. Sui prodotti misti (un premio garantito iniziale più premi condizionati), i due flussi seguono ciascuno la propria strada, e la banca depositaria li tratta separatamente.

Nel regime **amministrato** (quello di quasi tutti) è la banca a fare i conti: applica le imposte a ogni evento, attinge allo zainetto quando c'è capienza, versa il dovuto. Ma proprio qui si nasconde la variabile più insidiosa dell'intero capitolo, quella che nessuna norma scrive: **non tutte le banche fanno gli stessi conti**. La sezione che segue le va dedicata per intero.

12.3 Lo zainetto al lavoro: i conti della compensazione

Mettiamo i numeri. Un investitore ha in zainetto **8.000 euro di minusvalenze** realizzate nel 2024 vendendo in perdita un fondo azionario: valgono, come credito, fino al 31 dicembre 2028. Sul suo dossier entrano 50.000 euro di un cash collect prudente con premi condizionati del 4 per cento l'anno.

- **Anno 1**: premi per 2.000 euro. Redditi diversi: compensano 2.000 di zainetto. Imposta: zero (invece dei 520 che avrebbero pagato cedole obbligazionarie di pari importo).
- **Anni 2-4**: stesso film, fino ad assorbire gli 8.000. Beneficio cumulato: 8.000 × 26% = **2.080 euro di imposte risparmiate**, circa un punto di rendimento netto in più l'anno (4,16 per cento cumulato in quattro anni) sull'investimento, a parità di tutto.
- **Se poi la barriera cedesse**, con rimborso a 60: la perdita di 20.000 sarebbe a sua volta una minusvalenza (reddito diverso) che ricarica lo zainetto per altri quattro anni, compensabile con i proventi futuri (anche di altri certificati, di azioni, di obbligazioni vendute in guadagno).

Due cautele tengono i conti onesti. Primo: la compensazione recupera **il 26 per cento** della minusvalenza, non la minusvalenza. Chi ha perso 8.000 recupera 2.080, non 8.000: lo zainetto addolcisce le perdite, non le annulla. Secondo: **il fisco non deve scegliere l'investimento**. Un cattivo certificato comprato per il suo regime fiscale resta un cattivo certificato; il regime fiscale sceglie, semmai, *quale* tra due buoni strumenti equivalenti preferire finché lo zainetto pesa.

12.4 L'asimmetria fra le banche: la variabile che nessuna norma scrive

Sulla carta, il percorso fiscale dei premi è uno solo. Nella pratica no: **la normativa non disciplina espressamente il trattamento delle cedole dei certificati**, e in assenza di istruzioni univoche ogni banca depositaria, che nel regime amministrato è il giudice operativo di ogni conteggio, ha sviluppato la propria prassi. Sul mercato convivono due metodi opposti.

Il primo è la **compensazione immediata allo stacco**: la banca tratta il premio come reddito diverso nel momento in cui viene incassato, lo compensa subito con le minusvalenze in zainetto, e lascia invariato il prezzo di carico fiscale del certificato. È il metodo raccontato fin qui, quello su cui poggiano gli esempi della sezione precedente.

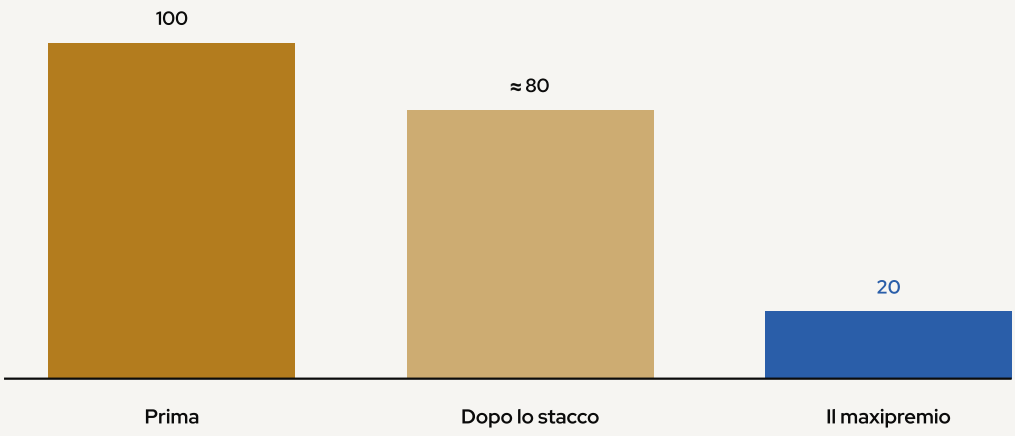
Il secondo è la **compensazione differita**: la banca non tassa (né compensa) il premio all'incasso, ma **decurta il prezzo di carico fiscale** del certificato di pari importo. Il conto col fisco slitta così alla vendita o alla scadenza: solo allora l'intera differenza, comprensiva dei premi via via scomputati, diventa plusvalenza o minusvalenza. Il risultato finale, su tutta la vita dello strumento, tende a coincidere; **i tempi no**, ed è sui tempi che vivono le strategie di compensazione.

La conseguenza più concreta riguarda proprio i maxicedola della prossima sezione: chi li compra a dicembre per assorbire minusvalenze **in scadenza a fine anno** presso una banca che applica il metodo differito scopre, troppo tardi, che il maxipremio non ha compensato nulla: ha solo abbassato il prezzo di carico, rinviando l'effetto fiscale a una vendita che avverrà quando lo zainetto sarà già evaporato. **L'intera strategia funziona o non funziona a seconda della banca su cui è appoggiato il dossier**, a parità di strumento, di norme e di intenzioni.

La disciplina operativa, dunque: **prima** di costruire qualunque strategia fiscale sui certificati, chiedere alla propria banca (per iscritto, o verificandolo sul rendiconto dopo un primo stacco di prova) come tratta i premi: compensazione allo stacco o decurtazione del carico? E dopo ogni stacco rilevante, controllare il prospetto dello zainetto: è l'unico documento che dice, nero su bianco, se la compensazione è avvenuta davvero. Su importi importanti, la verifica preventiva con il proprio consulente e con l'ufficio fiscale della banca non è pignoleria: è la differenza tra una strategia e una speranza.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Due casse dello stesso supermercato, stessi gettoni-sconto, stessa spesa: una cassa ritira i gettoni subito, l'altra li appunta su un foglio e ne terrà conto «alla prossima spesa grossa». Se i gettoni scadono stanotte, alla prima cassa hai risparmiato davvero; alla seconda hai solo consegnato gettoni che domani non varranno più nulla.

MAXICEDOLA · CHE COSA SUCCEDE ALLO STACCO DEL MAXIPREMIO (20%)



Assorbe lo zainetto in scadenza solo se la banca compensa allo stacco: col metodo differito non compensa nulla.
Il valore creato è tempo, non denaro, e va confrontato con i costi impliciti del collocamento.

FIGURA 18 Il meccanismo del maxipremio — Esempio ipotetico

12.5 I maxicedola: la macchina fiscale dichiarata

Il mercato ha prodotto una categoria nata espressamente per lo zainetto: i certificati **maxicedola** (o *maxicoupon*). La struttura: un primo premio molto grande (il 15, il 20, persino il 25 per cento) pagato dopo poche settimane dall'emissione, seguito da premi ordinari piccoli. Lo scopo dichiarato: consegnare in un colpo solo un grosso reddito diverso a chi ha minusvalenze **in scadenza a fine anno**, che altrimenti evaporerebbero. Attenzione a una clausola decisiva: molti maxipremi sono dichiarati **incondizionati**, pagati comunque vada il sottostante. Per la regola dell'aleatorietà posta all'inizio di questo capitolo un premio certo è un reddito di capitale, e sul punto le banche depositarie non fanno gli stessi

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

conti: alcune lo compensano, altre no. Il maxicedola che serve allo zainetto è quello con maxipremio formalmente condizionato (spesso a una soglia bassissima), e anche così la prassi della propria banca va verificata prima, come dice la sezione precedente.

Il meccanismo va capito fino in fondo, perché non è un pasto gratis: il maxipremio non è rendimento, è **restituzione anticipata di valore**. Il giorno dello stacco, il certificato perde in prezzo più o meno quanto ha pagato (come un'azione al distacco del dividendo): chi ha incassato 20 si ritrova un titolo che quota attorno a 80, con una minusvalenza *latente* di pari importo che si materializzerà alla vendita o a scadenza, ricaricando lo zainetto per altri quattro anni. Il gioco, dunque, è un **rinvio**: si brucia lo zainetto in scadenza oggi e se ne genera uno nuovo con scadenza lontana, guadagnando quattro anni di tempo per assorbirlo con calma. Utilissimo, quando serve; ma il valore creato è il tempo, non il denaro, e va confrontato con i costi impliciti del collocamento, che su questi prodotti tendono a essere generosi, perché l'emittente sa di vendere un servizio fiscale, non solo una struttura.

Regola d'ingaggio: i maxicedola si valutano **a dicembre, con lo zainetto alla mano e la calcolatrice** (quanto scade, quanto assorbe il maxipremio, quanto costa il pacchetto) e con la stessa griglia di qualità di ogni altro condizionato: la clausola fiscale non trasforma una barriera fragile in una robusta. E su tutto pesa la verifica della sezione precedente: **con una banca che compensa in via differita, il maxicedola non assorbe lo zainetto in scadenza**. L'intero acquisto perde la sua ragione d'essere prima ancora di essere eseguito.

12.6 Bollo, regimi e successione: il resto del quadro

Il contorno amministrativo ricalca quello delle guide sorelle, con una differenza finale che pesa. L'**imposta di bollo** è la solita: 0,2 per cento l'anno sul controvalore di mercato, addebitata dalla banca. Il **regime amministrato** resta la scelta di default (con i certificati, più che mai): il calcolo di compensazioni e ritenute su premi condizionati in dichiarativo è un mestiere da professionisti, e chi opera su piattaforme estere senza sostituto d'imposta deve metterlo in conto insieme al quadro RW.

La differenza finale riguarda la **successione**: i certificati **non godono di alcuna esenzione**. Entrano nell'attivo ereditario al valore di mercato e concorrono all'imposta, franchigie permettendo. Il confronto con i titoli di Stato, esclusi dall'imposta, aggiunge così un ultimo elemento alla bilancia: per un patrimonio sopra le franchigie e in ottica di passaggio generazionale, il BTP porta in dote un vantaggio successorio che il certificato non ha, un punto che le proposte commerciali non menzionano mai e che una pianificazione seria mette in colonna.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Le regole descritte sono in vigore a settembre 2026. La riforma che avrebbe unificato redditi di capitale e diversi in una categoria unica compensabile, prevista dalla legge delega del 2023, non è stata attuata: la delega è scaduta il 29 agosto 2026 senza quel decreto. Se un giorno tornasse in una nuova legge, ridimensionerebbe proprio il vantaggio competitivo raccontato in questo capitolo: le minusvalenze diventerebbero compensabili con tutto, e i certificati perderebbero l'esclusiva. Un motivo in più per usare lo zainetto finché le regole sono queste, e per non fondare mai su un regime fiscale (mutevole per definizione) una strategia che non starebbe in piedi da sola.

DA RICORDARE

- Tutti i proventi dei certificati, premi condizionati compresi, sono redditi diversi: l'unico reddito periodico quotato che compensa le minusvalenze pregresse.
- Il fondamento è l'aleatorietà: premio condizionato = reddito diverso; premio garantito = reddito di capitale. Si verifica nel KID, non a voce.
- L'aliquota è sempre il 26 per cento, qualunque sia il sottostante: il 12,5 dei titoli di Stato non attraversa il pacchetto.
- La compensazione recupera il 26 per cento della perdita, non la perdita: lo zainetto addolcisce, non annulla. E il fisco non deve scegliere l'investimento.
- La variabile che nessuna norma scrive: ogni banca applica la propria prassi, compensazione allo stacco o decurtazione del prezzo di carico. Va verificata PRIMA, per iscritto o sul rendiconto.
- I maxicedola comprano tempo: bruciano zainetto in scadenza e ne generano uno nuovo quadriennale. Ma con un maxipremio incondizionato, o con una banca che compensa in via differita, non assorbono nulla: la strategia dipende dal dossier, non solo dallo strumento.
- Niente esenzione successoria: sul passaggio generazionale i titoli di Stato conservano un vantaggio che i certificati non hanno.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

13 Le parole **dei certificati.**

Le parole dei certificati, in ordine alfabetico e in italiano piano. Molte arrivano dall'inglese commerciale degli emittenti: qui sono tradotte in ciò che significano davvero per il denaro di chi le incontra.

13.1 A–B

ACEPI. L'associazione italiana degli emittenti di certificati: sua la classificazione in quattro famiglie (protetti, condizionatamente protetti, non protetti, a leva) usata anche in questa guida.

Airbag. Clausola che, violata la barriera, fa partire il conteggio della perdita dalla barriera stessa anziché dallo strike: attutisce il gradino.

Autocall (rimborso anticipato automatico). Estinzione anticipata del certificato se, a una data di osservazione, il sottostante sta sopra il livello previsto. Rende la durata un intervallo e lavora negli scenari favorevoli all'emittente.

Barriera. Il livello del sottostante sotto il quale la protezione condizionata svanisce. *Europea*: osservata solo a scadenza. *Americana* (o continua): osservata sempre, basta un tocco.

Benchmark (tracker). Certificato a replica lineare del sottostante, senza protezioni né premi.

Bonus. Certificato che a scadenza paga almeno un premio prefissato se la barriera ha retto; nella versione *cap*, con un tetto ai guadagni.

13.2 C–D

Cap. Il tetto: livello massimo di rimborso o partecipazione. Rende la struttura più economica rinunciando agli scenari migliori.

Cash collect. Certificato a premi periodici condizionati (di norma con memoria) e barriera a scadenza; quasi sempre con autocall. La struttura più tipica del mercato italiano dei condizionati.

Certificato (investment certificate). Titolo emesso da una banca il cui rimborso segue una formula legata a un sottostante: derivati impacchettati in uno strumento negoziabile. Chi lo compra è creditore dell'emittente.

Condizioni definitive (Final Terms). Il documento del prospetto con ogni dettaglio della singola emissione: livelli, date, convenzioni. Con il KID, la fonte che fa fede.

Costo implicito. La differenza tra prezzo di collocamento e valore teorico del pacchetto (tipicamente 2-5 per cento), dichiarata nel KID alla voce costi di ingresso.

Digitale. Certificato che paga premi fissi al verificarsi di una condizione (sottostante sopra una soglia), tutto-o-niente.

Discount. Certificato che compra il sottostante a sconto in cambio di un tetto ai guadagni: utile nei mercati piatti.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

13.3 E–L

Effetto memoria. I premi condizionati mancati non si perdono: si accumulano e vengono pagati tutti alla prima osservazione favorevole. Recupera premi, non capitale.

Emittente. La banca che emette il certificato e ne firma le promesse. Il suo fallimento travolge la formula: il rischio che precede ogni altro.

Equity protection. Certificato a capitale protetto: a scadenza restituisce almeno la percentuale prefissata del nominale, più una partecipazione ai rialzi.

Express. Certificato costruito attorno all'autocall: se il sottostante sta sopra il livello alla data di osservazione, rimborsa in anticipo con premio.

KID. Il documento delle informazioni chiave: tre pagine standardizzate con struttura, scenari di performance, rischi e costi. La prima lettura obbligatoria, e spesso l'ultima necessaria.

Knock-out. Nei certificati a leva, l'estinzione immediata e definitiva dello strumento al tocco della barriera.

Leva fissa. Certificato che replica ogni giorno un multiplo della variazione giornaliera del sottostante; il reset quotidiano ne erode il valore nei mercati altalenanti.

13.4 M–R

Market maker. L'operatore (di norma l'emittente stesso) obbligato a esporre prezzi di acquisto e vendita sul certificato: garantisce la liquidità e, di fatto, fa il prezzo.

Maxicedola (maxicoupon). Maxi-premio iniziale (15-25 per cento) pensato per assorbire minusvalenze in scadenza: restituzione anticipata di valore, non rendimento. Assorbe lo zainetto solo se è condizionato e se la banca compensa allo stacco: la prassi va verificata prima.

Mini future. Certificato a leva con livello di finanziamento e knock-out, senza scadenza prefissata; la leva varia col sottostante.

Osservazione (data di). Il giorno in cui il sottostante viene fotografato per decidere premi, autocall o barriera. Tra un'osservazione e l'altra, per molte strutture, conta la fotografia e non il film.

Outperformance. Certificato che amplifica i soli rialzi del sottostante (partecipazione sopra il 100 per cento), discese alla pari.

Partecipazione. La percentuale dei movimenti del sottostante riconosciuta al portatore.

Premio (cedola condizionata). Il pagamento periodico subordinato a una condizione: fiscalmente reddito diverso, compensabile (la caratteristica distintiva dello strumento).

Quanto. Clausola che neutralizza il cambio nei certificati su sottostanti in valuta estera: si paga in rendimento, si incassa in tranquillità valutaria.

13.5 S–Z

SeDeX e Cert-X. I due mercati di Borsa Italiana dove i certificati quotano: negoziazione continua con market maker obbligato.

Sottostante. L'attività da cui dipende la formula: azione, indice, paniere, materia prima. Il rischio del certificato è il suo, filtrato dalle clausole.

Step-down. Livello di autocall decrescente nel tempo: rende il rimborso anticipato via via più probabile. Clausola di favore per il portatore.

Strike (valore iniziale). Il prezzo del sottostante fotografato all'emissione: la base da cui si calcolano barriere, trigger e performance.

Trigger. La soglia che condiziona il pagamento del premio: può coincidere con la barriera o essere più alta.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Turbo. Certificato a leva con knock-out: replica amplificata del sottostante sopra (long) o sotto (short) il livello di finanziamento.

Zainetto fiscale. Il credito da minusvalenze pregresse, valido fino al quarto anno successivo: i proventi dei certificati sono l'unico reddito periodico quotato che può assorbirlo (le plusvalenze da vendita lo assorbono, ma non sono un flusso), con tempi e modi che dipendono dalla prassi della banca depositaria.

Worst of. Nei panieri, la clausola per cui conta solo il sottostante peggiore: moltiplica premi e rischio insieme. La clausola più importante e meno compresa del mercato.

DA RICORDARE

- I nomi commerciali cambiano, le clausole no: barriera, trigger, memoria, autocall, worst of descrivono ogni prodotto meglio di qualsiasi brochure.
- Quando una parola frena, la risposta è qui; quando la risposta non basta, fanno fede il KID e le condizioni definitive.
- Nessun glossario sostituisce il test delle due frasi: sapere dire in quali scenari si perde, e quanto.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

CONGEDO

Le formule sono **solo l'inizio.**

Questa guida finisce qui; le decisioni, no. Un certificato è una formula scritta da altri, e ora sai leggerla. Ma una formula letta bene non è ancora una scelta: diventa qualcosa soltanto al servizio di un progetto, con un compito preciso, una taglia giusta e un confronto vinto contro l'alternativa semplice.

Se leggendo sono emerse domande sulla tua situazione (se quel prodotto in portafoglio va tenuto o venduto, quanto vale davvero il tuo zainetto fiscale, quale posto possono avere questi strumenti accanto a obbligazioni ed ETF), è il segnale che la parte più utile del lavoro comincia adesso.

Un colloquio riservato, senza impegno, è il modo più semplice per capirlo insieme. I contatti sono nell'ultima pagina.

Massimiliano Silla

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

AVVERTENZE

Da leggere, **prima di decidere.**

Questa guida ha uno scopo esclusivamente educativo e informativo. Non costituisce consulenza in materia di investimenti, raccomandazione personalizzata, sollecitazione al pubblico risparmio né offerta di strumenti finanziari. Le decisioni di investimento vanno prese solo dopo una valutazione della propria situazione personale (obiettivi, orizzonte temporale, capacità di sostenere le perdite), se necessario con l'assistenza di un professionista.

Il capitale investito è a rischio. Il valore di qualsiasi investimento può diminuire così come aumentare; la performance passata non è indicativa di quella futura. I certificati a capitale condizionatamente protetto possono comportare perdite pari a quelle del sottostante; gli strumenti a leva possono azzerarsi ed è possibile perdere rapidamente l'intero capitale investito: non sono adatti alla generalità dei risparmiatori.

I dati e le regole citati sono aggiornati a settembre 2026, salvo diversa indicazione. La normativa, in particolare quella fiscale, cambia nel tempo: prima di ogni decisione conviene verificare che il quadro descritto sia ancora attuale. I dati di mercato provengono da fonti pubbliche ritenute affidabili (ACEPI, Borsa Italiana, autorità di vigilanza), che tuttavia non vengono garantite.

Nessun emittente o prodotto specifico viene raccomandato in questa guida; strutture e clausole sono descritte in forma generica. Gli esempi numerici sono ipotetici e servono solo a illustrare i meccanismi descritti. Le fotografie delle pagine di parte provengono da Wikimedia Commons (licenze CC0 e pubblico dominio).

© 2026 Massimiliano Silla. Tutti i diritti riservati. Testi, grafici e impaginazione di questa guida sono opera dell'autore. Ne è benvenuta la condivisione, purché nella versione integrale e invariata, con l'attribuzione a Massimiliano Silla (massimilianosilla.com). Non sono consentiti la modifica, l'estrazione di parti, la rimozione dei riferimenti all'autore né il riuso commerciale senza autorizzazione scritta: info@massimilianosilla.com.

CONTATTI

Parliamo
del tuo patrimonio.

Roma	Viale dell'Arte 25 00144 Italia	T +39 06 9670 1880
Milano	Via San Raffaele 1 20121 Italia	T +39 02 3035 6801
Torino	Corso Valdocco 2 10128 Italia	T +39 011 089 1164
Ginevra	Place de la Fusterie 12 1204 Svizzera	Sede di rappresentanza Su appuntamento

EMAIL
info@massimilianosilla.com

SITO
massimilianosilla.com

LINKEDIN
in/massimiliano-silla

Un primo colloquio riservato, senza impegno,
per capire da dove partire.

Massimiliano Silla · Consulente Finanziario Indipendente CFP®
Delibera OCF n. 2425 del 19/03/2024 · P.IVA 10577390585