



26

HOUSE RICH
CASH POOR
Come rendere
liquida la ricchezza
rappresentata dalla
casa di abitazione

QUADERNI
DELL'OSSERVATORIO



fondazione
cariplo

HOUSE RICH, CASH POOR

Come rendere liquida la ricchezza rappresentata dalla casa di abitazione

A cura di Luca Beltrametti

Collana “Quaderni dell’Osservatorio” n. 26 Anno 2017

Questo quaderno é scaricabile dal sito www.fondazionecariplo.it/osservatorio

HOUSE RICH, CASH POOR - Come rendere liquida la ricchezza rappresentata dalla casa di abitazione is licensed under a Creative Commons Attribution Condividi allo stesso modo 3.0 Unported License.
doi: 10.4460/2017quaderno26





Foto di Orsosolosioux su Flickr

INDICE

EXECUTIVE SUMMARY	5
1. LA PROPRIETÀ IMMOBILIARE DEGLI ANZIANI IN ITALIA	7
2. GLI STRUMENTI A DISPOSIZIONE	11
2.1 Una descrizione comparativa	11
2.2 Il prestito vitalizio ipotecario	13
2.3 La cessione della nuda proprietà immobiliare	18
3. UNA COMPARAZIONE INTERNAZIONALE	21
4. CONCLUSIONI: ALCUNE AZIONI UTILI PER L'ITALIA	33
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	37



Foto da Pixabay



EXECUTIVE SUMMARY¹

La necessità di rendere liquida una parte o la totalità della ricchezza rappresentata dalla casa di abitazione è oggi più forte rispetto al passato per una pluralità di ragioni: i) le politiche pensionistiche sono meno generose; ii) l'allungamento della durata della vita media probabilmente si associa ad un aumento del rischio di trascorrere una parte della vita in condizioni di non autosufficienza con politiche pubbliche di assistenza inadeguate; iii) l'aumento del numero di persone anziane senza figli si associa spesso con deboli motivazioni a lasciare un'eredità; iv) le maggiori difficoltà d'ingresso nel mondo del lavoro delle generazioni più giovani possono determinare una maggiore propensione degli anziani a effettuare trasferimenti in vita a favore di membri giovani della famiglia²; v) l'eccessiva concentrazione della ricchezza sulla componente immobiliare giustifica un desiderio di maggiore diversificazione; vi) è diffuso il fenomeno di famiglie relativamente povere in termini di reddito ma relativamente "ricche" in termini di patrimonio immobiliare ("*house rich - cash poor*").

L'insieme di queste circostanze suggerisce che vi sia un importante potenziale di sviluppo per strumenti che permettano di rendere liquida una parte della ricchezza accumulata nella casa di abitazione conservando il diritto ad abitarvi fino al termine della vita. Il tema dell'utilizzo razionale della ricchezza immobilizzata nella casa di abitazione ha quindi rilevanza sia dal punto di vista sociale sia macroeconomico.

Dal primo punto di vista il tema può avere un impatto sul benessere degli anziani, sulla possibilità di contribuire alla gestione del problema del "dopo di noi"³, sul problema della solidarietà tra le generazioni, sulla questione del contrasto della povertà, sul tema della qualità delle città (manutenzione degli immobili).

-
- 1 Ringrazio Jacopo Bedogni per l'eccellente assistenza nel lavoro di raccolta e prima elaborazione dei materiali.
 - 2 Piketty (2014, p. 599, Grafico 11.3) mostra che nell'ultimo secolo l'allungamento della durata della vita media ha innalzato da circa 30 a oltre 50 anni l'età media alla quale si riceve un'eredità dai propri genitori: ciò può giustificare il desiderio di questi ultimi di trasferire risorse ai propri figli in vita allo scopo di fronteggiare esigenze di questi e/o dei nipoti.
 - 3 Vedi Beltrametti (a cura di) *Oltre la famiglia. Strumenti per l'autonomia dei disabili*, Fondazione Cariplo Collana "Quaderni dell'Osservatorio" n. 4, Anno 2010 e *Cessione della nuda proprietà da parte di soggetti fragili: il possibile ruolo di un soggetto dedicato*, Collana "Quaderni dell'Osservatorio" n.16, Anno 2014, www.fondazionecariplo.it/osservatorio.

EXECUTIVE SUMMARY

Dal punto di vista macroeconomico, la questione riguarda il consumo aggregato (e quindi il reddito e l'occupazione) e si può collegare anche alla ricerca da parte del sistema bancario di soluzioni ai cosiddetti "mutui incagliati"⁴.

Come si vedrà, due sono gli strumenti che possono essere utilizzati a questo scopo: la cessione della nuda proprietà con mantenimento dell'usufrutto in capo all'anziano e il prestito vitalizio ipotecario che prevede l'emissione di debito a fronte di una garanzia rappresentata dalla casa di abitazione; quest'ultimo istituto è stato recentemente oggetto di un significativo intervento legislativo (L.44/2015).

Prima di procedere con un'analisi di tali strumenti (Capitolo 2), con una rassegna delle esperienze internazionali (Capitolo 3) e con alcune ipotesi di attività che potrebbero essere svolte in Italia (Capitolo 4), sembra utile presentare una "fotografia" dello stato della proprietà immobiliare detenuta da anziani in Italia.

4 Per esempio, la banca potrebbe lasciare al cliente con il mutuo "incagliato" l'usufrutto della casa acquistandone invece la nuda proprietà; in alcuni casi ciò può essere più vantaggioso per tutti rispetto ai tempi ed agli esiti incerti di una procedura esecutiva.



Foto di E. Fernandez su Flickr

1



1. LA PROPRIETÀ IMMOBILIARE DEGLI ANZIANI IN ITALIA⁵

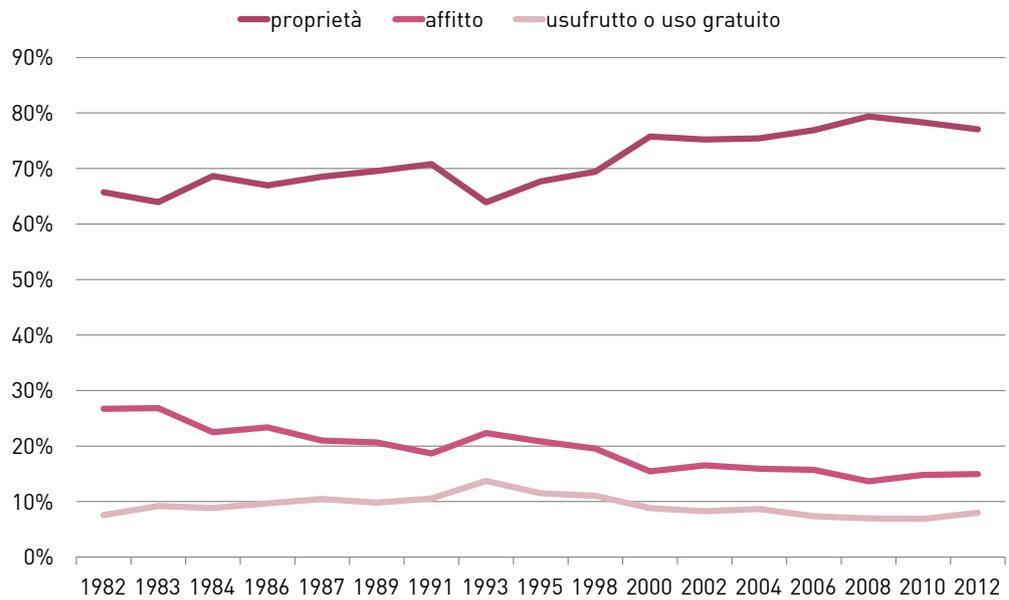
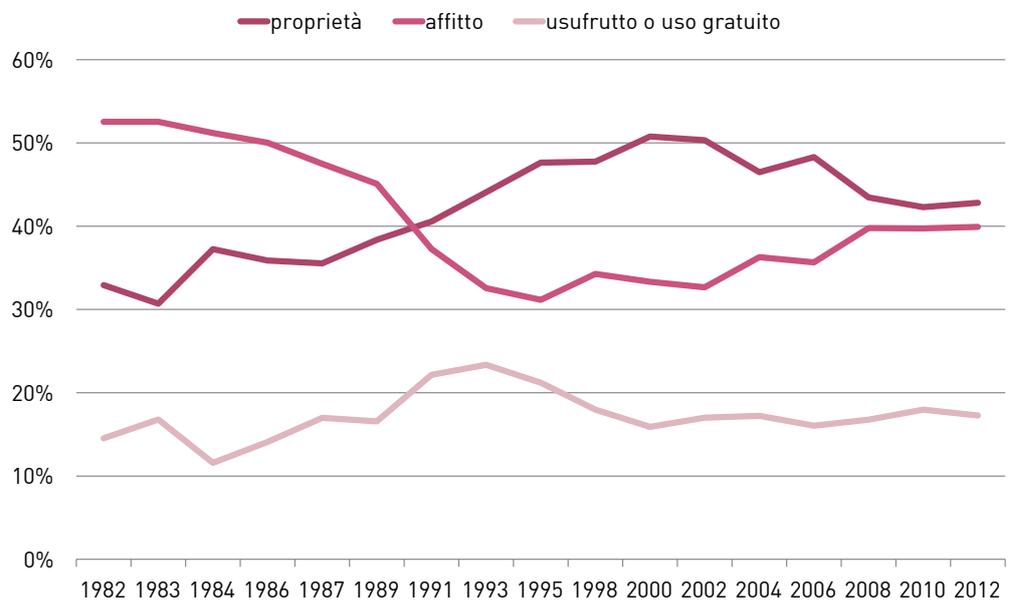
Nel corso degli ultimi trent'anni, in Italia è aumentata la quota di famiglie proprietarie dell'abitazione di residenza che è passata da circa il 60% del 1982 a circa il 70% negli anni più recenti; l'espansione della proprietà si è tuttavia fermata all'inizio del nuovo secolo. Se isoliamo le famiglie con capofamiglia "anziano", quelle cioè con età da 60 anni in poi⁶, e quelle con persona di riferimento "giovane", ovvero con età fino a 35 anni (figura 1.1), si osservano dinamiche molto diverse: tra gli anziani la propensione alla proprietà è significativamente aumentata fino a sfiorare l'80%, mentre tra i giovani si sta riducendo da almeno un decennio, tanto da essere stata raggiunta dalla quota di nuclei in affitto che è in aumento dal 1995.

La tabella 1.1 classifica le famiglie di anziani (capofamiglia con almeno 60 anni) che possiedono l'abitazione di residenza in base al reddito monetario familiare e al valore di mercato della loro casa. Possiamo indicativamente identificare i nuclei *house rich - cash poor* con la sezione in alto a destra della tabella: hanno un reddito monetario disponibile annuo inferiore a €10mila, ad esempio, 13,3 nuclei di anziani su 100 (prima riga), cioè 1,45 milioni di nuclei. Di queste famiglie, il 13% (190mila nuclei) è proprietario di un'abitazione che vale almeno €200mila. Nel secondo gruppo (4,1 milioni di famiglie) con reddito tra €10mila e €20mila, il 27% ha una casa che vale almeno €200mila. In sostanza, quindi, in Italia circa 1,3 milioni di nuclei di anziani dispongono di un reddito inferiore a €20mila annui e possiedono una casa che ne vale almeno €200mila.

Un modo forse più preciso per individuare chi ha reddito basso ma possiede abitazioni di valore significativo consiste nel tener conto anche della composizione del nucleo familiare considerando quindi come indicatore reddituale il reddito monetario diviso per una scala di equivalenza (il reddito monetario equivalente). In questo caso risulta che il 12,4% delle famiglie degli anziani in casa di proprietà si trova nel 20% più povero delle famiglie italiane ordinate per reddito equivalente e che un terzo di esse appartiene almeno al terzo quintile del valore della propria casa. Se definiamo "a reddito

⁵ Questo paragrafo riprende alcuni contenuti di Baldini, Beltrametti (2015).

⁶ La scelta di porre la soglia dell'età anziana a soli 60 anni (e non 65 o 70 come più spesso accade in letteratura) si giustifica con il fatto che la L.44/2015 ha fissato tale soglia per l'accesso al prestito vitalizio ipotecario.

Figura 1.1a - Famiglie di anziani (capofamiglia ≥ 60) per titolo di godimento dell'abitazioneFigura 1.1b - Famiglie di giovani (capofamiglia ≤ 35) per titolo di godimento dell'abitazione

Fonte: Baldini, Beltrametti, 2015

Tabella 1.1 - Famiglie di anziani in casa di proprietà per reddito monetario familiare e valore di mercato dell'abitazione (percentuali di riga e di colonna)

Reddito monetario (€/000) e, tra parentesi, % famiglie nell'intervallo.		Valore dell'abitazione (€/000)				
		<=100	100-200	200-300	300-400	>400
<=10	(13,3)	54%	33%	7%	4%	2%
10-20	(39,7)	30%	43%	17%	5%	5%
20-30	(21,6)	17%	42%	22%	8%	11%
30-40	(11,3)	9%	44%	24%	9%	14%
40-50	(7,4)	5%	34%	24%	15%	22%
>50	(8,5)	3%	21%	23%	17%	36%
Totale	(100)	24%	39%	18%	8%	11%

Fonte: Baldini, Beltrametti, 2015; elaborazioni da Banca d'Italia, 2012

basso” i nuclei che ricadono nei primi due quintili, si trova a reddito basso il 31,5% delle famiglie di anziani in proprietà (3,4 milioni di famiglie); quasi la metà di queste ha una casa di valore circa pari o superiore al valore mediano calcolato su tutte le prime case in Italia (ultimi tre quintili): si tratta di 1,4 milioni di nuclei familiari.

Con entrambe le nozioni di reddito si giunge dunque a conclusioni simili: in Italia vi sono circa 1,3-1,4 milioni di famiglie di anziani che hanno reddito basso e posseggono una casa di valore medio-alto. Si noti inoltre che il 21% delle famiglie di anziani che abitano in casa in proprietà ha risparmio basso o nullo⁷ e che più di un terzo di questi nuclei vive in un'abitazione del valore superiore a €200mila.

Questa è la platea che dovrebbe essere maggiormente interessata alla cessione della nuda proprietà o a schemi di prestito vitalizio. A queste si aggiungono altre famiglie di anziani che potrebbero voler ottenere risorse con le quali aiutare i figli ad acquistare casa o a inserirsi nel mercato del lavoro come lavoratori autonomi o piccoli imprenditori. La domanda cruciale è quindi la seguente: se un numero così grande di famiglie è potenzialmente interessato a questi strumenti e se la teoria economica (ciclo di vita) ampiamente prevede che le persone cerchino di stabilizzare il loro consumo lungo tutto l'orizzonte della loro vita (e quindi consumino quando diventano anziane la ricchezza accumulata) perché ciò accade in misura così limitata in Italia (vedi Capitolo 3) e nel resto del mondo⁸?

La teoria economica ha fornito due principali spiegazioni. In primo luogo, gli anziani potrebbero voler trasmettere i loro beni ai propri figli/nipoti. Tuttavia, l'evidenza

7 Definite come famiglie con tasso di risparmio negativo, nullo o non superiore al 5% del reddito corrente.

8 Venti e Wise (2004) mostrano come, in media, gli individui *non* riducano la loro ricchezza immobiliare quando diventano più vecchi: in particolare, rilevano una lieve riduzione oltre i 75 anni (a un tasso del 1,76% annuo); tuttavia, al verificarsi di circostanze negative, quale la morte di un componente del nucleo familiare, il tasso annuo di decumulazione della ricchezza può raggiungere l'8%. Sostanzialmente in linea con Venti e Wise, sono anche i risultati di Sheiner e Weil (1993) e Chiuri e Japelli (2008). Crossley e Ostrovsky (2003) trovano invece per il Canada una riduzione del 15% nei tassi di proprietà immobiliare tra i 55 e gli 80 anni. Con riferimento al contesto giapponese, Ishikawa e Yajima (2001) trovano che gli anziani hanno un tasso di risparmio negativo dall'età di 65 anni; la liquidazione non avviene però attraverso il capitale immobiliare ma tramite la cessione di attività finanziarie.

empirica non conferma questa ipotesi: per esempio, Venti e Wise (2004) trovano che i tassi di smobilizzo della ricchezza immobiliare sono indipendenti dalla presenza di figli nel nucleo familiare. Una seconda ragione per la quale gli anziani desidererebbero conservare la loro ricchezza nella casa di proprietà è data dal risparmio precauzionale a fronte di spese impreviste legate soprattutto all'insorgenza di problemi di salute. Eppure, anche in questo caso, la conservazione della ricchezza in forma immobiliare per fini precauzionali non sembra essere una motivazione sufficiente a spiegare i livelli di proprietà immobiliari detenuti dagli anziani (Mitchell, Piggott, 2004). In definitiva, la decumulazione della ricchezza (anche immobiliare) da parte degli anziani a un tasso inferiore rispetto a quanto previsto dalla teoria resta un *puzzle* da risolvere; la predisposizione di adeguati strumenti giuridici e finanziari e l'azione di soggetti anche non profit possono rimuovere importanti ostacoli di ordine operativo.



2. GLI STRUMENTI A DISPOSIZIONE

2.1 Una descrizione comparativa

Gli strumenti utilizzabili per rendere liquida una parte della ricchezza detenuta nella casa di abitazione, continuando a vivere nella propria casa per il resto della vita sono raggruppabili in due tipologie: 1) cessione di proprietà e 2) indebitamento. A sua volta ciascuna opzione può essere declinata in tre principali fattispecie: 1a) cessione della nuda proprietà; 1b) cessione di una quota della piena proprietà con mantenimento di un diritto di abitazione; 1c) cessione della piena proprietà con contestuale contratto di affitto o accensione di un diritto di abitazione; 2a) prestito con ipoteca ordinaria sull'abitazione e conseguente obbligo di restituzione del capitale e degli interessi; 2b) prestito con ipoteca e obbligo di pagamento dei soli interessi (rimborso del capitale a carico degli eredi); 2c) prestito vitalizio (con pagamento sia interessi che del capitale a carico degli eredi). In questo lavoro si approfondiscono in particolare le opzioni sub 1a (cessione della nuda proprietà) e 2c (prestito vitalizio) che sono le più diffuse e interessanti.

Con la cessione della nuda proprietà (NP) si separa il diritto a usufruire del bene immobile (che resta in capo all'usufruttuario o agli usufruttuari) dalla proprietà del bene stesso. La persona che cede la nuda proprietà conserva il diritto a godere dell'immobile (abitandoci o anche affittandolo) per l'intera durata della vita (propria ed eventualmente del coniuge) oppure per una durata prefissata. In ogni caso, l'usufrutto cessa e la nuda proprietà diviene piena proprietà al momento del decesso dell'usufruttuario (dell'ultimo degli usufruttuari).

Il prestito vitalizio ipotecario (PVI) è stato solo recentemente introdotto dal legislatore italiano⁹ e consiste in un prestito garantito da ipoteca che non deve essere restituito.

⁹ L'istituto è stato introdotto dal DL 203/2005 art.11: "Il prestito vitalizio ipotecario ha per oggetto la concessione da parte di aziende e 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 l. 44/2015 modifica la legge del 2005 ed introduce una normazione più precisa dell'istituto (vedi oltre).

ito se non dopo il decesso dell'anziano o in caso di cessione dell'immobile; la piena proprietà dell'immobile resta quindi in capo al soggetto che accede al prestito. La legislazione di praticamente tutti i paesi prevede un'età minima per accedere a tale strumento, in Italia tale età è posta a 60 anni¹⁰. Mentre con una tradizionale operazione di mutuo ipotecario (in inglese, *Forward Mortgage*), l'individuo corrisponde pagamenti periodici della quota capitale e degli interessi all'istituzione finanziaria riducendo progressivamente il debito (e aumentando la sua ricchezza netta), nel PVI la logica di funzionamento è invertita (in inglese si parla infatti di *Reverse Mortgage*): gli interessi vengono capitalizzati, il debito cresce con il passare del tempo e la quota di ricchezza netta detenuta nell'immobile diminuisce. Nel caso del PVI il creditore non potrà rivalersi su nessun altro bene di proprietà del debitore eccezion fatta per l'abitazione sulla quale è stata iscritta la garanzia ipotecaria; il valore del debito che dovrà essere rimborsato non potrà comunque eccedere l'ammontare ricavato dalla vendita dell'immobile.

Le differenze tra i due strumenti sono importanti e sono riconducibili al fatto che, in un caso, vi è cessione di proprietà, nell'altro, accesso al debito:

- La cessione della NP è irreversibile mentre nel caso del PVI l'anziano resta proprietario e in ogni momento può rimborsare il prestito ricevuto.
- La cessione della NP dà normalmente accesso a importi superiori.
- La cessione della NP è totale mentre il PVI ha un importo graduabile rispetto alle necessità.
- La NP può essere ceduta a qualsiasi soggetto (persona fisica o giuridica) mentre il PVI può essere erogato solo da banche e intermediari finanziari abilitati.
- La cessione della NP priva definitivamente gli eredi del bene, il PVI riduce parzialmente (o al massimo totalmente) il valore dell'eredità.
- Nella cessione della NP i le successive variazioni nel valore dell'abitazione dell'immobile sono di pertinenza del compratore mentre con il PVI restano di pertinenza dell'anziano che accede al prestito. Pertanto, nella cessione della NP si riducono gli incentivi per l'anziano usufruttuario a effettuare regolari manutenzioni mentre nel caso del PVI tale incentivo rimane (le manutenzioni aumentano il valore dell'immobile per sé o per gli eredi).
- Nella cessione della NP è implicita una "scommessa" sulla durata della vita: il compratore ha un beneficio economico se l'usufruttuario ha una vita breve. Questa circostanza non si verifica nel caso del PVI.
- Nel caso il contraente abbia aspettative di vita più brevi rispetto alla media della coorte di appartenenza (per esempio, a causa della presenza di malattie) il prestito vitalizio ipotecario non espone ad una perdita di ricchezza¹¹; al contrario nella cessione della NP la presenza di malattie che riducano l'aspettativa di vita dell'usufruttuario rispetto alla media della coorte, fa sì che vi sia un trasferimento di valore atteso dal venditore fragile a beneficio del compratore¹².
- Nel caso della cessione della NP il venditore si muove su un segmento del mercato immobiliare poco liquido e caratterizzato da condizioni poco trasparenti; al contrario, nel PVI tutte le transazioni immobiliari avvengono sul mercato della piena

10 Negli Usa è posta a 62 anni, in Francia a 65.

11 Al massimo, il contraente con bassa aspettativa di vita riceverà un prestito di importo inferiore a quanto possibile se la banca tenesse correttamente conto della sua reale aspettativa di vita.

12 Su questo punto si veda Beltrametti, 2014.



proprietà e gli operatori finanziari che lo erogano sono sottoposti alle regole di trasparenza imposte dagli organi di vigilanza sui mercati finanziari.

2.2 Il prestito vitalizio ipotecario in Italia

Il quadro normativo

La legge 44/2015 e il relativo regolamento attuativo (D.M. 22/12/2015, n. 226) predisposto dal Ministero dello Sviluppo economico definiscono un quadro normativo radicalmente nuovo per il nostro Paese¹³. Possono accedere al PVI solo persone con più di 60 anni di età e i PVI possono essere erogati solo da banche e intermediari regolamentati. In sintesi, tale quadro normativo definisce alcuni precisi diritti per i consumatori che trovano un equilibrio in alcune facilitazioni fatte alle banche.

La principale forma di tutela per i consumatori consiste nella garanzia che il valore del debito non può comunque eccedere il valore dell'immobile. Si esclude quindi la possibilità che gravi un onere sugli eredi: tutto il rischio relativo alla longevità del contraente ed alla possibile svalutazione dell'immobile grava sulla banca. Il prestito deve essere restituito in vita dal contraente solo nel caso in cui l'anziano abbia un comportamento scorretto¹⁴. A tutela del coniuge superstite è stato inoltre previsto un obbligo di co-intestazione del finanziamento in caso di coniugi conviventi o di convivenze more-uxorio. Ciò esclude la possibilità che il coniuge superstite, in quanto erede di una parte o della totalità dell'immobile, sia chiamato a rimborsare il debito pena il rischio di perdere il diritto a vivere nell'abitazione.

Il cittadino contraente è ulteriormente tutelato dalla previsione di tasso di interesse fisso: ciò rende più semplice la comprensione dei meccanismi del finanziamento e non aleatorio il costo dell'operazione. Infine, il consumatore è ulteriormente tutelato dall'obbligo di stipula del PVI davanti ad un notaio che garantisce la legittimità del contratto nelle sue diverse clausole ed è responsabile di verificare la capacità di intendere e volere dei contraenti.

Alla banca è concessa la possibilità di vendere l'immobile dopo 12 mesi dalla morte del sottoscrittore (durante i quali gli eredi possono procedere al rimborso del debito, eventualmente vendendo l'immobile) evitando le procedure esecutive previste per tutte le altre forme di credito: la banca agisce al di fuori di aste giudiziali sulla base di un diritto a vendere "ex-lege".

Il cliente finanziato può sempre scegliere tra la capitalizzazione degli interessi (espressamente permessa dalla legge per il PVI, con conseguente pagamento della totalità degli interessi a carico degli eredi) oppure pagamento annuale degli interessi. La capitalizzazione deriva dunque sempre da una scelta esplicita (e presumibilmente consapevole) da parte della persona finanziata e della sua famiglia.

13 L'iter parlamentare della legge non ha incontrato opposizioni grazie anche alla precedente sottoscrizione di un protocollo di intesa tra Associazione Bancaria Italiana e le 13 organizzazioni di consumatori che hanno condiviso i contenuti della legge.

14 "...qualora vengano trasferiti, in tutto o in parte, la proprietà o altri diritti reali o di godimento sull'immobile dato in garanzia o si compiano atti che ne riducano significativamente il valore, inclusa la costituzione di diritti reali di garanzia in favore di terzi che vadano a gravare sull'immobile" (art. 1 comma 1).

L'attuale offerta di mercato di PVI

Come si detto, il PVI è di recente introduzione nel nostro Paese e non ha avuto ad oggi avuto una diffusione significativa. I primi soggetti ad offrire sul mercato un PVI sono stati Euvis e Monte dei Paschi di Siena. Oggi vi sono quattro soggetti che offrono sul mercato PVI: Intesa Sanpaolo, Unicredit, Banca Popolare di Sondrio e Monte dei Paschi di Siena (MPS); nella tabella 2.1 sono riassunte le principali caratteristiche dei prodotti oggi offerti sul mercato (gennaio 2017).

I volumi di prestiti erogati sono ad oggi (gennaio 2017) molto modesti (ordine di qualche centinaia di milioni), è tuttavia possibile che si assista nei prossimi anni ad una crescita importante trainata dalle dinamiche demografiche in atto e dall'impegno più ampio delle banche che si trovano oggi ad agire in un contesto normativo più chiaro e rispettoso delle esigenze dei consumatori.

Il prestito vitalizio nella letteratura economica

L'ammontare della somma ottenibile da un'operazione di PVI dipende da molti fattori (Merrill *et al.*, 1994): a) tanto maggiore è il valore di mercato della casa tanto più elevati saranno i corrispettivi ricevuti in pagamento; b) tanto più alta è l'età del proprietario¹⁵ (e tanto più breve sarà la sua vita residua attesa e, di conseguenza, la durata del prestito) tanto maggiore sarà il prestito ottenibile a parità di valore dell'abitazione (Pacella, Filotto, 2016); c) tanto più alta è l'aspettativa sull'apprezzamento del prezzo della casa, più alto sarà l'ammontare massimo del PVI; d) tanto maggiore è l'aspettativa di crescita del tasso di interesse, tanto minore sarà la somma ottenibile.

Il PVI può assumere due forme principali: "in forma di vitalizio" (*tenure*) e "a termine fisso" (*fixed term*). Il PVI in forma di vitalizio (*tenure*) garantisce all'anziano un corrispettivo monetario periodico (ad es: mensile) fino al termine della sua vita: l'importo del prestito è dunque indeterminato *ex-ante* e dipenderà *ex-post* dalla durata della vita del contraente. Il "rischio di longevità" del richiedente è posto a carico della banca che concede il prestito: questa si protegge da tale rischio diversificando il portafoglio e offrendo rate con un valore atteso ampiamente inferiore al valore dell'immobile ipotecato. Il PVI con termine fisso garantisce pagamenti mensili per un periodo di tempo predeterminato.

Un caso limite consiste nell'erogazione in un'unica soluzione (*Lump Sum*). In quest'ultimo caso – come si è detto – è possibile praticare la capitalizzazione degli interessi oppure il loro pagamento annuale. Esiste anche la possibilità di attivare un PVI che determina la semplice apertura di una *linea di credito*: il proprietario è libero di prelevare secondo le proprie necessità (importi e tempi di prelievo) fino a un importo complessivo predeterminato.

15 In caso di coppia si considera l'età del coniuge più giovane e la probabilità di morte congiunta.

Tabella 2.1 – Prestito vitalizio: i prodotti presenti sul mercato (gennaio 2017)

	Intesa Sanpaolo "PerTe Prestito Vitalizio"	Monte Paschi Siena "PrestiSenior"	Unicredit "Valore Casa"	Banca Popolare Sondrio "Prestito Vitalizio Ipotecario"
<i>Modalità di erogazione e rimborso</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Erogazione <i>upfront</i> rimborso a scadenza del capitale e interessi capitalizzati ▪ Erogazione <i>upfront</i>, rimborso mensile interessi, capitale a scadenza 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Erogazione <i>upfront</i> rimborso a scadenza del capitale e interessi capitalizzati ▪ Erogazione <i>upfront</i>, rimborso annuale interessi; capitale a scadenza ▪ Erogazioni periodiche, rimborso a scadenza di capitale ed interessi capitalizzati 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Erogazione <i>upfront</i>, rimborso mensile interessi; capitale a scadenza 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Erogazione <i>upfront</i> rimborso a scadenza del capitale e interessi capitalizzati ▪ Erogazione <i>upfront</i>, rimborso annuale interessi; capitale a scadenza
<i>Tasso</i>	Fisso 4%	Fisso IRS lettera + 4,6%	Variabile Euribor 3M + 4%	Fisso max 4,5%
<i>Spese istruttoria</i>	gratuite	1,3% (minimo €500) in caso erogazione unica 1,3% in caso <i>tranches</i> annuali	1,25% del finanziamento (min €1.000, max € 2.000)	€ 1.300 per erogazioni fino a €60.000; € 1.500 oltre tale soglia
<i>Età minima</i>	60	60	65	65
<i>Età max¹</i>	90	90	85	100
<i>LTV: % per età</i>	Da 24% (60 anni) a 60% (90 anni) Un valore per ogni età	Da 16,3% (60 anni) a 50% (90 anni). Un valore per ogni età Meno 1% con cointestazione	65-68: 30% 69-72: 35% 73-77: 40% 78-81: 45% 82-85: 50%	Da 20,9% (65 anni) a 60,3% (100 anni) Un valore per ogni età
<i>Importo min/max²</i>	Min €30.000 Max €400.000	Unica soluzione max €250.000 In <i>tranches</i> : max €25.000/anno Min €2.400/anno	Min €30.000 Max non definito	Min €30.000 Max €300.000
<i>Incasso rata</i>	Non previste	€2,50 con addebito c/c	€3 con addebito c/c	€10
<i>Penale estinzione anticipata</i>	Non prevista	Non prevista €26 per calcolo debito residuo se non si procede con estinzione	Non prevista	1% del montante/ capitale estinto anticipatamente
<i>Perizia</i>	€320	n.d.	Da €230 a €1.375	€200
<i>Polizza incendio</i>	A carico banca	A carico cliente: 0,25% valore immobile per ogni anno durata finanziamento	A carico cliente, sul mercato	A carico cliente, sul mercato

Note: (1) Si intende età massima per la quale sia previsto un LTV calibrato in base all'età; oltre età massima si applica l'LTV relativo all'età massima. (2) Il massimo è derogabile dal responsabile.

Esiste da oltre vent'anni una letteratura economica riferita agli Usa che analizza gli effetti del PVI sul consumo e sul reddito¹⁶; molto più recenti sono invece gli studi che considerano l'Italia o paesi europei: Fornero, Rossi e Brancati (2011) studiano i fattori che possono determinare la decisione di ricorrere al PVI utilizzando un *dataset* (Uni-Credit Survey, 2007) contenente le dichiarazioni di circa 1.200 intervistati¹⁷ in merito al grado di interesse verso questo strumento. Dopo una breve descrizione del prodotto da parte dell'intervistatore, agli intervistati viene chiesto di dichiarare il loro interesse in una scala di cinque livelli: solo l'1,1% afferma di essere "molto interessato", il 6,2% "abbastanza interessato", il 12,9% "un po' interessato", il 20,4% "poco interessato", e il 59,4% "non interessato".

Utilizzando un modello di scelta discreta (*ordered probit*), gli autori giungono alle seguenti conclusioni: i) età, sesso e istruzione non sono variabili statisticamente significative; ii) single e divorziati tendono a essere maggiormente interessati al prodotto; iii) il livello di reddito non è significativo, mentre quello del patrimonio immobiliare è negativamente correlato con l'interesse verso il PVI; iv) l'interesse è maggiore nelle regioni settentrionali; v) la presenza di figli non è statisticamente rilevante; vi) quando nel modello sono incluse più variabili di controllo, gli Autori rilevano come le attitudini personali diventino molto più importanti: la probabilità che un individuo sia interessato al PVI aumenta con l'incertezza sul livello di benessere economico dopo il pensionamento e con l'avversione al rischio (misurata sulla base delle risposte a domande esplicite al riguardo); vii) diversamente da Kutty (1999) e Caplin (2001), Fornero, Rossi e Brancati trovano che la volontà di vendere la propria casa può non rappresentare un deterrente all'utilizzo del PVI; viii) una maggiore avversione al debito diminuisce la probabilità di essere interessato, mentre l'alfabetizzazione finanziaria non è un fattore statisticamente significativo.

Bedogni (2015) esegue un'analisi econometrica che analizza le principali determinanti di interesse e i fattori motivanti la decisione di convertire in forma liquida la ricchezza immobiliare. Il lavoro utilizza un nuovo *set* di dati fornito da Osservatorio 65+ e lo confronta con l'*American Housing Survey 2013* dell'*U.S. Census Bureau*. Nel campione italiano età, sesso, paternità, educazione e reddito risultano statisticamente significative; in particolare, il grado di interesse negli ERS (*Equity Release Scheme*) cresce all'aumentare dell'età, si riduce se si hanno figli o si è donna e aumenta al crescere del livello di educazione e al diminuire del reddito. L'analisi dei dati americani mostra come segno e significatività statistica dei fattori esplicativi varino in funzione dell'eterogeneità dei diversi strumenti di ERS: prodotti che garantiscono un'immediata fonte di liquidità sembrano attrarre anziani soli con bassi redditi e ridotti livelli di ricchezza immobiliare e

16 Venti e Wise (1991) trovano una modesta volontà di smobilizzare la ricchezza accumulata nella casa di proprietà da parte degli anziani americani (molti di loro vorrebbero mantenere l'opportunità di vendere la casa in caso di estrema necessità). Il PVI avrebbe un impatto rilevante solo nel caso di persona anziana sola con una breve aspettativa di vita residua e un'elevata ricchezza immobiliare: per gli individui con 85 anni o più, l'incremento di reddito sarebbe di circa il 35%, mentre per coppie che hanno tra 55 e 60 anni l'aumento sarebbe solo del 4%. Merrill, Finkel e Kutty (1994), sempre per gli Stati Uniti, considerano un campione di individui di età maggiore ai 70 anni, con un reddito annuale di \$30.000 o inferiore, una casa di valore di mercato tra \$100.000 e \$200.000 e che abbiano vissuto nella loro residenza per più di 10 anni: essi stimano che per questi soggetti il ricorso a un'operazione di PVI avrebbe un impatto sostanziale. Mayer e Simons (1994), includendo nella loro analisi anziani con debiti preesistenti e senza figli, dunque senza forti motivi ereditari, mostrano un'elevata potenzialità di sviluppo per il mercato dei PVI. Secondo le loro stime, negli Stati Uniti più di 6 milioni di anziani potrebbero incrementare il loro reddito mensile di almeno il 20%, oltre 1,4 milioni di anziani potrebbero uscire dalla soglia di povertà e 2,3 milioni di famiglie potrebbero incrementare la loro liquidità di più di 10 volte.

17 L'indagine considera la clientela bancaria di età 21-75 e con almeno €10.000 in conto deposito con un campione stratificato per area geografica e ricchezza finanziaria.

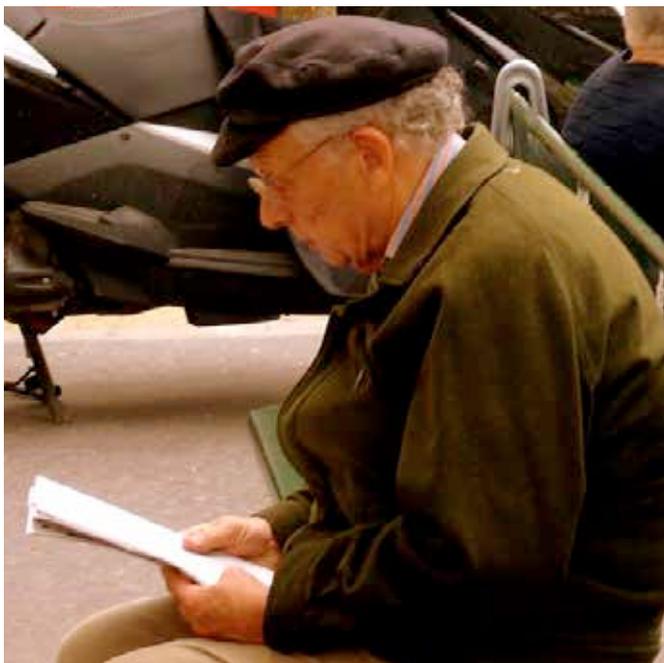


Foto di M. Casano su Flickr

finanziaria; individui sposati con crescenti livelli di reddito e capitale immobiliare sembrano optare per soluzioni più flessibili che consentono l'utilizzo di linee di credito.

Moscarola, Rossi e Sansone (2013) simulano invece diversi scenari per capire in quale misura la conversione in forma liquida della ricchezza immobiliare potrebbe ridurre la povertà degli anziani utilizzando le prime due serie dell'indagine SHARE (*Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe*). In particolare, essi considerano due indici di povertà: il primo è definito dalla soglia del 60% del reddito mediano disponibile all'interno di 11 paesi europei, il secondo, prende come soglia il 60% del reddito mediano nazionale pro capite all'interno del campione. Con riferimento alla Spagna e assumendo che le persone di età superiore ai 65 anni decidano di convertire tutto il loro patrimonio immobiliare in una rendita vitalizia per mezzo di un PVI, gli Autori stimano una riduzione del tasso di povertà di quasi 12 punti (dal 16,9% al 5,2%) con riferimento alla prima nozione di povertà e di ben 18 punti (dal 21,5% al 3,5%) con riferimento alla seconda nozione. Anche nel caso in cui si convertisse in rendita solo il 30% del valore immobiliare, l'effetto sui tassi di povertà rimarrebbe consistente: con un tasso d'interesse dell'8%, il tasso di povertà si ridurrebbe di circa 8-10 punti percentuali, mentre in Italia diminuirebbe di 7 punti (dal 23,3% al 16,5%).

Utilizzando invece i microdati dell'Indagine Banca d'Italia relativa al 2012, Baldini e Beltrametti (2015), sempre nell'ipotesi estrema in cui tutti gli anziani che vivono in proprietà facciano ricorso al prestito vitalizio, trovano¹⁸ che tra le famiglie meno anziane il reddito monetario salirebbe in media del 9%, mentre per quelle con capofamiglia di età compresa tra 70 e 79 anni aumenterebbe in media del 23%; per i nuclei con capofamiglia ultra ottantenne l'aumento sarebbe del 55%. L'incremento percentuale del reddito sarebbe solo leg-

18 Si assume che il valore dell'abitazione non aumenti nel tempo e si utilizza la speranza di vita (fonte Istat) differenziata per età e sesso; se l'anziano è sposato, si considera è la speranza di vita del membro della coppia più giovane. Per ulteriori dettagli, si veda Baldini e Beltrametti (2015).

germente superiore per i nuclei in povertà¹⁹ rispetto alle famiglie non povere, perché il minor valore dell'abitazione produrrebbe per le prime una rendita più bassa. Il tasso di diffusione della povertà – misurata in termini di reddito monetario equivalente – tra tutte le famiglie italiane (oggi pari al 19,3%) scenderebbe al 16,6% per effetto di un siffatto, estremo, ricorso al PVI. In altre parole, grazie al PVI uscirebbero dalla propria condizione circa un quarto delle 1,6 milioni di famiglie attualmente in area di povertà relativa di reddito; in particolare, l'incidenza della povertà tra i nuclei anziani passerebbe dall'8,7% al 4,9% al Nord, dall'11,2% al 6,1% al Centro e dal 25,3% al 14,7% al Sud. Restrungendo la platea alle sole famiglie di anziani *house rich – cash poor*²⁰, la diffusione della povertà subirebbe ancora un calo significativo (da 14,5% a 11,9%).

Con riferimento al Regno Unito, la società di consulenza *Oxford Economics* (2013), stima che l'impiego di strumenti finanziari di smobilizzo della ricchezza immobiliare come il PVI potrebbe comportare tra il 2012 e il 2040 il miglioramento delle condizioni di povertà di circa un milione di individui, un aumento incrementale del PIL dello 0,2% che a sua volta genererebbe 22.000 ulteriori posti di lavoro.

2.3 La cessione della nuda proprietà immobiliare

Per ogni dato valore della piena proprietà dell'immobile, il valore della nuda proprietà cresce al crescere dell'età del venditore. L'usufrutto può essere a termine²¹ o vitalizio ma non può eccedere la vita dell'usufruttuario. Il nudo proprietario potrà vietare in sede costitutiva il diritto dell'usufruttuario di alienare, cedere, trasferire e affittare l'usufrutto a terzi; l'usufruttuario dovrà rispettare il vincolo di destinazione economica imposto sul bene.

È possibile sostituire il diritto di usufrutto con un più limitato diritto reale di uso che, a differenza del primo, consente al titolare esclusivamente la facoltà di servirsi del bene e farne propri i frutti solo nella misura necessaria a soddisfare i suoi bisogni e quelli della sua famiglia (art. 1021 c.c.). In alternativa, si può utilizzare la cessione della piena proprietà dell'immobile con la concessione di un diritto di abitazione che, in misura ancor più circoscritta, attribuisce il diritto di abitare la casa limitatamente ai bisogni del titolare e a quelli della sua famiglia (art. 1022 c.c.). Diversamente da quanto previsto dall'usufrutto, né il diritto di uso né quello di abitazione danno al titolare la possibilità di locare l'immobile a terzi.

In linea generale, gli oneri di amministrazione e le spese di manutenzione ordinaria sono a carico dell'usufruttuario, mentre quelle straordinarie sono di competenza del nudo proprietario. L'usufruttuario esercita il diritto di voto qualora l'assemblea condominiale discuta affari attinenti l'ordinaria amministrazione; il nudo proprietario esercita invece il diritto di voto nelle deliberazioni che riguardano innovazioni, ricostruzioni o opere di manutenzione straordinaria. Con riferimento agli oneri condominiali, l'usufruttuario è tenuto al pagamento delle spese di amministrazione e manutenzione ordinaria; con la recente riforma del condominio, il nudo proprietario potrà

19 Consideriamo in povertà relativa di reddito le famiglie con reddito monetario equivalente inferiore al 60% del reddito equivalente mediano.

20 Quei nuclei che appartengono ai due quintili più bassi di reddito monetario equivalente e ai tre quintili più alti di valore dell'abitazione; si tratta del 14% dei nuclei con capofamiglia anziano.

21 Qualora costituito a favore di una persona giuridica, l'usufrutto non potrà eccedere la durata di 30 anni.



essere considerato solidalmente responsabile del pagamento delle spese condominiali non pagate dall'usufruttuario²².

L'Irpef sulla rendita catastale dell'immobile e le imposte municipali (IMU o TASI) sono a carico dell'usufruttuario; la base imponibile di un trasferimento di nuda proprietà ai fini dell'imposta di registro e catastale sarà costituita dalla differenza tra il valore della piena proprietà e quello dell'usufrutto (determinato applicando apposite tabelle ministeriali, vedi oltre). Alla morte dell'usufruttuario, il diritto di usufrutto si riunisce automaticamente alla nuda proprietà senza l'obbligo di pagamento di alcuna imposta da parte del nudo proprietario. È inoltre ammissibile che più soggetti, purché comproprietari dello stesso bene, come per esempio due coniugi, costituiscano un usufrutto congiunto con reciproco diritto di accrescimento a favore del più longevo. In tale ipotesi, qualora venisse a mancare uno dei due usufruttuari, la sua quota si aggiungerà automaticamente a quella del superstite.

Con riferimento al problema della determinazione del valore della nuda proprietà, il Ministero del Tesoro produce periodicamente tabelle dei coefficienti che permettono di ottenere il valore dell'usufrutto e quindi, per differenza, della nuda proprietà. Tali tabelle hanno valore principalmente a fini fiscali. Nel caso di reali transazioni economiche il riferimento alle tabelle ministeriali è limitante per tre motivi: i) non tengono conto della diversa aspettativa di vita tra generi; ii) sono presentate per fasce di età ampie e di ampiezza variabile²³ e iii) non considerano le particolari condizioni di salute dei soggetti fragili²⁴.

Per determinare correttamente il valore della nuda proprietà, bisognerà in primo luogo calcolare il presunto valore di mercato dell'immobile (*VM*)²⁵. Si può quindi determinare il reale valore dell'usufrutto (*VU*) applicando la seguente formula:

$$VU = VM - \frac{R \cdot (1+i)^{-AVR}}{i}$$

dove *R* indica il reddito annuo netto ottenibile dall'usufruttuario durante il periodo di usufrutto, *i* è il rendimento annuo atteso e *AVR* rappresenta l'aspettativa di vita residua. Nel caso di usufrutto a termine, il suo valore può essere determinato applicando

22 In particolare, con riferimento alle spese straordinarie, l'art. 1005 c.c. fornisce un elenco non tassativo che comprende quelle necessarie a garantire la stabilità dei muri maestri e delle volte, la sostituzione delle travi, il rinnovamento, per intero o per una parte notevole, dei tetti, solai, scale, argini, acquedotti, muri di sostegno o di cinta. Tuttavia, nel caso in cui il nudo proprietario effettui riparazioni di carattere straordinario, l'usufruttuario dovrà corrispondere a quest'ultimo l'interesse legale al tasso vigente delle somme spese per le riparazioni straordinarie. L'usufruttuario è obbligato a sostenere le riparazioni straordinarie solo qualora rese necessarie dall'inadempimento degli obblighi di ordinaria manutenzione (art. 1004 c.c.). Il nudo proprietario sarà invece tenuto al pagamento dei carichi imposti sulla proprietà (art. 1009 c.c.) quali, per esempio, le spese dovute ai rapporti di vicinanza, le spese per apposizione di termini e i contributi dipendenti dalle opere pubbliche che abbiano accresciuto il valore della proprietà. Le disposizioni degli artt. 1008 e 1009 c.c., hanno carattere derogabile: nell'atto costitutivo le parti potranno stabilire una diversa ripartizione delle imposte e dei carichi.

23 Prima ventennali (0-20), poi decennali (21-30 e 31-40) poi quinquennali (41-45 e 46-50) poi triennali fino a 78 anni. Poi misteriosamente le classi ridiventano quadriennali (79-82, 83-86) e quindi di 6 e 7 anni per i più anziani (87-92 e 93-99).

24 Beltrametti (2014), quantifica in particolare le gravi iniquità associate all'utilizzo di tabelle uniformi a persone affette da sindrome di Down e ad anziani in fragili condizioni di salute.

25 Il *VM* potrà essere ottenuto applicando il metodo della capitalizzazione della rendita, ovvero ipotizzando un certo reddito annuo netto ottenibile dall'usufruttuario negli anni di durata dell'usufrutto (*R*) e dividendolo per il rendimento atteso (*i*).

le formule previste per il caso di usufrutto vitalizio ma sottraendo gli anni della durata dell'usufrutto dall'aspettativa di vita media.

Italia

La cessione della nuda proprietà immobiliare è molto diffusa: l'ultima rilevazione dell'Osservatorio sul Mercato Immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle Entrate indica che nel 2015 vi sono state 21.586 (+1,9% sul 2014) transazioni relative a nuda proprietà in Italia, delle quali 6.727 nel Nord-Ovest, (+3,2% sul 2014) e 3.622 in Lombardia (+3,5% sul 2014). Circa un terzo di queste sono riferibili ai capoluoghi di provincia.

Non sono purtroppo disponibili dati relativi al controvalore di tali transazioni né relativamente alla loro correttezza in termini attuariali²⁶ anche se tali valori hanno certamente risentito del calo dei prezzi relativi alla piena proprietà degli immobili. A tale proposito la Banca d'Italia (2014) rileva che il valore della ricchezza abitativa delle famiglie italiane, pur cresciuta di oltre il 70% nel periodo 1995/2009, è successivamente calata di quasi il 12% nel periodo 2009/2013; i dati Istat disponibili suggeriscono che a tale calo si sarebbe aggiunto un ulteriore -1,2% nel corso del primo semestre del 2014. A fronte di tali dati negativi circa il valore della proprietà immobiliare, non stupisce che la percentuale di persone che giudicano l'investimento immobiliare "il migliore" sia calato tra il 2007 ed il 2015 dal 68,3% al 32,4% (Ferraresi, 2015). Non stupisce neanche che nel 2015 tra tutte le fasce di età considerate nell'indagine del Centro Einaudi analizzata da Ferraresi il minimo di giudizi "il migliore investimento" attribuito all'investimento immobiliare si registri nella classe di età 65 e oltre (29,9% contro un dato medio di 32,4). Un calo di interesse verso la cessione della nuda proprietà è suggerito anche dai dati forniti Google Trends: ponendo pari a 100 il valore massimo delle ricerche condotte per il termine "nuda proprietà" nel periodo gennaio 2004 / gennaio 2017, tale massimo ha luogo nel maggio 2004 e l'ultimo dato disponibile gennaio 2017 è pari a 28.

Nel loro insieme questi dati suggeriscono che l'interesse verso la cessione della nuda proprietà, pur quantitativamente rilevante, è in calo ed è inferiore rispetto a quanto la teoria economica e le analisi sulla distribuzione della proprietà immobiliare tra gli anziani presentate nel Capitolo 2 porterebbero a prevedere. Ciò giustifica forse il recente interesse del legislatore verso il PVI e l'interesse di soggetti non profit e for profit che cerchino modalità di azione che superino le attuali gravi limitazioni (in particolare, la scarsa trasparenza dei prezzi) del mercato della nuda proprietà immobiliare.

²⁶ Un dato siffatto presupporrebbe la disponibilità di dati relativi al valore della piena proprietà, al prezzo della transazione della nuda proprietà avvenuta ed all'età (alle età) del venditore (dei venditori).



3



3. UNA COMPARAZIONE INTERNAZIONALE

La cessione della nuda proprietà rappresenta un istituto tipico del sistema giuridico romano e poi italiano. I paesi anglosassoni che hanno sviluppato esperienze di strumenti per rendere liquida la ricchezza detenuta sotto forma di casa di abitazione (*Equity Release Scheme*) hanno prevalentemente applicato diverse forme di PVI (*Reverse Mortgage* – d'ora in poi RM).

Regno Unito

Vi sono due principali tipologie di strumenti che permettono di rendere liquida la ricchezza detenuta nella casa di abitazione (*Home Equity Release, HER*) che attualmente sono offerte sul mercato britannico: i *Lifetime Mortgages* e i piani di *Home Reversion*.

Il *Lifetime Mortgage* rappresenta l'equivalente del *Reverse Mortgage* americano e del PVI europeo (vedi oltre) e permette all'anziano proprietario di ricevere un corrispettivo monetario a fronte dell'accensione di una garanzia ipotecaria sull'immobile da parte di un'istituzione finanziaria. L'anziano conserva la proprietà dell'abitazione e la possibilità di continuare a viverci per tutta la durata della sua vita. Il prestito può essere erogato in un'unica soluzione anticipata (*Lump Sum*), in forma di rendita vitalizia oppure attraverso prelievi di ammontare libero nei limiti di un tetto complessivo (*drawdown*). In ogni caso quota capitale e interessi maturati verranno rimborsati utilizzando quanto ricavato dalla vendita dell'immobile alla morte dell'anziano o al momento del suo trasferimento permanente in altra residenza. Nel caso di una coppia, i rimborsi non saranno dovuti fintantoché l'ultimo coniuge sia. Alcune forme di *Lifetime Mortgage* consentono ai clienti di proteggere una parte della ricchezza immobiliare accumulata al fine di poterla trasmettere con certezza in eredità; alcuni prodotti offrono la possibilità di ottenere una maggiore liquidità in presenza di gravi

problemi di salute. Forme particolari dello strumento sono gli *Interest-Only Mortgage* e i *Fixed-Repayment Mortgage*²⁸.

Gli *Home Reversion Plan* consentono invece a un anziano la vendita di tutta oppure di parte dell'abitazione in cambio di un corrispettivo *cash* in un'unica soluzione oppure di pagamenti periodici regolari. In questo caso, non c'è emissione di debito ma un trasferimento di proprietà. Inoltre, l'anziano ottiene il diritto di rimanere nella propria casa fino alla morte senza dover pagare alcun affitto. Al termine del piano, ovvero alla morte del cliente o al suo trasferimento permanente presso una struttura di cura, l'immobile viene venduto e il ricavato della vendita è utilizzato per rimborsare all'istituzione finanziaria il valore della quota posseduta.

L'utilizzo di strumenti di *Home Equity Release* (HER) non rappresenta un fenomeno recente nel contesto britannico²⁹: il primo prodotto fu lanciato verso la meta degli anni 60'. Tuttavia a quel tempo la diffusione di questi prodotti fu molto lenta e limitata: da un lato, la loro complessità rese difficile la piena comprensione dei loro vantaggi e la fiducia dei consumatori fu compromessa da una serie di comportamenti opportunistici. In particolare, durante gli anni 80', alcuni fornitori offrirono prodotti opachi e speculativi che trascinarono molti anziani in una serie di difficoltà finanziarie. In risposta a ciò, nel 1991 per iniziativa di un gruppo di operatori del settore venne istituito SHIP (*Safe Home Income Plans*), un organismo il cui compito era di autoregolare il mercato e garantire una maggior protezione ai consumatori. Nello specifico, SHIP elaborò un codice di condotta finalizzato ad assicurare uno *standard* qualitativo minimo dei prodotti offerti e una serie di garanzie a tutela dei consumatori: in particolare, la possibilità di continuare a vivere nella propria abitazione fino alla morte e l'esclusione della possibilità che il valore del debito eccedesse il valore di mercato dell'abitazione.

Nel 2012 SHIP fu sostituita da un nuovo organismo di settore (*Equity Release Council, ERC*) composto da fornitori, intermediari, avvocati e altri professionisti che coprivano più del 90% del mercato britannico dell'HER. Dalla costituzione di SHIP sono stati emessi quasi 270.000 piani che hanno consentito ai cittadini britannici di età superiore a 50 anni di smobilizzare dalle loro abitazioni circa £12,1 miliardi (10,5 attraverso *Reverse Mortgage* e 1,6 tramite *Home Reversion Plan*). A partire dal 2004, al fine di rafforzare la tutela dei consumatori, l'autorità pubblica di regolamentazione dei servizi finanziari (*Financial Services Authority, FSA*)³⁰ estese il suo controllo ai *Reverse Mortgage* e agli *Home Reversion Plan*. Questa maggior tutela nei confronti dei consumatori, anche in termini di obblighi informativi, consentì lo sviluppo ulteriore del mercato e l'innovazione finanziaria comportò la creazione di prodotti più flessibili e meno costosi. La crescita del settore dell'HER tra il 1993 ed il 2007 è stata importante: nel 1992, furono venduti 570 prodotti per un valore complessivo di £28,9 milioni, mentre nel 2007, all'alba della crisi finanziaria, si stipularono ben 29.293 contratti per un valore di £1,2 miliardi. Tuttavia, dal 2007 il crollo del mercato immobiliare e l'incertezza economica e finanziaria hanno determinato una riduzione sia dell'offerta

28 Gli *Interest-only mortgage* consentono di ottenere un corrispettivo monetario in un'unica soluzione sul quale si dovranno corrispondere mensilmente gli interessi maturati. L'importo originario del prestito sarà poi rimborsato al momento della vendita della casa. Nel caso dei *Fixed-repayment mortgage*, gli interessi non matureranno sul debito ma il proprietario accetterà di restituire alla scadenza una somma di denaro superiore a quella originaria; l'ammontare di questo rimborso è concordato fin dall'inizio e dipenderà dall'aspettativa di vita del proprietario. Per un approfondimento: *Equity release schemes, Raising money from your home*, moneyadvice.service.org.uk.

29 Questa parte segue "Equity release - Accessing housing wealth in retirement", Towers Watson (2013).

30 Dal 2013 FSA (Financial Services Authority) è diventata FCA (Financial Conduct Authority).

sia della domanda di mercato; dal 2012 il settore ha vissuto una nuova fase di crescita che ha portato al raddoppio del mercato in cinque anni (tabella 3.1).

Tabella 3.1 - Home Equity Release (HER) nel Regno Unito

Anno	Numero contratti	Importo totale (£ miliardi)
2007	29.293	1,21
2008	28.224	1,10
2009	20.493	0,95
2010	17.574	0,80
2011	16.095	0,79
2012	17.646	0,92
2013	18.882	1,07
2014	21.336	1,38

Fonte: ERC

A partire dal 2004, le compagnie di assicurazione hanno cominciato a sostituire progressivamente le istituzioni bancarie nell'erogazione di questi prodotti; il settore è oggi dominato da 4 grandi società di assicurazione che coprono circa il 97% del mercato.

Il progressivo invecchiamento della popolazione³¹, la riduzione delle prestazioni pensionistiche e i bassi livelli di risparmio comportano difficoltà finanziarie per una frazione sempre più ampia della popolazione e potrebbero determinare una maggior propensione dei consumatori verso questi strumenti. Inoltre, considerando che il contesto politico sta riconoscendo una maggiore importanza a questi prodotti³² e tenendo anche conto che, finora, solo l'1% della ricchezza totale immobiliare dei pensionati britannici³³ è stata utilizzata, è opinione diffusa che il mercato dell'HER possa godere in futuro di un forte sviluppo.

I tassi d'interesse dei prodotti di HER continuano a eccedere quelli delle tradizionali operazioni di mutuo ipotecario probabilmente in relazione a diversi livelli di rischio e all'assenza di economie di scala. Il 59% dei clienti ha un'età compresa tra i 65 e i 74 anni, l'8% sono *single* il 22% vedove; in caso di coppia i *partner* richiedenti sono per la maggior parte uomini (66%); nel tempo si registra anche un modesto incremento della partecipazione femminile; il 97% della clientela ricerca la consulenza di un professionista indipendente (era solo il 55% nel 2003). Nel 2013, circa il 99% dei clienti ha scelto un *Lifetime Mortgage*; l'opzione di erogazione del prestito in un'unica soluzione (*Lump Sum*) ha perso la sua importanza storica: la maggior parte dei clienti (66%) ha infatti scelto *Drawdown Mortgage* che garantiscono la massima flessibilità di prelievo. Coloro che ricorrono al *Lump Sum* tendono a prendere a prestito importi maggiori: in media £61.351 nel 2013, il 12% in più rispetto a chi ha preferito un *Drawdown Mortgage* (£54.546).

31 Nel 2010 nel Regno Unito vivevano circa 1,4 milioni di persone di età maggiore di 85 anni. The Smith Institute stima che entro il 2035 il numero degli *over 85* crescerà fino a 3,5 milioni.

32 Si veda a questo proposito House of Lords Select Committee on Public Service and Demographic Change, *Ready for Ageing?* Marzo 2013.

33 La ricchezza totale immobiliare dei pensionati britannici ammonta a circa £753 miliardi.

L'acquirente di un prodotto HER possedeva nel 2013 un'abitazione dal valore medio di £254.943, circa il 5% in più rispetto alla media nazionale e, rispetto al 2011, il valore delle abitazioni dei partecipanti è cresciuto in misura maggiore rispetto all'apprezzamento medio degli immobili avvenuto nell'intero Regno Unito. I *Drawdown Mortgage* hanno inoltre attratto i proprietari di immobili di maggior valore (£263.516 nel 2013, il 9% in più della media britannica). Al contrario, i proprietari di un'abitazione di valore inferiore hanno preferito optare per programmi di *Home Reversion*.

Stati Uniti

La diffusione di alcuni programmi di *Reverse Mortgage* (RM) cominciò verso la metà degli anni '70 del secolo scorso; il primo progetto pilota può addirittura essere ricondotto al 1963, quando il governo dell'Oregon organizzò l'emissione di prestiti ipotecari finalizzati alla riduzione delle difficoltà finanziarie degli anziani, garantendo loro l'opportunità di vivere nella propria abitazione fino alla morte. Negli anni seguenti, numerosi governi locali avviarono iniziative simili. In particolare, nel 1979 il *Reverse Annuity Mortgage Program* (RAM) fu lanciato in California. Tuttavia, la più importante iniziativa fu introdotta alla fine degli anni '80 con il programma federale di *Home Equity Conversion Mortgage* (HECM), che pose le basi per lo sviluppo futuro dei programmi di HER (Huan, Mahoney, 2002). Il periodo di maggiore diffusione dei RM si registra durante gli anni 2000; nonostante la crescente popolarità di questi strumenti finanziari, essi sono arrivati a rappresentare nel 2009 solo il 2% del mercato dei mutui ipotecari.

Il RM consente a un individuo di età maggiore di 62 anni di convertire in liquidità tutta o una parte della propria ricchezza finanziaria accumulata nella casa di cui possiede la piena proprietà e che utilizza come residenza principale. Il pagamento può essere ottenuto in un'unica soluzione anticipata (*Lump Sum*), attraverso versamenti periodici regolari fino alla morte dell'individuo (*tenure*) o fino al raggiungimento di un termine concordato (*term*), con l'apertura di una linea di credito (*line of credit*) o utilizzando una combinazione delle precedenti modalità (*modified tenure o modified term*). Commissioni, spese e interessi maturati sono, infine, rimborsati al termine dell'operazione, ovvero alla morte del debitore o al momento del suo trasferimento. A garanzia degli eredi, il valore del debito non potrà comunque mai eccedere il valore di mercato dell'immobile. Prima di concludere questo tipo di operazione, ciascun cliente è tenuto a incontrare un consulente indipendente e certificato³⁴ al fine di ottenere tutte le informazioni necessarie sui costi, i benefici e le alternative potenziali legate all'uso di questi strumenti finanziari.

I programmi statunitensi di HER possono essere classificati in *conforming* e *nonconforming* (o "jumbo") RM. Nel primo caso, i prestiti rientrano nella categoria degli *Home Equity Conversion Mortgages* (HECM), sono assicurati da HUD³⁵ (*Department of Housing and Urban Development*) e non possono eccedere il valore massimo di \$625.000; questi prestiti possono essere offerti esclusivamente da istituzioni finanziarie approvate dal FHA (*Federal Housing Administration*). Al contrario, i "jumbo" RM possono finanziare prestiti di entità superiore ma sono venduti solamente da operatori privati e non sono garantiti da HUD o da altre agenzie governative. L'*Home Equity Conversion Mortgage*

34 Tali consulenti indipendenti devono ricevere un'adeguata formazione e superare un esame per essere certificati da HUD.

35 Questo strumento fu per la prima volta introdotto da HUD nel 1987 al fine di concedere 2.500 prestiti ad anziani in gravi difficoltà economiche. Il programma ebbe in seguito un notevole successo e nel 1998 divenne uno strumento permanente.



(HECM) concentra quasi il 90% dei prodotti venduti. La caratteristica forse più distintiva dell'HECM è rappresentata dal duplice sistema di garanzia offerto dalla FHA: da un lato, a causa del rischio di longevità e di deprezzamento del mercato immobiliare, il prestatore potrebbe non essere in grado di recuperare gli importi anticipati al debitore; dall'altro, in caso di insolvenza del creditore, il debitore potrebbe invece non ricevere più i pagamenti concordati; l'assicurazione offerta da HUD garantisce che sia il finanziatore che il proprietario³⁶. In caso di tasso di interesse variabile, il tasso potrà essere modificato dal fornitore mensilmente oppure annualmente ma non potrà aumentare in misura maggiore del 2% su base annua o del 5% per tutta la durata del prestito³⁷.

Dal 2008 è prevista una particolare forma di HECM (*HECM for Purchase Program*) finalizzata all'acquisto di una nuova proprietà. Questa opzione potrebbe risultare particolarmente utile per quelle persone anziane che, in possesso di un'abitazione troppo grande rispetto alle proprie esigenze, vogliono ricorrere a un HECM per finanziare l'acquisto di un immobile più piccolo.

Per quanto riguarda gli HECM (vedi AARP, 2010), nel 2011 HUD ha progressivamente ridotto la frazione di capitale immobiliare convertibile in forma liquida: mentre prima del 2009 un individuo di 62 anni poteva accedere fino al 62% del valore della sua abitazione, oggi non può ottenere più del 53,5%; nel 2013 la somma massima ottenibile nel primo anno dell'operazione è scesa al 60% del prestito totale. I costi e le spese di costituzione, amministrazione e chiusura del prestito, si sono ridotte rispetto al 2009 ma i premi assicurativi (MIP) sono aumentati da 0,5 a 1,25 punti percentuali.

Nel contesto statunitense, alcuni governi locali hanno sviluppato forme di prestito agevolato a favore di anziani in gravi difficoltà finanziarie che desiderano continuare a vivere nella propria abitazione. Si tratta di *single purpose reverse mortgages* che, in particolare, consistono in due tipologie di prestito alternative all'HECM: i *Deferred Payment Loan* (DPL) e i *Property Tax Deferral* (PTD).

Alcuni enti statali offrono *Deferred Payment Loans* (DPL)³⁸ per riparare o migliorare la propria abitazione; questa tipologia di prestito garantisce al beneficiario una somma in un'unica soluzione anticipata. Nessun rimborso sarà richiesto fintanto che l'individuo vivrà nella sua abitazione. I DPL non sono tuttavia disponibili ovunque e i criteri di accesso variano da programma a programma; la maggior parte di essi è rivolta a proprietari con bassi redditi, mentre altri prevedono limiti in relazione al valore dell'abitazione; alcuni programmi definiscono requisiti anagrafici minimi e altri ancora sono riservati a persone con disabilità. Nonostante i DPL possano essere utilizzati soltanto per le finalità specifiche previste dal programma, il loro punto di forza principale è rappresentato dal costo molto contenuto: generalmente non prevedono spese di costituzione, premi assicurativi o costi di chiusura e gli interessi sono molto bassi. Diversi enti statali offrono *Property Tax Deferral* (PTD), ovvero prestiti annuali di carattere pubblico utilizzabili esclusivamente per il pagamento delle tasse sulla pro-

36 Il proprietario dovrà corrispondere un ulteriore *Mortgage Insurance Premium* (MIP) che andrà ad aggiungersi agli interessi maturati e alle spese (di costituzione, di amministrazione, di terze parti e di chiusura) che dovranno essere rimborsate al termine dell'operazione.

37 In particolare, il creditore determinerà il tasso d'interesse applicabile facendo riferimento a quello applicato sui buoni del tesoro statunitensi più un margine compreso tra l'1 e il 2%.

38 Si veda www.reversemortgage.net/united-states-reverse-mortgages/ per un elenco degli stati che li propongono e una descrizione dei singoli prodotti.



prietà. Anche in questo caso, nessuna restituzione è richiesta fintantoché l'individuo continui a vivere nella sua abitazione. L'ammontare del prestito non è generalmente elevato; in termini di spese e modalità di rimborso, i PTD sono molto simili ai DPL.

Canada³⁹

Il contesto canadese ha molti aspetti in comune con quello statunitense, soprattutto in relazione alle tipologie di prodotto offerte, alla struttura del mercato e alle inclinazioni delle popolazioni. Tuttavia, il mercato degli HER in Canada è meno sviluppato. Lo strumento finanziario principalmente utilizzato dai pensionati canadesi per ricavare liquidità dal capitale accumulato nella propria abitazione è il *Reverse Mortgage* (RM) che in Canada è offerto direttamente al pubblico da HomEquity Bank⁴⁰, un'istituzione bancaria regolamentata a livello federale che rappresenta l'unico fornitore nazionale. In particolare, la tipologia di RM offerta da HomEquity Bank prende il nome di Canadian Home Income Plan (CHIP). CHIP consente agli *over 55* di convertire in forma liquida fino al 50% del valore della loro casa; non sono previsti requisiti reddituali o di merito creditizio e non si dovrà rimborsare il debito fintantoché si occuperà l'abitazione. Nonostante i nuovi interessi siano calcolati sul valore iniziale del debito e sugli interessi maturati, HomEquity Bank riporta che in media oltre il 50% del patrimonio immobiliare viene trattenuto dagli eredi al momento del rimborso. L'importo medio del prestito è di \$110.000, con un minimo di \$20.000 e un massimo di \$750.000.

39 Questa parte trae informazioni da vari reports e materiali reperibili su www.chip.ca e www.homeequitybank.ca.

40 Il suo predecessore, Canadian Home Income Plan Corporation, rappresentò già dal lontano 1986 il fornitore *leader* di soluzioni per la conversione del capitale immobiliare.



Poiché esiste un unico grande fornitore, le opzioni disponibili sul mercato sono fortemente limitate ed i programmi di prestito furono modellati sui prodotti offerti negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Questi vengono commercializzati in tutto il paese attraverso gli uffici CHIP presenti nei principali centri urbani e sono venduti tramite le più importanti istituzioni bancarie, cooperative di credito, intermediari immobiliari e organizzazioni di pianificazione finanziaria; non è previsto alcun meccanismo pubblico di assicurazione. La maggior parte dei partecipanti preferisce ricevere tutto il denaro in un'unica soluzione anticipata; in quanto collegate ad un'operazione di mutuo, le somme ricevute non costituiscono reddito imponibile.

A fronte del rischio di longevità e di deprezzamento del mercato immobiliare, CHIP fa pagare un tasso di interesse superiore di circa 1,5 punti percentuali rispetto a quello sulle tradizionali operazioni di mutuo ipotecario; il tasso di interesse viene rivisto annualmente ed è capitalizzato su base semestrale. Il proprietario sostiene tutte le spese legali, amministrative e di stima del valore dell'immobile e – come negli USA – deve incontrare un consulente legale indipendente che fornisce informazione sui diritti, obblighi e rischi associati all'operazione. CHIP garantisce al proprietario che il valore del debito da rimborsare non sarà mai superiore al valore di mercato della sua abitazione.

Alcune istituzioni finanziarie offrono ai loro clienti la possibilità di rifinanziare un mutuo esistente: si tratta di prendere a prestito fino all'80% del valore dell'abitazione al netto della parte di debito non ancora saldata. In questo modo, si risponde all'esigenza di convertire in forma liquida il capitale immobiliare accumulato durante la propria vita. Ovviamente, l'operazione di rifinanziamento può determinare il cambiamento delle condizioni contrattuali del mutuo originario, applicare un nuovo tasso d'interesse alla parte rifinanziata e prevedere ulteriori commissioni.

Il programma Home Equity Line Of Credit (HELOC) funziona come una normale linea di credito dalla quale è possibile prelevare denaro fino a un limite prestabilito; l'importo massimo finanziabile è regolamentato dall'*Office of the Superintendent of Financial Institutions* (OSFI), il quale ha stabilito linee guida che devono essere rispettate dai fornitori. Attualmente OSFI impone un limite di prestito pari al 65% del valore di mercato dell'abitazione. Rispetto a CHIP, HELOC offre tassi d'interesse più bassi e un'estrema flessibilità.

Il mercato degli HER è in forte espansione in Canada: pur rappresentando un segmento di nicchia, la crescita di HomeEquity Bank è stata davvero notevole negli ultimi anni: alla fine del 2014, il valore del portafoglio prestiti ha superato i \$1,7 miliardi e il numero dei clienti è cresciuto del 23% (\$309 milioni) rispetto all'anno precedente. A questo proposito, considerati i recenti *trend* demografici e l'allungamento dell'aspettativa di vita, HomeEquity Bank stima per i prossimi anni un incremento annuale della base clienti di circa il 25-30 %⁴¹ e l'interesse per questo tipo di strumenti è andato ben oltre la fascia di popolazione per la quale era stato inizialmente concepito⁴².

41 <http://reversemortgagedaily.com/2015/01/14/canadian-bank-reports-record-reverse-mortgage-originations/>

42 È interessante riportare al proposito una recente affermazione di William Turner, Presidente e fondatore del Canadian Home Income Plan (CHIP): "in origine, abbiamo ideato questo programma per quelle persone che avevano difficoltà economiche e non riuscivano a far fronte alle spese mensili. Tuttavia, i soggetti house rich - cash poor rappresentano oggi solo il 20% della nostra clientela. Infatti, più della metà dei nostri clienti ricorre a CHIP per ragioni più "s sofisticate". Questi individui, che hanno abbastanza soldi per far fronte alle normali esigenze di vita, vogliono acquistare una nuova automobile, visitare i loro parenti in altre parti del paese oppure viaggiare in luoghi interessanti. Inoltre, alcuni anziani vogliono aiutare i loro figli ad acquistare una casa oppure ad avviare un'attività economica."

Le principali criticità riguardano i costi associati a un'operazione di HER che sono piuttosto elevati e includono: interessi, costi per servizi professionali di informazione e consulenza indipendente, spese di costituzione, stima del valore immobiliare e chiusura dell'operazione e anche penali nel caso in cui il proprietario si trasferisca altrove entro i primi tre anni dall'ottenimento del prestito.

Spagna⁴³

All'infuori dei paesi Anglosassoni, la Spagna è uno dei mercati di *Home Equity Release* più sviluppati in Europa. In particolare, nell'ultimo decennio tre fattori hanno accelerato la diffusione di questi strumenti: la crescente longevità della popolazione, la progressiva frammentazione della tradizionale struttura familiare spagnola e la necessità di nuove forme di integrazione dei redditi pensionistici.

Il *Loan Model HER* utilizzato nel contesto spagnolo prende il nome di *Hipoteca Inversa* (HI): si tratta di un'operazione finanziaria conclusa tra una banca e un anziano di età maggiore di 65 anni nella quale l'individuo riceve una certa somma di denaro a fronte dell'accensione di una garanzia ipotecaria sulla propria abitazione. In caso di erogazione *Lump Sum*, la HI è generalmente accompagnata da un contratto di assicurazione che ha lo scopo di garantire una rendita vitalizia a favore del beneficiario (*Seguro de Rentas Vitalicias*); la normativa spagnola richiede che il contratto sia stipulato con una società di assicurazioni.

L'istituzione finanziaria otterrà il rimborso del credito concesso, comprensivo degli interessi maturati e delle spese sostenute, alla data di scadenza dell'operazione o, se il prestito è stato stipulato a tempo indeterminato, alla morte del proprietario. La legge 41/2007 prescrive una serie di opzioni a favore degli eredi: questi possono rimborsare il prestito all'istituto di credito e conservare la proprietà del bene, oppure stipulare un nuovo contratto di credito, oppure lasciare che l'ente finanziario proceda alla vendita dell'immobile e trattienga il valore del debito. In quest'ultimo caso, la legge stabilisce che il valore del debito non possa eccedere il ricavato dalla vendita dell'abitazione. Solo i rapporti contrattuali che soddisfano tutti i requisiti stabiliti dalla legge 41/2007 possono godere di benefici fiscali. Le condizioni sono riepilogate nella tabella 3.2.

Gli schemi che soddisfano le condizioni beneficiano di una riduzione delle spese notarili, di bollo e di registro e i finanziatori non potranno addebitare eventuali spese a carico degli eredi che intendessero rimborsare il prestito dopo la morte del proprietario. Infine, le somme ricevute dal richiedente saranno assimilate ai pagamenti derivanti da fondi pensione, godendo dunque di un regime fiscale più vantaggioso. I costi sono pari a circa il 7% del valore della proprietà immobiliare e comprendono le spese di costituzione, stima del valore dell'abitazione, notarili e di registro. Gli interessi sono invece generalmente offerti a un tasso variabile legato all'Euribor.

Il *Sale Model HER (SMHER)* applicato nel contesto spagnolo prende il nome di *Renta Vitalicia*. Rappresenta uno strumento finanziario fondato sulla cessione del titolo di proprietà dell'abitazione che consente al vecchio proprietario la possibilità di continuare a vivere nell'immobile per tutta la sua vita: un individuo, pur trasferendo la proprietà della sua abitazione, conserva il diritto di vivere nella casa, utilizzare il bene

43 Questa parte è principalmente tratta da Reifner *et al.*, 2010.

e ricevere una rendita vitalizia; la possibilità di vivere nell'abitazione è dunque legata a un contratto di affitto o di usufrutto vitalizio. La disciplina legale è ricondotta agli artt. 1802-1808 del codice civile spagnolo. Il trasferimento della proprietà comporta un trattamento fiscale più vantaggioso a favore del venditore dei pagamenti periodici ricevuti ed è esentato dal pagamento delle imposte locali (IBI) e dalla manutenzione delle aree comuni.

Alcuni istituti di credito hanno cominciato a vendere *Loan Model HER* (LMHER) all'inizio del 2001. Nel 2009, circa una ventina di istituzioni finanziarie offrivano questi prodotti utilizzando prevalentemente i propri canali diretti di vendita. La crisi finanziaria e le difficili condizioni del mercato immobiliare e creditizio hanno impattato in misura fortemente negativa sullo sviluppo del settore che resta di nicchia, pur con un elevato potenziale⁴⁴. Nel 2008 il numero di transazioni effettuate fu di circa 6.500. Le attuali condizioni del mercato immobiliare e i problemi di ricapitalizzazione e liquidità delle banche non agevolano lo sviluppo del settore nel breve termine e gli elevati costi fissi di avvio dell'operazione e i limitati importi finanziabili riducono l'appetibilità per i consumatori potenziali. Ad esempio, da una proprietà del valore di €100.000 è possibile ricevere in media un reddito mensile di circa €56, mentre per una proprietà del valore di €300.000 si può ottenere un reddito vitalizio mensile di €270⁴⁵. In particolare, si stima che gli attuali schemi di HER non siano in grado di convertire in forma liquida più del 30% della ricchezza immobiliare.

Germania

Il mercato di HER tedesco è molto poco sviluppato. Secondo Reifner *et al.* (2010) diversi fattori spiegano questo fenomeno: i) il tasso di diffusione della proprietà immobiliare è piuttosto basso (54%) se confrontato con alcuni paesi europei e anglosassoni (Eurostat, 2011); ciò è da porre in relazione a passate politiche pubbliche finalizzate a promuovere l'affitto invece che la proprietà per favorire la mobilità del lavoro; ii) nell'ultimo decennio il tasso di crescita dei prezzi delle case è stato stagnante o addirittura leggermente negativo (EMF, 2013); questa tendenza si è recentemente invertita; iii) i cittadini tedeschi presentano una storica avversione ad accumulare debito; iv) i fornitori potenziali valutano il mercato del HER ancora non sufficientemente ampio per essere profittevole; v) in Germania non esiste alcuna legge specifica che disciplini gli strumenti di HER e non vi sono politiche pubbliche che li promuovano.

Nonostante la presenza dei punti di criticità sopra elencati, i fattori demografici (uno dei più bassi tassi di natalità d'Europa) suggeriscono che lo strumento possa avere un futuro anche in Germania. In relazione all'evolversi degli aspetti culturali, Helbrecht e Geilenkeuser (2009) ipotizzano che il contesto storico di formazione e di acquisto della proprietà possa influenzare gli usi e le propensioni nei confronti della ricchezza immobiliare. Tali Autori sostengono che le famiglie che hanno acquistato la loro abitazione nel periodo di prosperità economica, la cosiddetta "generazione *Wirtschaftswunder*", tendano a non attribuire alla propria casa la qualità di *asset* con valenza

44 Da un'indagine di mercato svolta da Reifner *et al.* (2010) risulta che circa il 74% degli intervistati ha affermato che preferirebbe trascorrere la vecchiaia nella propria abitazione; il 57% afferma di aver sentito parlare di questi strumenti finanziari: tra questi ultimi il 33,3% si è detto "molto interessato" o "abbastanza interessato" al prodotto, il 37% ha detto che lo utilizzerebbe solo in caso di difficoltà economica. Facendo riferimento alle modalità di integrazione dei redditi pensionistici, il 29% degli intervistati ha affermato che preferirebbe ricorrere ai propri risparmi, il 22% si rivolgerebbe all'aiuto della famiglia e il 18% venderebbe la proprietà dell'abitazione a titolo definitivo.

45 Elaborazioni effettuate da Reifner *et al.*, 2010.

Tabella 3.2 - Condizioni generali previste dalla legge 41/2007

Abitazione	Il bene oggetto di garanzia ipotecaria deve essere la residenza principale del richiedente e l'abitazione deve essere assicurata contro i danni.
Candidati	I candidati devono avere almeno 65 anni di età e/o essere affetti da gravi problemi di disabilità.
Fornitori	I fornitori devono essere enti di credito o società di assicurazione autorizzate a operare in Spagna.
Informazione	I fornitori devono garantire un'adeguata informazione ai consumatori tenendo conto della situazione finanziaria del richiedente e dei rischi associati al prodotto.

Fonte: Reifner et al., 2010.

anche "finanziaria". D'altra parte, le generazioni nate nel periodo a cavallo della riunificazione e che hanno affrontato maggiori difficoltà economiche, considerano la loro dimora anche come uno strumento di risparmio per quando saranno più anziani. Nello specifico, la generazione *Wirtschaftswunder* (età 65-75 anni) gode di un certo senso di sicurezza finanziaria, ha le risorse per fronteggiare la vecchiaia e non considera il patrimonio immobiliare uno strumento finanziario da cui trarre liquidità. La generazione della pre-riunificazione (45-55 anni) si caratterizza invece per un certo senso d'insicurezza finanziaria, soprattutto in relazione alla vecchiaia e il declino sociale rappresenta una delle loro maggiori paure. La generazione della post-riunificazione ha infine vissuto il declino del sistema di *Welfare* e ha assimilato il concetto di responsabilità individuale nella pianificazione futura: questi individui hanno sperimentato i traumi della crisi finanziaria e sofferto le maggiori difficoltà economiche. È pertanto probabile che in futuro le famiglie tedesche debbano sviluppare una più ampia strategia di pianificazione finanziaria e quindi essere portate ad attribuire alla propria abitazione anche le qualità di asset finanziario superando alcune delle storiche barriere culturali avverse ai prodotti di HER.

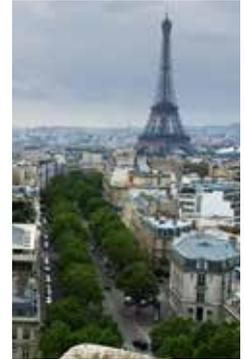
Le prime iniziative di *Home Equity Release Scheme* furono avviate (Reifner et al., 2010) nei primi anni 2000, quando un certo numero di istituzioni bancarie introdusse sul mercato prodotti finanziari che vennero però ritirati immediatamente a causa dell'assenza di domanda. Nel 2008, due fornitori principali operavano nel contesto tedesco: la Fondazione Friedenau e Hannoversche Lebensversicherung; in quell'anno, IFF⁴⁶ stimò una diffusione irrisoria di tali prodotti: circa 100 accordi per un valore complessivo di €10 milioni; la fondazione Friedenau riportò nel 2008 la conclusione di soli 12 accordi. In conclusione, il mercato è ancora in uno stato del tutto embrionale ed è molto difficile fare previsioni sul suo sviluppo futuro.

Francia⁴⁷

In Francia, diverse forze facilitano l'espansione del mercato degli *Home Equity Release Scheme*: l'alto tasso di diffusione delle proprietà immobiliare (circa 72% tra gli ultra settantenni), l'invecchiamento della popolazione (circa 11 milioni di persone con più di

⁴⁶ IFF (*Institut für Finanzdienstleistungen e.V.*) è un istituto di ricerca tedesco indipendente sui servizi finanziari.

⁴⁷ Questa parte trae informazioni principalmente da Reifner et al., 2010, www.french-property.com e www.francehomefinance.com.



65 anni; 16,5 milioni entro il 2030), l'aumento dei prezzi delle case (tasso medio annuo di crescita superiore al 10% tra il 1997 e il 2007 con un successivo moderato rallentamento a causa della crisi finanziaria) e pensioni pubbliche sempre meno generose. In aggiunta, il governo francese ha modificato nel 2006 la legge bancaria e quella a tutela dei consumatori per rimuovere le principali barriere di carattere legale allo sviluppo del mercato degli HER.

Tradizionalmente, lo strumento utilizzato dai pensionati francesi per ricavare liquidità dal capitale finanziario accumulato nella propria abitazione è stato il cosiddetto *Viager*, ovvero la vendita della proprietà dell'immobile a fronte dell'ottenimento di una rendita vitalizia e dell'opportunità di continuare a vivere nell'abitazione fino alla morte.

Il *Viager* è uno strumento simile al programma di *Home Reversion* utilizzato nel Regno Unito; tuttavia, mentre in Inghilterra l'offerta è riservata alle istituzioni finanziarie, in Francia la stipula di questi accordi è aperta anche ai privati⁴⁸. Il *Viager*, disciplinato dal codice civile francese, richiede la presenza di un notaio che trasferisca la proprietà e offra un'adeguata attività di consulenza a favore del venditore e del compratore. Nel 2014 la Caisse des Depot con un gruppo di investitori istituzionali francesi⁴⁹ ha dato vita al fondo immobiliare "Certivia" che acquista *viager* occupati da anziani garantendo un approccio trasparente e forme contrattuali che assicurano all'anziano una protezione giuridica di qualità elevata. Tale intervento coordinato da Caisse des Depot si prefigge l'obiettivo di migliorare e omogeneizzare le pratiche di mercato, di stimolare lo sviluppo del mercato offrendo al tempo stesso agli investitori un portafoglio diversificato e un investimento socialmente responsabile.

Nel *Viager*, l'immobile può essere "occupato", quando si costituisca un diritto reale di godimento a favore del venditore, oppure "libero", nel caso in cui l'immobile risulti disponibile da subito (in quest'ultimo caso la differenza rispetto alla vendita consiste nel pagamento sotto forma di rendita). Il pagamento si realizza in una duplice soluzione. L'acquirente corrisponde al venditore un acconto anticipato detto *bouquet* e le parti costituiscono per atto pubblico una rendita vitalizia a favore del venditore per l'importo restante. Se il *Viager* è "occupato", l'acquirente, oltre al vitalizio, dovrà cor-

48 Circa un terzo dei contratti è sottoscritto tra membri della famiglia.

49 CNP Assurances, Suravenir, AG2R, La Mondiale, Groupama, Maif, il gruppo Macif, Credit Mutuel Nord Europe e Unéo.

rispondere le spese notarili, le tasse sulla proprietà e le spese di manutenzione straordinaria, mentre il venditore dovrà farsi carico di tutte le spese di ordinaria amministrazione, le bollette e le tasse sui rifiuti e sull'abitazione. Se il *Viager* è "libero", l'acquirente ottiene il pieno godimento del bene ed è tenuto a pagare tutte le spese di amministrazione e le tasse. L'acquirente e il venditore fronteggiano rischi importanti: il primo sostiene il rischio di longevità del venditore e di deprezzamento del mercato immobiliare; il secondo fronteggia il rischio d'insolvenza dell'acquirente⁵⁰.

In alternativa al *Viager*, negli ultimi anni sono state sviluppate alcune formule di prestito vitalizio ipotecario. Il *prêt viager hypothécaire*, introdotto sul mercato a partire dal 2008, è un prestito garantito da ipoteca su un immobile, riservato agli individui di età maggiore di 65 anni; solo gli istituti bancari possono essere autorizzati a distribuire questi prodotti. L'abitazione oggetto di garanzia non è necessariamente la residenza principale dell'anziano ma deve comunque essere adibita a uso abitativo. Al proprietario è garantita la possibilità di continuare a vivere nella sua abitazione e non dovrà rimborsare nulla fino alla sua morte o qualora decida di trasferirsi altrove. Al termine dell'operazione, anche qualora il valore del debito ecceda il valore di mercato della proprietà immobiliare, la banca non potrà compensare la perdita subita aggredendo il patrimonio del debitore o degli eredi. Se il valore della casa risulterà superiore a quello del debito, gli eredi potranno ottenerne la differenza; qualora i figli volessero invece mantenere la proprietà dell'immobile, questi potranno rimborsare il debito.

Il proprietario potrà ricevere il prestito in un'unica soluzione anticipata o tramite pagamenti mensili regolari. Il prestito prevede un importo minimo di €20.000, mentre l'importo massimo finanziabile è una quota del valore di mercato del bene variabile a seconda dell'età del richiedente. Per esempio una persona di 75 anni non può ottenere più del 34% del valore della sua abitazione. Questi valori sono definiti dalla legge e, in caso di una coppia, si basa sull'età del *partner* più giovane. Infine, il tasso di interesse è di circa l'8%, mentre le tasse e gli oneri valgono il 4% del valore dell'immobile.

Nonostante l'entusiasmo iniziale che ha accompagnato questo prodotto, finora solo il *Crédit Foncier* opera su questo mercato. L'elevato costo di questi strumenti e il basso rapporto tra l'importo del prestito e il valore dell'abitazione rappresentano significativi ostacoli allo sviluppo del mercato. In aggiunta, le famiglie francesi tendono a essere piuttosto avverse ad accumulare elevati livelli di debito: il rapporto tra l'ammontare totale dei mutui concessi e il PIL è infatti pari al 32%, mentre in altri paesi europei il livello di indebitamento delle famiglie è molto più elevato (il 59% in Spagna, il 70% in Irlanda, l'83% nel Regno Unito).

50 In questo caso, la legge consente all'occupante la possibilità di recuperare la proprietà del bene.



Foto di Alejandro Gomez su Flickr

4



4. CONCLUSIONI: ALCUNE AZIONI UTILI PER L'ITALIA

Per favorire lo sviluppo e la diffusione degli strumenti che consentono di rendere liquida la ricchezza detenuta nella casa di abitazione da parte degli anziani, potrebbero essere intraprese alcune azioni che prestino particolare attenzione alla protezione dei soggetti più deboli. Di seguito si elencano alcune di queste azioni, in ordine crescente di impegno finanziario, senza tuttavia avanzare proposte specifiche in ordine ai soggetti che di tali azioni potrebbero farsi promotori.

Attività d'informazione ed educazione

Si tratta di fornire elementi d'informazione circa la legislazione civile e fiscale e di illustrare le implicazioni delle diverse scelte possibili. In tal caso, si instaurerebbe con i cittadini che chiedono informazioni un rapporto impersonale che prescinde da un'analisi dei bisogni specifici del singolo nucleo familiare. Tale informazione può essere erogata tramite un sito web e/o tramite uno sportello gestito da un soggetto terzo specializzato.

Attività di consulenza

Si tratta in questo caso di partire da un'analisi dei bisogni specifici del singolo nucleo familiare e di suggerire lo strumento più adatto rispetto a tali esigenze. Anche quest'azione necessita di un *know how* specifico e di competenze dedicate. L'attività di consulenza può svolgersi su differenti livelli:

- > Attività di "primo indirizzo": il servizio ha lo scopo di definire se la persona (il nucleo familiare) ha o meno necessità di ricorrere ad un PVI oppure alla cessione della NP. Il cittadino effettuerà poi le proprie valutazioni ed eventualmente contatterà operatori di mercato.
- > Attività di "second opinion": si rivolge a cittadini che hanno già deciso di contrarre un PVI o di cedere la NP di un immobile, hanno in mano una proposta commerciale e desiderano un'opinione terza e neutrale. Il soggetto individuato dalla Fondazione dovrebbe predisporre una griglia di criteri che definiscano una transazione corretta e trasparente e dovrebbe segnalare alla/al richiedente quali di questi criteri siano soddisfatti dalla proposta commerciale che ella/egli ha ricevuto. Non si tratta quindi di fornire un giudizio discrezionale ma di predisporre una serie di buone pratiche

con la quale effettuare un confronto. Si noti che si esprime una valutazione su una specifica proposta commerciale, non sul soggetto che l'ha formulata.

Attività di promozione di comportamenti virtuosi da parte degli operatori di mercato

Con riferimento al PVI si tratterebbe di verificare la rispondenza delle proposte fatte dalle banche rispetto al protocollo di autoregolamentazione firmato tra ABI e 13 associazioni di consumatori che fissa regole di condotta e modalità di offerta; si potrebbero inoltre individuare ulteriori elementi che connotino un comportamento etico e trasparente.

Con riferimento alla cessione della NP si potrebbe immaginare un'iniziativa di autoregolamentazione attivata dai principali operatori di mercato analogamente a quanto accaduto, per esempio con Ship ed Equity Release Council nel Regno Unito (v. capitolo 3). In questo caso si potrebbe arrivare ad attribuire un riconoscimento a quegli operatori di mercato che volontariamente aderiscano alle buone pratiche così individuate.

Creazione un fondo chiuso di investimento immobiliare specializzato nell'acquisto di NP

Sarebbe opportuna la costituzione di un fondo che fissi nello statuto regole di comportamento che rispettino criteri di trasparenza e di eticità, soprattutto a tutela dei soggetti più fragili. Il fondo potrebbe aprirsi a investitori che vogliono partecipare accettando le regole di condotta adottate. Scopo ultimo di questa iniziativa sarebbe realizzare un investimento a profitto calmierato che però possa attirare investitori terzi per la robustezza del piano finanziario e mettere in atto un'azione che possa essere elemento di riferimento anche per altri operatori del settore. A questo proposito l'intervento di *Caisse des Depot* in Francia con il fondo immobiliare *Certivia* può costituire un termine di riferimento interessante.

Azione di acquisto di cartolarizzazioni di PVI relative a soggetti fragili

Secondo fonti di mercato, non più del 50% delle richieste di mutuo ipotecario sono valutate erogabili e approvate dalle banche⁵¹; nella metà circa delle pratiche che viene quindi normalmente respinta ve ne sono molte che fanno riferimento a soggetti fragili. Ciò fornisce la possibile *ratio* per un ulteriore intervento consistente nella creazione di un soggetto patrimonializzato che potrebbe fare un accordo con una o più banche del seguente tenore: la banca concede il PVI ai soggetti fragili individuati dal soggetto (anche se la richiesta non rispetta tutti i requisiti per essere accettata) e il soggetto stesso si impegna ad acquistare la tranche *junior* di cartolarizzazioni di tali prestiti vitalizi o a prestare una garanzia su tali prestiti. Il questo modo il soggetto permette alle persone fragili individuate di accedere a uno strumento che ne può migliorare molto le condizioni economiche. Il soggetto potrebbe anche agire, in

51 Le motivazioni per le quali una banca rifiuta una richiesta di mutuo ipotecario (vitalizio o meno) sono molteplici e non elencabili in modo esaustivo. Esempi possono essere: minori vivono nell'immobile e si dubita quindi della possibilità di poter vendere l'immobile libero dopo il decesso del soggetto finanziato; l'immobile non è regolarmente registrato a catasto (es., è un abuso edilizio); l'immobile si trova in un comune troppo piccolo ed il mercato immobiliare è troppo poco liquido; manca il regolamento di condominio; il soggetto che chiede il prestito è fallibile (es. un anziano artigiano con snc in proprietà con figlio); c'è una procura di mezzo, ecc.



accordo con qualche banca, per far sì che il rapporto Loan to Value (LTV, il valore del prestito in rapporto al valore dell'abitazione) per persone disabili sia corretto dal punto di vista attuariale (tenga conto delle loro aspettative di vita).⁵²

Inoltre, sulla falsariga dei single *purpose reverse mortgage* attuati negli USA, la Fondazione potrebbe prestare un contributo finanziario che abbassi il costo dell'operazione per i clienti nel caso di PVI richiesti da soggetti "fragili" per alcune precise e verificabili finalità (es. modificare l'abitazione per renderla adatta alle esigenze di un disabile...). La presenza dell'ipoteca sull'immobile garantisce anche circa la possibilità di attaccare l'eredità di un figlio "ricco" che si rifiuti di sostenere un genitore con un significativo patrimonio ma redditi bassi.

⁵² Per esempio, a parità di altre condizioni il LTV per una persona di 80 anni è circa doppio rispetto a quello riferito ad una persona di 60 anni (vedi Pacella, Filotto, 2016).



RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- AARP (2010), *Reverse Mortgage Loans Borrowing Against Your Home*. Washington, DC: AARP
- Agenzia delle Entrate (2016), *Osservatorio del mercato immobiliare – Rapporto Immobiliare 2016*. Roma: Agenzia delle entrate.
- Baldini M., Beltrametti L. (2015), Prestito vitalizio ipotecario e povertà degli anziani. Un esercizio di micro simulazione. In: Farina F., Franzini M. (a cura di), *La casa, il benessere e le disuguaglianze*. Milano: Egea-Università Bocconi. 73-85.
- Banca d'Italia (2014), *La ricchezza delle famiglie italiane - Anno 2013. Supplemento al Bollettino Statistico*, XXIV, 69.
- Bedogni J. (2015), *Equity release schemes: some evidence from Italy and US*. Mimeo.
- Beltrametti L. (a cura di) (2010), *Oltre la famiglia. Strumenti per l'autonomia dei disabili*. Milano: Fondazione Cariplo, *Quaderni dell'Osservatorio* n. 4.
- Beltrametti L. (a cura di) (2014), *Cessione della nuda proprietà da parte di soggetti fragili: il possibile ruolo di un soggetto dedicato*. Milano: Fondazione Cariplo, *Quaderni dell'Osservatorio* n. 16.
- Brugiavini A., Jappelli T. (2010), *Verso un nuovo sistema di architettura sociale per la famiglia: rischi economici e domanda di assicurazione*. Bologna: Il Mulino.
- Caplin A. (2001), *Turning Assets into Cash: Problems and Prospects in the Reverse Mortgage Market*. In: Mitchell O. (ed.), *Innovations in Housing Finance for the Elderly*. Pension Research Council. Philadelphia: University of Pennsylvania. 234-253.
- Chiuri M.C., Jappelli T. (2006), *Dimensioni dell'immobilizzo patrimoniale e l'ipotesi del mutuo ipotecario*. *Rivista delle Politiche Sociali*, 3: 151-164.
- Chiuri M.C., Jappelli T. (2008), *Do the elderly reduce housing equity? An international comparison*. Frankfurt: Center for Financial Studies, Frankfurt University, *CFS Working Paper Series* n.20.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Coda-Moscarola F., Rossi M., Sansoni D. (2013), *Reverse Mortgage: Making Assets a Tool against Poverty*. Paper presented at the *11 th International Workshop on Pension, Insurance and Saving*, Université Paris-Dauphine, held at Paris, June.
- Commission on Funding of Care and Support - Dilnot Commission (2011), *Fairer Care Funding. The Report of the Commission on Funding of Care and Support*. London: Age UK.
- Crossley T., Ostrovsky Y. (2003), *A Synthetic Cohort Analysis of Canadian Housing Careers - Social and Economic Dimensions of an Aging Population*. Hamilton, ON: McMaster University, *SEDAP Research Papers* n. 107.
- EMF - European Mortgage Federation (2013), *Hypostat 2013, A review of Europe's mortgage and Housing markets*. Brussels: EMF.
- Equity Release Council (2014), *Equity Release Market Report - Autumm*. London: ER Council.
- Eurostat (2011), *Distribution of population by tenure status, type of household and income group*. Luxembourg: Eurostat.
- Ferraresi P.M. (2015), *Il reddito, il risparmio, la casa: tempo di ricostruire*. In: Russo G. (a cura di), *Indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli Italiani*. Torino: Centro Einaudi e Banca Intesa. 13-50.
- Fornero E., Rossi M., Brancati M. (2011), *Explaining why, right or wrong, (Italian) households do not like reverse mortgages*. Turin: Center for Research on Pensions and Welfare Policies, *CeRP Working Papers* n.123.
- Helbrecht I., Geilenkeuser T. (2009), *Demographic Change and Housing Policies: Past and Future Developments in German Public Policies towards Homeownership and the Use of Housing Wealth*. Bremen: *Forschungsinstitut Stadt und Region - Arbeitspapiere* n.6.
- Huan C., Mahoney J. (2002), *Equity release mortgages*. *Housing Financial International*, 16, 4: 29-3.
- Ishikawa T., Yasuhide Y. (2001), *Savings, Consumption and Real Assets of the Elderly in Japan and the U.S. - How the Existing-Home Market Can Boost Consumption*. Tokyo: NLI Research Institute n.149.
- Kutty N. (1999), *Demographic Profiles of Elderly Homeowners in Poverty Who Can Gain from Reverse Mortgages*. April, mimeo.
- Mayer J., Simons K. (1994), *Reverse Mortgages and the Liquidity of Housing Wealth*. *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, 22: 235-55.
- Merrill S., Finkel M., Kutty N. (1994), *Potential Beneficiaries from Reverse Mortgage Products for Elderly Homeowners: An Analysis of American Housing Survey Data*. *AREUEA - Real Estate Economics*, 22, 2: 257-299.
- Mitchell O., Piggott J. (2004), *Unlocking housing equity in Japan*. *Journal of the Japanese and International Economies*, 18, 4: 466-505.
- Oxford Economics (2013), *The Impact of Equity Release on Pensioner Income and the Wider Economy*. Oxford.



- Pacella C., Filotto U. (a cura di) (2016), *Il prestito vitalizio*. Milano: Edizioni Il Sole 24 Ore.
- Piketty T. (2013), *Il capitale nel XXI secolo*. Traduzione Italiana, 2014. Milano: Bompiani.
- Reifner U., Clerc-Renaud S., Perez Cardillo E., Tiffe A., Knobloch M. (2010), *Study on Equity Release Schemes in the European Union - Part III*. Hambourg: IFF.
- Shan H. (2009), *Reversing the Trend: the Recent Expansion of the Reverse Mortgage Market*. Washington DC: Board of Governors of the Federal Reserve System. *Finance and Economics Discussion Series n.42*.
- Sheiner L., Weil D. (1993), *The Housing Wealth of the Aged*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, *NBER Working Paper n. 4115*.
- The Smith Institute, Lord German (eds.) (2012), *Making the most of equity release: perspectives from key players*. London: The Smith Institute.
- Towers Watson (2013), *Equity release - Accessing housing wealth in retirement*. London: Towers Watson.
- U.S. Department of Housing and Urban Development (2010), *HUD FHA Reverse Mortgage for Seniors (HECM), Consumer fact sheet about HECM loans*. Washington, DC: HUD.
- U.S. Department of Housing and Urban Development (2012), *HECM Reports. Home Equity Conversion Mortgage Characteristics*. Washington, DC: Hud.
- Venti S., Wise D. (1991), Aging and the Income Value of Housing Wealth. *Journal of Public Economics*, 44, 3: 371-397.
- Venti S., Wise D. (2004), Aging and Housing Equity: Another Look. In: Wise D.A. (ed.), *Perspectives on the Economics of Aging*. Cambridge, MA: NBER. 127-180.

SITI PRINCIPALI

moneyadviceservice.org.uk - *Equity release schemes, Raising money from your home*.

www.french-property.com

www.francehomefinance.com

www.chip.ca

www.homeequitybank.ca

reversemortgagedaily.com

I QUADERNI DELL'OSSERVATORIO

Nella Collana **QUADERNI DELL'OSSERVATORIO** sono stati pubblicati i seguenti titoli, scaricabili sul sito www.fondazionecariplo.it/osservatorio.

- Quaderno N.1 Periferie, cultura e inclusione sociale
- Quaderno N.2 Il valore potenziale dei lasciti alle istituzioni di beneficenza
- Quaderno N.3 Stranieri si nasce...e si rimane?
- Quaderno N.4 Oltre la famiglia: strumenti per l'autonomia dei disabili
- Quaderno N.5 L'educazione finanziaria per i giovani
- Quaderno N.6 Ricerca scientifica in ambito biomedico
- Quaderno N.7 Servizi per l'infanzia
- Quaderno N.8 Assicurazione per persone con disabilità e loro famiglie
- Quaderno N.9 Progetti e politiche per la mobilità urbana sostenibile
- Quaderno N.10 Le organizzazioni culturali di fronte alla crisi
- Quaderno N.11 I Social Impact Bond
- Quaderno N.12 Lavoro e Psiche. Un progetto sperimentale per l'integrazione lavorativa di persone con gravi disturbi psichiatrici
- Quaderno N.13 Il bando "Audit energetico degli edifici di proprietà dei comuni piccoli e medi"
- Quaderno N.14 Infrastrutture di ricerca in Italia
- Quaderno N.15 Performance economica e sociale delle istituzioni di microfinanza: alcune evidenze empiriche
- Quaderno N.16 Cessione della nuda proprietà da parte di soggetti fragili: il possibile ruolo di un soggetto dedicato
- Quaderno N.17 Abitare leggero. Verso una nuova generazione di servizi per anziani
- Quaderno N.18 Progetti culturali e sviluppo urbano. Visioni, criticità e opportunità per nuove politiche nell'area metropolitana di Milano
- Quaderno N.19 Sperimentare politiche sociali innovative - Manuale introduttivo
- Quaderno N.20 #BICittadini - Interventi a favore della mobilità ciclistica
- Quaderno N.21 Resilienza tra territorio e comunità - Approcci, strategie, temi e casi
- Quaderno N.22 Favorire la coesione sociale con le biblioteche. Valutazione del bando
- Quaderno N.23 Il "mercato" dei lasciti testamentari - Nuove stime per Italia e Lombardia (2014-2030)
- Quaderno N.24 Il bando abitare sociale temporaneo - Mappatura e analisi dei progetti finanziati (2000-2013)



Quaderno N.25 Lo sviluppo dei Green Jobs - Uno scenario di evoluzione quantitativa e qualitativa e alcune ipotesi di adeguamento dei percorsi formativi

Quaderno N.26 House rich, cash poor - Come rendere liquida la ricchezza rappresentata dalla casa di abitazione

HOUSE RICH, CASH POOR - Come rendere liquida la ricchezza rappresentata dalla casa di abitazione is licensed under a Creative Commons Attribution Condividi allo stesso modo 3.0 Unported License.

doi: 10.4460/2017quaderno26





fondazione
cariplo