

MASSIMILIANO SILLA

MULTI FAMILY OFFICE

Capire le **obbligazioni.**

BOT, BTP, corporate e reddito fisso spiegati bene: come si leggono prezzo e rendimento, quali rischi contano davvero e come li tratta il fisco italiano. Una guida indipendente per chi investe.

STATO SOCIETARIE SPECIALI

EDIZIONE · SETTEMBRE 2026

MASSIMILIANOSILLA.COM

PERCHÉ QUESTA GUIDA

Il mestiere di prestare, **spiegato davvero.**

Le obbligazioni (i titoli con cui Stati, banche e imprese chiedono denaro in prestito ai risparmiatori) formano il mercato finanziario più grande del mondo: oltre centosessantamila miliardi di dollari, ancora più dell'intero mercato azionario. Con il ritorno dei tassi, milioni di italiani sono tornati a comprarle; ma dietro l'apparenza domestica di una cedola si nascondono meccanismi (il rendimento effettivo, il rateo, la duration, i ranghi di rimborso) che quasi nessuno ha mai spiegato loro per bene.

Questa guida nasce per colmare quel divario: raccontare in italiano piano, senza dare nulla per scontato, che cosa possiedi davvero quando possiedi un'obbligazione, perché il suo prezzo si muove se la promessa è fissa, quanto può oscillare e come si misura, quali firme e quali clausole meritano fiducia, e che cosa succede quando arriva il momento di fare i conti con il fisco.

È una guida indipendente: non promuove alcun prodotto, non nomina emittenti privati, non sostituisce una consulenza personalizzata. Fornisce le fondamenta, quelle che ogni investitore dovrebbe avere prima di decidere.

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 delle obbligazioni 6

02 L'anatomia di un'obbligazione 11

03 Prezzo e rendimento 16

04 La duration 21

PARTE SECONDA · GLI EMITTENTI

05 I titoli di Stato italiani 26

06 Le obbligazioni societarie 31

07 Rating e rischio di credito 36

08 Obbligazioni speciali: subordinate, perpetue, strutturate 41

PARTE TERZA · L'USO CONSAPEVOLE

09 Comprare obbligazioni in pratica 47

10 I rischi da conoscere 51

11 Strategie e portafoglio 56

12 La fiscalità delle obbligazioni per l'investitore italiano 61

13 Glossario essenziale 66

Avvertenze 71

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Il mercato più grande, **in sei numeri.**

oltre **160** mila mld $

Il valore dei titoli di debito in circolazione nel mondo: ancora più dell'intero mercato azionario, per quanto di poco.

XII secolo

A Venezia i primi prestiti pubblici documentati: è anche uno dei mercati più antichi del mondo.

oltre **3.000** mld €

Il debito pubblico italiano, in larga parte in titoli negoziabili: BOT, BTP e le loro varianti.

18,3 mld €

La raccolta del BTP Valore di marzo 2024 (collocamento dal 26 febbraio al 1° marzo): il record per un singolo collocamento destinato ai risparmiatori.

12,5%

L'aliquota sui rendimenti dei titoli di Stato e sovranazionali, contro il 26 per cento ordinario.

1.000 €

Il taglio minimo dei titoli di Stato italiani sul MOT: un mercato costruito anche per il risparmiatore.

Fonti: SIFMA, 2026; Banca d'Italia e MEF, 2025; Borsa Italiana. Valori arrotondati. La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può perdere valore.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM



I

PARTE PRIMA · CAPITOLI 1–4

Le **fondamenta.**

Che cosa significa possedere un'obbligazione: il prestito e le sue parti, la legge che lega i prezzi ai tassi, e la duration, il numero che dice in anticipo quanto un titolo può oscillare.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

01 Un prestito, **nero su bianco.**

Prima degli strumenti, il concetto: un'obbligazione è un prestito messo per iscritto. Questo capitolo racconta chi chiede denaro in prestito ai risparmiatori, perché lo fa, quanto è grande questo mercato (il più grande del mondo) e in che cosa prestare differisce, profondamente, dal possedere.

1.1 Che cos'è un'obbligazione

Un'obbligazione è, nella sua essenza, un **prestito**. Chi la emette (uno Stato, una banca, un'impresa) sta chiedendo denaro in prestito; chi la compra sta prestando il proprio. In cambio, l'emittente assume per iscritto due impegni precisi: restituire il capitale a una **data di scadenza** stabilita e pagare, lungo la strada, un compenso periodico chiamato **cedola**.

La parola stessa lo dice: chi emette il titolo si *obbliga*. È la differenza più profonda rispetto a un'azione, dove nessuno promette nulla. Il documento che fissa questi impegni (importo, scadenza, cedola, clausole) è il **regolamento del prestito**: tutto ciò che l'investitore ha diritto di attendersi sta scritto lì, prima ancora dell'acquisto.

Un'obbligazione, però, non è un contratto privato tra due persone: è un titolo **negoziabile**, suddiviso in tagli standard e, nella maggior parte dei casi, quotato su un mercato. Chi l'ha comprata non deve attendere la scadenza per rientrare del proprio denaro: può rivenderla ad altri, al prezzo che il mercato esprime in quel momento. È questa doppia natura (promessa rigida da un lato, prezzo mobile dall'altro) a rendere le obbligazioni più interessanti, e più insidiose, di quanto la parola «prestito» lasci immaginare.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Immagina di prestare 1.000 euro a un vicino, con una scrittura firmata: me li restituisci fra cinque anni e ogni anno mi paghi 30 euro di interessi. Un'obbligazione è esattamente questo, con una differenza: quella scrittura puoi rivenderla ad altri, anche domani, a un prezzo che dipenderà da quanto quella promessa vale sul mercato in quel momento.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM



FIGURA 1 Chi emette obbligazioni — Schema illustrativo

1.2 Chi emette obbligazioni, e perché

Dietro ogni obbligazione c'è qualcuno che ha bisogno di capitali. I **governi** sono i più grandi emittenti del mondo: finanziano così la parte di spesa pubblica che le entrate fiscali non coprono. In Italia questi titoli (BOT, BTP e le loro varianti) formano da soli la parte preponderante del debito pubblico, e li incontreremo da vicino nel capitolo 5.

Accanto agli Stati emettono gli **enti sovranazionali** (istituzioni come la Banca Europea per gli Investimenti o la Banca Mondiale, create da più governi insieme), che raccolgono capitali per finanziare progetti di sviluppo e infrastrutture. Il loro merito di credito è tra i più alti in assoluto, e il fisco italiano li tratta con lo stesso riguardo dei titoli di Stato.

Poi ci sono le **banche**, per le quali emettere debito è parte del mestiere stesso, e le **imprese**: una società che deve costruire uno stabilimento o rifinanziare un debito può chiedere i capitali al sistema bancario oppure direttamente ai mercati, emettendo obbligazioni *societarie* (capitolo 6). Infine gli **enti territoriali** (regioni, comuni), che in Italia hanno un ruolo marginale ma esistono.

Per chi investe, la distinzione non è accademica: **l'emittente è il rischio**. La stessa struttura (cedola, scadenza, rimborso) vale un prezzo molto diverso a seconda della firma che c'è sotto.

1.3 Un mercato più grande della borsa

Il mercato obbligazionario è il più grande mercato finanziario del mondo. A fine 2025 il valore dei titoli di debito in circolazione superava i **160 mila miliardi di dollari**: ancora più dell'intero mercato azionario mondiale, per quanto il divario si sia ridotto. È anche uno dei più antichi: i primi prestiti pubblici documentati risalgono alla Venezia del XII secolo, quando la Repubblica raccoglieva denaro dai cittadini per finanziare le proprie campagne, riconoscendo un interesse annuo.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Nonostante le dimensioni, per decenni questo mercato è rimasto sullo sfondo: con i tassi vicini allo zero degli anni Dieci, le cedole erano così magre che molti risparmiatori se ne erano allontanati. Il rialzo dei tassi cominciato nel 2022 ha rovesciato la scena: le obbligazioni sono tornate a offrire rendimenti che non si vedevano da oltre un decennio, e milioni di italiani sono tornati a comprarle; spesso, però, con una memoria arrugginita dei loro meccanismi.

L'Italia, in questo panorama, è un caso particolare: il suo debito pubblico ha superato i **tremila miliardi di euro**, i suoi titoli di Stato sono tra i più scambiati d'Europa, e il suo mercato obbligazionario al dettaglio (il MOT di Borsa Italiana) è tra i più sviluppati del mondo. Poche altre piazze permettono a un risparmiatore privato di comprare e vendere obbligazioni con la stessa facilità con cui compra un'azione.



FIGURA 2 Obbligazioni e azioni: le dimensioni

Fonte: SIFMA, 2026; valori a fine 2025, arrotondati

1.4 Creditori e soci: obbligazioni e azioni a confronto

Chi compra un'azione diventa **socio**: partecipa alle fortune dell'impresa, senza alcuna promessa di restituzione. Chi compra un'obbligazione diventa **creditore**: non partecipa agli utili, ma ha un diritto contrattuale a cedole e rimborso. Sono due posizioni giuridiche opposte, e ogni differenza pratica discende da qui.

La prima riguarda l'**ordine di rimborso**. Se le cose vanno male e l'emittente fallisce, i creditori vengono prima dei soci: gli obbligazionisti recuperano quel che c'è da recuperare, gli azionisti raccolgono ciò che eventualmente resta, spesso nulla. La seconda riguarda il **tetto ai guadagni**: l'azionista di un'impresa che decolla può moltiplicare il proprio capitale; l'obbligazionista, al meglio, incassa le cedole promesse e il rimborso, mai di più. Rischio e rendimento restano fratelli anche qui.

La terza differenza è la **prevedibilità**. Un'obbligazione detenuta fino alla scadenza ha un percorso noto in anticipo, salvo il fallimento dell'emittente: date e importi sono scritti nel regolamento. È ciò che rende questi strumenti la spina dorsale di ogni pianificazione: si può far coincidere una scadenza con una spesa futura (l'università di un figlio, l'acquisto di una casa) con una precisione che nessuna azione può offrire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

IN PAROLE SEMPLICI

Socio e creditore siedono a due tavoli diversi. Il socio ha una fetta della torta: se la torta cresce, la sua fetta cresce con lei; se brucia in forno, la fetta sparisce. Il creditore ha una ricevuta: gli spetta una somma precisa, né più né meno, e in caso di guai viene servito per primo.

1.5 Cinque buone ragioni (e un avvertimento)

Perché un risparmiatore dovrebbe conoscere le obbligazioni? Cinque ragioni su tutte.

- **Reddito prevedibile.** Le cedole arrivano a date note, in importi noti (o calcolabili): per chi vive anche di rendite finanziarie, è la materia prima della pianificazione.
- **Scadenza certa.** Salvo default, il capitale torna a una data scritta: nessun altro strumento quotato offre questa proprietà.
- **Rischio graduabile.** Dalla solidità di un emittente sovranazionale al rendimento aggressivo di un'impresa indebitata, la gamma è continua: ciascuno può scegliere il punto che sopporta.
- **Diversificazione.** In molte fasi di mercato i prezzi delle obbligazioni di qualità si muovono in direzione diversa dalle azioni, attutendo gli scossoni del portafoglio complessivo.
- **Fiscalità di favore**, in Italia, per i titoli pubblici: aliquota ridotta e esenzione dall'imposta di successione (capitolo 12).

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

E l'avvertimento: **obbligazione non significa sicurezza**. Il 2022 lo ha ricordato a tutti: il rialzo dei tassi fece perdere agli indici obbligazionari globali oltre il dieci per cento, il peggior anno della loro storia recente. Un'obbligazione può perdere valore perché i tassi salgono, perché l'emittente vacilla, perché l'inflazione ne erode il potere d'acquisto. Il resto di questa guida serve esattamente a capire quando, perché, e quanto.

DA RICORDARE

- Un'obbligazione è un prestito in forma di titolo: l'emittente si impegna a pagare cedole e a restituire il capitale a scadenza.
- L'emittente è il rischio: la stessa struttura vale prezzi diversi a seconda della firma (Stato, sovranazionale, banca o impresa).
- È il mercato finanziario più grande del mondo: oltre 160 mila miliardi di dollari, più dell'intero mercato azionario.
- L'obbligazionista è creditore, non socio: viene rimborsato prima degli azionisti, ma i suoi guadagni hanno un tetto.
- Prevedibilità non significa sicurezza: tassi, inflazione e merito di credito possono muovere il valore, anche molto.

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

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

02 Quattro numeri, **un contratto.**

Valore nominale, cedola, scadenza, prezzo: quattro numeri bastano a descrivere quasi tutto di un'obbligazione. Questo capitolo li smonta uno per uno, insieme al calendario dei flussi, alle cedole fisse e variabili e a quel documento, il regolamento, dove ogni promessa è scritta.

2.1 Il valore nominale: la cifra su cui tutto si calcola

Ogni obbligazione nasce con un **valore nominale** (o facciale): è l'importo che l'emittente si impegna a restituire a scadenza, e la base su cui si calcolano le cedole. Non va confuso con quanto l'obbligazione *costa*: il prezzo di mercato può stare sopra o sotto il nominale, come vedremo nel capitolo 3.

Il nominale definisce anche il **taglio minimo**, cioè il gradino più piccolo con cui si può comprare. I titoli di Stato italiani hanno tagli da mille euro, pensati per il pubblico dei risparmiatori; molte obbligazioni societarie ed emissioni bancarie destinate agli istituzionali partono invece da centomila euro: una soglia che, di fatto, decide chi può sedersi al tavolo. È un dettaglio da controllare per primo: un titolo interessante con taglio da centomila euro semplicemente non esiste, per la maggior parte dei portafogli.

Per convenzione, i prezzi delle obbligazioni si esprimono **in percentuale del nominale**, con base 100. Un prezzo di 98 significa: il 98 per cento del valore facciale (980 euro per un taglio da mille). Sotto 100 si dice che il titolo quota *sotto la pari*, sopra 100 *sopra la pari*, a 100 *alla pari*. Questa convenzione rende confrontabili obbligazioni di ogni taglia: da qui in avanti, ogni prezzo di questa guida è espresso così.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Il valore nominale è come la cifra scritta su una banconota: dice quanto vale il pezzo di carta alla fine del gioco, non quanto qualcuno è disposto a pagartelo oggi. Se una banconota da 100 fosse rivendibile, nei giorni buoni la pagherebbero 102, nei giorni cattivi 95; ma alla cassa finale varrà sempre 100.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

2.2 La cedola: il compenso del prestito

La **cedola** è l'interesse periodico che l'emittente paga a chi detiene il titolo. Si esprime come percentuale annua del valore nominale: un'obbligazione con cedola del 4 per cento su un taglio da mille euro paga 40 euro l'anno. Il nome viene dai tagliandi che, ai tempi dei titoli di carta, si staccavano fisicamente dal certificato per incassare l'interesse allo sportello.

Il calendario varia: i BTP italiani pagano **ogni sei mesi** (due cedole da 20 euro, nell'esempio), come i titoli del Tesoro americano; molte obbligazioni societarie europee una volta l'anno; i titoli a tasso variabile spesso ogni trimestre. A parità di tasso annuo, incassare più spesso è marginalmente meglio: il denaro arriva prima e può essere reinvestito.

Attenzione a un equivoco frequente: **la cedola non è il rendimento**. Un titolo con cedola del 4 per cento comprato a 105 rende meno del 4; comprato a 95, di più, perché a scadenza il rimborso avviene comunque a 100. La cedola dice solo quanto denaro arriva ogni anno; il rendimento, che tiene conto anche del prezzo pagato, è il protagonista del prossimo capitolo. Confondere i due numeri è l'errore più classico di chi sceglie un'obbligazione «perché ha la cedola alta».

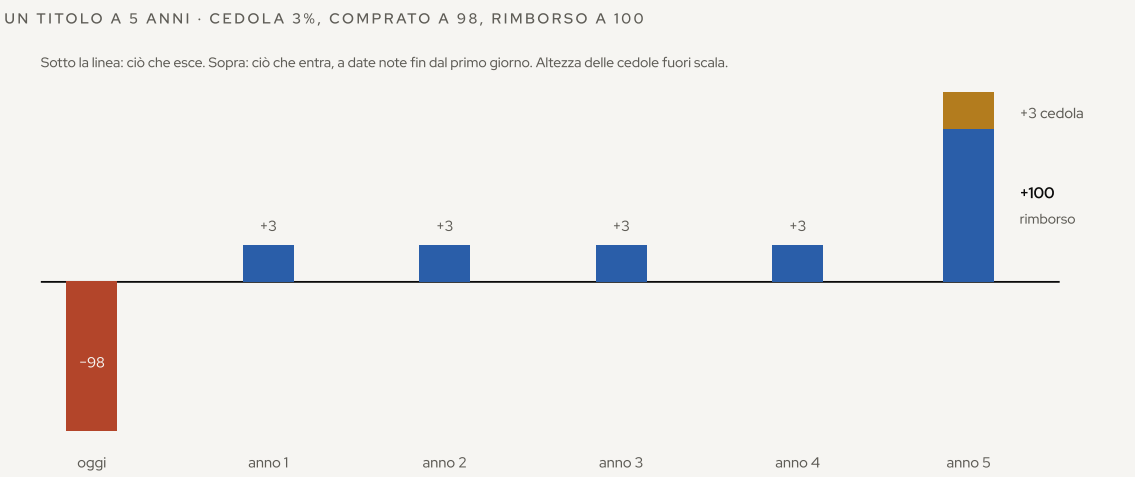


FIGURA 3 I flussi di cassa di un'obbligazione — Esempio ipotetico a fini illustrativi

2.3 Cedola fissa, variabile, zero: tre modi di pagare

Non tutte le cedole sono uguali, e la differenza pesa. La forma più diffusa è il **tasso fisso**: la cedola è stabilita all'emissione e non cambia mai, qualunque cosa facciano i mercati. È la formula dei BTP: massima prevedibilità dei flussi, ma, come vedremo, massima sensibilità del prezzo ai movimenti dei tassi.

Le obbligazioni a **tasso variabile** agganciano invece la cedola a un parametro che si aggiorna nel tempo: tipicamente un tasso di mercato come l'Euribor, più un margine fisso. Quando i tassi salgono, le cedole future salgono con loro; quando scendono, si sgonfiano. In cambio di questa incertezza sui

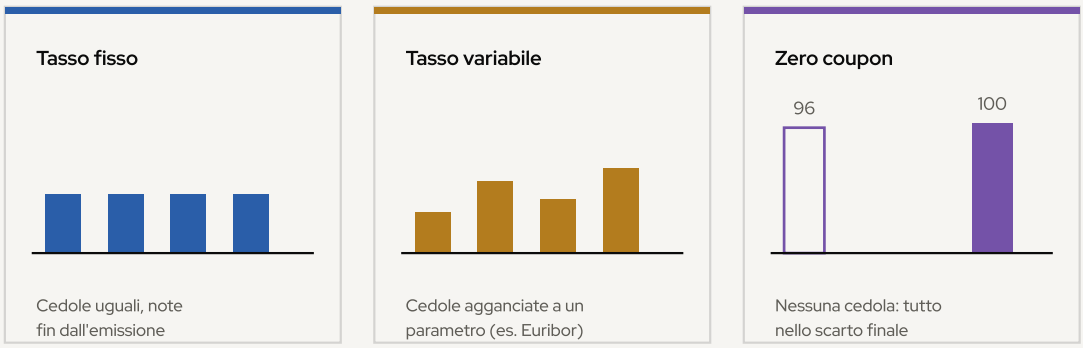
© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

flussi, il prezzo del titolo resta molto più stabile. In Italia la famiglia è rappresentata dai CCT, agganciati all'Euribor a sei mesi.

All'estremo opposto stanno le obbligazioni **senza cedola** (gli *zero coupon*, come i BOT): non pagano nulla lungo la strada. Si comprano sotto la pari e si incassa il nominale a scadenza: tutto il rendimento sta nella differenza, chiamata **scarto di emissione**. Un titolo comprato a 96 che rimborsa 100 ha reso quel 4 di scarto, senza che sia mai transitata una cedola.

Esistono infine varianti più elaborate: cedole crescenti (*step-up*), cedole legate all'inflazione, cedole condizionate, che rimandiamo ai capitoli 5 e 8.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Tre modi di farsi pagare un affitto: a canone fisso, bloccato per tutta la durata del contratto; a canone agganciato all'inflazione, che si aggiorna ogni anno; oppure nessun canone, ma un inquilino che a fine contratto ti riconsegna la casa insieme a un assegno concordato fin dall'inizio. I flussi sono diversi, il mestiere è lo stesso.



Tre modi di pagare lo stesso mestiere: i flussi cambiano, e con loro la sensibilità ai tassi (capitolo 4).

FIGURA 4 Tre modi di pagare: fisso, variabile, zero coupon — Schema illustrativo

2.4 La scadenza: quando il prestito finisce

La **scadenza** è la data in cui l'emittente rimborsa il nominale e il prestito si estingue. Le durate coprono ogni orizzonte: dai BOT a tre, sei e dodici mesi, ai BTP che arrivano a trenta e persino cinquant'anni, fino alle obbligazioni *perpetue* (senza scadenza alcuna) che incontreremo tra gli strumenti speciali del capitolo 8.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Il mercato usa una classificazione di comodo: **breve termine** fino a un paio d'anni, **medio** fino a cinque-sette, **lungo** oltre. Non è una tassonomia oziosa: la durata residua è il primo motore del rischio di un'obbligazione. Più la scadenza è lontana, più a lungo la promessa resta esposta a tutto ciò che può cambiare (i tassi, l'inflazione, la salute dell'emittente) e più il prezzo oscilla nel frattempo. Il capitolo 4 darà a questa intuizione un nome e un numero: la duration.

Una precisazione importante: la scadenza è il giorno in cui il prestito finisce, **non l'unico giorno in cui si può uscire**. Un'obbligazione quotata si può vendere in qualsiasi momento, al prezzo di mercato. La scadenza garantisce il rimborso a 100; l'uscita anticipata avviene al prezzo del giorno, che può essere maggiore o minore di quanto si è pagato. Chi compra un titolo trentennale non sta rinchiudendo il denaro per trent'anni: sta accettando che, prima della scadenza, il valore di uscita non è garantito.

2.5 Il regolamento: dove ogni promessa è scritta

Tutti i numeri visti finora (nominale, cedola, calendario, scadenza) vivono in un documento: il **regolamento del prestito**, parte del prospetto di emissione. È la carta d'identità giuridica del titolo, e contiene anche ciò che i numeri non dicono: la **valuta** di denominazione, il grado di **subordinazione** (chi viene pagato prima di chi, in caso di guai), le eventuali **clausole di rimborso anticipato** a favore dell'emittente, le garanzie, la legge applicabile.

Nessuno pretende che un risparmiatore legga cento pagine di prospetto. Ma le informazioni essenziali sono riassunte in due strumenti accessibili: la **scheda prodotto** (per i titoli collocati al pubblico, il documento contenente le informazioni chiave) e, per i titoli quotati, la scheda dello strumento sul sito di Borsa Italiana. Cinque minuti su questi documenti rispondono alle domande che contano: chi emette, quanto paga, quando scade, con quale grado di protezione, in quale valuta.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Un codice merita di essere conosciuto: l'**ISIN**, la sigla di dodici caratteri che identifica univocamente ogni titolo (per l'Italia comincia con IT). Due obbligazioni dello stesso emittente possono avere condizioni completamente diverse: l'unico modo per essere certi di parlare del titolo giusto (con la banca, col consulente, con un motore di ricerca) è usare il suo ISIN, non il suo nome.

DA RICORDARE

- Il valore nominale è la base di ogni calcolo: i prezzi si esprimono in percentuale, con 100 come pari.
- La cedola non è il rendimento: dice quanto arriva ogni anno, non quanto frutta il capitale investito al prezzo pagato.
- Tasso fisso, tasso variabile e zero coupon distribuiscono lo stesso mestiere su flussi diversi, con rischi diversi.
- La scadenza garantisce il rimborso a 100; prima di quella data si esce al prezzo di mercato, non a un valore garantito.
- Il regolamento del prestito contiene ciò che i numeri non dicono: subordinazione, clausole di richiamo, valuta. L'ISIN identifica il titolo senza ambiguità.

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

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

03 Tassi su, **prezzi giù.**

È la legge fondamentale di questo mercato, e la meno intuitiva: quando i tassi salgono, i prezzi delle obbligazioni scendono. Questo capitolo la spiega da vicino, insieme al rendimento a scadenza (il solo numero che permette di confrontare due titoli), al rateo e alla curva dei rendimenti.

3.1 Perché il prezzo si muove, se la promessa è fissa

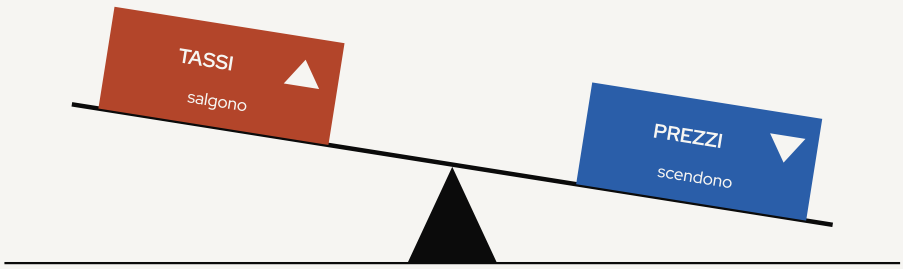
La promessa di un'obbligazione a tasso fisso non cambia mai: stesse cedole, stesso rimborso, stesse date. Eppure il suo prezzo si muove ogni giorno. Come è possibile?

La risposta sta nel confronto con le alternative. Supponi di possedere un titolo che paga il 3 per cento l'anno, comprato alla pari. Se domani i tassi di mercato salgono e i titoli nuovi, appena emessi, offrono il 4 per cento, chi mai comprerebbe il tuo al prezzo pieno? Per venderlo dovrai **scontarlo**: abbassarne il prezzo finché il suo rendimento complessivo (cedole più guadagno sul prezzo) non eguaglia quel 4 per cento che il mercato ormai pretende. Se invece i tassi scendono al 2, il tuo 3 per cento diventa merce rara, e il prezzo sale sopra la pari.

È tutta qui la **relazione inversa** tra tassi e prezzi: **tassi su, prezzi giù; tassi giù, prezzi su**. Non è un difetto di funzionamento né un'anomalia: è aritmetica. Il prezzo è la manopola che riporta continuamente le promesse vecchie in equilibrio con le condizioni nuove. E vale in ogni istante, anche se non si vende: l'estratto conto di chi deteneva BTP lunghi nel 2022, quando i tassi salirono con violenza, lo ha mostrato senza sconti.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Pensa a un contratto d'affitto firmato a canone bloccato per dieci anni. Se nel quartiere gli affitti raddoppiano, quel contratto, per l'inquilino, diventa un piccolo tesoro rivendibile; se gli affitti crollano, diventa una zavorra da cui uscire pagando. Il contratto non è cambiato di una virgola: è cambiato il mondo intorno, e con lui il valore del contratto.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM



E a tassi in discesa, l'altalena pende dall'altra parte: i prezzi salgono.

FIGURA 5 La relazione inversa tra tassi e prezzi — Schema illustrativo

3.2 Il rendimento a scadenza: l'unico metro che conta

Se la cedola non basta a dire quanto frutta un titolo, che cosa lo dice? Il **rendimento effettivo a scadenza** (in inglese *yield to maturity*): il tasso annuo che si ottiene comprando il titolo al prezzo di oggi, incassando tutte le cedole future e ricevendo il rimborso a 100, con l'ipotesi di reinvestire le cedole allo stesso tasso.

Il rendimento a scadenza mette insieme i tre ingredienti che la sola cedola ignora: **il prezzo pagato** (comprare a 95 o a 105 cambia tutto), **il tempo residuo** (quel guadagno o quella perdita in conto capitale si spalma sugli anni che mancano) e **il flusso delle cedole**. Due esempi rendono l'idea: un titolo con cedola 2 per cento comprato a 92 a cinque anni dalla scadenza rende circa il 3,8; un titolo con cedola 5 comprato a 108 sugli stessi cinque anni rende circa il 3,2. La cedola più alta era il titolo meno redditizio.

Da qui una regola pratica: **si confrontano i rendimenti, mai le cedole**. Ogni scheda titolo su Borsa Italiana, ogni piattaforma di banca riporta il rendimento effettivo a scadenza calcolato sul prezzo corrente: è quel numero (lordo o netto d'imposta, e conviene sempre verificare quale dei due si sta leggendo) l'unico metro con cui due obbligazioni diverse possono essere messe sulla stessa bilancia.

3.3 Corso secco, corso tel quel e il rateo

Chi guarda per la prima volta il prezzo di un'obbligazione incontra una sorpresa contabile. Il prezzo esposto sul mercato, il **corso secco**, non è quello che si paga davvero. Al momento dell'acquisto si aggiunge il **rateo**: la frazione di cedola maturata dall'ultimo stacco a oggi, che spetta a chi vende.

La logica è di pura equità. La cedola viene pagata, per intero, a chi possiede il titolo alla data di stacco: se compri un BTP quattro mesi dopo l'ultima cedola semestrale, fra due mesi incasserai sei mesi di interessi avendone «meritati» solo due. I quattro mesi maturati dal venditore glieli riconosci in sede di

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

acquisto, appunto come rateo. Il prezzo tutto compreso, corso secco più rateo, si chiama **corso tel quel**, ed è la cifra che esce davvero dal conto.

Quotare a corso secco, tenendo il rateo fuori dal prezzo, non è un vezzo: serve a rendere il prezzo **leggibile**. Il rateo cresce ogni giorno e crolla a zero a ogni stacco: se fosse incluso, ogni obbligazione mostrerebbe un profilo a dente di sega anche a mercati fermi. Il corso secco, depurato da questa meccanica, si muove solo quando si muovono tassi e merito di credito; ed è per questo il prezzo che si guarda. Fanno eccezione gli zero coupon, BOT compresi: non avendo cedole non hanno rateo, e quotano direttamente tel quel.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> È come subentrare in un abbonamento annuale a metà anno: chi esce ha già pagato mesi che non userà, e chi entra glieli rimborsa alla firma. Nessuno ci guadagna né ci perde: ciascuno paga esattamente i mesi suoi.



FIGURA 6 Corso secco, rateo e corso tel quel — Esempio ipotetico

3.4 La curva dei rendimenti: il tempo ha un prezzo

Mettiamo ora in fila, per uno stesso emittente, i rendimenti a ogni scadenza: tre mesi, due anni, dieci, trenta. Il disegno che ne esce si chiama **curva dei rendimenti**, ed è una delle immagini più osservate della finanza.

Nella sua forma **normale** la curva sale: le scadenze lunghe rendono più delle brevi, perché chi immobilizza il denaro più a lungo, esponendolo più a lungo a inflazione e imprevisti, pretende un premio. Ma la curva può anche **appiattirsi**, o addirittura **invertirsi**: accade quando i tassi a breve, spinti in alto dalle

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

banche centrali per raffreddare l'inflazione, superano i rendimenti lunghi, che incorporano già l'attesa di tassi futuri più bassi. È successo, vistosamente, tra il 2022 e il 2023.

Per chi investe, la curva è un cruscotto pratico. Dice **quanto paga davvero l'attesa**: se allungare la scadenza di cinque anni aggiunge pochi decimali di rendimento, quel rischio in più è mal remunerato; se la curva è ripida, l'allungamento rende. E ricorda una verità scomoda: il rendimento facile del parcheggio a breve, nelle fasi di curva invertita, è un rendimento **a termine**. Quando i tassi scenderanno, andrà rinnovato a condizioni peggiori, mentre chi ha fissato un tasso lungo continuerà a incassarlo. La scelta della scadenza, come vedremo nel capitolo 11, è una decisione di portafoglio, non una gara all'ultimo decimale.

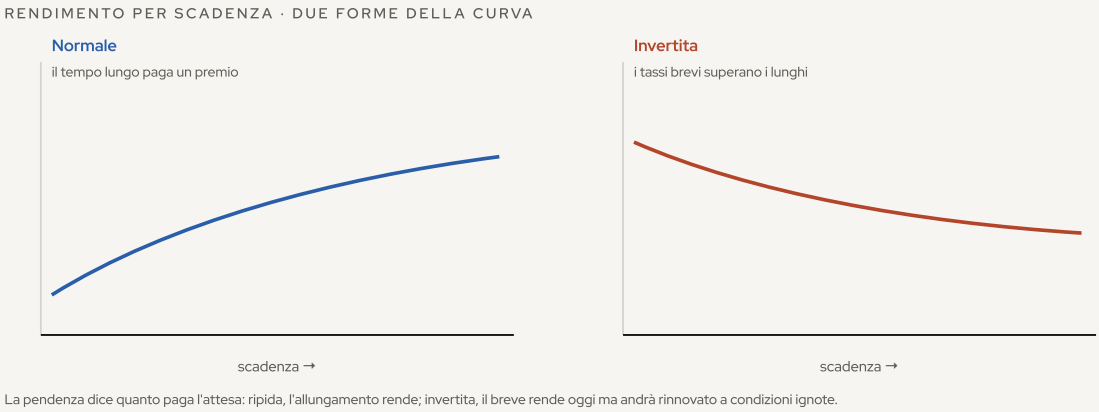


FIGURA 7 Le forme della curva dei rendimenti — Schema illustrativo

3.5 Sopra o sotto la pari: leggere un prezzo al volo

Chiudiamo il capitolo con un riflesso da allenare: davanti a un prezzo, capire al volo che cosa sta dicendo.

Un titolo **sotto la pari** (a 96, a 88) dice una di queste cose (spesso entrambe): la sua cedola è più bassa dei tassi correnti per quella scadenza, oppure il mercato chiede un premio per il rischio di quell'emittente. Il rendimento a scadenza sarà superiore alla cedola, perché al flusso cedolare si somma il percorso del prezzo verso 100. Un titolo **sopra la pari** (a 104, a 110) dice l'inverso: cedola generosa rispetto ai tassi di oggi, rendimento a scadenza inferiore alla cedola, e una parte del capitale versato che non tornerà a scadenza, restituita anno dopo anno dentro cedole più ricche.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Nessuna delle due condizioni è di per sé un affare o una trappola: **a parità di rendimento e di rischio, 96 e 104 sono equivalenti**. Contano semmai le sfumature pratiche: il titolo sotto la pari concentra più risultato nel rimborso finale (e in Italia, come vedremo nel capitolo 12, guadagni in conto capitale e cedole seguono regole fiscali diverse); il titolo sopra la pari anticipa più cassa lungo la strada. Diffidare, piuttosto, dei prezzi *molto* lontani da 100 senza una spiegazione evidente nei tassi: lì il mercato sta quasi sempre dicendo qualcosa sul merito di credito, e conviene ascoltarlo.

DA RICORDARE

- Tassi su, prezzi giù (e viceversa): il prezzo è la manopola che riallinea le promesse vecchie alle condizioni nuove.
- Si confrontano i rendimenti effettivi a scadenza, mai le cedole: solo il rendimento tiene conto del prezzo pagato.
- Il prezzo esposto è il corso secco; all'acquisto si aggiunge il rateo della cedola maturata. Si paga il corso tel quel.
- La curva dei rendimenti misura quanto paga l'attesa: ripida, piatta o invertita, orienta la scelta delle scadenze.
- Sopra o sotto la pari non significa caro o conveniente: a parità di rendimento e rischio sono equivalenti. I prezzi molto bassi parlano del credito.

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

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

04 Il tempo, **pesato.**

Se il capitolo 3 ha mostrato che i prezzi si muovono coi tassi, questo capitolo misura di quanto. La duration è il numero che trasforma un'intuizione in una grandezza: quanto è sensibile un'obbligazione, o un intero portafoglio, a un movimento dei tassi. Chi la conosce non subisce più sorprese: le preventiva.

4.1 Un'idea semplice: il baricentro del tempo

Ogni obbligazione è una sequenza di flussi futuri: cedole lungo la strada, capitale alla fine. La **duration** nasce come media delle date di questi flussi, ciascuna pesata per il denaro che porta: è il **baricentro temporale** del titolo, espresso in anni, il punto in cui i pagamenti si bilanciano.

Da questa definizione discendono subito due fatti. Primo: per uno **zero coupon** la duration coincide con la vita residua; c'è un solo flusso, alla scadenza, e il baricentro sta lì. Secondo: per un titolo **con cedole** la duration è sempre più corta della scadenza, perché una parte del denaro arriva prima; e più le cedole sono ricche, più il baricentro si avvicina, perché più peso si sposta sui primi anni.

Un BTP decennale con cedola piena ha oggi una duration attorno agli otto anni; un trentennale può superare i venti; un BOT a sei mesi sta a mezzo anno. Questi numeri, da soli, sembrano curiosità contabili. Diventano decisivi per ciò che misurano *davvero*, ed è il passo successivo.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Immagina i pagamenti futuri come pesi appoggiati su un'asse graduata in anni: tante monetine alle date delle cedole, un lingotto alla scadenza. La duration è il punto dove mettere il dito perché l'asse stia in equilibrio. Se il lingotto finale è lontano e le monetine sono piccole, l'equilibrio cade quasi sotto il lingotto; se le monetine sono generose, il dito si sposta verso di te.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

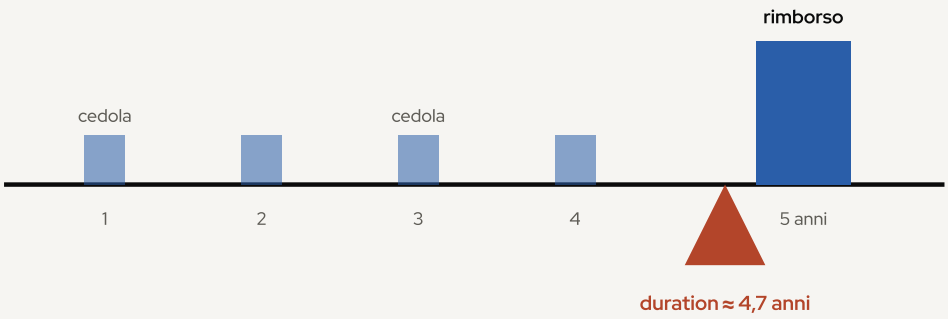


FIGURA 8 La duration: il baricentro dei flussi

Schema illustrativo

4.2 Dalla media al termometro: la duration modificata

Il motivo per cui la duration è famosa non è la media dei tempi, ma una sua conseguenza matematica: con un piccolo aggiustamento (la **duration modificata**, quasi identica alla prima ai tassi attuali) quel numero in anni diventa un **moltiplicatore di sensibilità**: indica di quanto cambia il prezzo, in percentuale, se i rendimenti di mercato si muovono di un punto percentuale.

La regola sta in una riga: **variazione del prezzo ≈ − duration × variazione dei tassi**. Un titolo con duration 5: se i tassi salgono di un punto, il prezzo scende di circa il 5 per cento; se scendono di un punto, sale di altrettanto. Con duration 20, lo stesso punto di tassi diventa un movimento di circa il 20 per cento: su un'obbligazione, non su un'azione tecnologica.

Questa formula spiega, a posteriori, ogni sorpresa obbligazionaria degli ultimi anni. I titoli lunghissimi comprati durante l'era dei tassi a zero avevano duration enormi e cedole minime: quando i tassi risalirono di tre-quattro punti tra il 2022 e il 2023, alcuni BTP a cinquant'anni persero più di metà del loro valore. Nessun inganno e nessun default: solo duration, applicata a un movimento di tassi eccezionale. Chi conosceva il proprio moltiplicatore sapeva a cosa si esponeva; chi guardava solo la cedola, no.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> La duration è la leva del cambio del rischio tassi: in prima si viaggia piano e le buche si sentono appena; in sesta ogni asperità diventa un salto. Nessuna marcia è quella giusta in assoluto: dipende dalla strada che ti aspetti e da quanto sei disposto a sobbalzare.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

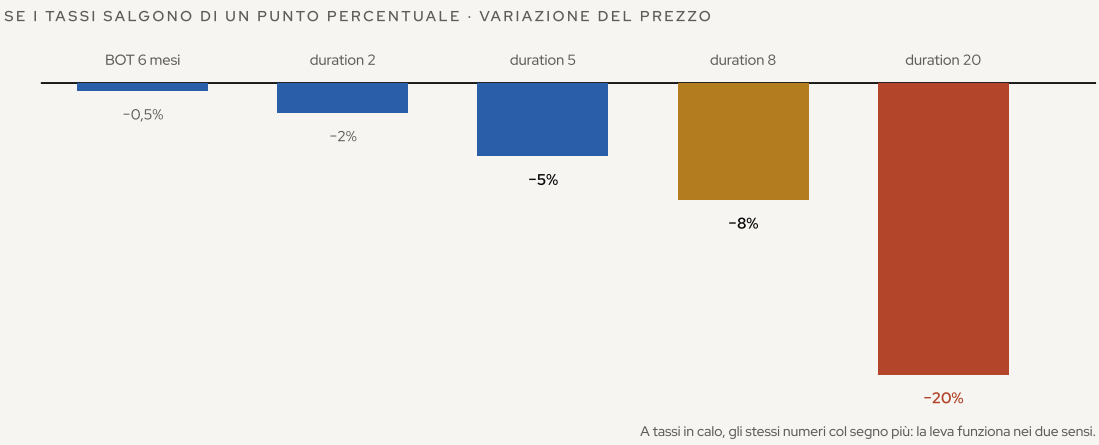


FIGURA 9 Un punto di tassi in più, per cinque duration

Esempio illustrativo: variazioni approssimate

4.3 Che cosa allunga (e che cosa accorcia) la duration

Tre fattori regolano il moltiplicatore, tutti già incontrati.

- **La scadenza**: più è lontana, più lunga la duration. È il fattore dominante: la differenza tra un biennale e un trentennale sovrasta ogni altro effetto.
- **La cedola**: più è alta, più corta la duration, perché più denaro rientra presto. Tra due decennali, quello con cedola 5 è meno sensibile di quello con cedola 1. I titoli emessi nell'era dei tassi a zero, con cedole simboliche, sono per costruzione i più nervosi della loro categoria.
- **Il tipo di tasso**: le obbligazioni a **tasso variabile** hanno duration bassissima quasi per definizione. La cedola si riallinea al mercato a ogni fissaggio, quindi il prezzo non ha bisogno di muoversi molto per restare in equilibrio. È il motivo per cui i CCT ballano poco anche quando i BTP lunghi tremano.

Vale anche per i portafogli: la duration di un fondo o di un ETF obbligazionario è la media pesata di quelle dei titoli che contiene, e ogni scheda prodotto la riporta. Un fondo «obbligazionario governativo euro a lungo termine» con duration 15 è, sul rischio tassi, uno strumento aggressivo, per quanto rassicurante possa suonare il nome. Leggere quel numero prima di comprare è il singolo controllo più utile che un risparmiatore possa fare su uno strumento a reddito fisso.

4.4 Usare la duration, non subirla

La duration non è un voto: è una **scelta di posizionamento**, e il suo uso corretto parte da una domanda personale. Che cosa deve fare questo denaro, e quando?

Chi ha un obiettivo a data nota può usare la duration per **immunizzarsi**: un titolo tenuto fino alla scadenza restituisce 100 qualunque cosa facciano i tassi nel frattempo, e le oscillazioni intermedie diventano rumore contabile. Allineare la scadenza dei titoli all'orizzonte della spesa (figli, casa, pensio-

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

ne) è la forma più semplice ed efficace di gestione del rischio tassi: il rischio non sparisce, ma smette di riguardarti.

Chi invece detiene obbligazioni come componente permanente del portafoglio deve scegliere il punto della curva in cui stare. Duration corta: poco rischio e poco premio, adatta a chi può aver bisogno del capitale presto. Duration lunga: più rendimento atteso (a curva normale), più protezione nelle recessioni (quando i tassi vengono tagliati, i titoli lunghi si apprezzano proprio mentre le azioni soffrono), ma oscillazioni che bisogna poter sopportare senza vendere nel momento sbagliato.

Un ultimo avvertimento di onestà intellettuale: la formula della duration è un'approssimazione, valida per movimenti di tassi contenuti, e i tassi non avvisano prima di muoversi. Prevedere la loro direzione è un mestiere in cui sbagliano regolarmente anche i professionisti: la duration serve a **dimensionare l'esposizione** a ciò che può accadere, non a indovinare che cosa accadrà.

DA RICORDARE

- La duration è il baricentro temporale dei flussi di un'obbligazione: si misura in anni.
- Il suo vero uso è come moltiplicatore: variazione del prezzo ≈ − duration × variazione dei tassi.
- Scadenze lunghe e cedole basse allungano la duration; il tasso variabile la azzera quasi del tutto.
- Vale anche per fondi ed ETF: la duration in scheda prodotto è il primo numero da leggere prima di comprare.
- Tenuto a scadenza, un titolo rimborsa 100 comunque: allineare le scadenze agli obiettivi neutralizza il rischio tassi meglio di ogni previsione.

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

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM



II

PARTE SECONDA · CAPITOLI 5–8

Gli **emittenti.**

Le firme dietro i titoli: lo Stato italiano e la sua famiglia di strumenti, le imprese e le banche, i rating che ne misurano la solidità; e le clausole speciali da maneggiare con cura.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

05 Il debito **della Repubblica.**

BOT, BTP, CCT: sigle di casa per generazioni di risparmiatori italiani. Questo capitolo mette ordine nella famiglia dei titoli della Repubblica (chi sono, come nascono, in che cosa differiscono) e spiega che cosa racconta davvero quel numero onnipresente chiamato spread.

5.1 Il debito della Repubblica

Lo Stato italiano è uno dei più grandi emittenti di obbligazioni del mondo. Il debito pubblico ha superato i **tremila miliardi di euro**, e per la parte largamente prevalente vive in forma di titoli negoziabili, emessi dal Ministero dell'Economia attraverso il Tesoro. Ogni anno lo Stato colloca centinaia di miliardi di titoli nuovi: in parte per finanziare il disavanzo corrente, in gran parte per rinnovare i titoli che scadono.

Per il risparmiatore italiano questi strumenti hanno un ruolo speciale, per ragioni concrete. Sono **accessibili**: tagli da mille euro, quotazione continua sul MOT, acquisto possibile da qualunque conto titoli. Sono **liquidi**: i BTP sono tra i titoli più scambiati d'Europa, e si rivendono in ogni momento con spread di negoziazione contenuti. Godono di una **fiscalità di favore**: aliquota al 12,5 per cento sui rendimenti invece del 26, ed esenzione dall'imposta di successione (capitolo 12). E le famiglie italiane li conoscono da sempre: dopo il ritorno dei tassi, la quota di debito pubblico nelle mani dei risparmiatori è fortemente risalita, complici emissioni pensate apposta per loro.

Nulla di tutto ciò li rende privi di rischio: il rischio tassi dei capitoli 3 e 4 si applica per intero, e il merito di credito della Repubblica, per quanto solido, ha un prezzo che il mercato aggiorna ogni giorno, come vedremo a fine capitolo.

5.2 BOT e BTP: i due pilastri

Due sigle formano l'ossatura del debito italiano. I **BOT** (Buoni Ordinari del Tesoro) sono gli strumenti del breve termine: durano tre, sei o dodici mesi e non pagano cedole. Sono *zero coupon* da manuale: si comprano sotto la pari e si incassa 100 alla scadenza; tutto il rendimento sta nello scarto. Sono lo strumento classico del parcheggio di liquidità: orizzonte corto, duration minima, sorprese di prezzo trascurabili.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

I **BTP** (Buoni del Tesoro Poliennali) sono il pilastro del medio e lungo termine: cedola **fissa**, pagata ogni sei mesi, su scadenze che vanno da un minimo di due anni fino a dieci, quindici, venti, trenta e persino cinquanta. È sui BTP che si concentra la parte principale del debito, degli scambi e dell'attenzione dei mercati; ed è sui BTP lunghi che il rischio tassi dà il meglio e il peggio di sé: le duration elevate del capitolo 4 abitano qui.

Attorno ai due pilastri ruota una regola pratica che vale la pena fissare subito: **la sigla dice il meccanismo, la scadenza dice il rischio**. Un BTP a due anni dalla scadenza è uno strumento tranquillo; lo stesso BTP comprato sulla scadenza 2053 è un'esposizione potente ai tassi. Comprare «un BTP» senza guardare la scadenza è come ordinare «un caffè» in un paese dove le tazze vanno da dieci centilitri a un litro.

5.3 Le varianti: tasso variabile, inflazione, retail

Il Tesoro affianca ai due pilastri una famiglia di varianti, ciascuna con un mestiere preciso:

TITOLO	MECCANISMO	A CHE COSA SERVE
CCT	Cedola variabile: Euribor 6 mesi più un margine	Reddito che segue i tassi; prezzo stabile anche quando i tassi salgono
BTP€i	Capitale e cedole indicizzati all'inflazione europea	Protezione del potere d'acquisto su orizzonti lunghi
BTP Italia	Indicizzato all'inflazione italiana, cedole semestrali, premio fedeltà a scadenza	Protezione dall'inflazione domestica, pensato per il pubblico retail
BTP Valore	Cedole fisse crescenti nel tempo (step-up) e premio fedeltà; riservato al retail in collocamento	Incentivare il risparmiatore a tenere il titolo fino alla scadenza
BTP Green	BTP ordinario i cui proventi finanziano spese ambientali dello Stato	Reddito fisso con destinazione dichiarata dei fondi

TABELLA 1 La famiglia dei titoli di Stato

Due osservazioni. I titoli **indicizzati all'inflazione** proteggono il potere d'acquisto ma non il prezzo di mercato: se i rendimenti reali salgono, anche un BTP€i scende; è successo, sonoramente, nel 2022. E i titoli **riservati al retail**, come il BTP Valore, hanno raccolto cifre imponenti (oltre diciotto miliardi di euro in un singolo collocamento nel 2024, un record), ma vanno valutati con lo stesso metro degli altri: il premio fedeltà è benvenuto solo se rendimento, scadenza e duration erano giusti comunque per il tuo piano.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

5.4 Come nascono: aste e collocamenti

I titoli di Stato vengono al mondo secondo un calendario pubblico, consultabile sul sito del Ministero, attraverso due canali.

Il canale ordinario è l'**asta**: il Tesoro annuncia importi e scadenze, e gli operatori specialisti presentano le offerte. Il risparmiatore non partecipa direttamente ma può **prenotare** i titoli in asta dalla propria banca (di norma entro il giorno precedente), a condizioni di favore: sui BTP e sui CCT in asta il sottoscrittore non paga alcuna commissione di collocamento (sui BOT la banca può applicare una commissione massima fissata per decreto, dallo 0,03 allo 0,15 per cento a seconda della durata), un vantaggio piccolo ma reale rispetto all'acquisto sul mercato secondario, dove le commissioni della banca si applicano.

Il secondo canale, usato per i titoli dedicati al pubblico come BTP Italia e BTP Valore, è il **collocamento diretto sulla piattaforma del MOT**: per alcuni giorni il titolo si sottoscrive alla pari, senza commissioni, da qualunque conto titoli, e il Tesoro si riserva di chiudere in anticipo. È il meccanismo che ha riportato in massa i risparmiatori italiani sul debito pubblico.

Dopo la nascita, ogni titolo vive sul **mercato secondario**: il MOT per il dettaglio, l'MTS per gli operatori all'ingrosso. È lì che il prezzo comincia a muoversi con i tassi, secondo la meccanica ormai familiare; e per il compratore, asta e secondario si equivalgono, al netto delle commissioni: si compra un titolo per rendimento e scadenza, non per il canale da cui è entrato.



Per i titoli retail (BTP Italia, BTP Valore) il collocamento avviene direttamente sul MOT, alla pari.

Per il compratore, asta e secondario si equivalgono: contano rendimento e scadenza, non il canale.

FIGURA 10 Dall'asta al mercato secondario — Schema illustrativo

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

5.5 Lo spread: che cosa dice davvero

Nessun numero della finanza italiana è più citato, e meno spiegato, dello **spread**. Nella sua accezione da telegiornale è la differenza tra il rendimento del BTP decennale e quello del Bund tedesco di pari scadenza, misurata in **punti base** (centesimi di punto percentuale). Uno spread di 150 significa: per prestare all'Italia a dieci anni, il mercato chiede un punto e mezzo percentuale l'anno in più che per prestare alla Germania.

Quel divario è il **prezzo del rischio di credito percepito**: misura, giorno per giorno, quanta fiducia in più o in meno i mercati accordano alla firma italiana rispetto alla firma considerata più solida d'Europa. Sale nelle fasi di tensione politica o fiscale, scende quando i conti pubblici rassicurano; nella crisi del debito del 2011 superò i 500 punti, in fasi tranquille è sceso sotto i 100.

Per chi detiene BTP, lo spread ha un significato pratico preciso: è la componente del rendimento che **non dipende dai tassi europei ma dall'Italia**. Quando si allarga, i prezzi dei BTP scendono anche se i tassi generali sono fermi; quando si restringe, salgono. Chi tiene i titoli a scadenza attraversa queste onde senza conseguenze, salvo l'evento estremo del default sovrano (mai avvenuto nella storia repubblicana, ma mai gratuitamente escluso dal mercato): quel margine di rendimento in più rispetto al Bund è, alla lettera, il compenso per questa possibilità residua.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Due vicini di casa chiedono un prestito alla stessa banca: a uno viene chiesto il 3 per cento, all'altro il 4,5. Il punto e mezzo di differenza è lo spread: non descrive il prestito, identico, ma la diversa fiducia nella capacità dei due di restituirlo.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

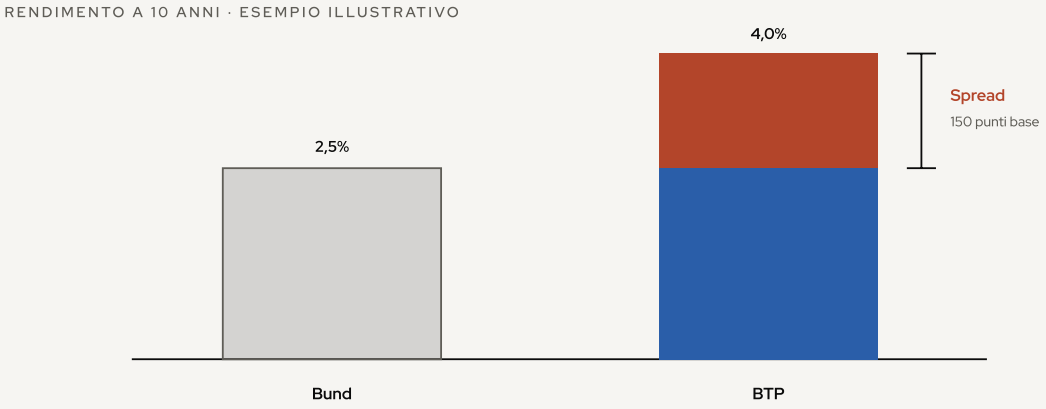


FIGURA 11 Lo spread BTP-Bund

Esempio illustrativo, valori ipotetici

DA RICORDARE

- BOT per il breve termine senza cedole, BTP a cedola fissa per il medio-lungo: la sigla dice il meccanismo, la scadenza dice il rischio.
- CCT (tasso variabile), BTP€i e BTP Italia (inflazione), BTP Valore (retail, step-up): ogni variante ha un mestiere preciso.
- In asta si sottoscrive senza commissioni su BTP e CCT (sui BOT con una commissione minima fissata per decreto), nei collocamenti retail alla pari e senza commissioni; sul MOT si compra e si vende ogni giorno.
- I titoli indicizzati proteggono il potere d'acquisto, non il prezzo: se i rendimenti reali salgono, scendono anche loro.
- Lo spread BTP-Bund è il prezzo della fiducia nella firma italiana: quando si allarga, i prezzi dei BTP scendono anche a tassi europei fermi.

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

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

06 Prestare **alle imprese.**

Quando a chiedere denaro non è uno Stato ma un'impresa, il prestito cambia natura: più rendimento, più domande da farsi. Questo capitolo attraversa il mercato dei corporate bond: le due grandi metà in cui si divide, la gerarchia che decide chi viene rimborsato per primo, e le cautele particolari che meritano le obbligazioni bancarie.

6.1 Prestare alle imprese

Un'impresa che ha bisogno di capitali ha tre strade: chiederli ai soci (capitale azionario), chiederli alle banche (credito), o chiederli direttamente ai mercati emettendo **obbligazioni societarie**, in inglese *corporate bond*. Per le grandi imprese la terza strada è ormai una via maestra: il mercato europeo dei corporate vale migliaia di miliardi di euro, e per molti gruppi il debito obbligazionario supera largamente quello bancario.

Per chi investe, la logica è identica a quella dei capitoli precedenti (cedola, scadenza, prezzo, rendimento), ma con un ingrediente in più che cambia il sapore di tutto: **il merito di credito dell'emittente diventa la variabile centrale**. Uno Stato che emette nella propria valuta ha strumenti che un'impresa non avrà mai; un'impresa può perdere il suo mercato, sbagliare un'acquisizione, trovarsi dalla parte sbagliata di una tecnologia. Il rendimento extra che i corporate offrono rispetto ai titoli di Stato (lo *spread di credito*, che misureremo nel capitolo 7) è esattamente il compenso per questo.

Vale da subito una regola d'igiene: **un corporate si valuta contro il titolo di Stato di pari scadenza**. Se un'obbligazione d'impresa a cinque anni rende il 3,8 per cento quando il BTP a cinque anni rende il 3, la domanda giusta non è «il 3,8 è tanto?» ma «quello 0,8 in più ripaga il rischio in più, contando anche la tassazione al 26 invece che al 12,5?». Spesso sì; non di rado, no.

6.2 Investment grade e high yield: le due metà del mercato

Il mercato dei corporate si divide in due mondi, separati da un confine tracciato dai rating che il capitolo 7 esaminerà da vicino. Da una parte gli emittenti **investment grade**: imprese con bilanci solidi e accesso stabile al credito, i cui titoli offrono spread contenuti sopra i governativi. Dall'altra il mondo **high**

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

yield (letteralmente «alto rendimento», storicamente detto anche *speculative grade*): emittenti più indebitati, più ciclici o più giovani, che per trovare compratori devono offrire rendimenti sensibilmente più alti.

La differenza non è di sfumatura ma di **statistica**: nel mondo investment grade i fallimenti sono eventi rari anche negli anni cattivi; nel mondo high yield sono una frazione fisiologica e ricorrente del mercato, che nelle recessioni si allarga. L'investitore high yield non si chiede *se* qualche emittente del suo paniere mancherà i pagamenti, ma *quanti*; ed è per questo che l'high yield ha senso quasi soltanto in forma diversificata, attraverso fondi o ETF, dove il singolo incidente pesa poco.

C'è anche una differenza di **comportamento**: i corporate di qualità si muovono soprattutto con i tassi, come i governativi; l'high yield si muove soprattutto con l'economia, come le azioni. Negli scossoni di borsa gli spread si allargano e i prezzi scendono proprio mentre scende l'azionario. Chi compra high yield «per diversificare le azioni» sta spesso comprando lo stesso rischio con un altro nome.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Prestare a un'impresa investment grade è come affittare casa a un inquilino con contratto a tempo indeterminato e busta paga robusta: il canone è normale, le sorprese rare. L'high yield è l'inquilino brillante ma discontinuo, che offre un canone più alto proprio perché qualche proprietario prima di te ha detto no. Può andare benissimo, ma il canone extra esiste per un motivo.



Il confine BBB−/BB+ non è una sfumatura: molti mandati istituzionali possono detenere solo investment grade.

FIGURA 12 Investment grade e high yield — Schema illustrativo

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

6.3 Chi viene pagato per primo: la gerarchia di rimborso

Fin qui abbiamo parlato dell'emittente come di una firma sola. Ma la stessa impresa può emettere obbligazioni di **rango diverso**, e in caso di crisi, il rango decide tutto. La legge ordina i creditori in una scala precisa: chi sta in alto viene rimborsato per intero prima che chi sta sotto veda un euro.

In cima stanno le obbligazioni **garantite**, come i *covered bond* bancari, assistiti da un patrimonio dedicato di mutui o crediti che resta separato anche nel fallimento. Poi il debito **senior**, il rango ordinario della maggior parte delle emissioni. Sotto ancora, il debito **subordinato**: chi lo detiene accetta per contratto di essere rimborsato solo dopo tutti i creditori ordinari, e in cambio riceve cedole più generose. In fondo alla scala, gli azionisti.

La conseguenza pratica è che **il nome dell'emittente non basta**: due obbligazioni della stessa banca, con cedole simili, possono avere destini opposti in una crisi, l'una rimborsata per intero, l'altra azzerata. Il rango è scritto nel prospetto e riportato nelle schede dei titoli, di solito con il suo nome inglese: *covered*, *senior preferred*, *senior non-preferred*, *subordinated*. Prima di comprare un titolo che rende vistosamente più dei suoi fratelli, la prima cosa da controllare è a quale gradino della scala appartiene: quasi sempre, la risposta è lì.

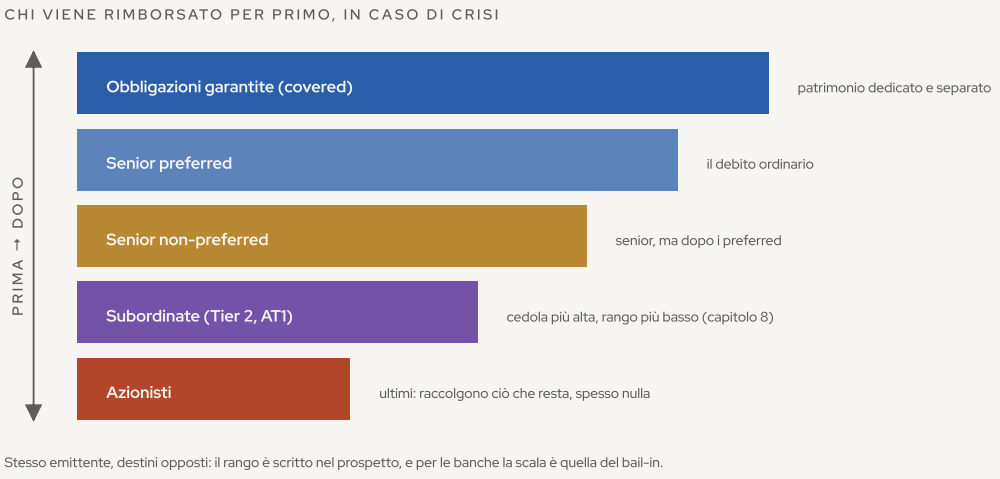


FIGURA 13 La gerarchia di rimborso — Schema illustrativo

6.4 Le obbligazioni bancarie: un capitolo a parte

Le banche meritano un discorso dedicato, per due ragioni. La prima è che sono gli emittenti societari più prolifici e più presenti nei portafogli italiani: per decenni le obbligazioni della banca sotto casa, collocate allo sportello, sono state un investimento di default per milioni di famiglie. La seconda è che per le banche esiste un regime di crisi speciale, che l'investitore deve conoscere: il **bail-in**.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Dal 2016 le regole europee stabiliscono che una banca in dissesto non venga salvata coi soldi pubblici prima che i suoi investitori abbiano assorbito le perdite: prima gli azionisti, poi i subordinati, poi (se non basta) i creditori senior, secondo la gerarchia appena vista. Non è teoria: i casi italiani ed europei dello scorso decennio hanno inflitto perdite pesanti proprio ai detentori retail di obbligazioni subordinate bancarie, spesso ignari del rango di ciò che possedevano.

Da qui due cautele specifiche. Primo: con le obbligazioni bancarie **il rango conta ancora di più**, perché la procedura che lo attiva è codificata e collaudata. Secondo: quando la propria banca propone le *proprie* obbligazioni, esiste un conflitto d'interessi strutturale (chi vende è l'emittente stesso) e i titoli collocati allo sportello sono spesso poco liquidi e difficili da rivendere a prezzo pieno. Un'obbligazione bancaria può essere un buon investimento; un'obbligazione comprata *perché* la proponeva chi la emetteva raramente lo è. Il confronto col mercato (rendimento, rango, liquidità) resta l'unico giudice.

6.5 Prima di comprare: la lista dei controlli

Riassumiamo il capitolo in una sequenza di controlli, nell'ordine in cui conviene farli.

- **Il taglio minimo.** Molti corporate nascono da centomila euro: se è il caso, il discorso finisce lì, o passa per un fondo.
- **Il rango.** Senior, garantito o subordinato? Se subordinato, vale il capitolo 8, e per la generalità dei risparmiatori la risposta breve è: meglio di no.
- **Il rendimento contro il governativo di pari scadenza**, al netto delle imposte: 26 per cento qui, 12,5 sul titolo di Stato. Uno spread lordo modesto può sparire del tutto dopo il fisco.
- **La liquidità.** Quanto scambia il titolo? Che distanza c'è tra denaro e lettera? Un titolo che non scambia si compra caro e si rivende male (capitolo 9).
- **La concentrazione.** Quanti euro stai prestando alla stessa firma, contando anche conti e depositi presso di essa? Un portafoglio di corporate ha senso se le firme sono molte e i pesi piccoli: la diversificazione, qui, non è un ornamento; è il meccanismo che trasforma il rischio di credito da roulette in statistica.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Per molti risparmiatori, la conclusione onesta è che l'esposizione al credito societario si costruisce meglio **in forma collettiva**: fondi ed ETF obbligazionari corporate, dove tagli, ranghi e firme sono già diversificati per costruzione. Il titolo singolo resta sensato per emittenti primari, ranghi senior e importi che non sbilanciano il portafoglio.

DA RICORDARE

- Un corporate si valuta sempre contro il titolo di Stato di pari scadenza, al netto della diversa tassazione (26 contro 12,5 per cento).
- Investment grade e high yield sono mondi diversi: nel secondo i default sono fisiologici, e l'esposizione ha senso quasi solo diversificata.
- Il rango decide chi viene rimborsato in crisi: garantite, senior, subordinate. Stesso emittente, destini opposti.
- Per le banche vale il bail-in: le perdite toccano prima ad azionisti e obbligazionisti, in ordine di gerarchia.
- Diffidare del rendimento vistoso senza spiegazione e dei titoli proposti da chi li emette: rango, liquidità e confronto col mercato sono i giudici.

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

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

07 La firma, **sotto esame.**

Ogni obbligazione poggia su una domanda sola: questa firma pagherà? Questo capitolo entra nel rischio di credito (come si misura, chi lo misura, quanto vale la misura) e mostra dove leggerlo in tempo reale: non nelle pagelle delle agenzie, ma nei prezzi.

7.1 Il rischio di credito, chiamato per nome

Il **rischio di credito** è la possibilità che l'emittente non onori i propri impegni: che salti una cedola, rimborsi in ritardo, rimborsi solo in parte o non rimborsi affatto. L'evento ha un nome tecnico, **default**, ma non è un interruttore tutto-o-niente: va dal ritardo tecnico alla ristrutturazione concordata (scadenze allungate, cedole tagliate) fino all'insolvenza piena.

Per ragionarci servono due numeri, non uno. Il primo è la **probabilità** che il default avvenga entro un orizzonte dato. Il secondo è la **perdita in caso di default**: quasi mai si perde tutto; i creditori recuperano una percentuale (il *tasso di recupero*) che dipende dagli attivi rimasti e, come visto nel capitolo 6, dal rango del proprio credito. Un debito senior di un'impresa con fabbriche e magazzini può recuperare la metà del nominale; un subordinato di una banca svuotata, quasi nulla.

Il prodotto dei due numeri (quanto è probabile, quanto costerebbe) è la **perdita attesa**, ed è il concetto che ordina tutto il capitolo: il mercato non chiede all'investitore di evitare il rischio di credito, ma di farselo **pagare il giusto**. Tutto il mestiere obbligazionario, sul lato del credito, sta in questo confronto tra il compenso offerto e la perdita attesa sottostante.

7.2 Le agenzie e le loro scale

Valutare la solidità di un emittente richiede tempo, accesso ai conti e mestiere. Per questo il mercato si affida da un secolo alle **agenzie di rating** (le tre globali sono S&P, Moody's e Fitch), che studiano bilanci, flussi e prospettive e riassumono il giudizio in un voto alfabetico: il **rating**.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Le scale differiscono nei dettagli ma raccontano la stessa storia, dalla tripla A dell'affidabilità massima fino alla D di default:

GIUDIZIO	S&P / FITCH	MOODY'S	SI LEGGE
Qualità massima	AAA	Aaa	Capacità di pagamento estremamente forte
Qualità alta	AA · A	Aa · A	Solidità elevata, sensibilità limitata al ciclo
Qualità media	BBB	Baa	Adeguata, ma più esposta a condizioni avverse
Speculativo	BB · B	Ba · B	Vulnerabile: il pagamento dipende da condizioni favorevoli
Alto rischio	CCC e sotto	Caa e sotto	Default possibile o probabile
Default	D	—	Inadempienza in corso

TABELLA 2 Le scale di rating delle tre agenzie

Dentro ogni gradino, il giudizio si sfuma ulteriormente: S&P e Fitch aggiungono un **+** o un **−** alla lettera (AA−, BBB+, BB−), Moody's i numeri **1, 2 e 3** (Aa3, Baa1, Ba2). Sono gradazioni fini dentro la stessa categoria: un BBB+ è più solido di un BBB−, ma entrambi restano «qualità media». È con queste sigle complete che i rating compaiono sulle schede dei titoli.

Il confine che conta è quello già incontrato nel capitolo 6: fino a **BBB− (Baa3)** compreso si è **investment grade**; da BB+ (Ba1) in giù comincia il territorio **high yield**. Non è una linea come le altre: molti investitori istituzionali possono detenere solo titoli investment grade, quindi il declassamento sotto la soglia (l'emittente che diventa un *fallen angel*) innesca vendite forzate e movimenti di prezzo bruschi. Ogni rating è accompagnato da un *outlook* (positivo, stabile, negativo) che segnala la direzione probabile del prossimo giudizio.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

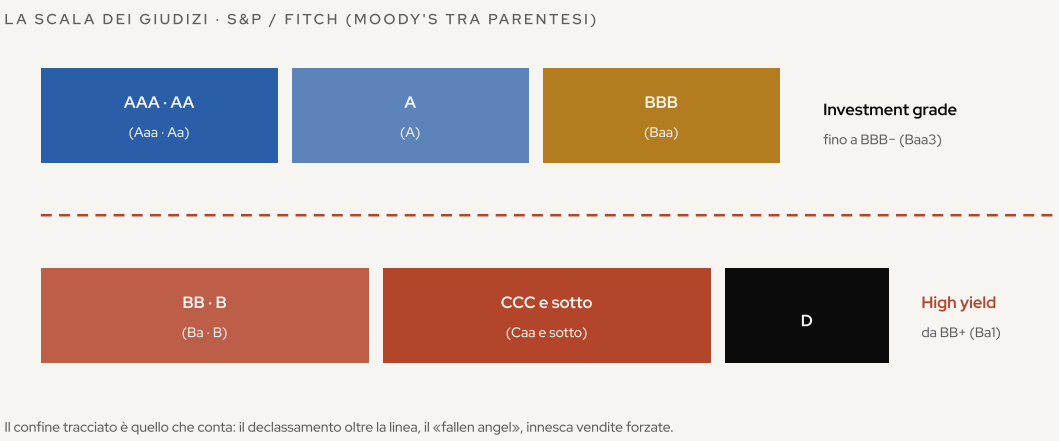


FIGURA 14 La scala dei rating e il confine che conta — Schema illustrativo

7.3 Quanto fidarsi di una pagella

I rating sono utili e vanno guardati; ma vanno guardati sapendo che cosa sono, e che cosa non sono.

Non sono infallibili: la crisi del 2008 vide crollare in poche settimane titoli strutturati da tripla A, e resta la lezione più dura mai impartita all'industria del rating. Non sono tempestivi: le agenzie aggiornano i giudizi a valle di analisi lunghe, e il declassamento arriva spesso quando il mercato ha già fatto scendere i prezzi da mesi; la pagella fotografa il passato prossimo più che il futuro. E non sono consigli d'investimento: un rating dice qualcosa sulla probabilità che la firma paghi, nulla sul fatto che il titolo, *al prezzo di oggi*, sia un buon acquisto.

L'uso corretto, per il risparmiatore, è da **filtro e da termometro**. Filtro: definire la qualità minima che si è disposti ad avere in portafoglio e non derogarla per inseguire una cedola. Termometro: sorvegliare le variazioni (un outlook che passa a negativo, un declassamento), perché raccontano una direzione. Con una regola d'oro sulle divergenze: **quando il rendimento di un titolo è molto più alto di quanto il suo rating giustifichi, è quasi sempre il rating a essere in ritardo, non il mercato a essere generoso**.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Il rating è come il voto di un ispettore che visita un ristorante due volte l'anno: serio, documentato, ma datato al giorno della visita. Il prezzo di mercato è la fila fuori dalla porta: si aggiorna ogni sera, incorpora voci, umori ed errori; ma quando la fila sparisce di colpo, di rado è per un capriccio.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

7.4 Lo spread di credito: il giudizio quotato in tempo reale

Il rendimento di qualunque obbligazione si può smontare in due pezzi: il rendimento del titolo **privo di rischio di credito** di pari scadenza e valuta (convenzionalmente, il governativo di riferimento) più un margine che compensa tutto il resto. Quel margine è lo **spread di credito**, e si misura in punti base come lo spread sovrano del capitolo 5, di cui è il fratello universale: là misurava la fiducia nella Repubblica, qui misura la fiducia in ogni singola firma.

Lo spread è il rating scritto dal mercato, aggiornato in continuo: si allarga quando i conti dell'emittente preoccupano o quando l'avversione al rischio sale in generale, si restringe quando torna la calma. Ha una proprietà preziosa: **è confrontabile**. Emittenti diversi, cedole diverse, prezzi diversi; ma lo spread riporta tutto alla stessa domanda: quanti punti base l'anno mi vengono pagati per questo rischio di firma?

Ed è qui che il capitolo si chiude sul suo concetto di apertura: investire nel credito significa confrontare lo spread incassato con la **perdita attesa**. Se un paniere high yield offre 350 punti base sopra i governativi e la storia dice che i default, al netto dei recuperi, costano in media 200 punti l'anno, il mestiere ha un margine; se lo spread scende sotto la perdita attesa (accade, nelle fasi di euforia), si sta lavorando gratis, o in perdita, per il privilegio di possedere una cedola alta. Il numero grosso in vetrina non è mai la risposta: è la domanda.

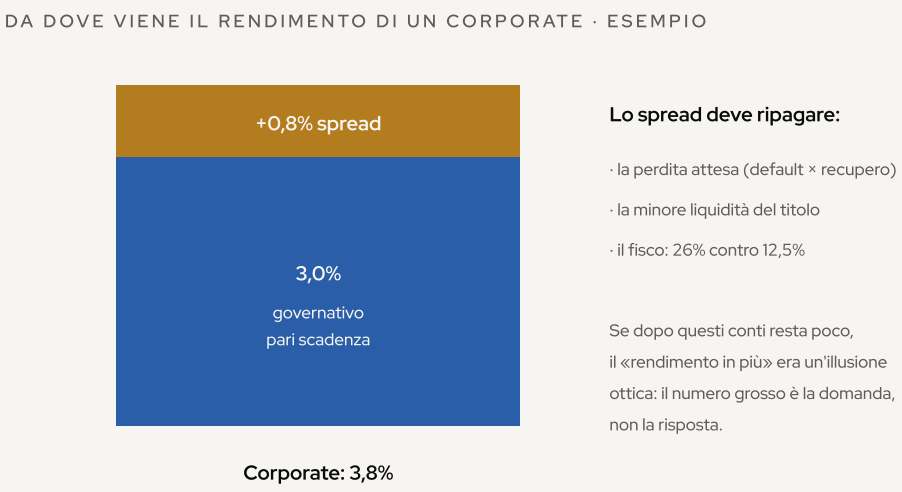


FIGURA 15 Da dove viene il rendimento di un corporate — Esempio ipotetico

7.5 Se il default arriva davvero

Resta da guardare in faccia l'evento che dà senso a tutto il capitolo. Che cosa succede, concretamente, a chi detiene un'obbligazione quando l'emittente si ferma?

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Di rado il default è un fulmine a ciel sereno: quasi sempre lo precedono mesi di spread in allargamento, declassamenti, prezzi in caduta. Quando l'evento arriva, le strade principali sono due. La **ristrutturazione**: emittente e creditori negoziano nuove condizioni, scadenze allungate, cedole ridotte, capitale decurtato (il cosiddetto *haircut*), spesso formalizzate in uno scambio di titoli vecchi contro nuovi. Oppure la **procedura concorsuale**: gli attivi vengono liquidati e distribuiti ai creditori nell'ordine di gerarchia del capitolo 6. In entrambi i casi il recupero richiede anni, e il titolo nel frattempo scambia a prezzi di realizzo.

Per il risparmiatore, le difese vere stanno tutte **prima** dell'evento, e questa guida le ha già messe in fila: qualità minima dell'emittente come regola non negoziabile, rango senior, pesi piccoli su ogni singola firma, diversificazione vera (decine di emittenti, non tre) e l'umiltà di vendere in perdita contenuta quando la tesi originaria è venuta meno, invece di accompagnare il titolo fino in fondo sperando. Nel credito, la speranza è la strategia più costosa di tutte.

DA RICORDARE

- Il rischio di credito si misura in due numeri: probabilità di default e perdita in caso di default. Il loro prodotto è la perdita attesa.
- La soglia che conta nelle scale di rating è BBB−/Baa3: sotto comincia l'high yield, e il declassamento oltre confine innesca vendite forzate.
- I rating sono filtri e termometri, non consigli: arrivano spesso dopo che i prezzi si sono già mossi.
- Lo spread di credito è il giudizio del mercato in tempo reale: punti base l'anno pagati per il rischio di quella firma.
- Un rendimento molto sopra i pari grado segnala quasi sempre un rischio che il rating non ha ancora registrato: le difese si costruiscono prima, con qualità, rango e diversificazione.

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

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

08 Clausole speciali, **cautele speciali.**

Ai margini del mercato ordinario vive una popolazione di obbligazioni con clausole speciali: subordinate, senza scadenza, richiamabili, convertibili, costruite su formule, denominate in valute lontane. Ciascuna paga più delle sorelle semplici, e ciascuna ha, scritta nel regolamento, la ragione per cui lo fa.

8.1 Le subordinate: cedola alta, rango basso

Il capitolo 6 ha mostrato la gerarchia dei creditori; le **obbligazioni subordinate** ne occupano deliberatamente i gradini bassi. Chi le compra accetta per contratto di essere rimborsato dopo tutti i creditori ordinari, e in cambio incassa cedole sensibilmente più ricche. Sono emesse soprattutto dalle banche, per le quali svolgono una funzione precisa: ai fini regolamentari contano come capitale, cuscinetto pronto ad assorbire perdite.

La famiglia ha una sua gerarchia interna. I titoli **Tier 2** sono subordinati «classici»: pagano le cedole regolarmente e assorbono perdite solo nella crisi conclamata. Gli **Additional Tier 1**, noti come AT1 o *CoCo bond*, sono un'altra cosa: perpetui, con cedole che la banca può **sospendere a propria discrezione** senza che ciò costituisca default, e con una clausola che, se il capitale della banca scende sotto una soglia, li **converte in azioni o li azzera**. Nel 2023 il salvataggio di una grande banca svizzera azzerò in una notte i suoi AT1 per circa sedici miliardi di franchi, mentre gli azionisti, in teoria ultimi nella scala, ricevettero qualcosa: un promemoria definitivo su quanto queste clausole siano concrete.

Il punto per il risparmiatore è di trasparenza: **una subordinata non è «un'obbligazione che rende di più»; è uno strumento a metà strada verso l'azione**, remunerato per rischi che nei momenti critici si materializzano tutti insieme. Per la generalità dei portafogli privati, l'esposizione sensata a questo mondo, se proprio, passa per fondi specializzati, non per il titolo singolo.

8.2 Perpetue e richiamabili: quando la scadenza è un'opzione

Due clausole, spesso combinate, toccano la variabile che sembrava più solida: la scadenza. Le obbligazioni **perpetue** non ne hanno alcuna: promettono cedole per sempre, e il capitale si recupera solo rivendendo il titolo. La loro duration è altissima per costruzione: sono tra gli strumenti più sensibili ai tassi che esistano.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Le obbligazioni **richiamabili** (*callable*) contengono invece un diritto a favore dell'emittente: rimborsare in anticipo, a date prestabilite. L'asimmetria è evidente: l'emittente richiama quando gli conviene, cioè quando i tassi sono scesi e può rifinanziarsi a meno; proprio quando, per l'investitore, quel titolo era diventato prezioso. Se invece i tassi salgono, il richiamo non arriva e il titolo resta in vita alle vecchie condizioni, più a lungo del previsto e con prezzi depressi. È il cosiddetto *rischio di estensione*: capita ciò che è peggio per te, nei due sensi.

Chi valuta un titolo richiamabile deve guardare due rendimenti: quello **alla prima data di richiamo** e quello **a scadenza finale**, e ragionare sul peggiore dei due (lo *yield to worst* delle schede tecniche). E ricordare che la cedola extra di questi strumenti non è generosità: è il prezzo a cui l'investitore sta *vendendo un'opzione* all'emittente. Come sempre nel reddito fisso, se paga di più c'è scritto perché.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Un'obbligazione richiamabile è un affitto in cui il padrone di casa può disdire quando vuole, tu mai. Finché il mercato gli è sfavorevole ti tiene; appena trova di meglio ti saluta. Il canone leggermente più conveniente che ti aveva concesso era, per l'esattezza, il prezzo di quella libertà: la sua.



FIGURA 16 L'asimmetria del richiamo — Schema illustrativo

8.3 Le convertibili: un'obbligazione con un biglietto per l'azionario

Le **obbligazioni convertibili** incorporano un diritto a favore, questa volta, dell'investitore: trasformare il titolo in un numero prestabilito di azioni dell'emittente. Finché l'azione langue, la convertibile vive da obbligazione: cedole e rimborso, di norma con interessi più bassi del mercato, perché l'opzione si paga. Se l'azione decolla oltre il prezzo di conversione, il titolo si apprezza seguendola, e la conversione diventa un guadagno.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Il profilo che ne risulta è ibrido e, sulla carta, attraente: **partecipare in parte ai rialzi dell'azionario conservando un pavimento obbligazionario**. La pratica è più sobria: il pavimento vale quanto la firma che lo sostiene; nelle crisi le convertibili scendono sia come obbligazioni (credito) sia come quasi-azioni; e la valutazione richiede di prezzare un'opzione, mestiere non da risparmiatori. Sono strumenti da mercati istituzionali, che nel portafoglio privato entrano quasi solo attraverso fondi dedicati; a livello di cultura finanziaria, però, meritano il posto che hanno qui: mostrano con chiarezza come ogni clausola aggiuntiva sia un pezzo di rischio o di diritto, comprato o venduto, con un prezzo dentro la cedola.

8.4 Le strutturate: quando la cedola diventa una formula

Un gradino oltre stanno le obbligazioni **strutturate**: titoli in cui cedole o rimborso dipendono da una formula (l'andamento di un indice azionario, di un paniere di titoli, di un tasso) con soglie, condizioni, memorie ed effetti barriera. Il confine con i certificati d'investimento è sottile; la sostanza è la stessa: **un'obbligazione semplice più uno o più derivati impacchettati insieme**, venduti come un prodotto solo.

Il problema non è che i derivati siano il male: è che l'impacchettamento rende **il prezzo opaco**. Dentro una strutturata, il costo dei componenti e il margine dell'emittente non si vedono; studi e casistica delle autorità di vigilanza documentano da anni che il valore reale di questi prodotti al collocamento è sistematicamente inferiore al prezzo pagato: la differenza è, per definizione, il compenso di chi li confeziona. A parità di esposizione desiderata, quasi sempre esiste una combinazione di strumenti semplici (un'obbligazione, un ETF) che fa lo stesso mestiere a costo visibile.

La regola pratica è una sola, e vale come test universale: **se non sai spiegare a un'altra persona, in due frasi, in quali scenari perdi denaro con questo titolo, non è un titolo da possedere**. Le obbligazioni semplici superano il test in dieci secondi. Le strutturate, di rado.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Una strutturata è un cesto regalo confezionato: da fuori si vede il fiocco e qualche frutto in bella vista, il prezzo è del cesto intero. Nessuno vieta di comprarlo, ma il fruttivendolo accanto vende gli stessi frutti al pezzo, col prezzo esposto. La differenza tra i due conti è il costo della confezione: e nel dubbio, è più di quanto pensi.

8.5 Le obbligazioni in valuta: la cedola è in un'altra moneta

Ultima famiglia speciale: i titoli denominati in una **valuta diversa dall'euro** (dollari, ma anche lire turche, real brasiliani, rand sudafricani), spesso emessi da firme solidissime come le sovranazionali. Il richiamo commerciale è la cedola: vedere un titolo della Banca Mondiale che paga il 10 per cento in una valuta emergente fa un certo effetto, accanto ai rendimenti europei.

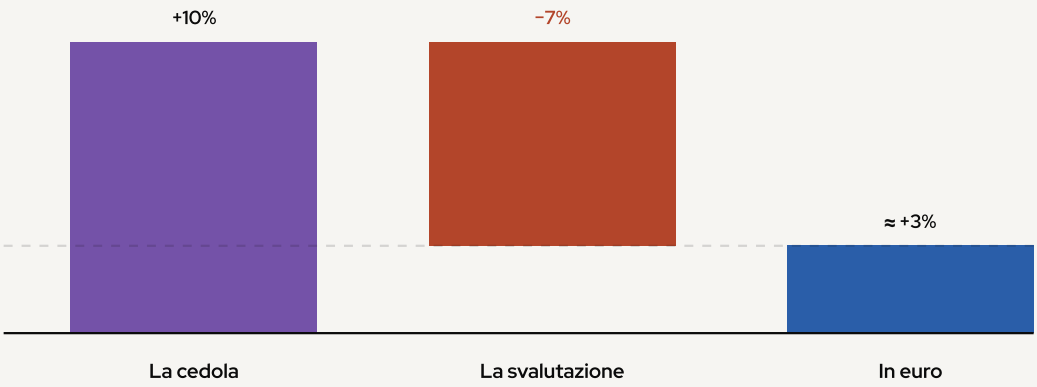
© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

L'effetto è un'illusione ottica. Cedola e rimborso arrivano **nella valuta del titolo**: ciò che conta è quanto varranno in euro, e i tassi alti di una valuta sono quasi sempre il riflesso della sua inflazione alta, cioè della sua tendenza a svalutarsi proprio contro le monete a tassi bassi. La teoria e la lunga esperienza dicono che, in media, la svalutazione si mangia gran parte del vantaggio cedolare; nel frattempo, il rischio di cambio domina ogni altra caratteristica del titolo: un'obbligazione «sicura» in valuta emergente è un investimento *sulla valuta*, con un'obbligazione attaccata.

Questo non rende i titoli in valuta impresentabili: un'esposizione consapevole al dollaro, per esempio, può avere un ruolo di diversificazione in un portafoglio ampio. Ma la decisione va presa per quello che è, una posizione valutaria, e non per la dimensione della cedola. Anche qui, il regolamento non mente: la moneta di denominazione è scritta in prima pagina. Basta leggerla, e chiedersi se quella è una moneta che si vuole possedere.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

CEDOLA 10% IN VALUTA EMERGENTE · CHE COSA PUÒ RESTARNE IN EURO



Esempio illustrativo: i tassi alti riflettono inflazione alta, che tende a svalutare la moneta. Il cambio domina tutto.

FIGURA 17 La cedola alta e il cambio

Esempio ipotetico a fini illustrativi

DA RICORDARE

- Ogni clausola speciale è un rischio o un diritto con un prezzo dentro la cedola: se un titolo paga di più, nel regolamento c'è scritto perché.
- Le subordinate, e gli AT1 in particolare, sono strumenti a metà strada verso l'azione: cedole sospendibili, conversione o azzeramento nei momenti critici.
- Nei titoli richiamabili l'opzione è dell'emittente: si valuta lo scenario peggiore (yield to worst), non la cedola.
- Le strutturate impacchettano derivati a costo invisibile: se non sai dire in due frasi quando perdi, non è un titolo da possedere.
- Nei titoli in valuta il cambio domina tutto: una cedola alta in una moneta che si svaluta è una posizione valutaria, non un reddito fisso.

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

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM



PARTE TERZA · CAPITOLI 9–13

L'uso **consapevole.**

La pratica dell'acquisto, i rischi da conoscere e le strategie per costruire un portafoglio. Con il trattamento fiscale italiano e il glossario finale, per ogni parola che frena.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

09 Dall'asta **al portafoglio.**

Dalla teoria allo sportello, o meglio, alla schermata del proprio conto titoli. Questo capitolo accompagna l'acquisto vero: su quali mercati si compra, come si legge il libro degli ordini, perché l'ordine a prezzo limite non è un'opzione ma una regola, e quando il titolo singolo conviene davvero rispetto a un fondo.

9.1 Che cosa serve: un normale conto titoli

Per comprare obbligazioni non serve nulla di esotico: basta un **conto titoli** (o dossier titoli) presso una banca o un intermediario autorizzato, lo stesso che serve per azioni ed ETF. L'operatività può passare dallo sportello, dal telefono o, sempre più spesso, dalla piattaforma online, dove i costi di negoziazione sono in genere sensibilmente più bassi.

Le **commissioni** meritano un momento di attenzione perché, sul reddito fisso, pesano in modo diverso che sull'azionario: un'obbligazione si compra spesso per tenerla anni, quindi la commissione si paga una volta sola; ma su rendimenti del 3-4 per cento annuo, uno 0,5 per cento di commissione d'ingresso equivale a mangiarsi quasi due mesi di interessi. Le banche tradizionali applicano tipicamente percentuali con minimi fissi; le piattaforme online arrivano a costi di pochi euro per eseguito. Su importi piccoli, il minimo fisso può rendere l'operazione sproporzionatamente cara: anche questo è un motivo per cui, sotto certe soglie, gli strumenti collettivi convengono.

Al momento dell'acquisto, come visto nel capitolo 3, al corso secco si sommano il rateo maturato e le commissioni; il regolamento dell'operazione avviene di norma due giorni lavorativi dopo l'eseguito. Nessuna di queste voci è una sorpresa per chi ha letto fin qui: sono la meccanica ordinaria del mercato.

9.2 Dove si compra: MOT, EuroTLX e il fuori mercato

Il risparmiatore italiano ha a disposizione una infrastruttura che il resto d'Europa invidia: il **MOT** di Borsa Italiana, il mercato obbligazionario telematico dedicato al dettaglio, dove quotano tutti i titoli di Stato italiani, molti esteri, sovranazionali e centinaia di obbligazioni bancarie e societarie, con negoziazione continua negli orari di borsa. Accanto al MOT opera **EuroTLX**, mercato nato per il retail bancario, con un listino ampio soprattutto sul fronte di valute e sovranazionali. Su entrambi si opera con qualunque conto titoli, esattamente come su un'azione.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Non tutto, però, è quotato: molte obbligazioni societarie, specie quelle con taglio da centomila euro, scambiano solo **fuori mercato** (*over the counter*), tramite l'intermediario che cerca la controparte. Per il risparmiatore, la quotazione su un mercato regolamentato è una protezione concreta: prezzi visibili a tutti, regole di formazione del prezzo, possibilità di rivendere senza dipendere dalla buona volontà di chi ha venduto. **A parità di titolo, il canale quotato è sempre preferibile**; e un titolo che non è quotato da nessuna parte va considerato, per prudenza, un titolo che non si potrà rivendere se non a sconto.

Una nota sugli orari: il grosso degli scambi si concentra nella tarda mattinata, quando anche i mercati all'ingrosso sono pienamente operativi. I primi minuti dopo l'apertura e le ultime battute della seduta mostrano spesso divari denaro-lettera più larghi: chi non ha fretta evita gli orari di frontiera.

9.3 Denaro, lettera e la vera liquidità

Aperta la schermata di un titolo, si incontrano due prezzi: il **denaro** (*bid*), il massimo che i compratori offrono in quel momento, e la **lettera** (*ask*), il minimo che i venditori accettano. La distanza tra i due è lo **spread denaro-lettera** (da non confondere con gli spread di credito dei capitoli precedenti): questo è un costo di transazione, puro e semplice. Chi compra paga la lettera, chi vende incassa il denaro: lo spread è il pedaggio del mercato, e si paga due volte nella vita di ogni posizione, all'ingresso e all'uscita.

Sui BTP più scambiati il pedaggio è minimo, pochi centesimi; su obbligazioni societarie minori può allargarsi a un punto e oltre. La regola di lettura è semplice: **lo spread denaro-lettera è il termometro della liquidità**. Un titolo con spread largo, pochi scambi giornalieri e proposte esigue sul libro è un titolo in cui è facile entrare e costoso uscire, e il rendimento apparente in vetrina va mentalmente decurtato di questo costo di andata e ritorno.

Prima di ogni acquisto, tre controlli di dieci secondi sulla scheda del titolo: quanto è largo lo spread in percentuale; quanti scambi ha fatto il titolo nelle ultime sedute; quanta quantità è esposta in denaro e in lettera. Tre numeri che dicono, meglio di ogni ragionamento, se da quella posizione si potrà uscire al prezzo che si vede.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Il mercato è un cambiavalute: compra da te a un prezzo, ti rivende a uno leggermente più alto. Su una banconota molto richiesta la forbice è di pochi spiccioli; su una valuta rara si allarga. Nessun cartello dice «commissione»: la commissione è la forbice.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

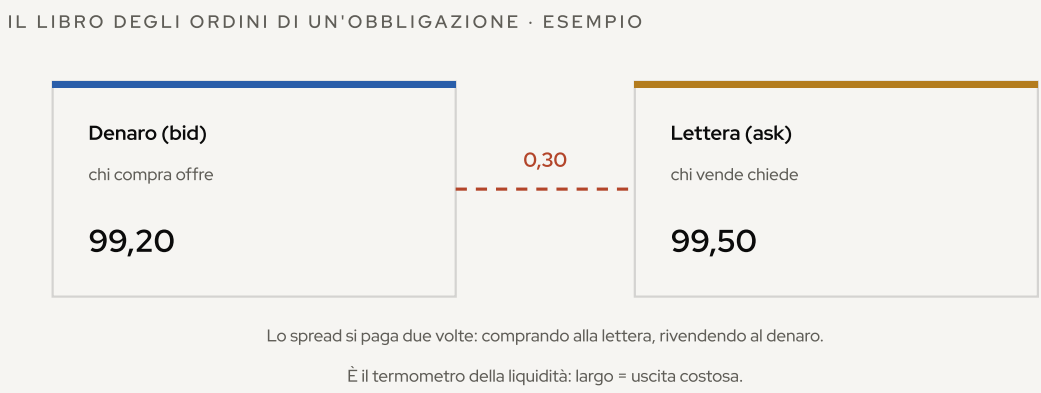


FIGURA 18 Denaro, lettera e spread — Esempio ipotetico

9.4 L'ordine giusto: sempre con limite di prezzo

Al momento di inserire l'ordine, la piattaforma propone di norma due strade. L'ordine **a mercato** («al meglio») esegue subito, al prezzo che trova: sui titoli molto liquidi è innocuo, ma su un'obbligazione sottile può incrociare proposte lontane dal prezzo equo, ed eseguire a cifre che non si sarebbero mai accettate a mente fredda. L'ordine **con limite di prezzo** fissa invece il massimo a cui si è disposti a comprare (o il minimo a cui vendere): può non eseguire subito, ma non può mai eseguire peggio del limite.

Sul reddito fisso la scelta è meno negoziabile che sull'azionario, per una ragione strutturale: **molte obbligazioni scambiano poco**, e i libri ordini sottili sono il terreno ideale per esecuzioni maldestre. La regola pratica è quindi una sola, senza eccezioni che valga la pena elencare: **ordini sempre con limite di prezzo**, fissato guardando il denaro e la lettera del momento; per un acquisto, in prossimità della lettera se si ha fretta, tra denaro e lettera se non se ne ha.

Due accortezze completano il mestiere. Primo: le **quantità**. L'ordine va espresso in valore nominale, rispettando il taglio minimo del titolo e i suoi multipli. Secondo: la **validità**. Un ordine con limite può restare sul libro più giorni; chi lo dimentica lì rischia di vedersi eseguito settimane dopo, a condizioni di mercato cambiate. Ordini brevi, controllati, rinnovati consapevolmente: la noia operativa è il prezzo, modesto, della pulizia dei risultati.

9.5 Titolo singolo o fondo: quando conviene l'uno, quando l'altro

Resta la domanda di fondo: comprare obbligazioni **una per una**, o attraverso **fondi ed ETF obbligazionari**? Non c'è una risposta unica; c'è una divisione dei compiti abbastanza netta.

Il **titolo singolo** dà ciò che nessun fondo può dare: una **scadenza**, con rimborso a 100 e flussi noti al centesimo. È lo strumento naturale per gli obiettivi a data (la spesa fra cinque anni, la scala di scadenze del capitolo 11) e, sui titoli di Stato italiani, gode di tagli piccoli, grande liquidità e fiscalità semplice. Il suo

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

limite è la concentrazione: con importi normali si riescono a detenere poche firme, il che va benissimo per i governativi e molto meno per il credito.

Il **fondo o ETF** dà la diversificazione istantanea (centinaia di emittenti in una quota, indispensabile su corporate e high yield) al prezzo di una rinuncia: non avendo scadenza, non promette mai il rimborso a 100; il suo valore segue i mercati, sempre, con la duration dichiarata in scheda. Esiste una via di mezzo recente, gli ETF **a scadenza**, che raccolgono titoli con rimborso nello stesso anno e si estinguono come un'obbligazione: uno strumento giovane ma coerente, da valutare per il credito a data fissa.

La sintesi onesta: **governativi a scadenza per gli obiettivi, strumenti collettivi per il credito**, e diffidenza per le ibridazioni inverse (il corporate singolo comprato per la cedola, il fondo governativo lungo comprato «per parcheggiare»). Ogni strumento fa bene il suo mestiere, e male quello dell'altro.

DA RICORDARE

- Serve solo un conto titoli; ma le commissioni, sui rendimenti obbligazionari, pesano: confrontarle prima, e attenzione ai minimi fissi sugli importi piccoli.
- MOT ed EuroTLX sono i mercati del risparmiatore: a parità di titolo, il canale quotato è sempre preferibile al fuori mercato.
- Lo spread denaro-lettera è il termometro della liquidità: si paga all'ingresso e all'uscita, e sui titoli sottili ridimensiona il rendimento apparente.
- Sul reddito fisso gli ordini si inseriscono sempre con limite di prezzo: i libri sottili non perdonano gli ordini al meglio.
- Titoli singoli per le scadenze e i governativi; fondi ed ETF per il credito: ogni strumento fa male il mestiere dell'altro.

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

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

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

I capitoli precedenti hanno incontrato i rischi uno alla volta, ciascuno nel suo habitat. Questo capitolo li mette in fila tutti insieme (tassi, credito, liquidità, inflazione, reinvestimento, cambio, richiamo), perché è così che si presentano nella realtà: non a turno, ma a grappoli. Conoscerli non li elimina; permette di scegliere quali farsi pagare.

10.1 Il rischio di tasso: il più democratico

Il **rischio di tasso** è il protagonista dei capitoli 3 e 4, e il più democratico di tutti: colpisce anche i titoli perfetti, emessi dalle firme migliori, senza che nessuno abbia commesso errori. I tassi di mercato salgono, i prezzi delle promesse a tasso fisso scendono: di tanto quanto dice la duration.

Vale la pena fissarne i tratti pratici. Primo: è un rischio **simmetrico**. I tassi possono anche scendere, e allora i titoli lunghi regalano guadagni in conto capitale; chi lo subisce da un lato rinuncia ai frutti dall'altro. Secondo: è **certo nella meccanica, incerto nei tempi**. Nessuno sa quando i tassi si muoveranno, ma tutti possono sapere in anticipo quanto il proprio portafoglio reagirebbe. Terzo: per chi tiene i titoli fino alla scadenza è un rischio **di percorso, non di destinazione**. Il rimborso a 100 arriva comunque; ciò che oscilla è il valore di uscita anticipata e il conto deposito titoli che si legge nel frattempo.

L'errore tipico non è subire il rischio di tasso: è **scoprire di averlo**, accorgersi solo a mercati mossi che il fondo obbligazionario «tranquillo» aveva duration 12, o che il BTP comprato per la cedola scadeva nel 2051. La difesa è di una semplicità disarmante: leggere la duration prima, e dimensionarla sul proprio orizzonte. Tutto il resto è commento.

10.2 Credito e liquidità: i rischi che si nascondono insieme

Il **rischio di credito** ha avuto il suo capitolo, il settimo; qui va aggiunto solo il suo compagno di viaggio preferito: il **rischio di liquidità** (la possibilità che, al momento di vendere, il mercato non ci sia). Un titolo illiquido non è un titolo che non si può vendere mai: è un titolo che si può vendere solo a sconto, con spread denaro-lettera che si allargano proprio quando servirebbe uscire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

I due rischi si nascondono insieme perché **si attivano insieme**. Nei momenti di tensione, i primi titoli che smettono di scambiare sono quelli degli emittenti su cui si addensano i dubbi: chi vorrebbe vendere un corporate minore durante una crisi scopre che il problema non è il prezzo; è trovare il compratore. La liquidità è una promessa del bel tempo: va misurata prima, con i tre controlli del capitolo 9, sapendo che nella tempesta si restringe per tutti e sparisce per i più piccoli.

C'è infine un intreccio più sottile, che i casi bancari hanno reso familiare: il rischio di credito **si concentra dove già si è esposti**. Il risparmiatore che detiene conto, deposito e obbligazioni della stessa banca ha impilato tre crediti sulla stessa firma; il dipendente che compra i titoli del proprio datore di lavoro somma al capitale lo stipendio. La prima domanda del rischio di credito non è «questa firma è solida?» ma «quanto della mia vita dipende già da questa firma?».

10.3 L'inflazione: il ladro che non compare in estratto conto

C'è un rischio che non fa scendere nessun prezzo, non genera nessuna perdita visibile, e nel lungo periodo può costare più di tutti gli altri: l'**inflazione**. Un'obbligazione promette euro futuri in quantità certa; non promette nulla su ciò che quegli euro compreranno. Con l'inflazione al 2 per cento, mille euro fra dieci anni valgono in spesa poco più di 800 di oggi; al 4 per cento, meno di 700.

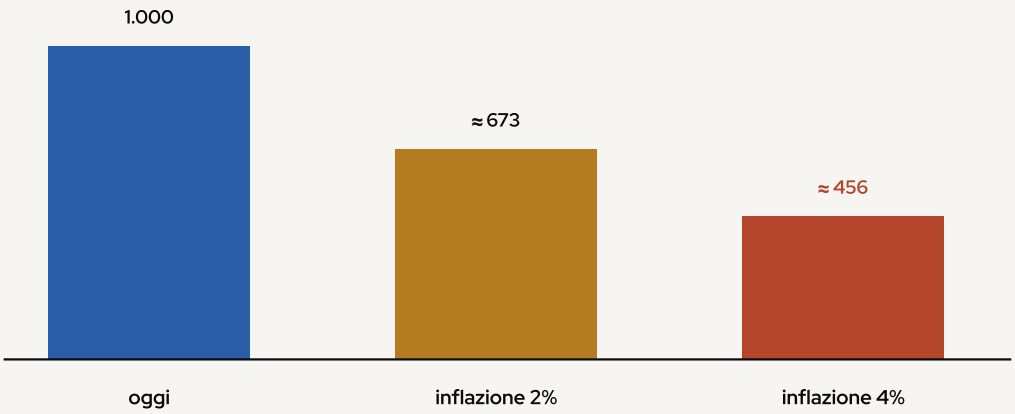
Il reddito fisso è la vittima designata di questo rischio proprio per la sua virtù: **i flussi sono fissi**. L'azionista possiede pezzi di imprese che, bene o male, adeguano listini e ricavi ai prezzi; l'obbligazionista possiede numeri scritti nel 2024 che verranno pagati, identici, nel 2034. Il biennio 2021-2022 lo ha ricordato con durezza: alla perdita di prezzo inflitta dai tassi si sommò, silenziosa, la perdita di potere d'acquisto, e la seconda non è mai tornata indietro.

Le difese esistono e sono già state incontrate: i titoli **indicizzati all'inflazione** (capitolo 5), che agganciano capitale e cedole al costo della vita; le **scadenze contenute**, che permettono di riagganciare i tassi nuovi, i quali, di norma, incorporano l'inflazione nuova; e, a livello di portafoglio complessivo, la convivenza con attivi reali. Ciò che non funziona è ignorarlo: **il rendimento che conta è sempre quello reale**, e un 3 per cento nominale con inflazione al 3 è, in termini di spesa, uno zero elegante.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> L'inflazione è un ladro educato: non scassina, non lascia impronte, l'estratto conto resta intonso. Semplicemente, ogni anno, sostituisce le tue banconote con altre leggermente più piccole. Ci si accorge del furto solo alla cassa: anni dopo, quando gli stessi risparmi comprano un carrello più vuoto.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

CHE COSA COMPRANO 1.000 EURO, DOPO VENT'ANNI DI INFLAZIONE



Nessun prezzo scende, nessuna perdita compare in estratto conto: il rendimento che conta è quello reale.

FIGURA 19 L'erosione del potere d'acquisto — Elaborazione su esempio ipotetico

10.4 Reinvestimento, cambio, richiamo: i rischi di seconda fila

Tre rischi minori completano l'inventario: minori per fama, non sempre per conto finale.

Il **rischio di reinvestimento** è lo specchio del rischio di tasso: se i tassi scendono, cedole e rimborsi tornano a casa proprio quando reinvestirli rende meno. Chi vive di rendite lo conosce bene: il portafoglio di titoli comprati ai tassi alti scade, e i tassi alti non ci sono più. È il motivo per cui i flussi vanno pianificati su più scadenze (la scala del capitolo 11 nasce esattamente per questo) e per cui lo zero coupon, che non ha cedole da reinvestire, è l'unico strumento che blocca davvero un tasso composto fino alla scadenza.

Il **rischio di cambio** è stato visto nel capitolo 8: nei titoli in valuta domina ogni altra considerazione, e si accetta solo come scelta valutaria consapevole. Il **rischio di richiamo**, pure: nelle obbligazioni callable l'emittente rimborsa quando conviene a lui, e la cedola extra è il prezzo di quell'asimmetria.

Un filo lega questi tre rischi: **non si vedono nel prezzo di oggi**. Il titolo callable, quello in valuta e il portafoglio concentrato su una scadenza quotano sereni, identici ai loro fratelli semplici; la differenza emerge solo quando lo scenario cambia. È la ragione per cui il reddito fisso si valuta sul regolamento e sugli scenari, non sulla schermata: ciò che il prezzo non mostra, il contratto lo dice.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

10.5 La mappa dei rischi, strumento per strumento

La tabella riassume dove ciascun rischio colpisce più duro:

STRUMENTO	TASSO	CREDITO	INFLAZIONE	ALTRI RISCHI RILEVANTI
BOT e zero coupon brevi	Minimo	Basso	Basso	Reinvestimento a ogni rinnovo
BTP lunghi a tasso fisso	Alto	Sovrano (spread)	Alto	Nessuno
CCT e tasso variabile	Minimo	Sovrano (spread)	Medio	Cedole incerte
Indicizzati all'inflazione	Alto (sui reali)	Sovrano (spread)	Coperto	Prezzo volatile prima della scadenza
Corporate investment grade	Medio	Medio	Medio	Liquidità, tagli minimi
High yield	Basso	Alto	Medio	Liquidità; correlazione con l'azionario
Subordinate e AT1	Medio	Molto alto	Medio	Sospensione cedole, richiamo, azzeramento
Titoli in valuta	Vario	Vario	Vario	Il cambio domina tutto

TABELLA 3 La mappa dei rischi

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Due letture di questa mappa chiudono il capitolo. La prima: **non esiste la casella senza rischi**. Il BOT che azzera tasso e credito paga pegno sul reinvestimento e, nei decenni, sull'inflazione. La seconda: i rischi **si scelgono, non si evitano**. Un portafoglio obbligazionario ben costruito non è quello che ha spuntato tutte le caselle a «minimo»: è quello in cui ogni rischio presente è stato scelto, dimensionato sull'orizzonte di chi lo detiene, e, soprattutto, pagato dal rendimento. Il rischio inconsapevole è l'unico che non viene mai remunerato.

DA RICORDARE

- Il rischio di tasso è certo nella meccanica e incerto nei tempi: la duration dice in anticipo quanto, nessuno dice quando.
- Credito e liquidità si attivano insieme: nella tempesta, i titoli piccoli e dubbi smettono di scambiare proprio quando servirebbe uscire.
- L'inflazione non compare in estratto conto ma nel lungo periodo può costare più di tutto: il rendimento che conta è quello reale.
- Reinvestimento, cambio e richiamo non si vedono nel prezzo di oggi: si leggono nel regolamento e negli scenari.
- I rischi si scelgono, non si evitano: l'unico rischio mai remunerato è quello di cui non si sapeva.

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

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

11 Scadenze in fila, **con un disegno.**

Conoscere gli strumenti non basta: bisogna decidere che cosa fargli fare. Questo capitolo passa dalle singole obbligazioni al portafoglio: il ruolo del reddito fisso accanto al resto, la scala di scadenze, le architetture alternative, e la scelta di fondo tra tenere fino in fondo e gestire lungo la strada.

11.1 Prima la domanda: a che cosa servono, qui

Ogni strategia obbligazionaria sensata comincia da una domanda che non riguarda le obbligazioni: **che compito deve svolgere questo denaro?** Le risposte possibili sono quattro, e ciascuna disegna un portafoglio diverso.

- **Finanziare una spesa a data nota** (la casa, gli studi, un progetto): titoli con scadenza allineata alla data, tenuti fino al rimborso. Il rischio di tasso evapora; conta solo la firma.
- **Produrre reddito corrente** (integrare pensione o entrate): cedole distribuite lungo l'anno, scadenze scaglionate per rinnovare a rotazione, qualità alta perché il reddito serve certo, non brillante.
- **Stabilizzare un portafoglio** che contiene azioni: governativi di qualità e duration media, il contrappeso classico che si apprezza quando l'economia frena e i tassi vengono tagliati.
- **Parcheggiare una riserva** in attesa di destinazione: strumenti brevi (BOT, zero coupon corti) dove la duration è minima e la sorpresa impossibile.

Quasi ogni errore obbligazionario dei risparmiatori nasce dal confondere questi compiti: il parcheggio investito in BTP trentennali «perché rendevano di più», il reddito affidato a subordinate «per la cedola», il contrappeso azionario cercato nell'high yield che crolla insieme alle azioni. Prima si assegna il compito, poi si sceglie l'attrezzo: l'ordine inverso non funziona mai.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

11.2 La scala di scadenze: la strategia che non prevede nulla

L'architettura più utile del reddito fisso è anche la più semplice, e ha un nome domestico: la **scala di scadenze** (*bond ladder*). Si divide il capitale in più gradini uguali e si compra un titolo per gradino, con scadenze scaglionate: per esempio un quinto del capitale ogni anno, da uno a cinque anni. Alla scadenza del primo titolo, il rimborso si reinveste sul gradino più lontano, e la scala ricomincia a salire da sola.

La bellezza della scala sta in ciò che **non richiede: nessuna previsione sui tassi**. Se i tassi salgono, i rimborsi via via in arrivo si reinvestono alle condizioni nuove, migliori; se scendono, i gradini lunghi già in portafoglio continuano a pagare i tassi vecchi, più alti. In ogni scenario una parte del portafoglio è posizionata bene, e nessuna previsione sbagliata può fare grandi danni, perché nessuna previsione è stata fatta.

I benefici collaterali completano il quadro: c'è sempre una scadenza vicina (liquidità naturale senza dover vendere nulla), il rischio di reinvestimento si spalma su anni invece di concentrarsi su una data, e la duration complessiva resta stabile e media senza manutenzione. Con i titoli di Stato italiani (tagli da mille euro, ogni scadenza disponibile, commissioni minime), una scala si costruisce anche con capitali contenuti: è, per distacco, la prima struttura da considerare per chi vuole obbligazioni in portafoglio senza volerne fare un mestiere.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> La scala è il carrello della spesa di chi non vuole scommettere sui prezzi: un po' oggi, un po' il mese prossimo, un po' quello dopo. Se i prezzi scendono, le prossime spese ne approfittano; se salgono, la dispensa è già mezza piena ai prezzi vecchi. Nessun colpo di genio, e nessun colpo a vuoto.

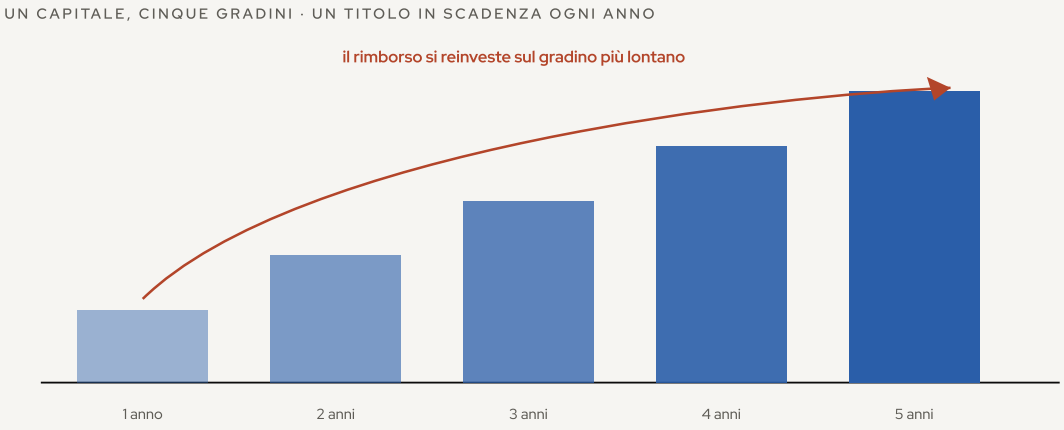


FIGURA 20 La scala di scadenze — Schema illustrativo

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

11.3 Barbell e bullet: le architetture alternative

Accanto alla scala, il mestiere conosce due architetture con nomi da palestra. Il **bullet** («proiettile») concentra tutto su un'unica scadenza, scelta per coincidere con un obiettivo: è la strategia naturale della spesa a data nota, già incontrata; semplice, precisa, senza manutenzione.

Il **barbell** («bilanciere») divide invece il capitale tra i due estremi della curva, saltando il centro: una parte in strumenti molto brevi, una parte in titoli lunghi. La parte breve dà liquidità e riaggancia in fretta i tassi nuovi; la parte lunga blocca i rendimenti e fornisce il contrappeso nelle recessioni. Rispetto a una scala di pari duration media, il bilanciere è più reattivo agli scenari estremi, e più esigente: va ribilanciato, e la sua parte lunga richiede lo stomaco per le oscillazioni che il capitolo 4 ha quantificato.

Quale scegliere? La domanda è meno importante di quanto sembri: **scala, bullet e barbell sono attrezzi, non fedi**. Il bullet serve gli obiettivi a data; la scala serve il reddito e la semplicità; il barbell serve chi vuole tenere insieme liquidità e protezione da recessione accettando manutenzione e oscillazioni. Molti portafogli reali finiscono per essere una scala con un gradino lungo in più o un bullet con una riserva liquida accanto, ibridi senza nome, e va benissimo così: l'architettura giusta è quella che si riesce a mantenere negli anni senza ripensamenti notturni.

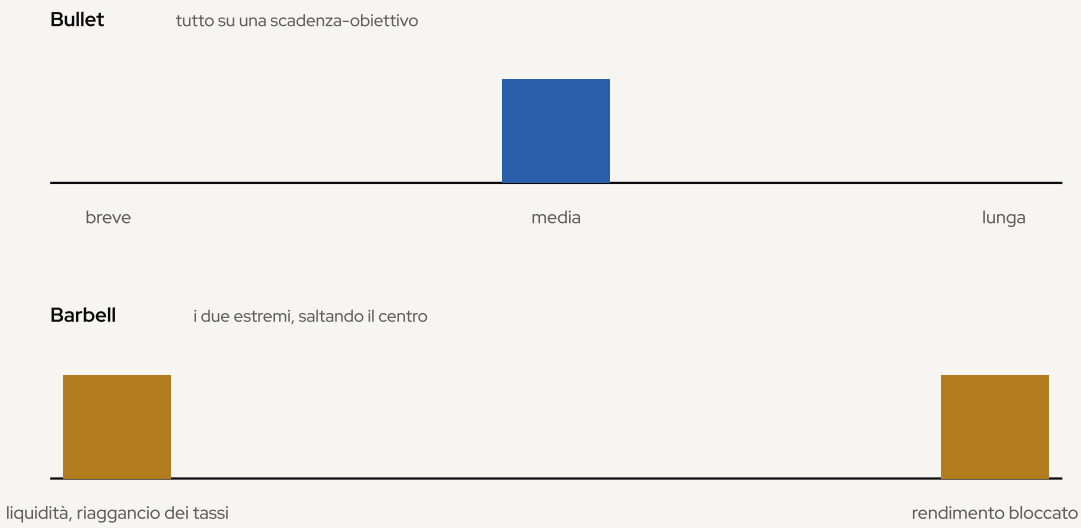


FIGURA 21 Bullet e barbell — Schema illustrativo

11.4 Tenere fino in fondo, o gestire lungo la strada

Resta la scelta di temperamento: comprare e **tenere fino alla scadenza**, o **gestire** (vendere, allungare, accorciare) seguendo i mercati?

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Il tenere ha dalla sua la forza dei fatti: il rimborso a 100 trasforma le oscillazioni in rumore, i costi di negoziazione si pagano una volta, la fiscalità è lineare, e, soprattutto, non richiede di avere ragione sui tassi. Il gestire ha dalla sua la flessibilità: chi accorciò le duration nel 2021, coi tassi a zero e nulla da perdere a stare corti, evitò il peggior anno della storia del reddito fisso. Ma quell'esempio, così citato, è insidioso: era un caso limite in cui il rischio era tutto da una parte. In condizioni normali, prevedere i tassi è il mestiere in cui falliscono con più regolarità anche i professionisti; e ogni movimento del portafoglio paga spread, commissioni e, spesso, imposte.

Per il risparmiatore, la sintesi ragionevole è **strutturale, non tattica**: si sceglie una struttura (la scala, il bullet, il bilanciere) dimensionata sui propri compiti e sulla propria tolleranza, e la si mantiene, limitando gli interventi ai casi in cui è *la vita* a cambiare (un obiettivo che slitta, una riserva che serve) o in cui un titolo ha smesso di meritare il suo posto (un credito deteriorato, capitolo 7). I mercati offrono ogni settimana un buon motivo per rimaneggiare tutto; un portafoglio obbligazionario ben disegnato è fatto per ignorarne cinquantuno su cinquantadue.

11.5 Le buone abitudini dell'obbligazionista

Chiudiamo la parte strategica come il capitolo gemello della guida ETP: con le abitudini che valgono più di ogni singola scelta.

- **L'orizzonte comanda la duration.** Prima si stabilisce quando serviranno i soldi, poi si sceglie la scadenza: mai il contrario, mai per inseguire un rendimento.
- **La qualità minima non si negozia.** Si fissa una soglia (di rating, di rango) e la si tiene anche quando una cedola vistosa bussa. Soprattutto quando bussa.
- **Le firme si contano.** Governativi a parte, nessun emittente dovrebbe pesare più di qualche punto percentuale del portafoglio, contando anche conti e depositi presso la stessa banca.
- **Si ragiona al netto:** di commissioni, di spread denaro-lettera, di imposte (12,5 o 26 per cento cambia la classifica: capitolo 12). Il rendimento lordo in vetrina non compra la spesa.
- **Le cedole si reinvestono**, se non servono per vivere. Lasciate sul conto, si diluiscono; reinvestite, compongono. Sulla distanza, la differenza è il raccolto.
- **Il regolamento si legge prima.** Rango, richiami, valuta, taglio: cinque minuti sulla scheda del titolo evitano gli anni sbagliati. Ogni brutta sorpresa obbligazionaria di questa guida era scritta da qualche parte, in anticipo.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Niente in questa lista richiede talento o tempismo: solo metodo. È la buona notizia del reddito fisso: il mercato dove la disciplina, più che altrove, batte il genio.

DA RICORDARE

- Prima il compito, poi l'attrezzo: obiettivi a data, reddito, stabilizzazione e parcheggio disegnano portafogli diversi.
- La scala di scadenze funziona in ogni scenario proprio perché non prevede nulla: i rimborsi riagganciano i tassi nuovi, i gradini lunghi conservano i vecchi.
- Bullet per gli obiettivi, barbell per chi accetta manutenzione e oscillazioni: sono attrezzi, non fedi.
- La struttura batte la tattica: si interviene quando cambia la vita o si deteriora un credito, non quando i mercati offrono un'opinione.
- Orizzonte, qualità minima, firme contate, conti al netto, cedole reinvestite, regolamento letto prima: la disciplina batte il genio.

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

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

12 Il conto **col fisco.**

Il fisco italiano tratta le obbligazioni con un doppio binario: due aliquote diverse a seconda dell'emittente, e due cassetti diversi a seconda della natura del guadagno. Questo capitolo mette ordine (aliquote, minusvalenze, bollo, regimi) e arriva fino al vantaggio meno conosciuto di tutti: quello che emerge in successione.

12.1 Due cassetti separati: redditi di capitale e redditi diversi

Il punto di partenza è lo stesso che i lettori della guida ETP già conoscono: il fisco italiano divide i proventi finanziari in due categorie che non comunicano. I **redditi di capitale** sono i frutti «promessi» dello strumento: per un'obbligazione, le **cedole** e lo **scarto di emissione** (la differenza tra prezzo di emissione e rimborso, il rendimento tipico di BOT e zero coupon). I **redditi diversi** sono invece i guadagni e le perdite **da negoziazione**: la differenza tra prezzo di vendita (o rimborso) e prezzo di acquisto sul mercato.

La distinzione non è contabile pignoleria: come vedremo tra poco, **solo i redditi diversi ammettono la compensazione delle perdite**; ed è qui che il doppio cassetto comincia a produrre effetti concreti sulle scelte di chi investe.

Un'obbligazione tipica genera entrambi i redditi lungo la sua vita: le cedole cadono nel primo cassetto, anno dopo anno; l'eventuale guadagno o perdita di prezzo cade nel secondo, al momento della vendita o del rimborso. Chi compra un BTP a 96 e lo porta a scadenza incassa cedole (redditi di capitale) e quattro punti di apprezzamento (redditi diversi): due binari fiscali per un solo titolo, ciascuno con le sue regole.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Immagina due cassetti nella stessa scrivania. Nel primo finiscono i frutti promessi: cedole e scarti. Nel secondo i risultati delle compravendite: guadagni e perdite di prezzo. La regola della casa è severa: ciò che sta in un cassetto non può mai compensare ciò che sta nell'altro, e le perdite trovano posto solo nel secondo.

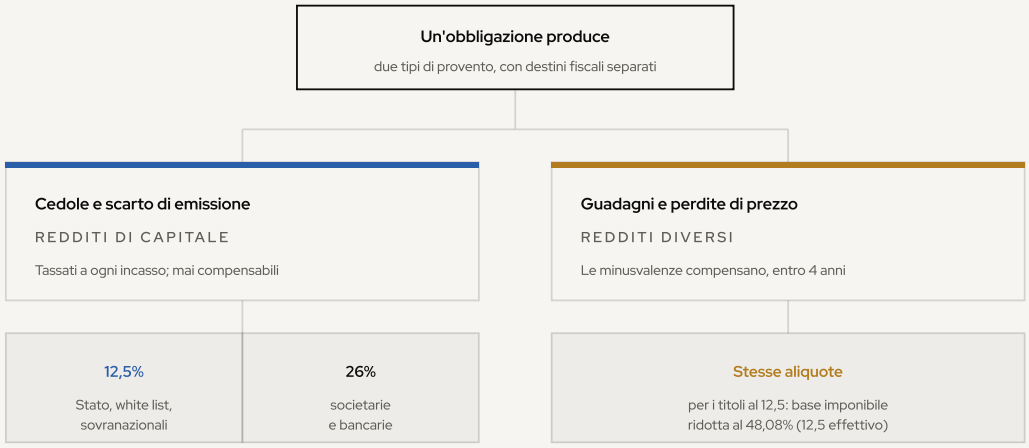
© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

12.2 Le due aliquote: 12,5 e 26 per cento

Sulla misura del prelievo, l'Italia distingue per **emittente**. L'aliquota ordinaria sui proventi finanziari è il **26 per cento**, e si applica alle obbligazioni societarie e bancarie. Ma per una famiglia di emittenti vale l'aliquota di favore del **12,5 per cento**: i titoli dello Stato italiano (BOT, BTP, CCT e varianti), i titoli degli enti territoriali italiani, i titoli emessi da Stati esteri inclusi nella *white list* (l'elenco dei paesi che scambiano informazioni fiscali con l'Italia, che comprende tutti i principali) e quelli degli **organismi sovranazionali** come BEI e Banca Mondiale.

Il divario non è un dettaglio: più di metà di aliquota in meno cambia la classifica dei rendimenti. Un BTP che rende il 3,20 lordo lascia in tasca circa il 2,80; un'obbligazione bancaria deve rendere circa il 3,78 lordo per lasciare lo stesso netto. **Il confronto tra titoli va sempre fatto al netto**: lo spread di credito di un corporate, già chiamato a ripagare il rischio di firma, deve ripagare anche i tredici punti e mezzo di fisco in più, e non sempre ce la fa.

Un tecnicismo va conosciuto perché compare negli estratti conto: per i titoli al 12,5 la macchina fiscale non applica direttamente l'aliquota ridotta ai redditi diversi, ma assoggetta al 26 per cento una **base imponibile ridotta al 48,08 per cento** del guadagno. Il risultato è identico (26 × 48,08% = 12,5), ma sul rendiconto si vede la base ridotta, non l'aliquota. Stessa logica, in negativo, per le minusvalenze su questi titoli: entrano nel cassetto già ridimensionate al 48,08.



Quadro a settembre 2026. In più: bollo dello 0,2% annuo sul controvalore; titoli di Stato ed equiparati esclusi dall'imposta di successione.

FIGURA 22 Il percorso fiscale dei proventi obbligazionari — Quadro normativo a settembre 2026

12.3 L'asimmetria delle minusvalenze

Il cassetto dei redditi diversi ha una dote: le **minusvalenze**, le perdite realizzate vendendo un titolo sotto il prezzo di carico, generano un credito che si può usare per **compensare plusvalenze future**, abbattendo l'imposta dovuta. Il credito vive nel cosiddetto «zainetto fiscale» e scade il **31 dicembre del quarto anno** successivo a quello in cui la perdita è stata realizzata.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Fin qui la dote; poi l'asimmetria, che per gli obbligazionisti è particolarmente pungente. Le minusvalenze si compensano solo con altri **redditi diversi**: plusvalenze da vendita di obbligazioni, azioni, ETC, ETN e certificati. **Non si compensano mai con le cedole**, che sono redditi di capitale: chi ha perso vendendo un titolo e incassa cedole generose da altri titoli paga per intero il 12,5 o il 26 sulle cedole, mentre lo zainetto resta pieno. E non si compensano nemmeno con i guadagni degli ETF, che il fisco tratta come redditi di capitale, come i lettori della guida ETP ricorderanno.

Le conseguenze pratiche: chi possiede minusvalenze in scadenza ha un motivo fiscale legittimo per **realizzare plusvalenze latenti** su titoli obbligazionari (vendere e ricomprare, assorbendo il guadagno nel credito); e chi sceglie tra un titolo sotto la pari e uno sopra la pari a parità di rendimento può considerare che il primo concentra più risultato nel cassetto compensabile. Sono ottimizzazioni di contorno, mai la ragione di un investimento, ma su portafogli obbligazionari importanti valgono denaro vero.

12.4 Bollo, regime amministrato e regime dichiarativo

Tre voci amministrative completano il quadro. La prima è l'**imposta di bollo**: il 2 per mille (0,2 per cento) l'anno sul valore di mercato degli strumenti finanziari in deposito, addebitata dalla banca. Riguarda le obbligazioni come ogni altro titolo: su centomila euro, duecento euro l'anno, una tassa patrimoniale in miniatura che erode silenziosamente i rendimenti bassi.

La seconda è la scelta del **regime**. Nel regime **amministrato**, quello della quasi totalità dei risparmiatori, la banca fa da sostituto d'imposta: calcola, trattiene e versa ogni imposta a ogni evento, gestisce lo zainetto delle minusvalenze, e nulla transita nella dichiarazione dei redditi. Nel regime **dichiarativo** tutto passa invece per la dichiarazione annuale: è la via di chi opera su intermediari esteri senza sostituto d'imposta, con l'onere dei quadri dedicati e, per i depositi all'estero, del monitoraggio nel quadro RW.

La terza voce è una particolarità dei **BOT**: l'imposta sullo scarto di emissione viene applicata **in via anticipata**, al momento della sottoscrizione in asta; si paga subito il 12,5 sul rendimento che si incasserà a scadenza (per gli altri zero coupon, invece, l'imposta si paga sul maturato quando si vende o si incassa il rimborso). È il motivo per cui il prezzo pagato per un BOT in asta è leggermente superiore al prezzo «matematico»: incorpora la ritenuta già versata. Nulla di penalizzante: solo un anticipo di cassa che va conosciuto per leggere correttamente l'eseguito.

12.5 La successione: il vantaggio che non si vede in vita

C'è un capitolo fiscale che i confronti di rendimento ignorano sempre, e che per i patrimoni familiari può valere più di ogni ottimizzazione vista finora: la **successione**. I titoli di Stato italiani (e i titoli a essi equiparati, inclusi quelli degli organismi sovranazionali come la BEI) sono **esclusi dall'attivo ereditario** ai fini dell'imposta di successione: passano agli eredi senza concorrere a formare la base imponibile.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

L'imposta di successione italiana è, nel confronto europeo, mite (franchigia di un milione di euro per coniuge e figli, aliquota del 4 per cento oltre), ma su patrimoni sopra le franchigie il 4 per cento è denaro: un portafoglio da due milioni interamente in obbligazioni societarie sconta, oltre franchigia, imposte che lo stesso portafoglio in BTP non vede affatto. Per chi pianifica il passaggio generazionale, la composizione del portafoglio obbligazionario diventa così una leva successoria a pieno titolo: un tema che merita una trattazione propria, e che qui lasciamo segnalato.

Dal 2025, peraltro, l'imposta di successione è in **autoliquidazione**: sono gli eredi (tipicamente tramite il professionista che cura la dichiarazione) a calcolarla e versarla, entro novanta giorni dal termine di presentazione della dichiarazione. Anche per questo, tenere ordinata la documentazione dei titoli (ISIN, intestazioni, dossier) è una cortesia concreta verso chi verrà dopo.

12.6 Un esempio con i numeri (e le novità all'orizzonte)

Mettiamo tutto in fila con un caso concreto. Un risparmiatore compra 20.000 euro nominali di un BTP a 96, cedola 3 per cento, e lo tiene fino alla scadenza, quattro anni dopo.

- **Cedole:** 600 euro l'anno (il 3 su 20.000 nominali), tassate come redditi di capitale al 12,5: **525 netti** l'anno, 2.100 in quattro anni.
- **Rimborso:** a scadenza tornano 20.000 su un esborso di 19.200: gli 800 euro di differenza sono redditi diversi. Base imponibile ridotta al 48,08 (384,6 euro), imposta al 26: **100 euro**, cioè il 12,5 effettivo sugli 800. Se nello zainetto c'erano minusvalenze in corso di validità, questa imposta si azzera fino a capienza.
- **Bollo:** 0,2 per cento l'anno sul valore di mercato: circa 40 euro l'anno, 160 sul periodo.

Risultato netto complessivo: circa 2.640 euro su 19.200 investiti in quattro anni, un 4,1 per cento lordo diventato circa il 3,4 netto. Lo stesso flusso da un'obbligazione societaria al 26 per cento avrebbe lasciato circa il 2,9: la differenza fiscale, composta sugli anni, è tutt'altro che decorativa.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Le regole descritte sono quelle in vigore a settembre 2026. All'orizzonte resta la riforma (più volte annunciata, mai ancora compiuta) che dovrebbe unificare redditi di capitale e redditi diversi in un'unica categoria compensabile: cambierebbe soprattutto il destino delle minusvalenze. Fino ad allora, vale il doppio cassetto, e vale la regola di sempre: **prima di ogni decisione rilevante, verificare che il quadro sia ancora questo**.

DA RICORDARE

- Cedole e scarti di emissione sono redditi di capitale; guadagni e perdite di prezzo sono redditi diversi: i due cassetti non comunicano.
- 12,5 per cento su titoli di Stato, white list e sovranazionali; 26 sul resto: il confronto tra rendimenti va sempre fatto al netto.
- Le minusvalenze compensano solo redditi diversi, valgono quattro anni e non si usano mai contro le cedole (né contro i guadagni degli ETF).
- Bollo dello 0,2 per cento annuo sul controvalore; nel regime amministrato la banca gestisce tutto, senza dichiarazione.
- I titoli di Stato e i sovranazionali equiparati sono esclusi dall'imposta di successione: per i patrimoni oltre franchigia, una leva di pianificazione a pieno titolo.

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

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

13 Le parole **delle obbligazioni.**

Le parole del reddito fisso, in ordine alfabetico e in italiano piano. Ogni voce rimanda idealmente ai capitoli in cui il concetto vive: questo glossario è fatto per essere consultato ogni volta che una parola frena la lettura, qui o altrove.

13.1 A–B

Alla pari. Prezzo pari a 100, cioè al valore nominale. Sotto 100: sotto la pari; sopra 100: sopra la pari.

Asta. Il canale con cui il Tesoro colloca i titoli di Stato agli operatori. Il risparmiatore vi accede prenotando in banca, senza commissioni per BTP e CCT e con una commissione massima fissata per decreto sui BOT.

AT1 (Additional Tier 1). Obbligazione bancaria perpetua e profondamente subordinata: cedole sospendibili a discrezione, conversione in azioni o azzeramento se il capitale della banca scende sotto soglia. Detta anche CoCo bond.

Bail-in. Regime europeo di gestione delle crisi bancarie: le perdite ricadono su azionisti e obbligazionisti secondo la gerarchia di subordinazione, prima di ogni intervento pubblico.

Barbell. Strategia che divide il capitale tra scadenze molto brevi e molto lunghe, saltando il centro della curva.

BOT (Buoni Ordinari del Tesoro). Titoli di Stato zero coupon a 3, 6 o 12 mesi: nessuna cedola, rendimento nello scarto tra prezzo e rimborso a 100.

BTP (Buoni del Tesoro Poliennali). Titoli di Stato a cedola fissa semestrale, su scadenze da 2 a 50 anni. Varianti: BTP€i e BTP Italia (indicizzati all'inflazione), BTP Valore (riservato al retail, cedole step-up), BTP Green.

Bund. Il titolo di Stato tedesco, riferimento dell'area euro: contro il suo rendimento si misura lo spread dei BTP.

13.2 C–D

Callable. Obbligazione che l'emittente può rimborsare in anticipo a date prestabilite. Si valuta sullo scenario peggiore (yield to worst).

CCT. Titoli di Stato a tasso variabile: cedola agganciata all'Euribor a 6 mesi più un margine. Duration minima, prezzo stabile.

Cedola. L'interesse periodico pagato dall'obbligazione, espresso in percentuale annua del nominale. Non coincide con il rendimento.

Convertibile. Obbligazione trasformabile, a scelta dell'investitore, in un numero prefissato di azioni dell'emittente.

Corso secco. Il prezzo di mercato dell'obbligazione senza la cedola in maturazione: è il prezzo esposto sui listini.

Corso tel quel. Il prezzo effettivamente pagato: corso secco più rateo. È la cifra che esce dal conto.

Covered bond. Obbligazione bancaria garantita da un patrimonio dedicato (tipicamente mutui) separato anche in caso di fallimento: il rango più protetto del debito bancario.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Curva dei rendimenti. I rendimenti di uno stesso emittente su tutte le scadenze, messi in fila: normale se sale, invertita se i tassi brevi superano i lunghi.

Default. Inadempienza dell'emittente: dal ritardo di pagamento alla ristrutturazione fino all'insolvenza piena.

Denaro / lettera. Il miglior prezzo di acquisto (denaro, bid) e di vendita (lettera, ask) esposti sul mercato. La differenza è lo spread denaro-lettera, il costo di transazione implicito.

Duration. Il baricentro temporale dei flussi di un'obbligazione, in anni. Nella versione modificata, misura la sensibilità del prezzo ai tassi: variazione ≈ − duration × variazione dei tassi.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Se una sola voce di questo glossario dovesse restare, è la duration: il numero che trasforma «le obbligazioni oscillano» in «questa obbligazione, se i tassi si muovono di un punto, si muove di circa il tot per cento». La differenza tra sapere e sperare, in un numero solo.

13.3 E–L

Emittente. Chi emette il titolo e si obbliga a pagare: Stato, ente sovranazionale, banca, impresa. L'emittente è il rischio.

Euribor. Il tasso interbancario di riferimento dell'area euro, parametro tipico delle cedole variabili (CCT inclusi).

Fallen angel. Emittente declassato da investment grade a high yield: il passaggio di confine innesca spesso vendite forzate degli investitori vincolati.

High yield. Il segmento degli emittenti sotto la soglia investment grade (da BB+/Ba1 in giù): rendimenti più alti, default fisiologici, correlazione con l'azionario.

Indicizzata (obbligazione). Titolo il cui capitale o le cui cedole seguono un parametro: tipicamente l'inflazione (BTP€i, BTP Italia) o un tasso di mercato.

Investment grade. Il segmento dei rating da BBB−/Baa3 in su: emittenti di qualità, spread contenuti, presenza ammessa nei mandati istituzionali.

ISIN. Codice di dodici caratteri che identifica univocamente ogni titolo (IT… per l'Italia). L'unico nome che non ammette equivoci.

Lotto minimo. Il taglio più piccolo negoziabile di un titolo: 1.000 euro per i titoli di Stato italiani, spesso 100.000 per i corporate destinati agli istituzionali.

13.4 M–R

MOT. Il mercato obbligazionario telematico di Borsa Italiana, dedicato agli scambi al dettaglio: vi quotano titoli di Stato, sovranazionali e centinaia di corporate.

Nominale (valore). L'importo che l'emittente rimborsa a scadenza e su cui si calcolano le cedole. I prezzi si esprimono in percentuale di questo valore, con base 100.

Perpetua. Obbligazione senza scadenza: promette cedole per sempre; il capitale si recupera solo rivendendo il titolo.

Premio fedeltà. Extra-rimborso riconosciuto ad alcuni titoli retail (BTP Italia, BTP Valore) a chi li detiene dal collocamento alla scadenza.

Punto base. Un centesimo di punto percentuale (0,01%). Cento punti base = 1%. L'unità di misura di spread e variazioni di tasso.

Rateo. La frazione di cedola maturata dall'ultimo stacco, riconosciuta al venditore al momento dell'acquisto.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Rating. Il giudizio sintetico delle agenzie (S&P, Moody's, Fitch) sulla capacità dell'emittente di pagare: da AAA/Aaa a D.

Redditi di capitale. Cassetto fiscale dei frutti promessi: cedole e scarti di emissione. Non compensabile con le perdite.

Redditi diversi. Cassetto fiscale dei risultati di negoziazione: plusvalenze e minusvalenze da prezzo. Le minusvalenze compensano solo redditi di questo cassetto, entro il quarto anno successivo.

Regolamento del prestito. Il documento che fissa tutti i termini del titolo: importi, date, rango, clausole, valuta, legge applicabile.

Rendimento a scadenza. Il tasso annuo effettivo di chi compra al prezzo di oggi e tiene fino al rimborso, cedole reinvestite. L'unico metro di confronto tra titoli.

13.5 S

Scala di scadenze (ladder). Portafoglio di titoli con scadenze scaglionate a intervalli regolari: ogni rimborso si reinveste sul gradino più lontano.

Scarto di emissione. La differenza tra prezzo di emissione e valore di rimborso: il rendimento tipico degli zero coupon, tassato come reddito di capitale.

Sovranazionale. Ente creato da più Stati (BEI, Banca Mondiale, ESM): merito di credito massimo e, in Italia, fiscalità equiparata ai titoli di Stato.

Spread di credito. Il margine di rendimento di un titolo sopra il governativo di pari scadenza e valuta: il compenso, in punti base, per il rischio della firma.

Spread (sovrano). La differenza di rendimento tra il BTP decennale e il Bund tedesco, in punti base: il prezzo della fiducia nella firma italiana.

Step-up. Struttura cedolare crescente nel tempo, tipica dei titoli retail come il BTP Valore.

Strutturata (obbligazione). Titolo le cui cedole o il cui rimborso dipendono da formule su indici o panieri: un'obbligazione più derivati impacchettati, a costo non visibile.

Subordinata. Obbligazione rimborsata solo dopo i creditori ordinari in caso di crisi: cedola più alta in cambio di un rango più basso (Tier 2, AT1).

13.6 T–Z

Tasso di recupero. La percentuale del credito che gli obbligazionisti recuperano in caso di default: dipende dagli attivi residui e dal rango.

Tier 2. Il gradino «classico» del debito subordinato bancario: assorbe perdite nella crisi conclamata, dopo AT1 e azionisti ma prima dei creditori senior.

White list. L'elenco degli Stati che scambiano informazioni fiscali con l'Italia: i loro titoli pubblici godono dell'aliquota al 12,5 per cento.

Yield to worst. Il peggiore tra i rendimenti possibili di un titolo con clausole di richiamo: il numero prudente su cui valutare le obbligazioni callable.

Zainetto fiscale. Il credito accumulato con le minusvalenze realizzate, utilizzabile contro future plusvalenze (redditi diversi) fino al quarto anno successivo.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Zero coupon. Obbligazione senza cedole: si compra sotto la pari e si incassa il nominale a scadenza. Duration pari alla vita residua; nessun rischio di reinvestimento.

DA RICORDARE

- Le parole del reddito fisso sono poche e stabili: una volta imparate, ogni scheda titolo diventa leggibile.
- Quando un termine frena, la risposta è qui; quando la risposta non basta, il capitolo di riferimento è a un clic dall'indice.
- Nessun glossario sostituisce la lettura del regolamento del titolo: è lì che le parole diventano impegni.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

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

Questa guida finisce qui; le decisioni, no. Un'obbligazione è una promessa semplice (date, importi, una firma), ma un portafoglio è un insieme di promesse messe al servizio di un progetto: un orizzonte, delle proporzioni e un motivo per ogni scadenza.

Se leggendo sono emerse domande sulla tua situazione (quanta duration ha senso sopportare, come scaglionare le scadenze, quanto credito e a quale prezzo, che cosa dice il fisco nel tuo caso specifico), 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. Gli strumenti subordinati, strutturati e denominati in valuta estera possono comportare perdite rapide e rilevanti e 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 (Banca d'Italia, MEF, SIFMA, ICMA, Borsa Italiana), che tuttavia non vengono garantite.

Nessun emittente privato o prodotto specifico viene raccomandato in questa guida; i titoli di Stato sono citati a fini descrittivi, non come raccomandazione. 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