

IL RISPARMIO

3 2014

IL RISPARMIO

3

Anno LXII - n. 3 luglio - settembre 2014

Rivista trimestrale dell'ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa

Poste Italiane Spa Sped. in abb. post. 70% DCB Roma - com. 20 lett. c - Art. 2 legge 662 del 23/12/96 - Filiale di Roma - Romanina



**REGOLAMENTO PER LA SOTTOMISSIONE DEI MANOSCRITTI PER LA
PUBBLICAZIONE NELLA RIVISTA
IL RISPARMIO**

1. PREMESSA

L'invio dei manoscritti alla Rivista per una valutazione ai fini della pubblicazione, presuppone l'accettazione da parte degli autori delle regole di pubblicazione di seguito esposte.

In particolare, gli autori devono:

- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto, o parti significative di esso, non sia stato pubblicato altrove;
- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto non sia sotto *review* per altra pubblicazione;
- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto non sarà inviato per altra pubblicazione prima della risposta finale del Comitato Scientifico sull'esito del processo di referaggio.

2. SOTTOMISSIONE MANOSCRITTI

Gli articoli vanno inviati al Comitato Scientifico via mail all'indirizzo elisabetta.boccia@acri.it in formato testo che includa il testo, le note e la bibliografia da pubblicare, corredati da un *Abstract* in italiano e in inglese di non più di 300 parole, indicando il codice JEL, disponibile su <http://www.aeaweb.org/journal/elclasjn.html>.

L'autore può proporre il suo lavoro per la pubblicazione in lingua inglese. Rimarrà a cura dell'autore la revisione del lavoro in lingua inglese qualora esso non venga considerato adeguato agli standard linguistici.

Sulla prima pagina del manoscritto va specificata l'Università o Ente di appartenenza, un numero telefonico e un indirizzo di posta elettronica dell'autore (o di almeno un autore nel caso di saggi a firma congiunta).

Il manoscritto deve essere formattato secondo quanto stabilito nella sezione "note per gli autori", pubblicata sul sito della rivista www.ilrisparmioeview.it.

3. PROCESSO DI REFERAGGIO

Il Comitato Scientifico esamina il manoscritto e, qualora lo giudichi potenzialmente idoneo per la pubblicazione nella Rivista, lo invia a tre *referee* per un triplo referaggio anonimo.

∞ La decisione iniziale del Comitato Scientifico richiede circa due settimane.

∞ La stesura dei rapporti dei *referee* richiede circa 1 mese.

Sulla base delle indicazioni dei *referee*, il Comitato Scientifico accetta l'articolo, richiede una revisione, oppure rifiuta l'articolo; in ogni caso verrà fornito agli autori un feedback.

In caso di accettazione da parte del Comitato Scientifico, si autorizzerà la pubblicazione e la stampa del lavoro assegnando, inoltre, il numero della rivista e l'anno in cui sarà pubblicato.

La fase di correzione delle bozze e di stampa del lavoro richiede circa 1 mese.

4. VARIE

Il Comitato Scientifico si aspetta che gli autori che inviano i propri manoscritti alla Rivista siano disponibili ad accettare di collaborare come *referee* nel caso in cui venga presentata loro tale richiesta.

Gli articoli pubblicati sul Risparmio saranno segnalati nelle bibliografie ECONLIT e EJEL.

IL RISPARMIO

Editor

Nicola Mattoscio (University of Chieti-Pescara)

Administrative Editor

Giorgio Righetti (ACRI, Rome)

Editorial Board

Adriano Giannola (University of Naples "Federico II")

Giuseppe Guzzetti (ACRI, Rome)

Valentino Larcinese (London School of Economics)

Mario Nuzzo (LUISS, Rome)

Antonio Patuelli (ABI, Rome)

Dominick Salvatore (Fordham University of New York)

Pasquale Lucio Scandizzo (University of Rome "Tor Vergata")

*«Il Risparmio Review» is included in JEL on CD, e-JEL and Econlit,
the electronic indexing and abstracting service
of the American Economic Association*

3

Anno LXII- n. 3 luglio - settembre 2014

Rivista trimestrale dell'ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa



Redazione:
Via del Corso, 267 - 00186 Roma
Tel. 06.68.18.43.87 - Fax 06.68.18.42.23
elisabetta.boccia@acri.it
www.ilrisparmioereview.it
www.acri.it

Codice ISSN 0035-5615 (print)
Codice ISSN 1971-9515 (online)

Le opinioni espresse negli articoli firmati o siglati
impegnano unicamente la responsabilità dei rispettivi Autori.
La riproduzione dei testi è consentita, purché ne venga citata la fonte.

SOMMARIO

RAINER MASERA

Le banche regionali nel nuovo quadro regolamentare europeo
e in un confronto con gli Stati Uniti

*Regional banks and the new crr/crd in regulatory framework in Europe:
a comparison with the US Basel III Final Rule approach*

5

ANTONIO PATUELLI

Le Banche Regionali e l'Unione Bancaria Europea
Regional Banks and European Banking Union

29

MARTINA NARDON, PAOLO PIANCA

Alcune osservazioni sulla strategia *covered call writing*
Some observations on covered call writing strategy

37

FABRIZIO CRESPI, DANILO VALERIO MASCIA

L'utilizzo del reverse mortgage nell'ambito del personal financial planning:
un'occasione mancata (o ancora da sfruttare) per il mercato italiano?

*Utilizing reverse mortgages within personal financial planning
a missed opportunity (or still to be exploited) for italian market?*

59

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE

BOOK REVIEWS

a cura di Elisabetta Boccia

103

**L'UTILIZZO DEL REVERSE MORTGAGE NELL'AMBITO
DEL PERSONAL FINANCIAL PLANNING:
UN'OCCASIONE MANCATA (O ANCORA DA SFRUTTARE)
PER IL MERCATO ITALIANO?***

*UTILIZING REVERSE MORTGAGES WITHIN PERSONAL FINANCIAL
PLANNING: A MISSED OPPORTUNITY (OR STILL TO BE EXPLOITED)
FOR ITALIAN MARKET?*

Fabrizio Crespi

Danilo Valerio Mascia

*Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali
Università degli Studi di Cagliari*

*Department of Economics and Business
University of Cagliari*

fabrizio.crespi@unicatt.it

danilo.mascia@gmail.com

* In relazione all'apporto del dott. Danilo Mascia, la presente pubblicazione è stata prodotta durante la frequenza del corso di dottorato in Economia e Gestione Aziendale dell'Università degli Studi di Cagliari, a.a. 2012/2013 - XXVII ciclo, con il supporto di una borsa di studio finanziata con le risorse del P.O.R. Sardegna F.S.E. 2007/2013 - Obiettivo competitività regionale e occupazione, Asse IV Capitale umano, Linea di Attività I.3.1 "Finanziamento di corsi di dottorato finanziati alla formazione di capitale umano altamente specializzato, in particolare per i settori dell'ICT, delle nanotecnologie e delle biotecnologie, dell'energia e dello sviluppo sostenibile, dell'agroalimentare e dei materiali tradizionali".

Nonostante la sua introduzione nel sistema legislativo italiano risalga al 2005 (Legge 248/2005), il prestito vitalizio ipotecario – versione domestica del reverse mortgage anglosassone – è rimasto finora pressoché sconosciuto quale soluzione finanziaria per la copertura delle esigenze di consumo dei risparmiatori giunti alla fase di post-pensionamento. Il settore creditizio del nostro Paese ha dunque definitivamente perso l'occasione di sfruttare un'innovativa tecnica di impiego o esistono ancora margini per un rilancio dello strumento in esame? Il presente lavoro, a partire da una breve review della letteratura scientifica in materia, si propone di fornire una disamina delle caratteristiche tecniche, delle criticità e dei benefici del reverse mortgage quale strumento di personal financial planning. Dopo un'analisi del prodotto nel contesto statunitense, l'articolo si focalizza sulle criticità del mercato italiano anche alla luce delle recenti proposte di modifica normativa in via di approvazione.

PAROLE CHIAVE: BANKING, REVERSE MORTGAGE; PERSONAL FINANCIAL PLANNING; LIFE CYCLE THEORY.

Although its introduction in Italian law dates back to 2005 (Lex 248/2005), the “prestito vitalizio ipotecario” – domestic version of the Anglo-Saxon reverse mortgage – has remained almost unknown as financial solution for covering retirees consumption needs. Has our credit industry permanently missed the chance to exploit an innovative financial product? Or do we still have the possibility to actively reintroduce the aforementioned financial instrument? In this paper, after a brief literature review, we accurately describe the technical features, the criticalities and the benefits of the reverse mortgage as personal financial planning instrument. After analysing the American version of the product, the paper will focus on the criticalities of the Italian market even considering the very recent modifications proposed, and currently under review, by Italian Parliament.

KEYWORDS: BANKING, REVERSE MORTGAGE; PERSONAL FINANCIAL PLANNING; LIFE CYCLE THEORY

Introduzione

In termini sintetici, il *reverse mortgage* è un prodotto finanziario che consente al proprietario di un'abitazione di prendere denaro in prestito, sotto forma di rendita perpetua oppure di pagamento *una tantum*, a fronte del valore dell'immobile di residenza. Il sottoscrittore di tale strumento rimane titolare dell'abitazione, sulla quale viene però iscritta ipoteca.¹

Il prodotto finanziario in questione – che negli USA è proposto ad una clientela con più di 62 anni, mentre in Italia, per legge, può interessare i soggetti di età non inferiore ai 65 anni – non prevede una restituzione mensile delle somme erogate, a differenza di quanto avviene nei contratti di prestito tradizionali. Nel caso del *reverse mortgage*, infatti, a partire dall'erogazione della prima rata, ovvero dalla corresponsione dell'unico pagamento nella forma *una tantum*, decorrono i termini di maturazione del debito che, salvo la violazione di specifiche condizioni contrattuali, sarà dovuto dagli eredi solo a seguito del decesso del sottoscrittore.

Con riferimento alla diffusione del prodotto, è necessario sottolineare che il contratto di *reverse mortgage* vanta una tradizione consolidata soprattutto nei Paesi anglosassoni. Il pioniere in assoluto risulta infatti il Regno Unito, dove il *reverse mortgage* venne introdotto già negli anni '30 del secolo scorso. Ma è soprattutto negli USA che tale tipologia di prestito ha avuto il maggior successo: dopo la sua introduzione nel 1987, il prodotto ha registrato negli ultimi anni una buona espansione, con tassi di crescita significativamente elevati nell'arco dell'ultimo decennio, sebbene una fase di flessione si sia verificata a partire dal 2009 (vedi oltre figura n. 1)².

-
- 1) Il sottoscrittore del *reverse mortgage* rimane altresì responsabile per il pagamento delle imposte connesse con la detenzione dell'abitazione, nonché del pagamento di apposita assicurazione stipulata a tutela dell'immobile. Il sottoscrittore è inoltre obbligato a mantenere l'immobile in buone condizioni e ad utilizzare lo stesso immobile come residenza principale. Nel caso in cui il sottoscrittore non ottemperi alle prescrizioni citate potrebbe infatti incorrere nel pignoramento dell'abitazione ai sensi delle disposizioni contrattuali del *reverse mortgage*.
 - 2) Come osserva Shan (2011), l'incremento della domanda di *reverse mortgage* in USA a partire dai primi anni 2000 è da attribuire all'aumento dei prezzi che in quegli anni interessò il mercato immobiliare americano. La flessione registrata a partire dal 2009 è invece da riferirsi, ad evidenza, alla crisi economica-finanziaria post Lehman, che non ha tuttavia eroso l'appetibilità del prodotto quale soluzione di *financial planning*: anzi, proprio le condizioni economiche attualmente esistenti negli Stati Uniti, caratterizzate da

Scopo del presente articolo è quello di illustrare le caratteristiche del prodotto *reverse mortgage* (a partire dal caso americano) al fine di valutarne la validità quale soluzione di *financial planning* per i risparmiatori giunti alla fase della terza età. Inoltre, si considera l'attuale situazione del mercato italiano, dove la soluzione in esame è stata introdotta (senza grandi successi) con la Legge 248/2005, ma che è in via di ridefinizione legislativa a seguito della Proposta di Legge 1752.³

Viene comunque premessa, a tale disamina, una *review* dei principali aspetti teorici sviluppati dalla letteratura in materia.

1. Rischi specifici e considerazioni teoriche sui *reverse mortgage*

Come in tutti i contratti di prestito entrambe le parti – ente creditizio e sottoscrittore – si trovano a fronteggiare una serie di rischi di stampo prevalentemente finanziario; il contratto di *reverse mortgage*, tuttavia, si contraddistingue per la peculiarità di alcuni rischi a cui il finanziatore è soggetto. Se da un lato, infatti, il rischio maggiore in cui può imbattersi il sottoscrittore è che l'istituzione finanziaria fallisca (rischio di *default*) e che, di conseguenza, non vengano più erogate le somme periodiche stabilite (se il *reverse mortgage* prevede una erogazione rateale), l'ente creditizio fronteggia invece dei rischi specifici rispetto al contenuto del contratto stesso, per la cui gestione possono insorgere problemi non di second'ordine. Già agli inizi degli anni '90, Philips e Gwin (1993) identificavano alcuni rischi tipici dei *reverse mortgage* che vengono qui di seguito illustrati sinteticamente.

Un primo rischio tipico viene definito *Crossover Risk*, e consiste nel fatto che l'importo del prestito erogato possa superare a scadenza il valore dell'abitazione ipotecata. Infatti, dal momento che il tasso d'interesse applicato al prestito (e capitalizzato nel tempo) può risultare ex-post maggiore rispetto al tasso di apprezzamento del valore

bassi tassi di interesse e da una ripresa del mercato immobiliare favorita dagli acquisti su larga scala di *mortgage backed securities* da parte della FED, rendono più favorevole l'utilizzo dei *reverse mortgage*. Si veda al riguardo D. W. Johnson, Z.S. Simkins, 2014.

3) Proposta di Legge CAUSI e MISIANI: "Modifica all'articolo 11-quaterdecies del decreto-legge 30 settembre 2005, n. 203, convertito, con modificazioni, dalla legge 2 dicembre 2005, n. 248, in materia di disciplina del prestito vitalizio ipotecario". Approvata in Camera dei deputati in data 10 Luglio 2014.

della casa, l'importo del debito potrebbe arrivare a superare il valore dell'abitazione in un dato momento futuro, definito *crossover point*. Il finanziatore potrebbe quindi subire delle perdite su ciascun prestito acceso che abbia superato il fatidico *crossover point*; e sebbene tale rischio possa essere gestito a livello di portafoglio prestiti, si deve tenere presente che una diffusa crisi del mercato immobiliare, ovvero una crescita inaspettata dei tassi di interesse, potrebbero impattare significativamente sul *crossover risk* medio e sulla sua volatilità.

Collegato al concetto di *crossover point*, è inoltre da citare il cosiddetto *occupancy risk*. Come è facile comprendere, un fattore che rende particolarmente appetibile il *reverse mortgage* è infatti la possibilità per il sottoscrittore di mantenere la propria dimora nella casa ipotecata fino alla morte; il periodo di occupazione dell'abitazione aumenterà quindi di pari passo con la durata in vita del sottoscrittore⁴. Ragionando in termini di portafoglio prestiti, una prolungata occupazione oltre il *crossover point* medio può comportare un aumento delle perdite in capo al finanziatore.

Di segno inverso è invece il *Mobility Risk*, ossia il rischio collegato a quei casi (*mobility events*) in cui viene deciso di rimborsare il prestito prima della morte del sottoscrittore. Tra i motivi che possono indurre alla restituzione anticipata del prestito sono da annoverarsi la vendita della casa per ragioni di rifinanziamento o per realizzare eventuali profitti dovuti a *trend* favorevoli nel mercato immobiliare, nonché la necessità del sottoscrittore di cambiare luogo di residenza. È allora facile intuire che un livello di *mobility* sopra la media attesa può causare *prepayment risk*, mentre una *mobility* sotto la media attesa andrà ad accrescere il problema dell'*occupancy risk*.

Più strettamente finanziario è invece l'*interest rate risk*. Sul punto si consideri innanzitutto che, a causa dell'anatocismo insito nel contratto di *reverse mortgage*⁵, in uno scenario economico caratterizzato da

-
- 4) Il rischio in questione è chiaramente collegato al più ampio concetto di *longevity risk* cioè al rischio che il sottoscrittore viva più a lungo di quanto previsto. Se infatti il mutuatario rimane nella propria abitazione per un lungo periodo di tempo, vi è una maggiore possibilità che l'importo del prestito superi il valore dell'abitazione.
 - 5) Come sarà più approfonditamente chiarito nel prosieguo, nel *reverse mortgage* è prevista la capitalizzazione degli interessi sul prestito inizialmente erogato al possessore della casa; tali interessi vanno ad aumentare il debito residuo da saldarsi alla morte del mutuatario da parte degli eredi.

alti tassi d'interesse l'importo del debito tende ovviamente a crescere più velocemente rispetto ad uno scenario con tassi d'interesse minori; ora, sebbene ciò possa apparire in prima battuta un vantaggio per l'ente erogatore, non bisogna però dimenticarsi che egli si ritrova maggiormente esposto in termini di rischio di credito, stante il fatto che in tale situazione il *crossover point* viene raggiunto con maggior celerità. Inoltre, una significativa crescita dei tassi di interesse può incidere anche su quello che viene definito *home appreciation risk*, ossia il rischio che il valore delle abitazioni non cresca secondo le aspettative formulate in fase di erogazione; in tale evenienza il *crossover point* viene raggiunto prima di quanto atteso.

Infine, è possibile citare alcuni rischi di carattere tecnico-legale, nonché comportamentale. Da un lato, infatti, vi è il rischio che il valore dell'immobile ipotecato sia sovrastimato dai tecnici preposti (cosiddetta *antiselection*), ovvero che l'istituto di credito erogante possa incorrere in controversie con gli eredi durante il rimborso del prestito o nella fase di consegna dell'immobile (*litigations*).

Un altro aspetto tecnico dei *reverse mortgage* che merita attenzione attiene alle forme di garanzia ad esso collegate. Nei contratti di *reverse mortgage* è infatti l'ente creditizio che, a differenza di quanto avviene nei consueti contratti di prestito, promette di pagare al sottoscrittore una data somma di denaro sotto forma di pagamento *una tantum* o di rendita utilizzabile per accrescere il livello dei consumi. Nel contempo, l'istituto creditizio accumula interessi sul prestito erogato e guadagna man mano una porzione crescente di capitale garantita dall'abitazione ipotecata. Il debito può anche essere estinto nel momento in cui il sottoscrittore decide di lasciare la propria dimora per andare a vivere in un'altra casa, oppure perché decide di vendere l'abitazione, ma di norma l'estinzione del debito si verifica a seguito della morte del sottoscrittore. Come è facile intuire, l'ammontare del prestito erogato verrà determinato in funzione del valore iniziale dell'immobile ipotecato e del suo futuro apprezzamento, nonché del tasso d'interesse e dell'età del sottoscrittore⁶.

6) A parte la classica ipoteca sull'immobile a favore dell'ente erogante, i *reverse mortgage* prevedono usualmente quattro garanzie per il sottoscrittore, che a loro volta implicano differenti rischi a carico dell'ente creditizio. Si tratta della cosiddetta *residence*

Da un punto di vista di analisi teorica, i *reverse mortgage* sono stati esaminati sotto diverse angolature; si possono tuttavia distinguere due filoni di ricerca in letteratura. Da un lato, infatti, alcune analisi si sono soffermate su dinamiche di mercato e su aspetti comportamentali tipici degli studi sull'asimmetria informativa e sul *moral hazard*. Dall'altro, l'attenzione si è concentrata sull'utilizzo di tali contratti in ambito di pianificazione finanziaria e nel complesso della teoria del ciclo vita.

Per quanto attiene all'asimmetria informativa nel mercato dei *reverse mortgage*, è possibile effettuare le seguenti considerazioni. Come è noto, la casa rappresenta il principale *asset* per molte famiglie in tutto il mondo, e molti studi mostrano che in assenza di cambiamenti nella struttura del nucleo familiare, i capifamiglia sono poco propensi a cambiare abitazione. Case e Schnare (1994) sostengono che gli anziani preferiscono restare nelle proprie case; infatti, la percentuale e la tipologia di abitazioni di proprietà rimangono pressoché inalterate dopo i 55 anni. La ragione per la quale gli anziani non desiderano cambiare alloggio, preferendo invece continuare a vivere nella propria abitazione, può essere spiegata anche da fattori quali l'attaccamento alla casa in cui si è regolarmente vissuto, nonché l'eventuale legame instaurato con i vicini di casa. Inoltre gli anziani proprietari dell'abitazione di residenza sono protetti da inattesi aumenti degli affitti che si troverebbero a fronteggiare in caso di ingresso nel mercato degli immobili in locazione a seguito di vendita dell'abitazione principale. Uno studio di Sinai e Souleles (2005) dimostra che la percentuale di abitazioni di proprietà risulta più elevata in quei Paesi che presentano un mercato degli alloggi in affitto con un'alta volatilità dei prezzi.

Gli anziani che decidono invece di vendere la propria abitazione lo fanno, prevalentemente, per avvicinarsi alla famiglia, oppure per spostarsi in prossimità di attrattive quali *resort* o più in generale centri benessere, ovvero in luoghi caratterizzati da condizioni climatiche più favorevoli.

guarantee, secondo la quale il sottoscrittore può restare nell'abitazione sino alla morte, indipendentemente dall'ammontare del debito; della *income guarantee* che prevede, in caso di *reverse mortgage* erogato sotto forma di rendita perpetua, che i flussi verranno corrisposti fin tanto che il sottoscrittore vive nella propria abitazione; della *repayment guarantee*, per cui il sottoscrittore non ha alcun obbligo di rimborso in vita, fatto salvo il caso in cui decida di lasciare volontariamente la dimora; e della *nonrecourse guarantee*, ossia la non disponibilità degli altri immobili di proprietà del sottoscrittore, che non possono infatti essere utilizzati per estinguere il debito.

Considerata la posizione di vantaggio rivestita dal sottoscrittore di un *reverse mortgage*, che si concretizza principalmente nella libertà a esso riservata di decidere il momento in cui lasciare l'abitazione, emergono importanti problemi di *adverse selection* e *moral hazard* concernenti il mercato in oggetto che portano a giustificare le alte commissioni applicate e, di conseguenza, pongono spesso un limite alla diffusione del prodotto (Chinloy e Megbolugbe, 1994; Szymanoski, 1994; Caplin, 2002).

Gli economisti hanno quindi riconosciuto l'esistenza di classici problemi in termini di informazione asimmetrica all'interno del mercato dei *reverse mortgage*. Ad esempio, poiché i *reverse mortgage* non devono essere rimborsati fintanto che il sottoscrittore non muore, vende la casa, o decide di abbandonare permanentemente l'abitazione, è chiaro che saranno proprio le persone che ritengono di restare nella propria dimora per un lungo periodo di tempo a considerare più appetibile il *reverse mortgage* rispetto ad altre forme di finanziamento. E con riferimento al fenomeno dell'*adverse selection*, si rileva che esso emerge soprattutto quando i potenziali sottoscrittori ritengono di avere una speranza di vita sopra la media (anche se ciò non è prevedibile con certezza), ovvero quando pensano che i tassi di apprezzamento delle loro abitazioni rimarranno bassi⁷.

Per contro, il *moral hazard* emerge quando il sottoscrittore, una volta ottenuto il prestito, tende a diminuire quegli sforzi volti a mantenere in buone condizioni l'abitazione ipotecata e ad accrescerne il valore. Infatti, all'aumentare del tempo trascorso rispetto all'erogazione della prima rata, i sottoscrittori potrebbero essere propensi a ridurre gli investimenti destinati alla manutenzione della propria dimora dal momento che l'unica obbligazione nei confronti dell'ente creditizio è rappresentata dall'ipoteca, indipendentemente dal valore della casa stessa. Nel loro modello Miceli e Sirmans (1994) studiano le variabili che influenzano il sottoscrittore nel decidere relativamente alle manutenzioni da effettuare; essi trovano che gli investimenti in manutenzioni

7) I sottoscrittori potrebbero infatti avere maggiori informazioni rispetto all'ente erogante sul reale valore del proprio immobile e sulle potenzialità di apprezzamento dello stesso. Se i *reverse mortgage* vengono richiesti soprattutto da tali sottoscrittori si verifica un tipico fenomeno di *lemons market*.

sono direttamente correlati all'ammontare del prestito e all'andamento del mercato immobiliare. Considerato che al momento della restituzione del prestito gli eredi possono decidere di estinguere il debito vendendo l'abitazione e conservando la differenza rispetto all'importo del debito, ciò implica che – in caso di andamenti al rialzo del mercato immobiliare – i sottoscrittori saranno incentivati a mantenere buone le condizioni dell'abitazione in modo da garantire un elevato valore di realizzo per l'immobile, al fine di permettere agli eredi il conseguimento di una differenza positiva rispetto al valore del debito. Ovviamente, in caso di peggioramento delle condizioni del mercato immobiliare si verificherà il fenomeno contrario. Sul punto, Davidoff (2006) ha inoltre dimostrato che le persone di età superiore ai 75 anni sono orientate, in generale, a spendere meno in manutenzioni ordinarie rispetto a persone di età inferiore proprietarie di abitazioni simili; tale comportamento deve essere quindi attentamente valutato dall'ente erogante.

Da un punto di vista teorico, il comportamento ottimale per l'ente creditizio che intende proteggersi dai rischi derivanti dal *moral hazard* consiste nel limitare l'importo del prestito, ovvero nell'aumentare il tasso di interesse al fine di compensare tale rischio; questa soluzione, ad evidenza, protegge l'ente creditizio a spese del sottoscrittore del prestito. Gli studiosi ritengono peraltro che il problema di *moral hazard* riguardante la manutenzione dell'abitazione sia una delle cause che influenza in maniera determinante gli istituti di credito nel limitare la propria esposizione nel mercato dei *reverse mortgage*.

Nonostante i rischi finanziari e comportamentali citati che, *ceteris paribus*, si traducono in un aumento dei costi imputabili sia alle commissioni sia agli interessi, il prodotto in questione offre ad entrambi le parti del contratto importanti benefici. Da un lato, infatti, i sottoscrittori ottengono la possibilità di consumare l'*home equity* (la ricchezza intrinseca rappresentata dall'abitazione) senza l'obbligo di restituzione delle somme in vita, anche qualora il debito formatosi dovesse superare il valore dell'immobile ipotecato. Dall'altro, le istituzioni finanziarie interessate allo sviluppo di nuove linee di *business* potrebbero cercare di sfruttare strategicamente il mercato dei *reverse mortgage*, non ancora pienamente occupato, anche attraverso iniziative di *cross-selling* con altri prodotti e soluzioni finanziarie. E anche le assicurazioni potrebbero trarre beneficio da questo mercato, aiutando

le istituzioni creditizie a gestire il problema della longevità dei potenziali contraenti con contratti di copertura *ad hoc*.

Infine, è possibile evidenziare che anche i Governi potrebbero essere interessati a supportare il mercato dei *reverse mortgage* (magari tramite garanzie statali come avviene negli USA), incentivando così gli anziani a trarre profitto dalla sottoscrizione di tale contratto, alla luce dei possibili guadagni in termini di *welfare* di cui potrebbero beneficiare. Queste ultime considerazioni permettono quindi di intravedere come il mercato dei *reverse mortgage* possa divenire una potenziale fonte di ricchezza per quei Paesi che ancora non conoscono il prodotto e non lo hanno introdotto nel loro sistema giuridico, ma anche per quelli – come l'Italia – in cui non si è registrato un vero e proprio decollo dello strumento in oggetto nonostante l'esistenza di una tipizzazione legale specifica.

Un altro filone di studi a supporto dello sviluppo dei *reverse mortgage* è rappresentato dagli approfondimenti teorici più legati al concetto di *life cycle investing* e di pianificazione finanziaria⁸. La cosiddetta *life cycle theory* ipotizza infatti che gli individui ottimizzino il loro consumo durante l'intera vita; gli agenti accumulano cioè *asset* (finanziari e non) prima di terminare l'attività lavorativa, e poi utilizzano gradualmente questa ricchezza creata durante il periodo di post pensionamento. L'*home equity*, costituendo un'apprezzabile parte degli *assets* di un individuo, è sicuramente oggetto di grandi attenzioni in questo ambito di analisi: la liquidazione di tale *asset* potrebbe infatti favorire un più efficiente decumulo delle risorse in tarda età. Oltre ai *reverse mortgage*, infatti, soltanto poche altre soluzioni, quali ad esempio la vendita dell'immobile o la vendita della nuda proprietà dello stesso, risultano disponibili al fine di attuare lo smobilizzo dell'*home equity*; ma tali soluzioni producono spesso un più basso livello di consumo e, comunque, sono in grado di generare solamente un introito *una tantum* e non una vera e propria rendita⁹. Per contro, il *reverse mortgage* consente agli

8) Altri studi che si sono occupati di *reverse mortgage* attengono alle teorie sull'*asset management* e sulla liquidabilità degli *asset*, alla teoria sulle opzioni e ai relativi modelli di *pricing*, come pure alle teorie sull'allocazione ottimale delle risorse e sulle esternalità nell'economia (Rasmussen et al. 1995; Chai e Fang 2004; Fan 2008).

9) È pur vero che la somma generata dalla vendita di un immobile potrebbe poi essere trasformata in una rendita vitalizia attraverso la sottoscrizione di un prodotto assicurativo,

individui di consumare a poco a poco l'*home equity*, permettendo quindi di avere un più elevato livello di consumo. Per questa ragione esso dovrebbe essere preferito da quei pensionati intenzionati a trasformare il valore della loro abitazione in rendita.

È tuttavia da osservare che la domanda per questo prodotto può essere negativamente influenzata da motivi psicologici e comportamentali legati alla volontà di lasciare una eredità ai propri cari. Infatti i genitori – come osserva Becker (1974) – sono spinti per lo più a risparmiare al fine di lasciare la maggior parte della loro ricchezza ai propri figli, specie in quei paesi culturalmente legati in maniera forte al concetto di famiglia¹⁰. Pertanto, invece di liquidare e quindi monetizzare la propria casa, essi preferiscono lasciare la stessa in eredità ai discendenti.

Questa intuizione può essere legata, come osservato, ad influenze culturali che caratterizzano certe aree geografiche (tra cui, in particolare, il bacino dei Paesi del sud Europa): tuttavia tale conclusione non può essere soggetta a generalizzazioni dal momento che alcune ricerche, tra cui Hurd (1990), dimostrano invece che motivazioni legate all'eredità non influenzano le scelte di consumo degli anziani statunitensi. Pertanto, se i motivi legati all'eredità non costituiscono un fattore ostativo, la *life cycle theory* suggerisce l'esistenza di una potenziale domanda di *reverse mortgage* tra gli anziani.

Al riguardo è facile osservare che nel contesto italiano è fortemente radicata la consuetudine di lasciare il patrimonio immobiliare in eredità ai propri discendenti; per cui tale comportamento potrebbe essere un fattore frenante per lo sviluppo dei *reverse mortgage* nel nostro Paese. Per contro, nei Paesi del nord Europa questa prassi risulta meno diffusa e, quindi, il potenziale di sviluppo e di diffusione del prodotto in questione sembrerebbe maggiore.

Si osserva infine che ulteriori ostacoli di carattere comportamentale e

ma rimane il fatto che si dovrebbe passare per due transazioni distinte, pagandone i relativi costi.

10) È da osservare, peraltro, che tale comportamento smentisce in parte la teoria del ciclo di vita. In generale, infatti, gli individui non tendono a mantenere un livello di consumo costante nel corso del tempo, modificando il tasso di risparmio durante la loro vita. Le persone abituate a risparmiare in giovane età e in età adulta, sono propense a riprodurre tale comportamento anche nella fase di post pensionamento, lasciando spesso in eredità più di quanto la teoria del ciclo di vita preveda.

psicologico potrebbero risultare determinanti nella mancata espansione del prodotto¹¹: in particolare, per quanto attiene al potenziale mercato italiano, già nel 2011 uno studio condotto da E. Fornero, M. Rossi e M. Brancati, indicava tra le ragioni di scarso interesse degli anziani del nostro Paese per la soluzione finanziaria in questione l'avversione al debito, in quanto essi percepiscono il *reverse mortgage* come un debito personale, sebbene l'onere di rimborso sia in capo agli eredi.

Mediamente l'*home equity* ammonta a circa il 60% della ricchezza totale di un anziano medio. La liquidità originabile da una tale porzione di ricchezza è in grado di migliorare significativamente le condizioni di vita dei pensionati (Chai e Fang, 2004): monetizzando l'*home equity* attraverso i *reverse mortgage*, le spese per cure mediche, assistenza domiciliare, nonché per l'acquisto di beni durevoli risultano agevolate e, al tempo stesso, i sottoscrittori del prestito continuano a risiedere nella propria abitazione. Gli anziani possono inoltre distribuire agli eredi, prima della loro morte, parte della ricchezza monetizzata: in tal modo, il *reverse mortgage* agisce non solo come strumento di *asset management*, dal momento che consente di sostenere i consumi senza dover sacrificare gli *asset* più liquidi, ma anche come soluzione alternativa per il passaggio generazionale.

Analizzando il *reverse mortgage* nella sua veste di strumento finanziario, si scopre che il prodotto incorpora un'opzione (Fan, 2008): infatti, la decisione di restituire il prestito o di perdere la casa, una volta giunti alla scadenza, dipende dall'andamento del mercato del *real estate*. Chiaramente, se il prezzo di realizzo dell'abitazione è sceso e il debito maturato supera quest'ultimo valore, agli eredi converrà consegnare l'abitazione affinché sia venduta, piuttosto che ripagare il prestito di tasca propria. Pertanto, il prenditore di fondi e i suoi eredi, grazie alla clausola contrattuale secondo la quale nulla è dovuto oltre il valore della casa qualora il debito maturato superi quest'ultimo, possono coprirsi dal rischio di una caduta del mercato immobiliare.

Anche l'*optimization theory* suggerisce lo sviluppo dei *reverse mortgage*: solitamente, infatti, una famiglia ottimizza le proprie risorse considerando solamente la liquidità e gli *asset* finanziari dete-

11) Si veda Shan (2011) al riguardo

nuti. L'abitazione di residenza è normalmente esclusa dalle logiche di pianificazione finanziaria e *asset allocation*, in quanto *asset* non prontamente liquidabile e difficilmente inquadrabile in una logica di media-varianza e di correlazione con altre *asset class*. L'introduzione dei *reverse mortgage* permette dunque alle famiglie di includere anche l'*housing asset* nel loro processo di allocazione ottimale delle risorse, conseguendo in tal modo una migliore soluzione di ottimo. Per di più, l'esternalità positiva derivante dalla diffusione dei *reverse mortgage* fornisce ai Governi un ulteriore incentivo per supportare tale schema e aiutare i pensionati a beneficiare di esso, raggiungendo così più facilmente l'ottimo Paretiano nella società.

2. Le caratteristiche di base dei *reverse mortgage*: l'esperienza americana

2.1 Definizione e aspetti tecnici

I *reverse mortgage* permettono alle persone anziane di sfruttare la ricchezza intrinseca dell'abitazione in cui vivono, differendo il pagamento del debito al verificarsi di uno dei seguenti tre eventi: morte del sottoscrittore, vendita dell'abitazione principale, cambiamento di residenza. Questa tipologia di prestito è indicata come "*reverse*" proprio perché, per diversi aspetti, funziona "al rovescio" rispetto ai più tradizionali "*forward*" *mortgage* utilizzati normalmente per l'acquisto delle abitazioni. In un contratto di prestito tradizionale, infatti, l'*home equity* del sottoscrittore aumenta e, contestualmente, il debito residuo diminuisce nel tempo man mano che il debitore ripaga l'istituto di credito dal quale aveva ricevuto il finanziamento. In un contratto di *reverse mortgage*, invece, l'*home equity* del sottoscrittore diminuisce e, contemporaneamente, il debito aumenta nel corso del tempo, man mano che il sottoscrittore riceve i pagamenti da parte dell'ente creditizio; su tale debito, inoltre, vanno a sommarsi gli interessi che maturano sino alla data di restituzione.

Per molti americani, la dimora principale rappresenta l'unico e più importante *asset* in loro possesso: generalmente l'*home equity* cresce nel tempo man mano che il debito contratto per l'acquisto dell'abitazione diminuisce e i prezzi del mercato immobiliare crescono. Tuttavia, in

linea di massima, non si può godere di quella ricchezza rappresentata dall'abitazione se non si procede alla vendita della stessa oppure se non si contrae un *reverse mortgage* o un finanziamento similare. È infatti da osservare che, nel mercato americano, i *reverse mortgage* non rappresentano l'unica opzione che permette di beneficiare dell'*home equity*: sono disponibili anche speciali prestiti (chiamati *traditional home equity loans*) e linee di credito (noti come *home equity lines of credit* – HELOCs). Tuttavia, il vantaggio dei *reverse mortgage* consiste nel fatto che essi offrono una serie di benefici che le altre due forme di prestito non garantiscono.

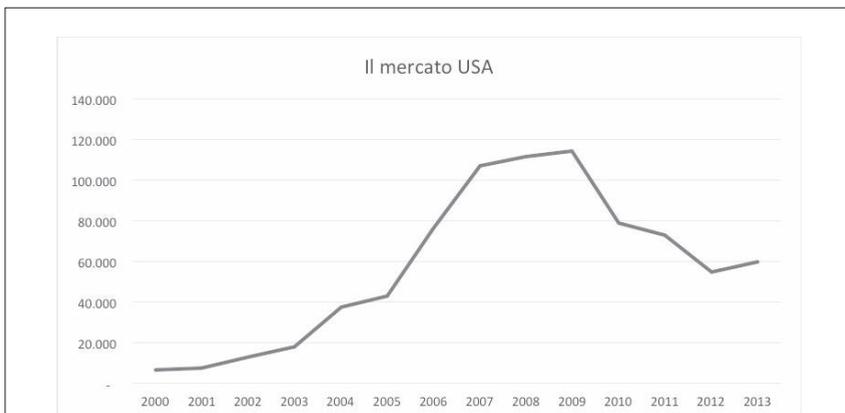
In primo luogo, per poter accendere ad un *reverse mortgage* non sono necessari particolari requisiti di reddito e di merito creditizio, come invece accade per gli *home equity loans* e gli HELOCs. Inoltre nei *reverse mortgage* non è prevista una restituzione mensile delle somme prestate e, oltretutto, tale forma di prestito offre una maggiore protezione finanziaria sebbene – a onor del vero – ad un costo più elevato. In USA, la maggior parte dei *reverse mortgage* è assicurata dalla *Federal Housing Administration* (FHA), la quale contribuisce allo sviluppo del mercato dei *reverse mortgage* attraverso lo schema degli *Home Equity Conversion Mortgage* (HECM)¹². L'assicurazione della FHA garantisce che i sottoscrittori possano accedere al finanziamento previsto (sino al termine pattuito) sia nel caso in cui il debito maturato ecceda il valore dell'abitazione, sia anche nell'eventualità in cui l'istituto di credito non sia più in grado di ottemperare alle obbligazioni assunte, a causa di gravi problemi finanziari. D'altra parte, la stessa assicurazione tutela anche gli istituti di credito dal momento che garantisce agli stessi la piena restituzione delle somme date in prestito quando la casa viene venduta, a prescindere dal fatto che l'ammontare del debito superi il valore dell'abitazione all'atto della liquidazione. Pertanto, i sottoscrittori il cui debito eccede il valore della casa al momento del rimborso del prestito non sono responsabili per la differenza: l'assicurazione della FHA copre appunto questo rischio¹³.

12) Per una breve cronistoria dello sviluppo del prodotto nel mercato americano si veda CFPB, *Reverse Mortgages*, Report to Congress, 2012.

13) Il costo dell'assicurazione è solitamente costituito da un *upfront* del 2% dell'*home value*, e da un premio *ongoing* del 1,25% del debito residuo.

Nonostante lo sviluppo verificatosi nell'ultimo decennio, il mercato dei *reverse mortgage* in USA rimane comunque sottodimensionato: soltanto il 3% circa dei proprietari di abitazioni potenzialmente ammissibili al programma sceglie infatti di sfruttare questa forma di prestito. A fine 2013 risultavano accessi circa 60 mila HECM (vedi figura n. 1); tale cifra, ad evidenza, risulta ben lontana dagli oltre 50 milioni di prestiti tradizionali e dai circa 17 milioni di mutui per la casa e linee di credito in essere nello stesso periodo. Tuttavia, i *reverse mortgage* hanno il potenziale per diventare una parte molto più rilevante del panorama del credito nei prossimi decenni. Dal 2008, infatti, hanno avuto titolo ad accedere ai *reverse mortgage* i primi *baby boomers*. La generazione *baby boom* (quella degli individui di età compresa tra i 48 e i 66 anni, nel 2012) include in USA più di 43 milioni di famiglie, di cui circa 32 milioni sono proprietarie dell'abitazione di residenza.

Figura n. 1. Numero di HECM erogati dal 2000 al 2013 negli USA



Fonte: elaborazioni su dati della Federal Housing Administration (FHA).

2.2 Il prodotto

Il programma Home Equity Conversion Mortgage (HECM) ebbe inizio nel 1989 come piccolo progetto pilota, e fu reso permanente nel 1998. Oggi, tale programma eroga circa 60mila *reverse mortgage*

all'anno.

Attraverso l'HECM si determina l'ammontare di denaro che può essere preso a prestito in base al valore della casa, ai tassi d'interesse e all'età del mutuatario (o del più giovane co-mutuatario). Il prestito in questione non richiede pagamenti mensili del debito contratto. Infatti, interessi e spese vengono aggiunti al saldo in linea capitale ogni mese, con un conseguente saldo del debito che cresce nel corso del tempo. I mutuatari possono restare nell'abitazione indefinitamente, anche qualora il saldo del prestito superi il valore di realizzo dell'abitazione – purché il mutuatario soddisfi certe condizioni. In cambio di questa protezione, e della protezione contro la possibilità che il proprio istituto di credito non riesca a erogare i versamenti periodici come concordato, il mutuatario paga un premio assicurativo (MIP – *Mortgage Insurance Premium*) alla *Federal Housing Administration* (FHA).

Ai mutuatari sono concesse diverse opzioni con riferimento alla struttura del premio assicurativo, al tipo di tasso di interesse (fisso o variabile) e al modo in cui ricevere il finanziamento. Emerge peraltro che il resto del patrimonio del mutuatario (cioè tutti gli immobili ad eccezione dell'abitazione di residenza che è posta al centro del contratto di *reverse mortgage*) non può essere aggredito nel caso in cui il saldo del prestito arrivi a superare il valore di realizzo dell'abitazione. La Tabella n. 1 fornisce una sintesi delle principali caratteristiche degli *Home Equity Conversion Mortgage* (HECM).

L'UTILIZZO DEL REVERSE MORTGAGE NELL'AMBITO DEL PERSONAL FINANCIAL PLANNING:
UN'OCCASIONE MANCATA (O ANCORA DA SFRUTTARE) PER IL MERCATO ITALIANO?**Tabella n. 1. Caratteristiche e requisiti principali dell'HECM**

| | |
|----------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Età | Il mutuatario (o il più giovane co-mutuatario) deve avere almeno 62 anni. |
| Valore dell'abitazione | Tutte le case sono ammissibili, ma la FHA fissa determinati limiti per le abitazioni il cui valore supera i \$ 625.500. |
| Ammontare del prestito | Il mutuatario riceve tra il 51% e il 77% del valore stimato della casa, a seconda dell'età e delle caratteristiche del prodotto. |
| Assicurazione sul prestito (MIP) | Inizialmente: tra lo 0,01% e il 2% del valore della casa, a seconda delle caratteristiche del prodotto. In itinere: 1,25% annuo sul saldo del prestito maturato. |
| Garanzie per il mutuatario | La FHA garantisce al mutuatario che, nel caso in cui la banca non provveda a effettuare i pagamenti come concordato, la stessa FHA provvederà a effettuarli al posto della banca. |
| Protezione per il consumatore | Pre-consulenza obbligatoria; limiti su spese e commissioni imputabili al mutuatario; diritto a mantenere la residenza nell'abitazione (sotto certe condizioni). |
| Garanzia per banca/investitore | L'assicurazione della FHA garantisce che banche/investitori vengano rimborsati per intero, a determinate condizioni. |

Fonte: Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), (2012). Reverse Mortgages: Report to Congress

I potenziali mutuatari devono soddisfare determinati requisiti di idoneità per poter accedere al programma di HECM, oltre ad ottemperare a determinati obblighi durante la vita del contratto.

Per quanto attiene ai requisiti, a parte l'età del mutuatario (o il più giovane co-mutuatario), che deve avere almeno di 62 anni, è ovvio che lo stesso deve essere titolare del diritto di proprietà sull'immobile e che egli deve avere la residenza presso quell'immobile. Inoltre il mutuo deve essere esclusivo: qualsiasi prestito in essere che coinvolge in qualche modo l'immobile oggetto del contratto di *reverse mortgage* (compresi il mutuo per la casa e gli HELOCs) deve essere estinto prima della sottoscrizione dell'HECM. In alternativa, i mutuatari devono utilizzare parte degli introiti derivanti dalla stipula dell'HECM per spegnere il saldo del debito che residua. È inoltre richiesto un livello specifico di qualità dell'immobile: la proprietà deve infatti soddisfare norme minime di qualità come prescritto dalla FHA.

In merito agli obblighi del mutuatario in persistenza del contratto, è previsto che egli debba mantenere la residenza principale nell'abitazione che è stata indicata in sede di stipula del *reverse mortgage*,

pagare le imposte connesse alla detenzione di quell'immobile¹⁴, e mantenere la proprietà in buono stato.

Infine, è bene sottolineare quali siano le forme di protezione previste per il consumatore-mutuatario in base alla normativa sugli HECM. A parte il diritto a mantenere il possesso dell'abitazione a tempo indeterminato (cioè fino alla morte dell'ultimo co-mutuatario), indipendentemente dall'ammontare del debito, e quindi palesandosi una responsabilità limitata del mutuatario, è previsto che non possano essere applicate penali in caso di pagamento anticipato (anche parziale). Inoltre, il mutuatario deve ricevere un'adeguata consulenza da parte di un intermediario accreditato presso la FHA, prima di stipulare il contratto di *reverse mortgage*, e la *disclosure* delle condizioni contrattuali è specificamente disciplinata dalla FHA stessa.

Gli HECM possono diventare esigibili al verificarsi di uno dei seguenti eventi:

- morte del mutuatario (ovvero dell'ultimo co-mutuatario);
- cambiamento di residenza;
- assenza prolungata (il mutuatario, ovvero l'ultimo co-mutuatario non risiede fisicamente nell'immobile per più di 12 mesi a causa di problemi di salute o altri motivi);
- vendita o cessione a titolo gratuito dell'immobile;
- inadempienza degli obblighi contrattuali.

Una volta che il prestito è stato dichiarato esigibile a seguito del verificarsi di uno degli eventi sopraccitati, il mutuatario ha sei mesi di tempo per rimborsare il prestito – che solitamente avviene mediante la vendita dell'abitazione. Se il saldo del prestito è superiore rispetto ai proventi derivanti dalla vendita (stante che la FHA vigilerà sul fatto che l'introito realizzato rifletta il giusto valore di realizzo di quell'immobile), il mutuatario non deve pagare la differenza. Se, per contro, il mutuatario non riesce a vendere l'immobile o comunque a rimborsare il prestito entro 6 mesi, il creditore è tenuto ad avviare le procedure di pignoramento.

14) Il mutuatario rimane responsabile del pagamento delle imposte sugli immobili e dell'assicurazione. Se il mutuatario non ottempera a questi obblighi, anche in caso di richiamo a mezzo notifica, il creditore può procedere al pignoramento dell'abitazione.

2.3 Il mercato dei Reverse Mortgage negli USA

Similmente a quanto accade nel mercato dei mutui tradizionali, il mercato dei *reverse mortgage* include al suo interno differenti tipi di intermediari che occupano ruoli diversi, talvolta sovrapponendosi. In particolare i *loan originator* sono società che prendono in carico le richieste dei mutuatari e predispongono il contratto di prestito; i *lender*, invece, sottoscrivono e finanziano i prestiti. L'*originator* e il *lender* possono essere ovviamente lo stesso intermediario, ovvero due società distinte.

I *reverse mortgage lender* possono anche decidere di non detenere i *reverse mortgage* sino a scadenza. Le posizioni a credito, rappresentate per l'appunto dai mutui erogati, possono infatti essere cedute sul mercato secondario, in particolare attraverso operazioni di cartolarizzazione, così da generare nuove risorse utilizzabili per poter effettuare ulteriori prestiti.

Così come accade per i mutui tradizionali, anche i *reverse mortgage* vengono offerti attraverso differenti canali di vendita: nel canale *retail* sono soprattutto gli istituti di credito di grandi dimensioni che, avvalendosi di una robusta rete di venditori al dettaglio, effettuano direttamente l'attività di prestito alla clientela. Nel canale *wholesale*, invece, le maggiori banche hanno solitamente rapporti con reti di *broker* indipendenti, i quali si occupano di organizzare i prestiti sul territorio. Successivamente, l'istituto di credito realizza i prestiti con i propri fondi: nel canale *wholesale*, pertanto, l'*originator* e il *lender* sono società diverse; in particolare il *broker* riveste la figura dell'*originator*.

La vendita degli HECM sul mercato secondario avviene attraverso Ginnie Mae, un'azienda statale specializzata nell'agevolare la cartolarizzazione dei mutui assicurati dalla FHA. Ginnie Mae, in realtà, non acquista direttamente i prestiti per poi occuparsi della loro cartolarizzazione, ma fornisce essenzialmente una garanzia governativa sui titoli creati a seguito di un processo di cartolarizzazione implementato da apposite società.

A seguito della crisi, il mercato secondario degli HECM è divenuto tuttavia più "fragile": l'uscita dal mercato primario, negli anni 2011 e 2012, dei più grandi *lender* del settore¹⁵, ha infatti comportato una

15) I due più grandi *originator*, Wells Fargo e Bank of America, che assorbivano il 36% circa della domanda, hanno lasciato il mercato nel 2011. Financial Freedom che era stata una

maggior frammentazione ed instabilità del sistema. Le società che si occupano della cartolarizzazione dei *reverse mortgage* risultano ora solamente cinque. I *reverse mortgage* a tasso fisso e con erogazione in un'unica soluzione dominano il mercato, con una percentuale del 70% rispetto al totale dei *reverse mortgage* offerti.

In definitiva, quindi, il mercato dei *reverse mortgage* negli USA, dopo i promettenti sviluppi dei primi anni duemila, ha dovuto ritracciare a seguito della crisi che ha colpito non solo il mercato finanziario, ma anche il settore immobiliare. Tuttavia, non sembra essere venuta meno la fiducia nella funzionalità del prodotto da parte di quegli operatori, spesso non bancari, che hanno comunque continuato ad offrire *reverse mortgage* e ad innovare, e sono quindi emersi come i più importanti *players* del settore. Tra i principali *originators* si trovano quindi, Urban Financial Group (un istituto di credito in gran parte *wholesale* che fa affidamento su una rete di broker ed è di proprietà del gruppo Knight), One Reverse Mortgage, (controllata da Quicken Loans, una società privata non bancaria operante nel settore dei mutui e interamente retail), Generation Mortgage (anch'essa una società non bancaria, principalmente *wholesale* e con qualche presenza nel retail, sostenuta da Guggenheim Partners), Genworth Financial Home Equity Access (un ramo di una grande compagnia di assicurazioni, orientata in gran parte al *wholesale*).

forza trainante del settore nella prima metà degli anni 2000, ma che ha perso lentamente quote di mercato negli ultimi anni, ha annunciato anch'essa l'uscita dal mercato nel 2011. MetLife, il terzo più grande *originator* prima dell'uscita di Wells Fargo e Bank of America, si è espanso rapidamente nel 2011 per assorbire gran parte della fetta di mercato lasciata libera a seguito dell'abbandono da parte dei due colossi poc'anzi citati. Nel quarto trimestre del 2011, MetLife si era già accaparrata il 25% del mercato tra canale *retail* e *wholesale*. Tuttavia, nell'aprile 2012, MetLife annuncia la sua uscita dal *business* dei *reverse mortgage* come previsto dal nuovo statuto societario.

3. Il Prestito Vitalizio Ipotecario: la versione italiana del *reverse mortgage*

L'impulso alla diffusione dei *reverse mortgage* in Italia si è avuto grazie alla Legge 248/2005, intitolata: “Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 30 settembre 2005, n. 203, recante misure di contrasto all’evasione fiscale e disposizioni urgenti in materia tributaria e finanziaria”. La presente legge all’articolo 11-*quaterdecies*, comma 12, stabilisce che: “*Il prestito vitalizio ipotecario ha per oggetto la concessione da parte di aziende ed istituti di credito nonché da parte di intermediari finanziari, di cui all’articolo 106 del testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, di finanziamenti a medio e lungo termine con capitalizzazione annuale di interessi e spese, e rimborso integrale in unica soluzione alla scadenza, assistiti da ipoteca di primo grado su immobili residenziali, riservati a persone fisiche con età superiore ai 65 anni compiuti*”. La Legge 248/2005 è però in via di revisione a seguito della Proposta di Legge Causi-Misiani¹⁶: nel prosieguo, quindi, si farà riferimento anche ai cambiamenti indicati in tale Proposta di Legge, sebbene non ancora approvata in via definitiva alla data di redazione del presente articolo (luglio 2014).

Come si evince dal testo del comma sopra riportato, in Italia l’età minima fissata dalla Legge per poter accedere a tale forma di finanziamento è 65 anni, ossia tre anni in più rispetto ai soli 62 anni previsti in USA per l’attivazione di un programma di *reverse mortgage*; anzi, accade anche che alcuni intermediari richiedano in realtà un minimale di età più alto di quello previsto per legge¹⁷. Nel caso in cui il prestito sia intestato anche al coniuge del richiedente, il requisito dell’età minima dovrà essere rispettato da entrambi¹⁸.

16) Il contenuto della proposta di legge prende spunto dalle elaborazioni in materia presentate dall’ABI e da altre associazioni dei consumatori in occasione dell’audizione tenutasi presso le Commissioni Bilancio e Finanze della Camera il 13 settembre 2013 nell’ambito dell’esame del disegno di legge di conversione del decreto legge n. 102 del 2013.

17) È il caso del prodotto denominato Prestisenior offerto da MPS, che si rivolge ad una clientela di età superiore a 70 anni.

18) È bene sottolineare che la cointestazione, pur non essendo obbligatoria, è vivamente consigliata in modo da evitare che, alla morte dell’intestatario, il coniuge superstite si trovi costretto in qualità di erede a rimborsare il finanziamento: nel caso infatti che egli non disponesse della liquidità necessaria a fronteggiare tale obbligazione, l’istituto di credito sarebbe costretto a procedere alla vendita dell’immobile ipotecato lasciando il coniuge vedovo senza casa.

È necessario premettere che l'analisi delle caratteristiche tecniche e giuridiche del contratto di prestito vitalizio, sicuramente attuabile da un punto di vista teorico, è tuttavia fortemente limitata dal fatto che, sul mercato, sono purtroppo presenti scarsi esempi di prodotti realmente offerti alla clientela. Se, infatti, dall'introduzione della Legge 248/2005 e fino al 2011 si è assistito ad uno sviluppo embrionale dello strumento, che veniva comunque offerto almeno da 4 intermediari¹⁹ e che aveva registrato un incremento significativo nel 2011 (+30% e 70 milioni di erogato), il 2012 ha invece segnato un ritorno al punto di partenza, complice la generale stretta creditizia che ha trascinato al ribasso l'offerta di tutte le tipologie di mutui. Ad oggi, risulta praticamente operativa sul mercato la sola MPS, con il contratto di prestito vitalizio denominato Prestisenior, del quale è possibile reperire sul web le caratteristiche essenziali.

3.1 Le caratteristiche tecnico-giuridiche del contratto

Da un punto di vista giuridico, il legislatore si è limitato a delineare in maniera eccessivamente sintetica il profilo e la natura del prestito vitalizio, andando essenzialmente ad indicare:

- gli enti abilitati ad effettuare tale forma di mutuo (banche o enti di cui all'art 106 TUB);
- i soggetti beneficiari (persone fisiche con età superiore a 65 anni);
- la forma tecnica utilizzabile (finanziamento a medio o lungo termine con capitalizzazione annuale di interessi e spese, e rimborso integrale in unica soluzione a scadenza);
- la necessaria presenza di una ipoteca di primo grado su immobili residenziali.

Per quanto attiene alle caratteristiche che l'immobile deve possedere al fine di poter essere oggetto di ipoteca nell'ambito del prestito vitalizio, se ne segnalano alcune di ovvia finalità prudenziale: è previsto infatti che l'immobile sia collocato in una zona residenziale, escludendo pertanto la possibilità di iscrivere case rustiche o case vacanze; è necessario che l'area in cui sorge l'edificio non sia sog-

19) MPS, Deutsche Bank, Barclays e Euvis (Merrill Lynch): quest'ultima ha tuttavia avviato la procedura di liquidazione volontaria nel 2012.

getta a vincoli artistici, paesaggistici o idrogeologici, e che l'immobile non sia stato edificato in assenza di concessione edilizia; inoltre, l'immobile deve sorgere in un'area geografica non soggetta a rischio sismico, a meno che non sia stata stipulata idonea copertura assicurativa. In ultimo, è necessario che l'abitazione sia libera da ipoteche; qualora tale condizione non sia rispettata, a motivo dell'esistenza di un precedente prestito (non ancora totalmente restituito) per il quale si era dovuto provvedere a ipotecare l'abitazione principale, è necessario utilizzare parte dei flussi del prestito vitalizio per eliminare tale gravame, in modo da estinguere definitivamente la posizione debitoria pregressa.

In merito invece all'importo erogabile attraverso il prestito vitalizio ipotecario, esso viene determinato considerando principalmente due variabili: il valore dell'immobile e l'età del richiedente. In termini generali, il primo passo dell'istruttoria dovrebbe consistere nella valutazione, affidata ad un terzo indipendente, del valore dell'immobile; in parallelo, considerata l'età dei richiedenti, si determina il *loan to value* (LTV), vale a dire un coefficiente che esprime l'ammontare di finanziamento erogabile in percentuale rispetto al valore di mercato dell'abitazione scaturente dalla perizia. I pochi esempi reali avutisi nel nostro Paese, dimostrano peraltro che l'importo erogabile è solitamente fissato all'interno di un doppio range, ossia tra un valore percentuale minimo e massimo del valore dell'immobile, e tra un valore assoluto minimo e massimo fissato dalla banca²⁰.

Con riferimento al LTV, è facile comprendere come il valore assunto da tale coefficiente sia legato all'età del mutuatario. Pertanto, è ragionevole aspettarsi che al crescere dell'età del richiedente anche il LTV

20) Ad esempio, dall'analisi della documentazione del prodotto "Patrimonio Casa" proposto qualche anno or sono da Deutsche Bank, emerge un limite percentuale tra il 14% e il 52% del valore dell'immobile, e un limite assoluto tra 32.000 e 450.000 euro. Nel caso invece del prodotto "Prestisenior" offerto da MPS (così come da foglio informativo aggiornato al 17 marzo 2014), è previsto che l'importo venga calcolato in base all'età del richiedente (del meno anziano in caso di cointestazione) ed in relazione al valore dell'immobile. È comunque prefissato un range percentuale (dal 16% del valore dell'immobile per un richiedente di 70 anni ad un massimo del 50% del valore dell'immobile per un richiedente di 95 anni), ed un limite massimo di 200.000 euro se il prestito è erogato in un'unica soluzione, ovvero un limite massimo di 25.000 euro annue se il prestito è erogato in forma di rendita (con un massimale di 20 erogazioni).

aumenterà. Per contro, quanto più il mutuatario è relativamente “giovane”, tanto più il coefficiente che sintetizza il LTV tenderà a ridursi, a motivo di una speranza di vita ancora elevata all’atto di accensione del prestito. Ciò deriva, ad evidenza, dal fatto che il prestito stanziato (sia esso erogato in un’unica soluzione o in più rate) rappresenta un flusso monetario determinato come valore attuale di una grandezza *stock* - l’immobile ipotecato – sulla quale la banca potrà rivalersi, eventualmente, dopo la morte del mutuatario²¹.

Infine, è da osservare che l’ammontare del prestito erogato dipenderà anche dalle condizioni di tasso di interesse esistenti al momento dell’erogazione, in quanto incidenti sul montante finale da restituire alla banca; tali condizioni, ad evidenza, potrebbero quindi incidere sulle decisioni (strategiche e commerciali) di erogazione da parte della banca indipendentemente dal valore dell’immobile e dall’età del richiedente. La scadenza del contratto coincide normalmente con la data di decesso del finanziato. Eccezionalmente la scadenza può essere anticipata: nel caso di vendita dell’immobile ipotecato o quando lo stesso non sia mantenuto in buono stato di manutenzione.

Ogni anno maturano gli interessi e le spese sul finanziamento, che vengono capitalizzati annualmente e dovranno essere corrisposti in unica soluzione alla scadenza finale, dopo la morte del mutuatario.

Il debito che graverà pertanto sugli eredi del finanziato deve essere rimborsato normalmente entro alcuni mesi successivi alla scomparsa del mutuatario (oppure del coniuge più longevo in caso di finanziamenti cointestati a coppie di anziani). Allo scadere del debito gli eredi possono:

- estinguere il debito e liberare l’immobile dall’ipoteca;
- vendere l’immobile ipotecato ed estinguere il debito;
- lasciare che la banca escuta la garanzia mediante esecuzione for-

21) Nel caso di prestito vitalizio cointestato, dal momento che la durata del prestito stesso non dipende da un unico intestatario, ma anche dal coniuge, è verosimile attendersi una durata del prestito più elevata rispetto al caso del richiedente *single*. Per questa ragione, la cointestazione rappresenta anch’essa un fattore che determina l’abbassamento del *loan to value* e quindi, in definitiva, dell’ammontare massimo erogabile. Inoltre, considerato che le donne possiedono una speranza di vita superiore rispetto agli uomini, è plausibile aspettarsi, per esse, un *loan to value ceteris paribus* inferiore. Riassumendo, quindi, si avrà un LTV più basso per le coppie, uno maggiore per un richiedente *single* di sesso femminile, e un LTV ancor più elevato per un richiedente *single* di sesso maschile.

zata²².

Qualora invece non esistano eredi, o questi non procedano al rimborso, il finanziamento verrà ripianato con la vendita dell'immobile, ma solo trascorsi almeno 12 mesi dalla data di scadenza del finanziamento. È doveroso tra l'altro evidenziare che il cliente, qualora lo ritenga necessario, può rimborsare anticipatamente il prestito; tuttavia, tale possibilità comporta per il cliente l'applicazione di una penale.²³ In merito alle casistiche di rimborso del prestito sopra evidenziate, è tuttavia utile richiamare le novità introdotte dalla Proposta di Legge Causi-Misiani: vengono infatti aggiunti ulteriori eventi che possono dar vita al rimborso integrale del debito in un'unica soluzione. Tra questi, oltre ovviamente alla morte del soggetto finanziato, vengono

-
- 22) In base alla Proposta di Legge CAUSI e MISIANI, vengono inoltre stabilite le seguenti regole in merito al grado dell'ipoteca iscrivibile sull'immobile ed alle modalità per il realizzo del credito. In tale ambito si ricorda innanzitutto la previsione in base alla quale il prestito vitalizio ipotecario è garantito da ipoteca di primo grado sugli immobili residenziali: di conseguenza agli stessi immobili si applicano le norme in materia di ipoteca bancaria, di cui all'articolo 39, commi 1, 2, 3, 4 e 7, del TUB. Viene quindi stabilito che, qualora il finanziamento non sia integralmente rimborsato entro dodici mesi dal verificarsi degli eventi che ne comportano l'obbligo di rimborso, il finanziatore vende l'immobile ad un valore pari a quello di mercato, determinato da un perito indipendente incaricato dal finanziatore, utilizzando le somme ricavate dalla vendita per estinguere il credito vantato in dipendenza del finanziamento stesso. Si specifica inoltre che, trascorsi ulteriori dodici mesi senza che sia stata perfezionata la vendita, tale valore viene decurtato del 15 per cento per ogni dodici mesi successivi fino al perfezionamento della vendita dell'immobile. In alternativa, l'erede può provvedere alla vendita dell'immobile, in accordo con il finanziatore, purché la compravendita si perfezioni entro dodici mesi dal conferimento dello stesso. Le eventuali somme rimanenti, ricavate dalla vendita e non portate a estinzione del predetto credito, sono riconosciute al soggetto finanziato o ai suoi aventi causa. La disposizione esclude comunque che al mutuatario siano richieste somme superiori al valore di vendita dell'immobile, specificandosi a tal fine che l'importo del debito residuo non può superare il ricavato della vendita dell'immobile, al netto delle spese sostenute. Si evidenzia infine come la norma tuteli il terzo acquirente dell'immobile, disponendo l'inefficacia delle domande giudiziali opponibili alla vendita.
- 23) Nello specifico, se prendiamo come riferimento il foglio informativo del Prestisenior di MPS, si evince che il mutuatario ha la facoltà, nel rispetto della normativa vigente, di "restituire anticipatamente in tutto o in parte il capitale finanziato". Si specifica altresì che "in caso di esercizio della facoltà di estinzione anticipata del finanziamento, la parte finanziata corrisponderà alla Banca un compenso omnicomprendivo pari all'1% del capitale rimborsato anticipatamente, oltre ad eventuali oneri accessori". Per l'esercizio di tale facoltà è, tuttavia, richiesto che si faccia esplicita istanza con preavviso di almeno 30 giorni. Viene precisato, altresì, che per il computo degli interessi dovuti "verrà utilizzato il tasso variabile applicato al finanziamento nel periodo in corso al momento di esercizio dell'estinzione anticipata"

indicati:

- il trasferimento in tutto o in parte della proprietà o di altri diritti reali o di godimento sull'immobile dato in garanzia;
- il compimento di atti che ne riducano significativamente il valore, inclusa la costituzione di diritti reali di garanzia a favore di terzi che vadano a gravare sull'immobile.

La *ratio* di tale integrazione è quella di evitare che, durante il periodo di finanziamento, il mutuatario possa alterare le condizioni iniziali alla base delle quali il finanziamento era stato concesso, nonché il valore dell'immobile in garanzia, potendo ledere il diritto e la capacità del finanziatore a vendere l'immobile: in questo modo si intendono eliminare una serie di timori che possono scoraggiare i finanziatori dal praticare tale forma di finanziamento²⁴.

Un'altra novità attiene alla possibilità di concordare, al momento della stipulazione del contratto, modalità di rimborso graduale della quota di interessi e delle spese (in deroga al principio generale secondo cui interessi e spese sono rimborsati al termine del contratto), prima del verificarsi degli eventi che danno luogo al rimborso integrale; e si specifica di conseguenza di non applicare su tale quota la capitalizzazione annuale degli interessi (cioè il meccanismo in base al quale annualmente gli interessi maturati sono computati in aumento del capitale, *i.e.* anatocismo)²⁵.

24) La nuova proposta di legge demanda peraltro ad un regolamento del Ministero dello Sviluppo Economico la definizione della disciplina di attuazione, per quanto riguarda le modalità di offerta del prodotto, nonché l'individuazione delle ipotesi di significativa riduzione del valore dell'immobile che possono giustificare la richiesta del finanziatore di rimborso integrale del credito. In questo modo si introduce una garanzia per le banche, quella di non trovarsi a subire pesanti perdite se, per un crollo del mercato immobiliare, il valore delle case ricevute in garanzia scendesse sotto il valore dei prestiti erogati, perché ciò renderebbe conveniente ai clienti o ai loro eredi non rimborsare il prestito e lasciare alla banca la casa con il relativo "cerino" di un bene che vale meno del denaro che si è erogato.

25) Viene inoltre specificato che in caso di inadempimento si applica l'articolo 40, comma 2, del TUB, ai sensi del quale la banca può invocare il ritardato pagamento come causa di risoluzione del contratto quando lo stesso si sia verificato almeno sette volte, anche non consecutive.

3.2 I principali costi del prestito vitalizio

Con riferimento ai costi del prestito vitalizio ipotecario, si annoverano quelli relativi alla perizia condotta al fine di stimare il valore dell'immobile oggetto di ipoteca; inoltre, dato che la stipula del contratto di prestito deve avvenire in presenza di un notaio – in considerazione della necessità di provvedere all'accensione dell'ipoteca sull'immobile – si rileva la presenza di costi connessi al disbrigo di adempimenti notarili, anch'essi a carico del mutuatario. In particolare, la figura del notaio risulta essenziale nel garantire la legittimità dell'oggetto e delle clausole contrattuali; inoltre, esso provvede a constatare che l'immobile non risulti già gravato da ipoteche e sia libero da qualsiasi altro vincolo. Oltretutto, lo stesso notaio è tenuto a verificare che i contraenti siano ancora dotati della capacità di intendere e di volere, constatazione per nulla trascurabile se si considera l'età media dei contraenti e le responsabilità derivanti dalla stipula di un simile contratto sui discendenti.

Ai costi notarili vanno poi sommati quelli relativi alla polizza assicurativa da stipulare ai fini della garanzia sull'immobile ipotecato, nonché le imposte sull'abitazione e di bollo, oltreché le spese di istruttoria. In merito alle imposte, è però da considerare che la nuova Proposta di Legge introduce alcune agevolazioni fiscali: si dispone infatti l'applicazione delle agevolazioni fiscali previste per le operazioni di credito a medio o lungo termine, disciplinate dagli articoli 15 e seguenti del decreto del Presidente della Repubblica n. 601, indipendentemente dalla data di rimborso del finanziamento²⁶.

26) Con l'applicazione al prestito vitalizio ipotecario degli articoli 15 e 17 del DPR n. 601 del 1973, lo si esenterebbe dall'imposta di registro, dall'imposta di bollo, dalle imposte ipotecarie e catastali e dalle tasse sulle concessioni governative come avviene già oggi per le operazioni relative ai finanziamenti e tutti i provvedimenti, atti, contratti e formalità inerenti alle operazioni stesse e alle relative garanzie (comprese le cessioni di credito stipulate in relazione a tali finanziamenti) che sono effettuati da banche e istituti di credito e da loro sezioni o gestioni che esercitano il credito a medio e lungo termine e dalla Cassa Depositi e Prestiti. Gli operatori del mercato dei "mutui inversi" pagherebbero solo un'imposta sostitutiva pari allo 0,25% dell'ammontare complessivo dei finanziamenti agevolati erogati. In base all'articolo 18 del DPR n. 601, se il prestito non si riferisse alla prima casa e relative pertinenze (ma, supponiamo, a una seconda casa), l'aliquota dell'imposta sostitutiva salirebbe al 2% dell'ammontare finanziato. Ai contraenti però, in base all'articolo 12, commi 4 e 5, del decreto legge n. 145 del 2013,

Si menziona, altresì, la presenza di spese annuali connesse all'assolvimento degli obblighi informativi, nonché di spese associate a costi per la gestione amministrativa del prestito, oltreché per il rinnovo annuale della copertura assicurativa relativa all'immobile.

Ultimo elemento da considerare, sebbene non per importanza, è il tasso d'interesse. Esso determina, infatti, il montante che alla scadenza del prestito deve essere corrisposto dagli eredi all'Istituto di credito. Nell'esperienza italiana si riscontrano solamente tassi fissi: questi si attestano su livelli più alti rispetto a quelli applicati sui mutui, seppure sensibilmente inferiori rispetto ad altre forme di finanziamento. A titolo d'esempio, il "Prestisenior" del MPS viene offerto a un tasso passivo così determinato: "IRS lettera a 30 anni rilevato due giorni lavorativi antecedenti la fine del mese di stipula del finanziamento, maggiorato di uno *spread*". Come si evince dallo stesso Foglio Informativo aggiornato al 17 marzo 2014, l'IRS rilevato alla data del 28/02/2014 è pari al 2,48%, al quale va poi sommato uno *spread* che la banca in questione fissa nella misura del 4,80%. Tali interessi vengono capitalizzati annualmente e il rimborso avviene in un'unica soluzione assieme al capitale²⁷.

Il regime finanziario utilizzato è ovviamente quello della capitalizzazione composta, consistente nel calcolo degli interessi sul montante che risulta al termine di ogni anno. Tale pratica, nota come anatocismo bancario, è solitamente vietata ma, in via del tutto eccezionale, è avallata dalla Legge che ha disciplinato l'introduzione in Italia del prestito vitalizio ipotecario. È necessario evidenziare che questa caratteristica del prodotto in esame costituisce uno degli svantaggi più rilevanti per la clientela. Infatti, la capitalizzazione composta degli

resterebbe l'opzione, al posto di versare l'imposta sostitutiva, di scegliere per iscritto nell'atto di finanziamento di pagare le imposte di registro, di bollo, ipotecarie e catastali e le tasse sulle concessioni governative.

- 27) Il Foglio Informativo riporta un esempio numerico relativo all'erogazione del prestito ad un cliente di 70 anni. A fronte di una erogazione in unica soluzione di 40.000 euro, ovvero di erogazioni parziali di 3.963 euro annuali per tutta la vita del contraente, ipotizzando la morte del contraente dopo 10 anni, all'età di 80 anni l'importo da rimborsare da parte degli eredi sarebbe di: a) in caso di erogazione unica: € 80,769,55; b) in caso di erogazioni parziali: € 63.487,47. Per effetto della capitalizzazione degli interessi risulta, in questo caso, un minor debito lasciato agli eredi nel caso di erogazioni parziali; se però si ipotizza una longevità maggiore, ad esempio fino a 90 anni, il montante del caso b) risulta significativamente più alto.

interessi, implementata al termine di ogni anno solare, comporta una crescita esponenziale del debito da restituire a scadenza: ciò può costituire un problema se si considera che il valore dell'immobile ipotecato potrebbe non crescere alla stessa velocità del debito; è anche per questa ragione che gli importi erogati, tendenzialmente, non superano mai il 50% del valore dell'immobile ipotecato.

In sede di istruttoria la banca dovrà quindi rapportare attentamente l'entità del prestito al valore prospettico dell'immobile, tenuto conto altresì del tasso di interesse passivo proposto e della durata attesa del prestito, in modo da scongiurare eventuali perdite che potrebbero manifestarsi a scadenza. L'andamento del mercato immobiliare e dell'inflazione, infatti, incidono sul valore di mercato delle case comportando possibili rivalutazioni (ma anche svalutazioni) consistenti; a questo si aggiunge l'alea derivante dall'impossibilità di determinare *ex-ante* con certezza la durata del prestito. È facile immaginare infatti che, se il mutuatario dovesse restare in vita per un periodo di gran lunga superiore alla durata inizialmente stimata e il mercato immobiliare dovesse subire una flessione, per via della capitalizzazione degli interessi l'importo del debito potrebbe superare il valore dell'immobile ipotecato con la conseguenza che la banca conseguirebbe una perdita²⁸.

4. I Reverse Mortgage nell'ambito del *personal financial planning*: il loro utilizzo in una logica di *Life-cycle investing*

Per molte persone l'importanza e la complessità di gestire la propria ricchezza durante l'arco dell'intera vita (*managing life-cycle wealth*) è notevolmente aumentata: in molti paesi sviluppati, infatti, la responsabilità di procurarsi una ricchezza sufficiente per provvedere al proprio sostentamento nel periodo del pensionamento è stata trasferita in larga parte in capo ai singoli individui, che non potranno più contare, come accaduto in passato, su sicure e sostanziose rendite pensionisti-

28) È facile peraltro presumere che se esistesse anche in Italia un organismo equivalente alla Federal Housing Association (FHA) statunitense che copre, attraverso stipula di idonea assicurazione, l'eventuale differenza tra l'importo del debito a scadenza e il valore conseguibile dalla vendita dell'immobile ipotecato, la percentuale dell'*home equity* finanziabile potrebbe essere significativamente incrementata.

che pubbliche. La contrazione dei sistemi di *welfare*, inoltre, richiederà in futuro ai cittadini di sostenere personalmente anche buona parte dei costi legati a spese mediche e di accompagnamento in caso di lunga degenza.

Si è quindi accresciuta la necessità di pianificare i propri investimenti e di effettuare corrette scelte di allocazione della propria ricchezza (finanziaria e non) in un'ottica di lungo periodo; sebbene non ancora pienamente compreso dall'investitore italiano, e spesso anche dal suo consulente finanziario, occorre allora passare dal semplice e statico approccio di *asset allocation* tradizionale, consistente essenzialmente nella creazione di un unico portafoglio sulla base delle risorse finanziarie disponibili al momento, ad una vera e propria logica di *financial planning*, basata sulla puntuale analisi delle esigenze di consumo futuro, e sulla quantificazione delle risorse ad oggi (ed in prospettiva) utilizzabili per coprire tali esigenze²⁹.

In tale contesto rientra a pieno titolo la logica del *life-cycle investing*, secondo la quale la ricchezza personale, rappresentata dal capitale finanziario (vale a dire i beni accumulati) e dal capitale umano³⁰,

-
- 29) Ne discende che nella logica del *financial planning* non si dovrebbe addivenire ad un unico portafoglio efficiente, ma alla costruzione di più portafogli caratterizzati da profili di rischio – rendimento e da orizzonti di investimento differenti; in questo senso sarebbe quindi più corretto parlare di *goal-based investing* (si veda al riguardo B. Kramer, R. Janssen & G. Boender 2013). Inoltre, il *financial planning* non dovrebbe considerare la sola ricchezza finanziaria attualmente a disposizione del risparmiatore, ma anche tutte le altre fonti di ricchezza in suo possesso oggi, ed in futuro. Tra queste ultime rientrano ad esempio il capitale umano, oggetti di valore, beni immobili, lasciti ereditari futuri ecc...
- 30) Lo *Human Capital* rappresenta il valore attuale dei futuri redditi (specie da lavoro) che un individuo potenzialmente otterrà in futuro. In termini ragionieristici, potremmo considerarlo come un *asset* intangibile, che tipicamente domina l'attivo di bilancio di una persona giovane. Detto in altri termini: il capitale umano rappresenta la componente più grande della ricchezza di un giovane lavoratore, che ha davanti a sé ancora molti anni di lavoro e che, viceversa, ha accumulato poco risparmio perché è da poco tempo che ottiene un reddito da lavoro. Da un punto di vista matematico, non è facile calcolare l'ammontare di questo capitale ed occorre, per forza di cosa, utilizzare delle ipotesi di base. Si può comunque pensare che il capitale umano sia quantificabile come:

$$HC = \sum_{i=0}^n \frac{\text{Stipendio corrente } x(1 + GR)x(1 - TR)}{(1 + DR)^i}$$

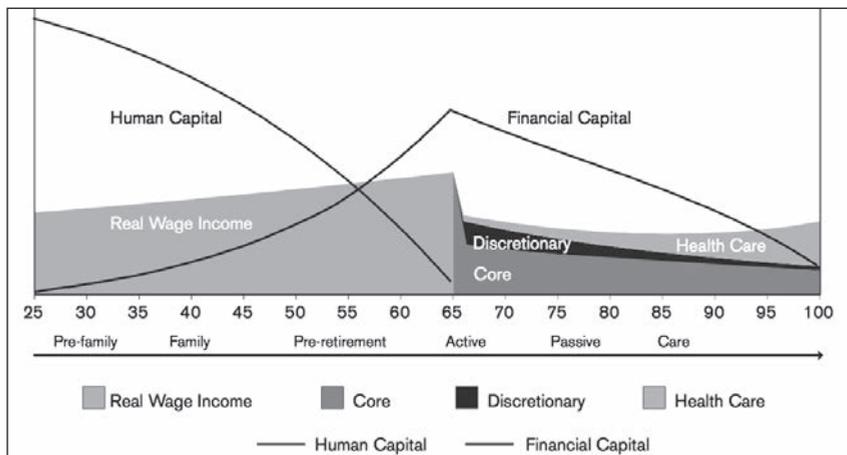
Dove: HC = Human Capital (capital umano); GR = tasso di crescita atteso dello stipendio corrente; TR = tax rate; DR = discount rate (tasso di sconto); N = numero di anni lavorativi fino al pensionamento. Per quanto possa sembrare intangibile e complesso da

L'UTILIZZO DEL REVERSE MORTGAGE NELL'AMBITO DEL PERSONAL FINANCIAL PLANNING:
UN'OCCASIONE MANCATA (O ANCORA DA SFRUTTARE) PER IL MERCATO ITALIANO?

dovrebbe essere opportunamente distribuita lungo l'intera vita di un individuo, compreso il periodo di pensionamento, al fine di mantenere un livello di consumo costante nel corso del tempo. Il *life-cycle investing*, dunque, attiene alla necessità di coniugare elementi di risparmio, diversificazione, copertura e assicurazione in maniera tale da garantire un livello ottimale di consumo e un adeguato tenore di vita durante l'intera esistenza terrena³¹.

Una adeguata rappresentazione grafica del concetto, è fornita in Corrigan-Matterson (2009), così come in Figura n. 2.

Figura n. 2. Il tipico Financial Life Cycle



Fonte: Corrigan J., Matterson W. (2009), A holistic framework for Life Cycle financial planning.

La Figura n. 2 sintetizza graficamente il concetto di *life-cycle investing*. Considerando l'ingresso nel mondo del lavoro all'età di 25

31) calcolare, il capitale umano può tuttavia essere monetizzato facilmente e divenire fonte reale di ricchezza atta ad essere consumata; si pensi banalmente alla possibilità per un individuo di ottenere un mutuo a lunga scadenza sulla base del proprio merito creditizio, inglobato il più delle volte nella qualità e quantità del reddito da lavoro percepito. Il concetto di ciclo di vita collegato alla relazione risparmio/investimenti/consumo risale come noto agli studi di F. Modigliani (1954). Il concetto è stato ampiamente sviluppato sia in ambito microeconomico, sia nell'ottica del *wealth management* e della creazione di prodotti ad hoc per la realizzazione di tale approccio agli investimenti. Su quest'ultimo aspetto si veda, in particolare, Viceira (2007)

anni³², un individuo è caratterizzato inizialmente da un elevato *human capital* ma da un inconsistente patrimonio finanziario (salvo precedenti lasciti ereditari). Durante l'attività lavorativa, grazie agli incrementi salariali e ai frutti dei propri investimenti, l'individuo accumula il capitale finanziario necessario per coprire i consumi nella fase di post pensionamento, mentre nel frattempo il suo capitale umano si riduce fino ad azzerarsi.

Lo schema proposto da Corrigan-Matterson merita alcune considerazioni. Innanzitutto, gli autori pongono giustamente come possibile scadenza della vita umana i 100 anni; si tratta di un'ipotesi non irrealistica, vista la crescente longevità degli abitanti dei paesi sviluppati. Inoltre, essi indicano come nella fase di post pensionamento i consumi discrezionali possano ridursi fino ad annullarsi, mentre i consumi definiti "core" rimangono pressoché costanti dopo una prima fase di discesa³³. Ed inoltre, si evidenzia come siano soprattutto i consumi legati all'*health care* a porre importanti rischi di mancata copertura: tali costi (quali ad esempio costi per medicinali, costi per assistenza in caso di non autosufficienza, spese per visite specialistiche ecc..) tendono infatti ad accrescersi proprio in età molto avanzata, quando il capitale finanziario a disposizione potrebbe essersi già significativamente ridotto.

Una ulteriore osservazione sul modello di cui sopra attiene al fatto che esso considera esclusivamente due fonti di ricchezza (capitale finanziario e capitale umano) utilizzabili durante la vita dell'individuo. Sul punto riteniamo invece che, in una visione maggiormente integrata ed omnicomprensiva della ricchezza di un individuo, si dovrebbero considerare tutte le possibili fonti di reddito monetario disponibili; e tra queste, almeno per la parte monetizzabile, dovrebbero rientrare perlomeno il valore dell'*home equity*, nonché oggetti di valore e beni di lusso (quadri, orologi, macchine d'epoca ecc..) posseduti dall'individuo³⁴.

32) Forse troppo generoso per il contesto italiano.

33) I consumi core, infatti, attengono spesso a spese quali riscaldamento, utenze, manutenzione ordinaria della casa, beni di prima necessità ecc... che sono difficilmente comprimibili anche in tarda età.

34) Tali oggetti di valore, sebbene normalmente non considerati in una logica di pianificazione finanziaria, in quanto rientranti nella sfera "emotiva" del cliente e

In tale ottica assume allora rilevanza l'utilizzo, anche per la gestione della ricchezza netta della persona fisica, dell'approccio ALM (*Assets and Liabilities Management*), traslato e riadattato dall'esperienza bancaria. In particolare, diversi approfondimenti di matrice per lo più statunitense propongono l'utilizzo di veri e propri bilanci familiari (sia economici che finanziari) in cui dal lato dell'attivo compaiono le principali fonti di ricchezza disponibili, mentre nel passivo sono indicati gli obiettivi di consumo dell'individuo. Ad esempio, in Rudd e Siegel (2013), viene presentato l'*economic balance sheet* di un individuo che si appropria alla fase di pensionamento: le voci dell'attivo sono rappresentate dal capitale finanziario accumulato nel corso dell'età lavorativa, dal valore dell'*home equity*, dalla pensione sociale e altri *asset*, e da un residuale capitale umano. Nel passivo compaiono invece tre categorie di consumo denominate rispettivamente *necessary*, *target*, *aspirational*³⁵.

Da tutto quanto sopra osservato emerge come già oggi, ma soprattutto in futuro, buona parte degli individui che si ritrovano (e si ritroveranno) a ridosso dell'età pensionabile, caratterizzati da una prospettiva di vita media sempre più lunga³⁶, potrebbero non avere accumulato risorse finanziarie sufficienti a mantenere un adeguato livello di consumo nella fase di pensionamento, specie nel caso in cui si assista ad una consistente riduzione della contribuzione pubblica alle spese sanitarie: a parità di condizioni, tali individui si vedrebbero costretti a porre un freno agli abituali consumi per far fronte ad un inatteso incremento dei costi legati alla salute.

In tale scenario, l'importanza di poter disporre di uno strumento quale il *reverse mortgage* (o prestito vitalizio per quanto attiene al caso ita-

detenuti per lo più a scopo di utilizzo ovvero per appagamento personale (e non sempre a scopo di investimento di lungo termine), costituiscono tuttavia una "riserva di valore" eventualmente utilizzabile in casi di estrema necessità.

- 35) I consumi "*necessary*" possono essere interpretati come un livello di spesa minimale al di sotto del quale l'individuo entrerebbe in stato di povertà. I consumi "*target*" rappresentano invece un più alto livello di spesa necessario per mantenere l'attuale tenore di vita dell'individuo. Infine, i consumi "*aspirational*" includono livelli di spesa che garantiscono la possibilità di acquisto di beni di lusso e di piacere, nonché l'effettuazione di donazioni e lasciti ereditari.
- 36) Secondo i dati ISTAT (2011) la speranza di vita all'età di 65 è di 18,4 anni per gli uomini e di 21,9 anni per le donne.

liano), in grado di rendere monetizzabile parte dell'*home equity*, dovrebbe divenire di per sé palese: si tratta infatti di un valido strumento da inserire nel *financial planning* dei pensionati, capace di incrementare il capitale finanziario disponibile in età *post-lavorativa*.

In particolare, è possibile addivenire alla seguente elencazione di modalità di utilizzo dello strumento in esame nell'ambito della pianificazione finanziaria di un individuo:

- copertura parziale delle necessità di consumo durante la vecchiaia: in questo caso il *reverse mortgage* sarebbe utile a pensionati che posseggono un'abitazione di proprietà di discreto valore ma che beneficiano di una pensione relativamente bassa³⁷. Soprattutto in tarda età, tale soluzione potrebbe garantire la copertura di spese mediche e di assistenza incrementali. Ovviamente, l'utilizzo del *reverse mortgage* andrebbe a penalizzare il lascito ereditario, ma ciò potrebbe essere comunque accettabile nel caso in cui gli eredi siano economicamente indipendenti, ovvero "lontani" nell'albero genealogico.
- Aiuto immediato ai figli o ad altri eredi: in questo senso il prestito vitalizio diviene un vero e proprio strumento alternativo per il passaggio generazionale. Esso può infatti risultare utile nel caso si abbia la necessità di aiutare economicamente i figli o altri eredi, ma non si disponga nell'immediato della liquidità necessaria. Si tratta, nella sostanza, di anticipare parte dell'eredità che altrimenti risulterebbe disponibile solo alla morte degli intestatari dell'immobile³⁸;
- consolidamento di debiti esistenti: poiché, come altrove osservato, il *reverse mortgage* non prevede il rimborso rateizzato del prestito, ne discende che nel concedere il mutuo la banca erogante non valuta né la capacità di reddito dei richiedenti, né la loro affidabilità finanziaria: a tale forma di finanziamento potrebbero quindi accedere, almeno in teoria, anche pensionati sovra-indebi-

37) Potrebbe essere il caso di artigiani e liberi professionisti che non hanno effettuato sufficienti contributi pensionistici durante la vita lavorativa, ovvero di persone (specie donne) rimaste vedove che beneficiano solamente di una pensione di reversibilità pur avendo ereditato un immobile di buon valore dal coniuge.

38) Ovviamente occorrerà in questo caso rispettare comunque i dettami legislativi in tema di successione.

- tati o con redditi molto bassi, ovvero individui protestati e “cattivi pagatori” magari già segnalati per ritardi di pagamento;
- raggiungimento di altri obiettivi: essendo nella sostanza una soluzione che rende disponibili risorse finanziarie estrapolandole dal valore di un immobile, il *reverse mortgage* potrebbe potenzialmente essere utilizzato per il raggiungimento di qualsiasi altro obiettivo/finalità da parte di un individuo in grado di attivarlo. Nulla vieta, ad esempio, che il prestito vitalizio possa fornire le risorse necessarie per avviare una nuova attività imprenditoriale, magari con l'intento di lasciarla poi agli eredi, ovvero permetta l'acquisto di beni di lusso quali opere d'arte, barche, auto ecc...

A fronte della flessibilità di utilizzo che il *reverse mortgage* (o prestito vitalizio) offre, e dei vantaggi ad esso collegati che sono stati precedentemente indicati, occorre a questo punto effettuare alcune considerazioni sulle criticità della soluzione (in particolare in raffronto ad altre forme di finanziamento attivabili da pensionati) in modo tale da evidenziare per quali motivi lo strumento in esame non abbia finora riscosso il ben che minimo successo nel nostro Paese. È possibile allora effettuare le seguenti osservazioni:

- innanzitutto è indubbio che il prestito vitalizio presenta dei costi di avviamento, dovuti a spese di istruttoria e imposte, che possono pesare non poco sull'effettivo introito del richiedente (sebbene le agevolazioni fiscali previste dalla nuova Proposta di Legge andrebbero a ridurre alcune voci di costo).
- La percentuale di valore dell'immobile erogata come finanziamento è alquanto esigua se il prestito viene attivato in età relativamente bassa. Nel caso del prodotto offerto da MPS, ad esempio, all'età di 70 anni la percentuale si attesta al 16%. Ciò comporta che la convenienza della soluzione in esame, in ottica di *financial planning*, risulta elevata solo a partire da un'età più avanzata del richiedente³⁹.
- È inoltre da osservare che la valutazione della valenza del prodotto richiede capacità di analisi probabilmente non comuni all'in-

39) Sempre nel caso del prodotto proposto da MPS a 80 anni la percentuale sale al 33,3%.

vestitore medio e, di conseguenza, ciò ne riduce la convenienza percepita⁴⁰.

- Non sono poi da sottovalutare, come altrove osservato, le resistenze psicologiche e culturali legate alla cessione dell'immobile di proprietà, che si accompagnano alla percezione di lasciare un debito agli eredi.
- Infine, se ci si pone dal lato dell'offerta del prodotto, cioè nell'ottica degli enti finanziatori, rilevano da un lato alcune carenze legislative che dovrebbero essere sanate dalla nuova Proposta di Legge, dall'altro la problematica situazione del mercato immobiliare che rende complesso non solo la determinazione del valore attuale dell'immobile su cui implementare il prestito, ma anche la stima delle prospettive di crescita di tale valore nel corso del tempo.

Ciò detto, è infine possibile effettuare alcune brevi comparazioni rispetto ad altre forme di finanziamento (o ad altre soluzioni finanziarie) attivabili da individui giunti alla fase di pensionamento. In particolare, le due alternative più simili al prestito vitalizio sono la cessione del quinto della pensione e la vendita della nuda proprietà dell'abitazione.

La cessione del quinto della pensione è un contratto di finanziamento a lungo termine, a tasso fisso, che permette di ottenere una somma in prestito da rimborsare con una trattenuta alla fonte sulla pensione, tipicamente pari a un quinto della pensione stessa. Il rimborso dell'importo finanziato avviene con un normale piano di ammortamento. Le principali differenze con il prestito vitalizio sono dovute al fatto che la cessione del quinto della pensione prevede limitazioni di età ma anche, e soprattutto, che essa rappresenta una forma di anticipazione di

40) In effetti, la valutazione della bontà del prodotto richiede una duplice capacità di analisi, di tipo immobiliare e finanziario; da un lato, infatti, si dovrebbe considerare se il valore dell'immobile è stato correttamente stimato e se la percentuale finanziata è congrua rispetto a tale valore; inoltre il richiedente dovrebbe avere delle proprie aspettative sulla probabile rivalutazione dell'immobile nel corso del tempo. Dal punto di vista finanziario, invece, il richiedente dovrebbe valutare se il tasso ed i costi applicati sono appetibili rispetto ad altre forme di finanziamento, nonché decidere quanta parte del rischio di longevità assumersi, in particolare in considerazione della scelta tra rendita o erogazione in unica somma.

liquidità che il sottoscrittore si ritrova a scontare da subito, con minori flussi di cassa dal mese successivo. D'altra parte, la cessione del quinto non richiede l'iscrizione di una garanzia ipotecaria su un immobile.

Un'altra soluzione alternativa, molto spesso richiamata per un confronto con il prestito vitalizio è la vendita della nuda proprietà; entrambe le soluzioni costituiscono un modo di ottenere liquidità dal proprio immobile, senza accollarsi scadenze o rate da pagare.

Con la vendita della nuda proprietà, infatti, si vende la propria casa mantenendone però il diritto di viverci (usufrutto), finché si è in vita. A seguito della morte dell'usufruttuario l'acquirente diventa pieno proprietario dell'abitazione: di conseguenza, il prezzo al quale viene venduta la nuda proprietà di una abitazione dovrebbe essere uguale al suo prezzo di mercato ridotto in base all'età del cedente, considerando quindi la sua speranza di vita.

Le differenze con il prestito vitalizio sono tuttavia notevoli: le principali sono riconducibili al fatto che, se da un lato la vendita della nuda proprietà potrebbe consentire di ottenere sul momento una liquidità maggiore⁴¹, dall'altro il prestito vitalizio rappresenta uno strumento più flessibile e di maggiore tutela per i clienti e le loro famiglie⁴². La vendita della nuda proprietà può risultare quindi utile per chi, raggiunta una certa età, non ha figli o parenti a cui effettuare dei lasciti ereditari, o comunque ha forte bisogno di denaro liquido ed ha uno o più immobili di proprietà (non solo abitazioni, ma anche altri tipi di fabbricati), di cui vuole continuare a servirsi. Invece di vendere l'immobile per far cassa, vende a un'altra persona solo un diritto su di esso: nel frattempo potrà continuare a utilizzare l'immobile esattamente come prima.

41) All'età di 70 anni l'introito potrebbe anche superare il 50% del valore dell'immobile.

42) La vendita della nuda proprietà è meno flessibile, poiché in genere è possibile solo quando l'immobile ha un certo pregio: per esempio è situato nel centro storico di una grande città, o è una villetta con giardino. È assai raro, infatti, che un investitore sia interessato all'acquisto della nuda proprietà di un piccolo appartamento in periferia. Inoltre, la vendita della nuda proprietà non garantisce, di per sé, una rendita (sebbene il ricavato dalla vendita della nuda proprietà possa poi essere trasformato in rendita attraverso un prodotto assicurativo). Infine, è chiaro che la vendita della nuda proprietà presuppone la ricerca di una controparte individuale, mentre il prestito vitalizio, se diffuso, risulterebbe maggiormente accessibile da parte di chiunque.

Conclusioni

La disamina effettuata in merito alle caratteristiche e alle modalità di utilizzo del *reverse mortgage* ne ha evidenziato l'utilità nell'ambito del *financial planning* (pur non dimenticando le criticità ad esso associate). Non è un caso che in paesi finanziariamente più evoluti del nostro, in particolare USA e Regno Unito nei quali, come è noto, i risparmiatori sono maggiormente abituati a pianificare i propri investimenti nel lungo termine⁴³, lo strumento in esame non solo è ampiamente conosciuto e adeguatamente diffuso ma addirittura, nel caso americano, sovvenzionato attraverso apposita garanzia statale.

Appare, quindi, abbastanza singolare che in Italia, paese caratterizzato da una forte percentuale di possesso della prima casa da parte dei cittadini e da una popolazione sempre più anziana (ed in prospettiva sempre più in difficoltà stante le criticità del sistema pensionistico e di *welfare* statale), il prestito vitalizio sia per ora rimasto pressoché sconosciuto quale soluzione finanziaria sia per quanto riguarda i potenziali fruitori del prodotto, sia con riferimento agli intermediari bancari.

Proviamo a indicare alcuni dei principali motivi che – a nostro parere – possono aver frenato lo sviluppo dei *reverse mortgage* nel mercato italiano, fornendo, ove possibile, alcune indicazioni sui potenziali correttivi che potrebbero invece renderlo più appetibile sia sul fronte della domanda che dell'offerta. In primo luogo, non può non osservarsi che per i possibili richiedenti il principale problema sia rappresentato dal basso valore del *Loan to Value* finora proposto nel nostro Paese. Detto altrimenti, l'ammontare dell'*home equity* che può essere monetizzato attraverso un prestito vitalizio rappresenta il principale limite della soluzione in esame: se all'età di settant'anni un investitore può monetizzare all'incirca il 16% del valore della sua casa con un *reverse mortgage* domestico, rispetto ad un valore del 50% circa ottenibile sul mercato americano (ovvero ad un 60% realizzabile tramite la vendita della nuda proprietà), appare chiaro il forte disincentivo esercitato al ricorso a tale strumento dal lato della domanda.

43) Anche perché, mediamente, meglio indirizzati dai propri consulenti finanziari ovvero dai propri intermediari bancari di riferimento.

Dal lato dell'offerta l'impedimento prevalente pare avere carattere congiunturale, ricollegandosi al più generale fenomeno di limitazione del credito conseguente alla crisi finanziaria innescatasi nel 2007. Se a tali difficoltà si aggiunge poi la delicata situazione del mercato immobiliare, caratterizzata da prezzi fortemente in flessione, diviene palese come il prodotto in questione risulti al momento scarsamente importante all'interno dell'offerta complessiva di prestiti bancari, stante l'elevato rischio che il valore dell'immobile posto a garanzia del prestito vitalizio risulti alla fine del contratto inferiore al debito residuo da saldare. D'altronde, come appena sopra indicato, anche la pratica di applicare spread estremamente elevati rispetto ai tassi di riferimento sembra risultare controintuitiva rispetto alla diffusione del prodotto di cui si tratta.

Ci si trova quindi, in definitiva, in una situazione di mercato in cui sia la domanda, sia l'offerta, appaiono bloccate: un ripensamento critico dell'utilizzo del prestito vitalizio, e delle sue caratteristiche tecniche, dovrebbe quindi essere effettuato all'interno del sistema creditizio italiano e, *in primis*, da parte del legislatore. Quest'ultimo, infatti, avrebbe tutto l'interesse (anche al fine del mantenimento della sostenibilità del sistema di *welfare* esistente) a evitare che una fetta crescente della popolazione in età avanzata rimanga a corto delle risorse finanziarie minime per coprire le uscite correnti.

Ecco che allora le direttrici lungo cui muoversi al fine di un rilancio dello strumento potrebbero essere le seguenti:

l'introduzione di una garanzia statale sul modello americano, che incentiverebbe da un lato gli intermediari creditizi ad accrescere il rapporto di *Loan to value* e, dall'altro, renderebbe più sicuro lo strumento agli occhi dei cittadini. Sebbene tale soluzione appaia oggi difficilmente praticabile, non solo a causa delle scarse disponibilità delle casse pubbliche ma anche della mancanza nel nostro paese di apposite agenzie dotate di specifiche competenze in materia quali l'americana Ginnie Mae, nulla vieta che essa diventi invece quella preferibile in futuro se la sostenibilità del sistema di *welfare* dovesse ulteriormente aggravarsi a seguito dell'invecchiamento della popolazione. In alternativa, il legislatore potrebbe almeno introdurre consistenti agevolazioni fiscali (ovviamente in proporzione all'erogato) per quegli intermediari bancari che offrissero il prodotto a condizioni agevolate;

un diffuso ricorso a operazioni di cartolarizzazione, sebbene tale tecnica finanziaria non sia particolarmente diffusa nel nostro Paese, al fine di ottimizzare la gestione e il controllo dei rischi di credito e liquidità; e ciò in ragione, anche, della possibile implementazione di un *quantitative easing* su ABS da parte della Banca Centrale Europea. Al riguardo, il legislatore potrebbe incentivare le operazioni di cartolarizzazione di prestiti vitalizi introducendo agevolazioni di tipo giuridico e fiscale per gli operatori bancari *originator*, nonché garantendo le ABS rinvenienti da tali operazioni; una maggiore concorrenza nel settore (magari incentivata per il tramite del legislatore), prevedendo che anche istituti diversi dalle banche, quali ad esempio compagnie di assicurazioni o società immobiliari, possano stipulare contratti simili al prestito vitalizio, ovvero forme specifiche dello stesso. In particolare, un maggior coinvolgimento delle compagnie di assicurazione, anche in appoggio agli enti bancari, potrebbe condurre alla creazione di appositi contratti di copertura dei rischi tipicamente presenti nei *reverse mortgage*, rendendo l'offerta più flessibile e la gestione del rischio più efficiente; Infine, non è da scartare l'ipotesi che il prestito vitalizio possa essere proposto, entro certi limiti, anche sulle seconde case. Queste ultime, infatti, sono spesso abitazioni ubicate in luoghi di villeggiatura, il cui valore risulta notevolmente più stabile nel corso del tempo.

Riferimenti Bibliografici

ABI, Audizione del Direttore Generale dell'ABI Dott. Giovanni Sabatini. Decreto legge 31 agosto 2013, n.102 recante disposizioni urgenti in materia di IMU, di altra fiscalità immobiliare, di sostegno alle politiche abitative e di finanza locale, nonché di cassa integrazione guadagni e di trattamenti pensionistici, 13 settembre 2013

Becker, G. A. (1974). A theory of social interactions. *Journal of Political Economy*, 82(6), 1063–1093.

Caplin, A. (2002). "Turning Assets into Cash: Problems and Prospects in the Reverse Mortgage Industry", in Olivia S. Mitchell, Zvi Bodie, P. Brett Hammond, and Stephen Zeldes (editori), *Innovations in Retirement Financing*, (capitolo 11). Philadelphia: University of

Pennsylvania Press.

Case, B., e Schnare, A. (1994). Preliminary evaluation of the HECM reverse mortgage program. *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, 22 (2), 301-346.

Chai, X., e Fang, M. (2004). On Financial Operation Mechanism in House-selling Pension Model. *Finance Forum*, 9(11), 3-8.

Chinloy, P., e Megbolugbe, I. (1994). Reverse mortgages: Contracting and crossover risk. *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, 22 (2), 367-386.

Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), (2012). Reverse Mortgages: Report to Congress. Washington: CFPB publications.

Corrigan J., Matterson W. (2009), A holistic framework for Lyfe Cycle financial planning, *Milliman Research Report*

Johnson D.W., Simkins Z. S. (2014), Retirement trends, current monetary policy, and the reverse mortgage market, *Journal of Financial Planning*

Davidoff, T. (2006). Maintenance and the Home Equity of the Elderly. Working Paper. University of British Columbia, Vancouver, Canada.

Fan, Z. (2008). Theories about Reverse Mortgages. *Journal of Beijing Agricultural Vocation College*, 22(4), 51-55.

Fornero E., Rossi M. C., Urzi Brancati M. C. (2011), Explaining why, right or wrong, (Italian)households do not like reverse mortgages, Cerp, WP 123/11

Han B Kang, The Cost and Benefit of Reverse Mortgages, Illinois State University, *Journal of Finance and Accountancy*, 2009

Hurd, M. (1990), Wealth Depletion and Life Cycle Consumption by the Elderly. NBER Working Paper n. 3472, Washington: NBER.

Kramer B., Janssen R., Boender G. (2013), Life cycle investing. From target date to goal based investing, *OFRC Applied Paper No. 2012-01*

Lops, V. (2012). "Mutui vitalizi: offerta azzerata", *Il Sole 24 Ore*, 18 ottobre.

Lops, V. (2012). "Tassi elevati per il mutuo vitalizio", *Il Sole 24 Ore*, 12 Aprile.

Miceli, T. J., e Sirmans, C. F. (1994). Reverse mortgages and borrower maintenance risk. *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, 22, 433-450.

Michelangeli, V. (2008). Does it Pay to Get a Reverse Mortgage?

- Working Paper. Congressional Budget Office, Washington, DC.
- Modigliani F., Brumberg R., (1954), Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data, in K. K. Kurihara, ed., *Post-Keynesian Economics*. New Brunswick
- Nakajima M., Telyukova I. A. (2011), Reverse Mortgage Loans: A Quantitative Analysis
- Philips, W., e Gwin, S. (1993). Reverse mortgages. *Transactions Society of Actuaries*, Vol. XLVIV, 289-323.
- Rasmussen, D. W., Megbolugbe, I. F., e Morgan, B. A. (1995). Using the 1990 Public Use Microdata Sample to Estimate Potential Demand for Reverse Mortgage Products. *Journal of Housing Research* 6(1), 1-23.
- Rudd A., Siegel L. B. (2013), Using an economic balance sheet for financial planning, *Journal of wealth management*.
- Shan, H. (2011). Reversing the Trend: The Recent Expansion of the Reverse Mortgage Market. *Real Estate Economics*, 39(4), 743-768.
- Sinai, T., e Souleles, N. S. (2005). Owner-Occupied Housing as a Hedge Against Rent Risk. *Quarterly Journal of Economics*, 120: 763-89.
- Syzmanoski, E., Jr. (1994). Risk and home equity conversion mortgage. *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, 22, 347-366.
- Viceira L. M. (2007), Life-Cycle Funds, *Harvard Business School, NBER and CEPR*