

IL RISPARMIO

3 2014

IL RISPARMIO

3

Anno LXII - n. 3 luglio - settembre 2014

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

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



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

1. PREMESSA

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

In particolare, gli autori devono:

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

2. SOTTOMISSIONE MANOSCRITTI

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

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

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

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

3. PROCESSO DI REFERAGGIO

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

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

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

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

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

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

4. VARIE

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

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

IL RISPARMIO

Editor

Nicola Mattoscio (University of Chieti-Pescara)

Administrative Editor

Giorgio Righetti (ACRI, Rome)

Editorial Board

Adriano Giannola (University of Naples "Federico II")

Giuseppe Guzzetti (ACRI, Rome)

Valentino Larcinese (London School of Economics)

Mario Nuzzo (LUISS, Rome)

Antonio Patuelli (ABI, Rome)

Dominick Salvatore (Fordham University of New York)

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

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

3

Anno LXII- n. 3 luglio - settembre 2014

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



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

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

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

SOMMARIO

RAINER MASERA

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

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

5

ANTONIO PATUELLI

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

29

MARTINA NARDON, PAOLO PIANCA

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

37

FABRIZIO CRESPI, DANILO VALERIO MASCIA

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

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

59

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE

BOOK REVIEWS

a cura di Elisabetta Boccia

103

**LE BANCHE REGIONALI NEL NUOVO QUADRO
REGOLAMENTARE EUROPEO E IN UN CONFRONTO
CON GLI STATI UNITI***

*REGIONAL BANKS AND THE NEW CRR/CRD IV REGULATORY FRAMEWORK
IN EUROPE: A COMPARISON WITH THE US BASEL III FINAL RULE
APPROACH*

Rainer Masera **

*Preside della Facoltà di Economia,
Università degli Studi Guglielmo Marconi*

*School of Business,
Guglielmo Marconi University, Rome, Italy*

r.masera@unimarconi.it.

* Intervento svolto in occasione del Convegno Acri-Assbank “Le Banche regionali e l’Unione Bancaria Europea”, tenutosi il 19 e 20 settembre 2014 a Reggio Emilia.

** Ringrazio il prof. Mario Comana per i commenti e le osservazioni alla prima stesura di questo lavoro. Qualsiasi errore e omissione sono naturalmente di mia esclusiva responsabilità.

Il confronto tra l'Eurozona e gli Stati Uniti mostra che al di là dell'Atlantico il finanziamento esterno dell'economia è prevalentemente svolto dai mercati dei capitali. In Europa è vero l'opposto: tre quarti dei flussi di credito sono intermediati dalle banche; negli Stati Uniti la quota corrispondente è di un quarto. Ma questa differenza scompare quando si fa riferimento al nesso banche/pmi: anche negli Stati Uniti oltre due terzi dei crediti alle piccole imprese proviene dalle banche, prevalentemente quelle locali/regionali (community banks). In questo lavoro si argomenta che un fattore esplicativo importante è da rinvenire nel diverso approccio adottato nella Vigilanza (regole sul capitale e supervisione) delle banche. Gli standard di Basilea (I, II e III) sono sempre stati declinati in Europa sulla base di un approccio unitario (one-size-fits-all). Negli Stati Uniti gli accordi di Basilea sono stati implementati con riferimento alle grandi banche internazionali con impronta prudenziale sistemica. La tesi qui proposta è che, in particolare nel caso di Basilea II, 2.5 e soprattutto III, la complessità delle regole ha reso e rende i costi operativi di compliance in Europa non proporzionali alle dimensioni e al business model delle banche: le entità creditizie locali/regionali con modello operativo "tradizionale" sono state pertanto penalizzate. A partire dalla crisi del 2007-08 i costi della regolazione hanno finito con il retroagire sulle pmi aggravando e prolungando le tendenze recessive, segnatamente in Italia.

PAROLE CHIAVE: REGOLAMENTAZIONE DEL CAPITALE • STANDARD DI BASILEA
• TAGLIA UNICA

A comparison between the Eurozone and the US indicates that on the other side of the Atlantic external finance is largely assured by capital markets. On this side the opposite is true: three-quarters of credits flows are intermediated by banks; in America the corresponding share is one-quarter. But this difference disappears when reference is made to the financing of SMEs: also in the US some two-thirds come from banks, notably local/regional credit entities (community banks). In this paper it is argued that a key explanatory factor is to be found in the different approach adopted in the surveillance (capital rules and supervision) of the banking sector. The Basel standards (I, II and III) have always been transposed in Europe on the basis of a unitary approach (one-size-fits-all). In the US the Basel framework has instead been consistently re-

ferred to the large international banks with a systemic footprint. With specific reference to Basel II, 2.5 and III the complexity of the rules and the operational costs of compliance to ever more complex and numerous requirements are not proportional to the size and the traditional business model of the banks. Local/regional retail credit entities have therefore been heavily penalized in the Euroarea; the costs of regulation, since the Financial Crisis of 2007-08 fed back on SMEs; this aggravated and prolonged the recessionary impulses, notably in Italy.

KEYWORDS: CAPITAL REGULATION • BASEL STANDARDS • ONE-SIZE-FITS-ALL

1. Introduzione e sommario

Negli ultimi venticinque anni (a partire dalle Council Directives 89/299 e 89/647) la regolazione bancaria in Europa è stata plasmata dalla trasposizione negli ordinamenti nazionali degli Accordi sul capitale elaborati dal Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) nell'ambito BIS (Bank for International Settlements) a Basilea. Gli standard erano stati concepiti per creare un terreno di gioco livellato per le grandi banche internazionali. In Europa il processo di implementazione ha viceversa sempre fatto riferimento a tutte le banche, senza distinzioni per volume dell'attivo e tipologia di operatività.

La Commissione Europea nel 2013 ha reiterato e giustificato questo approccio unitario (taglia unica), nello spiegare la trasposizione di Basilea III in legislazione dell'Unione (CRR/CRDIV), "per evitare distorsioni competitive e arbitraggio regolamentare". Si può, tuttavia, argomentare l'opposto: le sempre più complesse regole di Basilea, i vantaggi in termini di assorbimento di capitale dei modelli interni avanzati e le garanzie pubbliche implicite ed esplicite per le grandissime banche sistemiche (troppo grandi per fallire) hanno favorito le grandi banche, sollecitato arbitraggio delle regole sul capitale, inciso negativamente sulla competitività delle banche regionali/locali con modello di business "tradizionale".

I costi (operativi e di personale) di *compliance* a un sistema regolamentare molto complesso, ma aggirabile soprattutto con operazioni tramite prodotti derivati (altrettanto e ancora più complesse), ricadono in modo non proporzionale sulle banche retail di piccole/medie

dimensioni. Al di là dell'aspetto comunque rilevante di assicurare un vero *level playing field* per le imprese bancarie in Europa, il problema assume grande importanza se e in quanto le banche regionali e locali svolgono un ruolo particolarmente incisivo e significativo come banche di prossimità, in particolare per le micro e le piccole-medie imprese, componente essenziale dell'economia reale.

Il *business model* delle banche regionali ben gestite ha un vantaggio comparato nel finanziamento delle piccole imprese locali, anche se inserite in filiere produttive di più ampio respiro. In particolare, il settore delle micro imprese è in Italia, ma anche in Europa, quello più rilevante in termini di creazione (e di distruzione) di posti di lavoro, con caratteristiche di forte prociclicità, come ampiamente documentato negli ultimi rapporti annuali della Federazione bancaria europea. I nessi tra le banche regionali e le PMI sono molto stretti, con significativi effetti di retroazione che amplificano gli andamenti della congiuntura. In particolare, sono le micro imprese quelle che sperimentano le maggiori difficoltà nel finanziamento esterno, per le caratteristiche intrinsecamente meno trasparenti dei bilanci e per l'inevitabile intreccio con la situazione economico-finanziaria del proprietario/imprenditore. Anche le piccole imprese devono muovere verso modelli non opachi, con maggior attenzione ai profili di redditività e di patrimonializzazione aziendale. È quanto sta avvenendo, anche sulla scorta dei modelli di valutazione del merito di credito sollecitati da Basilea. Occorre comunque evitare di "gettare il bimbo con l'acqua sporca". Il modello unitario di regolazione delle banche adottato in Europa ha inciso negativamente sul flusso di credito alle piccole imprese e sulle economie locali. Le stesse statistiche pubblicate dalla Banca Centrale Europea (BCE) sull'accesso al finanziamento esterno per le PMI hanno evidenziato chiari sintomi di razionamento del credito negli ultimi anni (ECB, 2014).

Non si tratta di argomenti di retroguardia, che devono cedere il passo a schemi di finanziamento più efficienti ed evoluti. Occorre, viceversa, riconoscere che i modelli avanzati di regolazione prudenziale dovrebbero essere meno complessi e non penalizzanti per le banche retail di dimensione locale e regionale. La regolazione delle banche dovrebbe cioè essere proporzionale e meglio articolata sulla base delle dimensioni e dell'insieme di attività svolte dalle banche, tenendo comunque

conto della loro impronta di rischio sistemico. Come si illustrerà nel seguito del lavoro, queste considerazioni non rappresentano un mero esercizio intellettuale e accademico. Un modello operativo diverso dal “one-size-fits-all” emerge dagli approcci prudenziali elaborati, in particolare dopo la grande crisi finanziaria, negli Stati Uniti e anche in grandi paesi emergenti, come ad esempio in Cina. Per questi motivi si farà ampio riferimento al confronto fra Europa e Stati Uniti, con riferimento alle banche regionali.

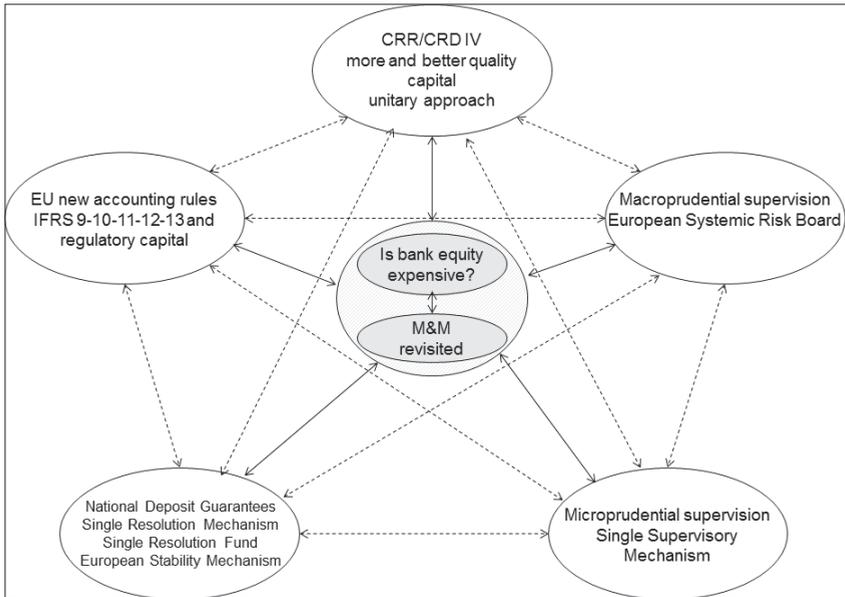
La regolazione bancaria sul capitale delle banche in Europa improntata ai modelli di Basilea si inserisce oggi, molto opportunamente, ma con grave ritardo rispetto alle indicazioni del Rapporto de Larosière (2009), nel processo di Unione Bancaria (§2). Può essere questa l’occasione per una graduale riconfigurazione del sistema più articolata e meno complessa. D’altra parte, lo stesso Regolamento del Consiglio che affida la microsorveglianza alla BCE (1024/2013) sottolinea che la Banca nello svolgere le proprie funzioni è chiamata al principio di proporzionalità e «deve mostrare pieno rispetto per le diversità delle istituzioni creditizie, per le loro dimensioni e per i modelli di business».

Il sistema finanziario europeo è comunque troppo bancocentrico e non può non evolvere verso assetti in cui l’intermediazione di mercato svolga un ruolo molto più significativo. Anche per le piccole imprese il ruolo del finanziamento bancario non può non essere ridotto. Ma, come si cercherà di dimostrare (§3), il processo deve essere graduale, richiede l’attivazione di idonei modelli di cartolarizzazione dei crediti, non può implicare oneri rilevanti per le banche regionali e per le economie locali. Un modello operativo improntato a queste considerazioni è tracciato nei §4 e 5 di questo lavoro, tenendo conto della diversa esperienza e dei modelli di regolazione adottati in Europa e negli Stati Uniti.

2. L’approccio olistico dell’Unione Bancaria

Come era stato da tempo auspicato, la questione dell’implementazione del nuovo sistema di regolazione del capitale per le banche si pone nel contesto olistico del Banking Union Package (Figg. 1 e 2).

Figura 1 – CRR/CRD IV, Macroprudential Supervision, Single Supervisory Mechanism, Resolution Framework, New Accounting Rules: A network representation of the EU Banking Union



La Fig.1 è volta a identificare un problema rilevante per l’analisi e la stabilità finanziaria: le implicazioni dell’approccio dei *network* e della robustezza delle reti a fronte di shock. Anche in finanza si stanno utilizzando questi modelli che consentono un’impostazione olistica. La figura rappresenta graficamente il “pacchetto dell’Unione bancaria” come un grafo completamente connesso e omogeneo, composto da sei nodi collegati da archi che identificano i canali di interazione-trasmissione dei processi finanziari.

Lo schema *network* consente di comprendere i motivi che suggeriscono di fare riferimento a un contesto più ampio di quello talora adottato che circoscrive la Banking Union (BU) a Single Supervisory Mechanism (SSM) e Single Resolution Mechanism (SRM), ovvero ai processi di supervisione e di risoluzione delle banche. La supervisione si riferisce al controllo dell’applicazione e all’implementazione delle norme e delle regole. CRR/CRD IV costituiscono la pietra d’angolo

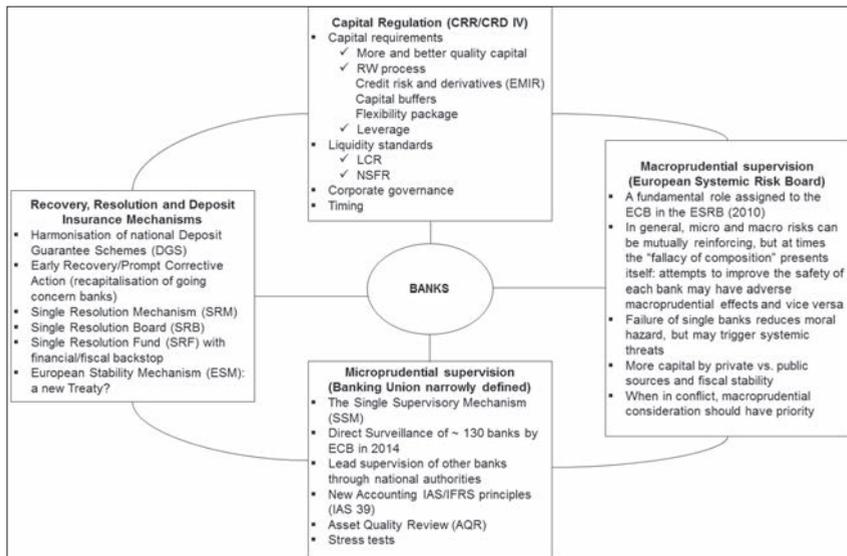
del disposto legislativo che disciplina le regole sul capitale, sulla leva, sulla liquidità e sulla corporate governance delle banche nell'Unione/Eurozona. Supervisione e regolazione sono processi logicamente e operativamente distinti, ma esistono evidenti meccanismi di azione-retroazione che devono essere attentamente monitorati. La supervisione si articola lungo due crinali, in genere convergenti e di mutuo sostegno, ma che possono – in particolare in condizioni di stress – divergere. I meccanismi SSM fanno principalmente riferimento alle regole definite, come detto, da CRR/CRD IV: la supervisione microprudenziale analizza il comportamento e le operazioni di ogni singola banca con particolare riguardo ai rischi esogeni e idiosincratici, ovvero quelli connessi al rischio fondamentale continuamente soggetto all'impatto di "news". È trascurato il rischio endogeno, così come sono sottovalutate le implicazioni sistemiche di azioni rese convergenti dalle stesse regole. L'omogeneità dei modelli e dei comportamenti può essere una concausa che genera rischio sistemico.

La supervisione macroprudenziale attraverso l'European Systemic Risk Board (ESRB) dovrebbe viceversa tener conto del fatto che la ricerca di sicurezza a livello delle singole istituzioni può non essere sufficiente per assicurare la stabilità sistemica, che dovrebbe comunque essere privilegiata. Si possono cioè manifestare rilevanti "fallacie di composizione", effetti contagio e spillover che richiedono correzione. L'intreccio perverso tra rischio sovrano e rischio bancario in Europa nel 2011-2012 è un evidente esempio dei fenomeni ai quali si fa riferimento.

L'approccio contabile del mark-to-market può contribuire a esaltare i fenomeni di amplificazione dello stress, con "firesales" e deleveraging perverso: la vendita di asset può generare una perdita sui valori delle attività del balance sheet addirittura superiore alle vendite registrate, cosicché la leva aumenta invece di diminuire. Le regole contabili rappresentano, dunque, una componente essenziale dei meccanismi di governo della banca. La rilevanza dei processi contabili è esaltata dal fatto che la regolazione sul capitale è fondamentale ancorata a principi contabili. La figura 1 identifica, pertanto, come nodo indipendente il sistema delle regole contabili International Financial Reporting Standards (IFRS). L'EU adotta, come noto, gli standard contabili internazionali definiti da un Board indipendente (International Accounting Standards Board, IASB). Gli standard sono

omologati nell'Unione dopo un vaglio tecnico e politico. Se si abbandona l'ipotesi di mercati sempre perfettamente efficienti e razionali e si opera in un contesto più realistico di rischio endogeno, la stazionarietà dei processi stocastici modellati tradizionalmente (sottostanti ad esempio gli schemi VaR, utilizzati nella regolazione del capitale) può mostrare cedimenti strutturali. In particolare, le ipotesi di normalità delle distribuzioni di frequenza possono venir meno con il sorgere di punti di cuspidi e di distribuzioni a legge di potenza. In condizioni di stress l'interconnettività tra i nodi cambia ruolo: da assorbimento a amplificazione dei rischi. Non è naturalmente possibile in questa sede approfondire i problemi evocati. Si fa rinvio a due surveys sugli argomenti con i principali riferimenti bibliografici: ECB (2010) e Masera (2014a).

Figura 2 – The new Bank Capital Regulatory Framework and the other three interactive building blocks of the “Banking Union Package”, broadly defined.



La figura 2 circoscrive l'attenzione ai pilastri dell'Unione Bancaria governati da regolamenti e direttive europee: (i) CRR/CRD IV; (ii) la supervisione macropudenziale affidata all'ESRB, con la regia del-

la BCE; (iii) la Banking Union definita in senso stretto come: SSM/AQR/stress test (l'SSM si applica alle banche dell'Eurozona e dei paesi dell'Unione che decidono volontariamente di aderire), nonché i meccanismi di Recovery and Resolution e di armonizzazione dei sistemi nazionali di garanzia dei depositi. I box identificano, in sintesi estrema, le principali componenti di ciascun blocco.

È stata sottolineata la rilevanza dei nessi micro/macropudenziali, con potenziali fallacie di composizione. Al di là dei nessi tra rischio sovrano e rischio bancario, possiamo indicare tre ulteriori esempi di possibile divergenza fra l'analisi micro e quella macro:

1. vincoli di capitale e di liquidità e deleveraging “cattivo”. Le banche europee hanno fortemente aumentato le riserve di “buon” capitale, che si sono quasi raddoppiate dal 2008. Nel medio periodo, ciò rafforza la capacità di far credito; ma, nel breve periodo, una concentrazione eccessiva dei vincoli può implicare *credit crunch* e ostacolare la ripresa economica, contribuendo a nuove sofferenze con l'esigenza di maggior capitale;
2. l'ESRB dovrebbe anche esaminare se e come il timing e l'uniformità dei vincoli di finanza pubblica imposti nell'Euroarea possano aver avuto/avere effetti di retroazione negativi sulla stessa solvibilità del debito pubblico e, quindi, sulla stabilità finanziaria;
3. i ritardi nell'avvio dei meccanismi di risoluzione (SRB e SRF) e la non condivisione in chiave EU degli schemi di garanzia dei depositi possono introdurre elementi di fragilità sistemica a fronte dell'operare del SSM.

3. Il sistema finanziario europeo verso un assetto meno bancocentrico

Le banche sono la fonte di gran lunga prevalente di finanziamento per imprese e famiglie in Europa, in particolare in Italia. I dati della tabella 1, che propone un confronto con Stati Uniti e Giappone, mostrano la rilevanza del fenomeno indicato.

Tabella 1 - Size of EU, US and Japanese banking sectors (2010)

	EU	USA	Japan
Total bank sector assets (€ trillion)	42.9	8.6	7.1
Total bank sector assets/GDP	349%	78%	174%
Top 10 bank assets (€ trillion)	15	4.8	3.7
Top 10 bank assets/GDP	122%	44%	91%

Note: Top 6 banks for Japan

Source: Liikanen Report (2012) and European Banking Federation (2011)

In termini di flussi, si stima che i tre/quarti del finanziamento esterno delle imprese non finanziarie sia intermediato in Europa dalle banche; negli Stati Uniti la quota corrispondente è di un/quarto.

Occorre e occorre riorientare il sistema finanziario per favorire la crescita dell'intermediazione di mercato e i flussi creditizi a medio-lungo termine, penalizzati per le banche da Basilea III. In questa direzione si è mossa l'Europa con il Libro Verde sul finanziamento a medio termine e la proposta di regolamento ELTIF (European Long-Term Investment Fund). L'Italia ha preso una serie di rilevanti iniziative a questo riguardo, che vengono spesso sintetizzate molto riduttivamente con l'approccio minibond. Sottolineo il ruolo proattivo e "il gioco di squadra" di intermediari e operatori finanziari in Italia coordinato dal FeBAF (si fa riferimento al sito della Federazione Banche, Assicurazioni e Finanza www.feabaf.it). In particolare, le banche e l'ABI (Associazione Bancaria Italiana) hanno mostrato e mostrano pieno e concreto appoggio a queste iniziative.

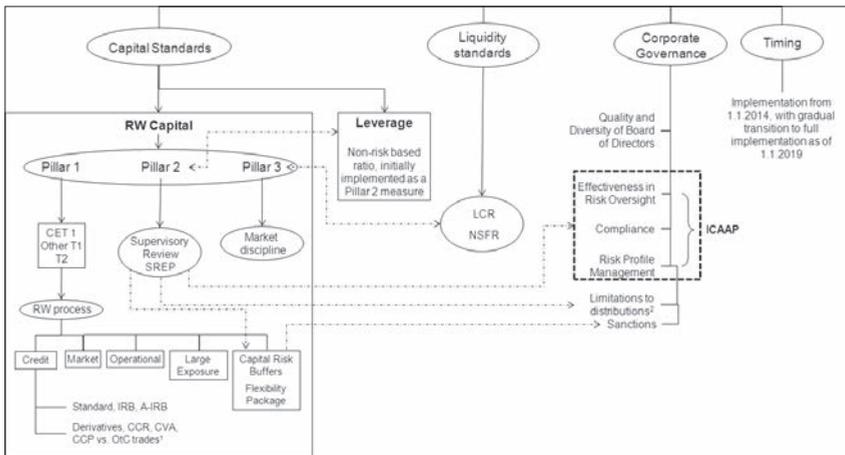
Al riguardo, è comunque importante innescare un processo che non "spiazzi" le banche, segnatamente nei rapporti con le PMI, ma che si creino canali complementari e sinergici attraverso idonee forme di cartolarizzazione dei crediti, come suggerisce anche l'esperienza americana che verrà illustrata nei successivi paragrafi.

4. Banche e finanziamento delle PMI. La questione della "taglia unica" nella regolazione microprudenziale EU vs US

CRR e CRD IV confermano l'approccio "*one size fits all*", ne acuiscono le difficoltà per le complessità aggiuntive del sistema, che sono inevitabilmente penalizzanti per le piccole banche e, di conseguenza, per le PMI (figura 3 e tabella 2). Il nodo del credito alle piccole im-

prese ha accentuato la recessione nell'Eurozona e la BCE (5 giugno 2014) ha dichiarato di volerlo affrontare. Piccole e medie banche e PMI hanno forti complementarità e profondi motivi di intreccio operativo, confermati sotto il profilo analitico dal vantaggio comparato nel monitoraggio delegato delle piccole imprese.

Figura 3 - CRR (Single Rule Book)/CRD IV framework



Notes:

[1] The framework is completed by the EBA technical standards.

[2] If a bank breaches the capital conservation buffer requirements, automatic limitations are made to buybacks, dividends and bonus payments.

LE BANCHE REGIONALI NEL NUOVO QUADRO REGOLAMENTARE EUROPEO
E IN UN CONFRONTO CON GLI STATI UNITI

Tabella 2 - CRDIV/CRR: RWA capital requirements*

Basic requirements			Pillar 1 flexible requirements ¹				Pillar 2 flexibility		EU flexibility package (CRR) ⁵		
CET 1	Additional T1	T2	Counter-cyclical capital buffer	Capital conservation buffer	Systemic risk buffer ^{2,5}	Global systemically important institutions buffer ³ (G-SII)	Supervisory possibility of adding extra capital	Banks' own capital buffer	Member States ⁴		Commission
									National macro-flexibility	Real estate and LTV criteria	Temporary (1 year) stricter requirements
4.5	1.5	2	0-2.5	2.5	3-5	1-3.5	0-2	1-2	Includes more stringent capital requirements	Higher risk weights up to 150%	Includes higher levels of own funds
4.5	6	8	10.5	13	18	21.5	23.5	25.5	Quantitative surcharges are not defined ex ante		

*The figures in rows 1 and 2 are in percentages. The figures in row 2 represent the hypothetical maximum cumulative percentage.

Notes:

[1] Member States retain flexibility with regard to capital requirements only.

[2] This buffer is optional to cover structural or systemic risk (buffer rate 0-3% in 2014, 3-5% from 2015 onwards). Member States or designated authority can set the rate subject to notification to Commission, EBA, ESRB. The buffer is intended to cope with ring-fencing of commercial banking activities (Vickers' UK model). A Member State can set the rate above 5%, but only by authorisation of the Commission.

[3] This surcharge (applicable from 2016) is set to cope with the degree of G-SII-ness. For (non-global) EU SIIs, the surcharge is 0-2.5%.

[4] Member States retain flexibility with regard to increasing requirements on capital, risk weights, large exposures and liquidity.

[5] The systemic risk buffer and the EU flexibility package are not present in international Basel III and in US Basel III (EU specificity).

Negli Stati Uniti si è scelto un approccio diverso. Il Dodd-Frank Act (2010), la US Basel III Final Rule (luglio 2013) e il processo di trasposizione della FED (Tarullo, 2014a) hanno adottato un approccio regolamentare graduato secondo le dimensioni e il *business model* delle banche, come sinteticamente illustrato nelle tabelle 3 e 4.

Tabella 3 – US transposition of the Basel III framework: the Fed’s proportional approach to bank regulation (end-2013)

Size Class	Total Assets (A, \$ billion)	Number of banks
Small (community) banks	$A < 1$	5,130
Community banks	$1 \leq A < 10$	570
Medium banks (standard and foundation approach)	$10 \leq A < 250$	80
Large banks	$250 \leq A < 700$	
GSIB's (Globally Systemically Important Banks)	$A \geq 700$ (and other systemic characteristics)	8

Source: Author’s elaboration from Tarullo (2014a and 2014b).

Tabella 4 - US Basel III Final Rule: RW capital requirements (non applicable to small banks)*

Basic requirements			Additional requirements		
CET 1	Additional T1	T2	Counter-cyclical capital buffer ¹	Capital conservation buffer	Global systemic important banks (G-SIB's) surcharge ²
4.5	1.5	2	0-2.5	>2.5	1-2.5
4.5	6	8	10.5	13	15.5

*The figures in rows 1 and 2 are in percentages. The figures in row 2 represent the hypothetical maximum cumulative percentage.

Notes:

[1] This buffer, if deployed, would apply only to advanced-approaches banking organisations.

[2] This surcharge is not part of US Basel III Final Rule. It will be addressed in a separate proposal.

In particolare, la Section 165 del Dodd-Frank crea un principale livello regolamentare a \$50 miliardi di attivo. Al di sopra di quella linea si applicano standard prudenziali “aumentati”, con particolare riferimento alle modalità applicative degli stress test. Sulla base di una recente normativa applicativa, le banche con attivi inferiori \$10 miliardi sono esentate dalle regole di applicazione degli stress test (Gibson, 2014). Secondo la Section 171 del Dodd-Frank (il cosiddetto Collins Amendment), i modelli interni avanzati non consentono vantaggi in

termini di assorbimento di capitale rispetto ai modelli standard. Le *community banks* sono, inoltre, esonerate dal rispetto di taluni vincoli di capitale e di liquidità applicati alle grandi banche (Masera, 2013). Secondo il Governatore Tarullo (2014a e 2014b), il processo di articolazione della regolazione microprudenziale supera e sostituisce l'approccio unitario (*one size fits all*): «le finalità della regolazione prudenziale per le organizzazioni bancarie tradizionali deve variare a seconda delle dimensioni e della diversificazione delle attività svolte. Specificando queste finalità con maggiore precisione è possibile costruire un sistema di regole più efficace e più efficiente. Definiti gli obiettivi regolamentari per un dato tipo di istituzione è possibile meglio razionalizzare e, per quanto appropriato, differenziare le regole e i vincoli da applicare a ogni tipo di istituzione».

Seguendo questa linea di pensiero, Tarullo avanza la proposta di abbandonare i modelli interni avanzati (IRB) utilizzati per la regolazione delle grandi banche, in quanto troppo complessi e opachi e, in ultima istanza, più agevolmente arbitraggiabili dalle banche più sofisticate. Lo schema IRB verrebbe sostituito per le grandi banche e per quelle sistemiche dal meccanismo di stress test sviluppato dalla Riserva Federale, utilizzabile anche per definire coefficienti di capitale con più alta affidabilità e migliore sensibilità al rischio.

Può essere interessante rilevare la diversa morfologia del sistema bancario nell'Eurozona e negli Stati Uniti. Al di là del peso molto più rilevante delle banche dell'Euroarea in termini di totale attivo e di ruolo nel finanziamento all'insieme delle imprese non finanziarie, emerge che le *community banks*, pure in diminuzione nel tempo, sono numericamente molto superiori (5.700) rispetto alle banche "meno significative" dell'Eurozona (3.265), come si mostra nella tabella 5¹: ciò nonostante le *community banks* siano definite in base a un totale attivo massimo di \$10 mld, rispetto al limite di €30 mld delle *less significant banks* nel SSM. È, pertanto, da ritenere che l'approccio differenziato sotto il profilo regolamentare abbia contribuito a mantenere l'operatività e la redditività di banche locali di ridotte dimensioni.

1) Per un approfondimento dei nessi tra banche e PMI in Europa, si fa riferimento alle slides presentate in questo convegno da Mario Comana e a Stefania Cosci *et al.* (2014) e Monica Lamy e Zeno Rotondi (2014).

Tabella 5 - EU-SSM: “significant” supervised banking entities and less significant institutions (2014)

Size Class (main criterion)	Total Assets (€ billion)	Number of Banks
Less significant (NCA supervised)	A < 30	3,265*
Significant (ECB supervised)	A ≥ 30	130**

Source: Author’s elaborations based on ECB list of Eurozone Banks (4 September 2014), Supervision Review (26 October 2014) and ECB private communication.

Notes:

* Small banks are heavily concentrated (over 75% in three countries: Germany (nearly 40%), Austria and Italy).

** Directly supervised (as of 4 November 2014) entities include 11 GSIB’s. Total assets of significant banks amount to some €22 trillion, or 82% of bank assets in the SSM countries.

5. Banche, mercati e PMI. L’importanza dei processi di cartolarizzazione: US vs EU

Come si è sottolineato nel §3, negli Stati Uniti, diversamente dall’Europa, una quota preponderante del finanziamento al complesso delle imprese è assicurata dai mercati e dallo *shadow banking*. Con riferimento alle PMI e nonostante la più ampia definizione di queste imprese in America (<500 dipendenti), si rileva viceversa una situazione sostanzialmente analoga sui due lati dell’Atlantico: sono le banche “tradizionali” locali e regionali la fonte prevalente di credito alle PMI. Il finanziamento di mercato ha rappresentato e continua a rappresentare una quota ridotta dei fondi esterni per queste imprese, come viene documentato per esempio da Eurofi (aprile 2014) e da Tarullo (maggio 2014).

Il vantaggio comparato del nesso banche commerciali/PMI già illustrato (secondo la teoria del monitoraggio delegato²) e la regolazione prudenziale articolata adottata negli Stati Uniti – prima di fatto (Basilea I e II) e oggi (Basilea III) anche sotto il profilo formale – costituiscono le principali motivazioni di questo fenomeno. Un’analisi attenta mostra che un terzo elemento ha concorso, dopo la grande crisi

2) Per un’analisi dell’esperienza in Cina, cfr. Lin and Sun (2011).

finanziaria, in modo molto significativo: l'attivazione di nuovi, più sicuri, modelli di cartolarizzazione dei prestiti bancari.

Cattivi schemi di securitizzazione – intrisi di conflitti d'interesse, caratterizzati da intrecci perversi con derivati creditizi mal prezzati sulla base di modelli inaffidabili, non sottoposti ad adeguati canoni di sorveglianza – sono stati una delle cause principali della crisi 2007-2009 [cfr. ad es. Masera (2010)]. I gravi errori non devono essere ripetuti. Ma gli schemi di cartolarizzazione dei crediti bancari e gli ABS sui mercati non sono di per sé elementi perversi e pericolosi. Possono, viceversa, rilevarsi uno strumento efficace di raccordo e di sinergia tra mercati e intermediari, come mostra una lettura approfondita dell'esperienza negli Stati Uniti, dopo la crisi.

Autorità, banche e mercati hanno operato in questo senso, con specifico riferimento al sostegno delle PMI e alle banche locali e regionali per favorire e alimentare la ripresa economica. In sintesi, gli interventi posti in essere si sono articolati su due filoni, comunque imperniati su schemi di cartolarizzazione. In primo luogo, nel contesto TARP (Troubled Asset Relief Program) attivato nel periodo 2009-2013 [per un esame dettagliato mi permetto di fare riferimento a un mio lavoro (Masera, 2014a) che contiene il rinvio all'ampia documentazione predisposta dal Tesoro americano sull'intero programma, le finalità e i risultati ottenuti nei diversi settori di intervento]. Per quanto concerne la problematica qui trattata, specifiche operazioni sono state rivolte a favore delle banche retail locali e regionali. Nel contesto di una revisione rigorosa delle regole delle cartolarizzazioni e dei canoni di intervento, e comunque in un'ottica di ricupero di mercato di posizioni non irrimediabilmente compromesse, il Governo si è posto come controparte dell'acquisto di pacchetti di *problem loans*. Tali acquisti erano comunque subordinati alla concessione di nuova finanza alle imprese da parte delle banche.

Ulteriori rilevanti interventi per favorire la concessione di nuovi crediti alle PMI da parte delle banche retail sono stati posti in essere con riferimento ai crediti *in bonis*. Anche in questo caso si è fatto ricorso a operazioni di securitizzazione. Le GSE (Government Sponsored Enterprises), segnatamente Fannie Mae e Freddy Mac, hanno acquistato e acquistano fino al 70% dei crediti originati dalle banche retail, talora con il supporto di garanzie parzialmente concesse dalla SBA (Small

Business Administration) (su questi punti cfr. Eurofi, marzo 2014).

Le operazioni sopra descritte hanno liberato capitale per il sostegno del credito a famiglie e PMI da parte delle banche regionali e locali, che comunque, come è stato mostrato, avevano un trattamento differenziato e più favorevole nell'implementazione dei vincoli di capitale collegati all'introduzione di Basilea III. È evidente che, in un gioco reciproco di cause ed effetti, ciò ha reso più agevole il processo di ricapitalizzazione delle banche e il sostegno creditizio alla PMI, sostanzialmente evitando condizioni di credit crunch.

In Europa, paradossalmente in vista della grande rilevanza di micro e PMI e dell'oneroso adattamento delle banche regionali e locali ai vincoli stringenti CRR/CRDIV, si è privilegiata la strada dell'accesso diretto delle imprese ai mercati finanziari per capitale e obbligazioni. In particolare, come si è detto, molto è stato fatto in Italia lungo la strada, comunque importante, che per brevità ho definito *minibond* (faccio riferimento al sito Febaf e a quello Astrid per un'ampia rassegna sull'argomento).

Anche il confronto con l'esperienza sull'altro lato dell'Atlantico suggeriva e suggerisce che ciò non sarebbe stato sufficiente in tempi brevi. Al di là della questione relativa all'approccio differenziato alla regolazione prudenziale delle banche, è importante e urgente creare in Europa condizioni per un ruolo efficace ed efficiente del mercato per i prestiti bancari securitizzati. Come si è argomentato, questo approccio si pone comunque come ponte verso un miglior equilibrio tra fonti di finanziamento bancario e di mercato nell'Unione. Molti, e da molto, sostengono questa tesi. Sono state elaborate proposte operative concrete, che stentano peraltro a coagularsi in concreti, decisivi sviluppi. Occorrono oggi rapidi risultati operativi.

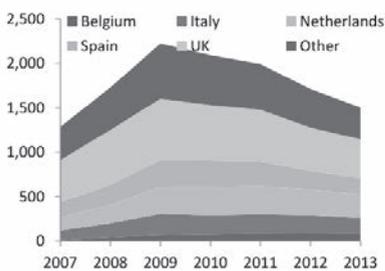
Sul fatto che il meccanismo degli ABS, rivolto in primo luogo a securitizzazioni di alta qualità, debba essere vitalizzato in Europa si è anche espresso il Presidente Draghi, facendo in particolare riferimento a uno studio congiunto ECB/Bank of England (2014), che sottolinea l'inaridirsi del mercato proprio quando avrebbe dovuto dare un ampio sostegno al finanziamento dell'economia europea. Considerazioni macroprudenziali (che l'ESRB avrebbe dovuto identificare e sottolineare) suggerivano e suggeriscono di attivare al più presto questo mercato, per superare le conseguenze del deleveraging cattivo che

LE BANCHE REGIONALI NEL NUOVO QUADRO REGOLAMENTARE EUROPEO
E IN UN CONFRONTO CON GLI STATI UNITI

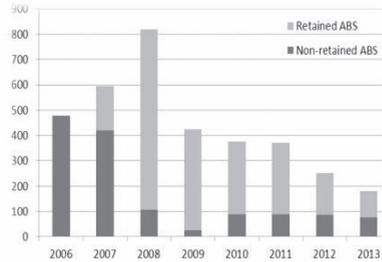
hanno contribuito alla prolungata recessione in Europa. L'ECB e il Presidente Draghi hanno, inoltre, espresso recentemente l'orientamento della Banca all'acquisto di ABS "di qualità" e hanno indicato il passaggio a una prima fase operativa nel mese di settembre.

Figura 4

A. European ABS Outstanding (EUR billion)



B. Issuance (EUR billion)



Source: ECB and Bank of England su dati Association for Financial Markets in Europe (AFME) (end observation: 2013 Q4).

Partendo da una comune infrastruttura di base sicura, efficiente ed efficace, con necessari, rigorosi adattamenti, gli schemi di securitizzazione potrebbero essere anche modulati per i prestiti *non performing* sulla base di meccanismi di mercato, attivando idonee garanzie – a livello della Commissione, della BEI (Banca europea per gli investimenti), delle banche pubbliche di sviluppo e dei Governi nazionali³. Concentrando l'attenzione sul problema esaminato in questo lavoro, si svolgono nel seguito brevi considerazioni sull'avvio di schemi di cartolarizzazione dei crediti delle banche retail alle PMI. Si tratta di riflessioni che riprendono temi sviluppati con Jacques de Larosière nell'ambito Eurofi e in un corso congiunto di regolazione finanziaria a Sciences Po (cfr. in particolare Eurofi, giugno 2014).

La premessa per avviare un modello di successo è dar vita a un vero nuovo mercato su base europea. Gli operatori di mercato, le banche, gli investitori istituzionali, nel rispetto e nella distinzione dei ruoli,

3) Per un esempio operativo riferito alla realtà italiana per prestiti a PMI, cfr. Masera (2014b).

dovrebbero concorrere a creare un punto di riferimento per gli investitori, con standard di sicurezza e di liquidità eccellenti. Questo richiede di partire da prestiti a piccole medie imprese di primaria qualità per l'impacchettamento di prodotti sicuri, relativamente semplici da valutare e ai quali assegnare rating affidabili.

Ma il mercato richiede regole e condizioni di contorno che solo le autorità, in dialettica costruttiva con gli operatori, possono creare e assicurare.

Secondo lo schema qui delineato, la BCE sarebbe chiamata a svolgere un ruolo chiave, sia per ingegnerizzare il sistema, sia per contribuire direttamente alla sua operatività. Capitalizzando sull'esperienza acquisita, anche attraverso il SSM, dalla stessa BCE e dalle banche centrali nell'utilizzare i prestiti PMI come collaterale, la Banca darebbe le linee guida per assicurare gli standard di elevata qualità del nuovo mercato. D'altra parte, come ricordato, lo stesso Sistema delle Banche centrali interverrà acquistando, temporaneamente, gli ABS/Prime/SME (APS) per contribuire allo sviluppo del mercato e per dare un immediato sostegno alle banche, a fronte di impegni precisi a concedere nuovi prestiti.

Le Agenzie europee, per quanto di competenza, e la stessa Commissione, per rivedere alcune norme sull'assorbimento di capitale e sull'utilizzo degli APS ai fini del soddisfacimento delle regole di liquidità, devono fornire un contributo essenziale al progetto. Tre principali interventi sono necessari. In primo luogo, le regole sul capitale ponderato CRR/CRD IV vanno modificate. Il pavimento del 15% per le cartolarizzazioni va rimosso sulla base della concreta esperienza di perdite attese, molto meno negative. L'EBA (European Banking Authority) nell'ambito degli atti delegati per attivare il Liquidity Coverage Ratio (LCR) deve ricalibrare i pesi eccessivamente penalizzanti per le securitizzazioni nel confronto con le obbligazioni. Infine, le regole di Solvency II, di prossima emanazione, non possono non essere riviste se si vuole consentire che le compagnie di assicurazione svolgano un ruolo significativo nel mercato degli APS.

Come insegna anche l'esperienza americana alla quale si è fatto riferimento, occorre una terza gamba per assicurare l'ampio successo dello schema APS qui succintamente delineato: la definizione di un idoneo sistema di garanzie, in particolare nella fase di avvio (cfr. Ros-

si 2014). Le garanzie potrebbero essere fornite da un apposito Fondo della Commissione, dalla BEI e dalle banche di sviluppo nazionali. Nell'ottica di mercato qui indicata, le garanzie sarebbero opportunamente prezzate: l'elevata qualità di partenza dei prestiti suggerisce che il costo sarebbe ridotto (cfr. Eurofi). Aspetto delicato, ma importante, è quello del rischio trattenuto dalle banche originatrici. Sul problema sono stati espressi punti di vista diversi. Chi scrive è convinto che, tutto considerato, sarebbe opportuno che una (ridotta ma ben definita) quota di rischio sia mantenuta dalle banche per evitare situazioni di azzardo morale e per contribuire alla credibilità e alla fiducia dello schema APS.

6. Conclusioni

Le banche regionali e locali, ben gestite e ben sorvegliate, svolgono un ruolo fondamentale nel concedere credito a micro imprese, a PMI, alle famiglie. D'altra parte, queste tipologie di finanziamento hanno un ruolo critico nel sostenere l'economia reale, l'occupazione e la crescita. Senza dubbio l'Europa deve articolare il sistema finanziario verso un assetto meno bancocentrico e le banche devono contare su più solidi e ampi cuscinetti di "buon" capitale per poter sostenere perdite inattese e disporre di migliori presidi di attività liquide sicuramente realizzabili. Un importante cammino in queste direzioni è stato compiuto negli ultimi tre anni. Sarà consolidato nell'ambito dell'approccio olistico dell'Unione bancaria, che vede un caposaldo nel meccanismo di supervisione microprudenziale unica affidato alla BCE.

In questo lavoro si sono sottolineate due direttrici di evoluzione per rinforzare i processi e per evitare i rischi del protrarsi di condizioni di mancata crescita e di deflazione.

Sotto un primo profilo, si argomenta che proprio la lettura attenta della Grande Crisi finanziaria suggerisce l'opportunità di rivedere l'approccio unitario di "taglia unica", nella regolazione prudenziale delle banche. Le banche "tradizionali" locali e regionali hanno caratteristiche specifiche di operatività e sono penalizzate da una regolamentazione sempre più complessa da gestire, concepita fundamentalmente per le grandi e grandissime banche caratterizzate da significative ti-

pologie di rischi di mercato e con rilevante impronta di rischio sistemico. Occorre evitare la minaccia di omologazione delle banche sia sotto il profilo dimensionale, sia in termini di modello di business, per le distorsioni dell'approccio regolamentare "unitario". Gli Stati Uniti, a partire dal Dodd-Frank e soprattutto nella trasposizione di Basilea III, hanno mostrato la possibilità di un approccio diverso, al quale si è fatto ampio riferimento.

La lettura dell'esperienza e delle tendenze in atto al di là dell'Atlantico parte dalla constatazione che le profonde diversità negli assetti finanziari degli US rispetto all'Eurozona e nel finanziamento di mercato al settore delle imprese scompaiono quando si fa riferimento al nesso banche regionali/PMI: anche negli Stati Uniti i flussi di credito in questi segmenti sono fondamentalmente ancorati all'intermediazione bancaria.

Al di là dell'assetto regolamentare di capitale non penalizzante per le *community banks*, si è posto in evidenza che negli Stati Uniti sono stati attivati circuiti complementari di securitizzazione di prestiti bancari alle PMI che hanno favorito la concessione di nuove linee di credito. Il Tesoro, la FED, le GSE e la SBA hanno svolto un ruolo fondamentale per porre in essere nuovi processi di creazione e di circolazione di ABS, superando i gravi errori del passato e creando un'architettura regolamentare più solida e sicura.

In Europa la proposta qui presentata è di attivare rapidamente un mercato di APS, per creare un ponte tra banche e mercati e per consentire un'immediata ripresa del sostegno creditizio alle PMI che hanno superato la lunga recessione e mostrano buone prospettive di crescita. Al riguardo si è sottolineata la rilevanza del ruolo che la BCE può svolgere per l'avvio e il consolidamento del nuovo mercato.

Riferimenti bibliografici

Capriglione F. (2014). *L'applicazione del "Meccanismo unico di supervisione" bancaria: una vigilia di ingiustificati timori*. Apertacontrada, 10 Ottobre 2014.

Comana M. (2014). Intervento al Convegno ASSBANK – ACRI Reggio Emilia, 19–20 settembre 2014.

Cosci S. et al. (2014). *Basel III and the financing of Italian small firms*. Mimeo.

- de Larosière J. (2009). *The High-level Group on Financial Supervision in the EU*. Report. Brussels, February 25.
- Eurofi (2014). *Providing appropriate financing tools for EU SMEs and midcaps*. The Eurofi High Level Seminar 2014, Athens 31 March – 1 April.
- _____ (2014). Expected evolution of bank and market intermediated financing and of the competitiveness of the EU financial system following on-going reforms. The Eurofi High Level Seminar 2014, Athens 31 March – 1 April.
- _____ (2014). Conditions for revitalising securitisation based on Prime Quality SME loans. June.
- European Banking Federation (2011). Facts and figures 2011.
- European Central Bank (ECB) (2010). Financial Stability Review, June 2010.
- _____ (2014). Survey on the Access to Finance of small and medium-sized Enterprises in the Euro area. October 2013 to March 2014. Frankfurt am Main: ECB, April.
- _____ and Bank of England (BoE) (2014). The impaired EU securitisation market: causes, roadblocks and how to deal with them. May.
- Gibson M. (2014). Supervisory Guidance on Dodd-Frank Act Company-Run Stress Testing. Board of Governors, Federal Reserve System, March 6.
- Lamy M. and Rotondi Z. (2014). *SMEs Participation to supply chains and credit constraints: implications for internal credit risk models*. Mimeo.
- Lin Y.J. and Sun X. (2011). *Delegated Monitoring and Bank Size Distribution*. Mimeo, available at the URL old.ccer.edu.cn/download/7811-1.pdf.
- Liikanen E. (2012). *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector*. Final Report. Brussels, October 2.
- Masera R. (2010). Reforming financial systems after the crisis: a comparison of EU and USA. PSL Quarterly Review, 63(255): 299-362.
- _____ (2013). US Basel III Final Rule on Banks' Capital Requirements: a "Different-Size-Fits-All" Approach. PSLQR, 66(267): 387-402.
- _____ (2014a). CRR/CRD IV: the Trees and the Forest. PSL Quarterly Review. Forthcoming.
- _____ (2014b). Crediti deteriorati, contesto macroeconomico e impli-

cazioni per il settore bancario. Convegno SADIBATRENTOTTO. Perugia, 20-21-22 marzo.

Rossi S. (2014). *Una finanza per lo sviluppo*. Sondrio, 12 Settembre.

Tarullo D.K. (2014a). Rethinking the Aims of Prudential Regulation. Speech at the Federal Reserve Bank of Chicago Bank Structure Conference, Chicago, Illinois, May 8.

_____ (2014b). A Tiered Approach to Regulation and Supervision of Community Banks. Chicago Illinois, November 7.

**LE BANCHE REGIONALI
E L'UNIONE BANCARIA EUROPEA***

REGIONAL BANKS AND EUROPEAN BANKING UNION

Antonio Patuelli

*Presidente dell'ABI
Associazione Bancaria Italiana*

*Chairman of the ABI
Italian Banking Association*

* Intervento svolto in occasione del Convegno Acri Assbank “Le Banche regionali e l’Unione Bancaria Europea”, tenutosi il 19 e 20 settembre 2014 a Reggio Emilia.

È questo un anno davvero speciale per il mondo bancario perché prende avvio l'Unione Bancaria Europea. Si tratta di una tappa fondamentale, ma l'Unione Bancaria vera sarà realizzata solo quando "il fisco" non distinguerà così fortemente un paese dall'altro.

Le banche italiane arrivano a questo appuntamento preparate, grazie alla lungimiranza della Banca d'Italia; ma il mondo bancario, pur nella diversità dei modelli societari, dovrà affrontare le nuove sfide europee avviando o proseguendo nella attività di razionalizzazione aziendale, anche massimizzando sinergie.

Dobbiamo avere valori ideali alti, una cultura del capitalismo che ci faccia ragionare in maniera ampia e ci faccia correggere le nostre lentezze.

PAROLE CHIAVE: UNIONE BANCARIA - VALORI - SINERGIA

This is a very special year for the banking industry because the European Banking Union is starting. It is a milestone, but the real Banking Union will come true only when "taxation" does not make differences so strongly among countries.

Italian banks turn up for this appointment prepared, thanks to the foresight of Bank of Italy; but, despite the different company models, the banking industry, will have to face the new European challenges starting or continuing their activities to streamline the company, maximizing synergies as well.

We must have high ideal values, a culture of capitalism that makes us think broadly and correct our slowness.

KEYWORDS: BANKING UNION - VALUES - SINERGY

È questo un anno davvero speciale per il mondo bancario, l'anno in cui si compie una vera e propria rivoluzione: l'entrata in vigore della Unione Bancaria Europea.

Questo passaggio non significa che andremo incontro ad un "modello" bancario europeo: è una considerazione, una proiezione che considero sbagliata, storicamente e concettualmente.

Credo, invece, che l'Unione Bancaria, mantenendo fermo il pluralismo dei modelli di banca, debba tendere ad un'unica normativa, senza

eccezioni di privilegi e di discriminazioni.

Il pluralismo competitivo in ambito bancario è, infatti, l'essenza di uno spazio libero com'è l'Unione Europea.

Sento spesso pronunciare le parole: "tanto in Italia non cambia mai nulla", che mi portano alla mente subito il capitolo de "*Il Gattopardo*" e quella famosa frase del Principe di Salina: "*tutto deve cambiare, perché non cambi nulla*".

Un passaggio che si ritiene racchiuda una concezione borbonica secondo cui "*nulla può capitarci*" perché siamo circondati "*dall'acqua salata e dall'acqua santa*" e di conseguenza non deve cambiare nulla perché non cambi nulla.

Ma io credo che il Principe di Salina, non certo un trasformista, volesse dire altro: che non credeva nel trasformismo per conservarsi e che non voleva cambiare, per rimanere qual era.

Ebbene, per mantenere un pluralismo bancario in Italia molto deve cambiare proprio per non cambiare questo pluralismo. Se volessimo non cambiar niente per non cambiare il pluralismo bancario, finiremmo col commettere l'errore concettuale dei Borboni di Napoli.

Ragioniamo, allora, facendo un passo alla volta e stabiliamo che le colonne d'Ercole da cui partire sono la componente primaria del capitale di una banca (il così detto CET1) e i vari parametri di efficienza gestionale, quindi innanzitutto il rapporto tra i costi operativi e il margine di intermediazione (così detto cost/income).

Ragioniamo sul fatto che abbiamo impiegato quasi quindici anni per far prevalere la cultura della solidità patrimoniale, rispetto alla cultura del rischio.

Infatti, quando ci domandiamo perché c'è stata questa crisi internazionale, nata negli Stati Uniti e in Gran Bretagna, dobbiamo rispondere che la ragione principale sta nel fatto che il rischio veniva anteposto alla solidità patrimoniale, che si viveva una "esaltazione" del ROE, che era *il* valore e non *un* valore. Questo significava un patrimonio il più basso possibile ed una gestione aziendale che premiava, incentivava il massimo del rischio.

Tutto questo è stato sconfitto dalla crisi, dalle Autorità di vigilanza,

ma anche culturalmente da coloro che non hanno mai perseguito, né operato seguendo questa filosofia.

Oggi in Europa, nell'Europa continentale, il Core Tier One e le regole sulla efficienza sono i pilastri del far banca.

Cosa sta succedendo in questa lunga crisi, in ambito bancario italiano, nella prospettiva europea?

Prima di tutto osserviamo che si tratta di una crisi molto più lunga rispetto ad ogni esperienza vissuta dopo la nascita della Repubblica e della Costituzione. Non si tratta, credo, della crisi in assoluto più grave, perché i dati sulla disoccupazione, a cominciare da quella giovanile, nel '77 erano peggiori e drammatico era il clima di quegli anni, con il terrorismo per le strade.

Le banche italiane sono state preparate severamente dalla Banca d'Italia agli "esami" europei, esami che in prospettiva coinvolgeranno non solo le prime quindici, ma tutte le banche italiane.

Ma cos'è cambiato rispetto a un anno, un anno e mezzo fa, nella grande "rivoluzione bancaria" di questo 2014?

Vorrei evidenziare un aspetto di cui ancora non vi è chiara percezione: gli aumenti di capitale che sono stati effettuati, vittoriosamente, per oltre 10 miliardi di euro nei primi sette mesi dell'anno – e che non è detto siano finiti - hanno cambiato profondamente l'azionariato delle banche. Di questo ci accorgeremo mano a mano che si svolgeranno le Assemblee societarie, momenti nei quali emergeranno nitidamente gli effetti di questi ampliamenti proprietari.

Ai 30 miliardi di euro degli aumenti di capitale degli anni scorsi si sommano i 10 miliardi di euro di quest'ultimo anno che sono stati raccolti a fronte di situazioni complesse, nelle quali vi era un forte bisogno di un innesto di capitale. Questo porterà ad Assemblee con pluralità di liste e una forte competizione.

In termini di ristrutturazioni aziendali molto è stato fatto, innanzitutto dalle più grandi banche, anche sotto la spinta degli incombenti esami della BCE.

Inizierei dalle banche estere, che non sono ferme. Spinte dall'Unione Bancaria, le case madri, che sono soprattutto in Francia e in Germa-

nia, stanno lavorando per realizzare delle grandi ristrutturazioni dei loro gruppi e per far sì che le loro macchine siano sempre più efficienti, anche colmando talune lacune di capitale. È un lavoro non sempre vistoso dall'Italia, ma in atto.

Quanto alle banche italiane più grandi, esse usciranno dalla crisi molto diverse rispetto a come erano prima della crisi stessa: saranno potentemente organizzate, ciascuna non più con plurime, ma con razionalizzate società prodotte, con una diversificazione molto più limitata sul territorio nazionale. Anche queste saranno ristrutturazioni importanti dal punto di vista aziendalistico.

Quindi avremo, nel mercato europeo e non solo, competitori più efficienti, più patrimonializzati, molto più razionalizzati.

Le Banche di Credito Cooperativo, in parte banche indipendenti locali e in parte un agglomerato nazionale, sono anch'esse in ristrutturazione. Poi ci sono le banche medie e le banche piccole o medio-piccole. Si tratta di tipologie assai diverse tra loro. Tra esse ci sono dei casi di banche medie per le quali ho grande apprezzamento perché, grazie alla capacità intellettuale di chi le gestisce, per avere incominciato prima di altri e quindi per la capacità di precorrere tempi e cogliere le innovazioni, per gli investimenti fatti in anticipo, riescono ad avere modelli aziendali efficienti e molto autonomi.

Ma bisogna fare attenzione, perché non si tratta di modelli adatti a tutti, perché funzionano per coloro che hanno incominciato a usarli con anticipo e che hanno capacità e rigore nel gestirlo.

Ragionando in prospettiva, quindi, le banche medie, medio-piccole e piccole, per essere competitive con i grandi gruppi europei, per cercare di avere un *cost/income* paragonabile alle grandi banche, per poter essere sempre in grado di accantonare riserve e di spostare riserve a patrimonio, o si fonderanno con altre banche medie per costituire altri grandi gruppi, oppure dovranno portare taluni loro prodotti e talune macchine in organismi che possano massimizzare i risparmi.

Questo è necessario se si intende mantenere un quadro di pluralismo di modelli: occorre cambiare perché sia confermata l'autonomia bancaria. Autonomia e legame con il territorio sono, infatti, due valori fondamentali; tuttavia l'autonomia non dipende solo dalla indipendenza degli azionisti, ma anche dalla buona e lungimirante gestione. Per salvare l'autonomia e i legami con il territorio, è necessario effet-

tuare tutte le operazioni di natura organizzativa possibili e utili.

Il ragionamento sulle banche, sui modelli di banca, sulle prospettive, deve avere oggi come stella polare l'Unione Bancaria.

Ma l'Unione Bancaria vera sarà tale solamente quando non solo i tre pilastri dell'Unione Bancaria saranno completati, ma anche quando "il fisco" non distinguerà così fortemente un paese dall'altro.

Grandi imprese industriali stanno spostando la sede legale e fiscale dall'Italia all'estero: questo deve essere un monito, perché non può sussistere a lungo l'Unione di tutto, salvo che del fisco.

Concludo allora con due richiami, il primo bibliografico, il secondo storico.

Suggerisco la lettura dei volumi sulla Storia fiscale dell'Unità d'Italia Ottocentesca del Professor Gianni Marongiu e il libro di scritti di Quintino Sella.

Il primo per comprendere la centralità della unione fiscale nell'ardimentoso processo di unità d'Italia; il secondo perché contiene importanti riferimenti a principi etici attraverso una sorta di elenco di metodologie virtuose del vivere civile.

Morto Cavour, Minghetti e Sella compresero e sostennero con forza che bisognava unificare immediatamente, in termini monetari e fiscali, l'Italia perché altrimenti non sarebbe mai stata costruita, e non solo in termini ideali ed etici. Per questo, con la legge di Gioacchino Napoleone Pepoli del 1864, fecero l'unificazione fiscale prima della presa di Roma.

Ma forse questo nessuno lo ricorda più.

Non abbiamo studiato e non abbiamo imparato gli insegnamenti di Minghetti e Sella.

Oggi in Europa abbiamo libertà di movimento, di circolazione delle persone, delle merci e dei capitali, ma non abbiamo ancora unità fiscale.

Dobbiamo avere valori ideali alti, una cultura del capitalismo che

ci faccia ragionare in maniera ampia e ci faccia correggere le nostre lentezze. Solo così riusciremo a salvare il pluralismo bancario, virtù dell'Italia, in una competizione di qualità e di efficienza.

Questa è la sfida per uscire vittoriosi dalle grandi difficoltà, per superare, spero definitivamente, i sette anni di lunghissima crisi.

**ALCUNE OSSERVAZIONI SULLA STRATEGIA
*COVERED CALL WRITING***

SOME COMMENTS ON THE COVERED CALL WRITING STRATEGY

Martina Nardon

Paolo Pianca

*Dipartimento di Economia, Centro di Economia Quantitativa
Università Ca' Foscari Venezia*

*Department of Economics, Centre for Quantitative Economics
University Ca' Foscari of Venice*

mnardon@unive.it – pianca@unive.it

La strategia covered call writing viene utilizzata sia da operatori esperti che da risparmiatori che non hanno grande dimestichezza con i derivati. Trattasi di una strategia a rischio limitato, in quanto prevede che l'operatore venda l'opzione call su un bene che possiede. È una strategia molto popolare, viene attivata in tutti i mercati evoluti e presenta funzioni di profitto simili a quelle di numerose altre strategie meno note e caratterizzate da un volume di scambi decisamente inferiore.

Utilizzando la moderna teoria del prospetto si possono analizzare alcuni aspetti che caratterizzano il comportamento e le scelte degli operatori coinvolti.

PAROLE CHIAVE: ANALISI DELLA PERFORMANCE • STRATEGIE • DIVIDENDI • FINANZA COMPORTAMENTALE.

The covered call writing strategy is used both by experienced operators and by investors who are not so familiar with derivatives. It is a strategy with limited risk, since the seller of the call option owns the underlying asset. Such a strategy is very popular; it is activated in all developed markets and has profit functions similar to those of numerous other less known strategies, which are characterized by a significantly lower trading volume.

Using the modern prospect theory, we can analyze some aspects that characterize the behavior and choices of the decision makers.

KEYWORDS: PERFORMANCE ANALYSIS • DIVIDENDS • OPTIONS STRATEGIES • BEHAVIORAL FINANCE.

1. Introduzione

La strategia *covered call writing* (CCW) è un esempio di costruzione di un portafoglio protetto che consiste in una posizione *short* su un'opzione call e *long* sull'attività sottostante (che supponiamo essere un titolo azionario). L'opzione, che in tale caso viene venduta, fornisce una sorta di protezione contro la diminuzione del prezzo del bene sottostante. L'obiettivo della strategia è di generare un introito dalla vendita di opzioni di tipo call; il premio ottenuto va a controbilanciare la mancanza di elevati guadagni che si possono ottenere in

seguito a un forte rialzo nel prezzo del bene sottostante.

Di norma, l'operatore che vende la call coperta è convinto che il prezzo del bene sottostante durante la vita dell'opzione sia destinato a rimanere pressoché costante o comunque ad aumentare di poco. Questo spiega il motivo per cui la maggior parte delle opzioni vendute nella strategia considerata prevedono un prezzo d'esercizio di poco superiore al prezzo corrente del bene sottostante. Se il prezzo sale oltre il prezzo d'esercizio l'opzione viene esercitata, ma non comporta un danno in quanto l'operatore che adotta la strategia non solo ha incassato un premio, ma possiede il titolo azionario che, eventualmente, dovrà consegnare in caso di esercizio dell'opzione. Il premio incassato, inoltre, ha anche lo scopo di mitigare le eventuali perdite originate da un ribasso del prezzo del bene sottostante. A differenza dell'acquisto diretto del titolo azionario, che risulta conveniente quando il mercato è in crescita, la strategia CCW può essere attivata a prescindere dai *sentiments* di mercato.

In questo contributo, dapprima si analizzano le caratteristiche fondamentali della strategia cercando di evidenziare i fattori che maggiormente influenzano il valore della strategia stessa, che sono il valore intrinseco dell'opzione venduta, cioè l'ammontare della differenza tra il prezzo corrente del bene sottostante e il prezzo d'esercizio, il valore temporale dell'opzione, la durata del contratto di opzione e la volatilità del prezzo del bene sottostante che può influenzare la convenienza all'esercizio. Nel paragrafo 3, si descrivono gli effetti prodotti dallo stacco di dividendi pagati dai titoli azionari. Se da un lato è vero che lo stacco di un dividendo produce una diminuzione del prezzo del titolo azionario e quindi delle opzioni call emesse su tale titolo, d'altro lato si deve osservare che le opzioni emesse sui titoli azionari sono di tipo americano e quindi esercitabili in ogni istante; la presenza di dividendi di un certo ammontare può comportare la convenienza all'esercizio anticipato (subito prima dello stacco) dell'opzione.

Nel paragrafo 4, si illustrano brevemente alcune strategie che, sebbene non presentino un volume di scambi paragonabile a quello della CCW, sono caratterizzate da proprietà simili alla strategia in esame.

Il paragrafo 5 è dedicato all'analisi di alcuni aspetti che caratterizzano il comportamento e le scelte degli operatori che mettono in pratica la strategia CCW. Nel paragrafo 6, infine, vengono riportate alcune riflessioni conclusive.

2. Caratteristiche fondamentali della strategia covered call writing

È ben noto che la vendita di un'opzione call può produrre degli effetti disastrosi. Il venditore (*seller* o *writer*) di un'opzione call all'epoca di stipulazione del contratto incassa un premio, ma in cambio deve sottostare alle decisioni dell'acquirente. In particolare, l'acquirente dell'opzione (*buyer* o *holder*) può esercitare il diritto (solamente all'epoca di scadenza se l'opzione è di tipo europeo e in qualsiasi epoca compresa fra l'emissione e la scadenza se l'opzione è di tipo americano) di acquistare il bene sottostante pagando un prezzo X concordato al momento della stipulazione del contratto.

L'acquirente del diritto procederà all'esercizio solo in caso di convenienza, cioè se il prezzo del bene sottostante supera il prezzo che deve pagare per l'acquisto (prezzo d'esercizio X), cioè solo se la differenza

$$S_t - X, \quad [1]$$

detta valore intrinseco, risulta positiva. Ovviamente, se il prezzo del bene sottostante l'opzione cresce, la differenza [1] può assumere dimensioni molto elevate, comportando un notevole guadagno per l'acquirente del diritto e, simmetricamente, una notevole perdita per il venditore.

Indicato con c , se l'opzione è di tipo europeo, o con C , se l'opzione è di tipo americano, il premio pagato dall'acquirente del diritto, se l'opzione viene esercitata all'epoca t il guadagno netto è dato da

$$G_t = S_t - X - C. \quad [2]$$

Se l'opzione non viene esercitata l'acquirente perde il premio. Ovviamente guadagno e perdita dell'acquirente coincidono con la perdita e il guadagno del venditore dell'opzione.

Mettiamoci nei panni del venditore della call; la strategia CCW prevede di vendere un'opzione call su un bene che si possiede o che viene acquistato esattamente all'epoca di vendita dell'opzione. In tale contesto, la vendita dell'opzione call comporta un rischio limitato dato che il venditore possiede il bene che eventualmente deve consegnare. Tale caratteristica giustifica il nome di *covered call* (opzione

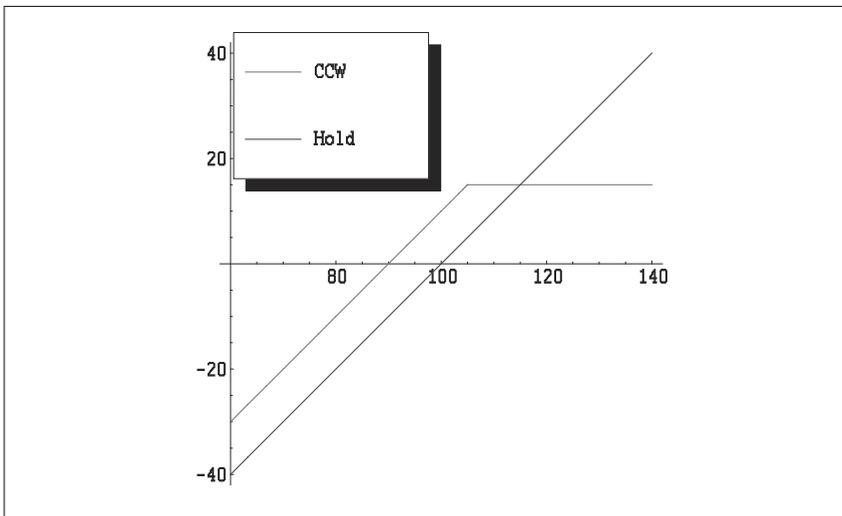
call coperta) con cui è nota la strategia, in quanto se sussistono le condizioni per l'esercizio dell'opzione (nel caso dell'opzione europea, questa scade *in-the-money*) il venditore del diritto è coperto contro il rischio di subire perdite illimitate.

La funzione di guadagno/perdita, valutata all'epoca di scadenza T , per l'operatore che utilizza la strategia CCW, nell'ipotesi che l'opzione sia di tipo europeo e che il bene sottostante sia acquistato al prezzo S_0 , è

$$G(S_T) = \begin{cases} S_T - S_0 + c & \text{se } S_T \leq X \\ X - S_0 + c & \text{se } S_T > X \end{cases} \quad [3]$$

L'impiego della strategia ha come obiettivo fondamentale l'incasso del premio. Tale somma comporta una diminuzione del prezzo di carico del bene sottostante. D'altra parte, se il prezzo S_T supera il prezzo d'esercizio e l'opzione viene esercitata, il guadagno viene bloccato come è evidenziato in Fig. 1, nella quale si confronta il digramma di profitto/perdita della strategia *covered call writing* con quello del semplice acquisto del bene sottostante (*buy and hold strategy*).

Fig. 1 - Diagramma di profitto/perdita delle strategie *covered call writing* e *buy and hold* per $S_0 = 100$, $X = 105$, $c = 10$, $S_T \in [60, 140]$



Appare evidente che se il prezzo del bene sottostante diminuisce e scende sotto il livello (punto di pareggio o *break even point*), allora si ha una perdita che risulta massima se il bene sottostante ha valore nullo; in ogni caso la perdita viene in parte mitigata dall'incasso del premio.

D'altra parte, se il prezzo S_T sale, il guadagno massimo risulta limitato ed è dato dalla somma del premio incassato c e dalla differenza $X - S_0$ fra il prezzo d'esercizio e il costo iniziale del bene sottostante. L'ammontare del guadagno massimo dipende dalla scelta del prezzo d'esercizio X ed è noto fin dal momento in cui viene attivata la strategia; all'aumentare del prezzo d'esercizio aumenta il livello del guadagno massimo, ma diminuisce la consistenza del premio incassato in quanto sussiste un legame di natura inversa tra il prezzo dell'opzione e il prezzo d'esercizio. A tal proposito, con riferimento al celeberrimo modello di Black e Scholes (1973), si ha che il fattore *strike* dato dalla derivata del prezzo dell'opzione rispetto al prezzo d'esercizio è negativo. In altri termini, indicato con c il premio incassato, che si suppone coincidere con il prezzo teorico di Black-Scholes, si ha

$$\frac{\partial c}{\partial X} = -\exp[-rT]N(d_2) < 0, \quad [4]$$

dove con r si è indicato il tasso istantaneo di interesse *risk-free* e

$$N(d_2) = \int_{-\infty}^{d_2} \frac{\exp[-x^2/2]}{\sqrt{2\pi}} dx, \quad d_2 = \frac{\log\left(\frac{S_0}{X}\right) + (r - \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}},$$

$\sigma > 0$ essendo la volatilità del prezzo del bene sottostante l'opzione.

Nel caso di un'opzione call europea il guadagno massimo si ha per tutti i prezzi alla scadenza S_T non minori del prezzo d'esercizio X . Per l'operatore che intende ripetere la strategia, il guadagno massimo si ha quando vale l'uguaglianza

$$S_T = X. \quad [5]$$

In tale caso, infatti, l'esercizio dell'opzione è a discrezione dell'acquirente ma in ogni caso non comporta alcun aggravio per l'operatore che ha messo in essere la strategia e che intende ripeterla per ottenere ulteriori benefici dal possesso dell'azione o dal suo riacquisto sul mercato.

La strategia CCW consente di scegliere non solo il prezzo d'esercizio X , ma anche la durata dell'opzione venduta. Ovviamente all'aumentare della durata, aumenta il premio incassato¹. Sempre con riferimento al modello di Black e Scholes, la derivata del prezzo dell'opzione call rispetto alla durata residua si chiama fattore *theta*; quest'ultimo, se calcolato all'epoca iniziale, vale

$$\frac{S_0 N'(d_1) \sigma}{2\sqrt{T}} + rX \exp[-rT] N(d_2) > 0, \quad [6]$$

con $d_1 = d_2 + \sigma\sqrt{T}$.

Un ulteriore grado di libertà nelle scelte del proponente della strategia riguarda il rapporto fra il numero di opzioni vendute e il quantitativo di bene sottostante che detiene. Il valore di tale rapporto non deve essere necessariamente uguale a uno. A tal proposito si veda la Fig. 2, nella quale vengono rappresentate quattro strategie che prevedono l'acquisto di un'azione e la vendita di α opzioni call, con $\alpha = 0.5, 1, 2, 4$.

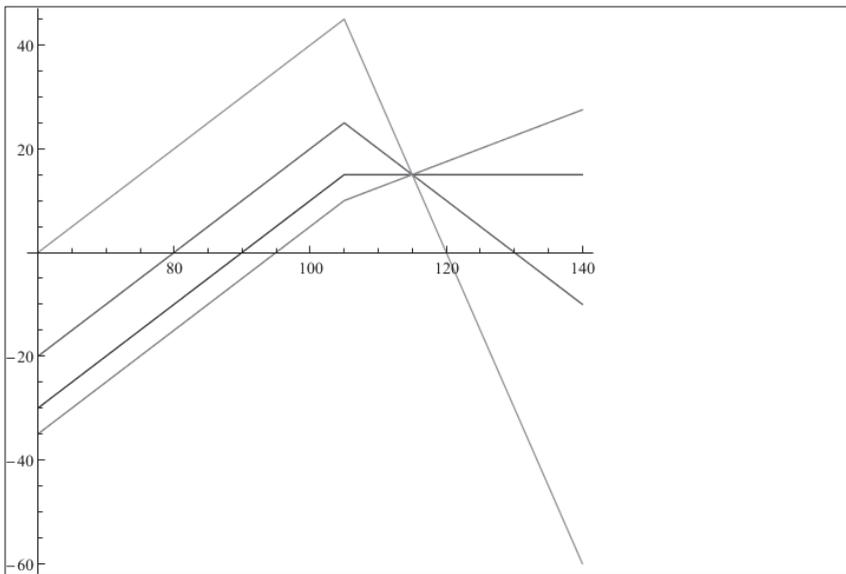
Una volta che la strategia è stata attuata, si verifica facilmente che, a parità di altre condizioni, un incremento della volatilità del prezzo del

-
- 1) Che il prezzo di un'opzione call europea sia legato in modo diretto con la sua durata è una proprietà ovvia nel caso di opzioni americane, ma che si può agevolmente dimostrare anche per le opzioni europee senza peraltro far riferimento al modello di Black e Scholes e quindi alla dinamica che regola l'andamento del prezzo del titolo azionario. Infatti, con semplici ipotesi di non arbitraggio, si può dimostrare il legame diretto fra il valore di un'opzione call europea e la sua durata. A tal proposito, consideriamo due opzioni *call* europee che differiscono solo per la data di scadenza. Si può provare che l'opzione con scadenza in T_2 , con $T_2 > T_1$, vale almeno $e^{r(T_2-T_1)} \max[0, S_{T_1} - X]$ (tale quantità rappresenta il valore in T_2 dell'opzione che scade per prima e pertanto supera il valore dell'opzione che scade in T_1). Infatti, consideriamo l'epoca di scadenza T_1 e analizziamo il comportamento dell'*holder* dell'opzione con scadenza più lunga. Se $S_{T_1} \leq X$, non fa niente in quanto l'opzione con scadenza più breve ha valore nullo e quella con scadenza maggiore potrà avere valore positivo. Se $S_{T_1} > X$, allora può vendere allo scoperto una unità del bene sottostante, investire il ricavato in titoli non rischiosi e riacquistare il bene alla scadenza T_2 . In tale epoca il suo portafoglio (opzione che scade in T_2 , capitalizzazione dell'investimento in titoli non rischiosi della somma di denaro S_{T_1} ottenuta vendendo allo scoperto il bene e acquisto del bene venduto allo scoperto) vale

$$\begin{aligned} \max[S_{T_2} - X, 0] + e^{r(T_2-T_1)} S_{T_1} &= \\ &= \max[e^{r(T_2-T_1)} S_{T_1} - X, e^{r(T_2-T_1)} S_{T_1} - S_{T_1}] \\ &\geq e^{r(T_2-T_1)} S_{T_1} - X \\ &\geq e^{r(T_2-T_1)} (S_{T_1} - X) \\ &\geq e^{r(T_2-T_1)} \max[S_{T_1} - X, 0]. \end{aligned}$$

bene sottostante comporta una diminuzione del valore della strategia. Infatti, un incremento di volatilità produce un aumento del prezzo delle opzioni detenute in posizione corta; in tal caso, inoltre, qualora l'operatore che ha venduto la call decidesse di riacquistarla per chiudere la posizione dovrebbe affrontare un costo maggiore.

Fig. 2 - Diagramma di profitto/perdita della strategia acquisto del titolo azionario e vendita di α opzioni call, con $\alpha = 0.5, 1, 2, 4$.



Il trascorrere del tempo, invece, ha un effetto positivo sulla strategia dato che comporta una diminuzione del valore temporale dell'opzione². Con l'avvicinarsi dell'epoca di scadenza il valore complessivo dell'opzione tende al valore intrinseco e quest'ultimo è nullo per le

2) Il valore temporale è definito dalla differenza fra la quotazione dell'opzione e il suo valore intrinseco. Le opzioni call *out-of-the-money* $S_t < X$ hanno solo valore temporale. Il valore temporale diminuisce con l'approssimarsi della scadenza in quanto diminuisce la probabilità che sul mercato intervengano eventi rilevanti e in grado di modificare significativamente il prezzo del titolo sottostante l'opzione.

opzioni *out-of-the-money*.

3. La presenza di dividendi

Se durante la vita dell'opzione (che viene venduta) il bene sottostante non paga dividendi, non ci sono motivi per distinguere le opzioni call europee da quelle americane. Infatti, in assenza di dividendi l'esercizio anticipato di un'opzione americana non risulta conveniente³ e pertanto si ha

$$c = C.$$

La presenza di uno o più dividendi distribuiti durante la vita dell'opzione comporta l'opportunità di un esercizio prima della scadenza, opportunità che deve essere sfruttata subito prima dello stacco di un dividendo. Indicato con D l'ammontare del dividendo (supposto unico) pagato durante la vita dell'opzione in corrispondenza dell'epoca $t_D < T$, è immediato dimostrare (per maggiori dettagli si veda anche Nardon e Pianca, 2013) che la relazione

$$D < X[1 - e^{-r(T-t_D)}] \quad [7]$$

rappresenta una condizione sufficiente per la non convenienza all'esercizio anticipato. Il significato pratico della relazione [7] si può sintetizzare affermando che non è conveniente esercitare un'opzione call americana subito prima dello stacco del dividendo se il suo ammontare è inferiore all'interesse che si percepisce implicitamente rimandando fino alla data di scadenza il versamento del prezzo d'esercizio. Può risultare, invece, conveniente l'esercizio subito prima dello stacco del dividendo se all'epoca t_D vale la disuguaglianza

3) L'eventuale esercizio comporta la perdita del valore temporale; esercitando l'opzione si ottiene $S_t - X$, mentre con semplici ipotesi di non arbitraggio si dimostra (si veda ad esempio Merton, 1973) che deve valere la disuguaglianza

$$c_t \geq \max[S_t - X e^{-r(T-t)}, 0].$$

Non c'è pertanto convenienza all'esercizio anticipato dell'opzione.

$$D > X[1 - e^{-r(T-t_D)}] \quad [8]$$

Infatti, supposto per semplicità che sia all'epoca dello stacco t_D sia all'epoca di scadenza T l'opzione sia *in-the-money* ($S_{t_D} > X$ e $S_T > X$) l'esercizio subito prima dello stacco è conveniente se il valore del portafoglio che si ottiene in seguito all'incasso del dividendo supera il valore dell'opzione non esercitata, cioè se

$$D + S_{t_D} - X > c(S_{t_D}, X, T - t_D). \quad [9]$$

Quest'ultima disuguaglianza valutata all'epoca di scadenza diviene

$$D e^{r(T-t_D)} + S_T - X e^{r(T-t_D)} > S_T - X; \quad [10]$$

relazione che, una volta semplificata, coincide con la disuguaglianza [8].

Si osservi che la disuguaglianza [8] è verificata se la data di stacco è vicina alla scadenza (la differenza $T - t_D$ è "piccola") e se il dividendo è "alto". Dopo lo stacco del dividendo le opzioni call europee e americane, a parità di condizioni, hanno lo stesso valore.

4. Alcune strategie alternative

L'obiettivo fondamentale dell'operatore che mette in pratica la strategia CCW è quello di ottenere dal possesso dei titoli azionari, oltre che un guadagno derivante dall'incasso dei dividendi, un extra profitto originato dal premio incassato in seguito alla vendita dell'opzione call. Si è visto che il guadagno massimo si ha per tutti i prezzi $S_T \geq X$, ma la strategia offre dei risultati che si possono considerare soddisfacenti anche se $S_T < X$ (purché, ovviamente, il prezzo alla scadenza S_T non sia molto inferiore al prezzo iniziale S_0). In tale caso, infatti, l'intero premio incassato costituisce un guadagno e la strategia può essere ripetuta senza dover riacquistare il bene sottostante con esborsi superiori a quanto pagato all'epoca iniziale $t = 0$. Esistono numerose strategie che, pur non avendo la stessa popolarità e diffusione, presentano caratteristiche simili alla *covered call writing*. Nel seguito ne analizziamo brevemente alcune.

4.1 La strategia collar

Tale strategia è analoga alla CCW con l'aggiunta di una *protective put* in posizione lunga. Il premio incassato con la vendita della call riduce il costo d'acquisto della put; l'ammontare risparmiato ovviamente dipende dalla scelta dei prezzi d'esercizio delle due opzioni. Molto spesso i due prezzi d'esercizio vengono scelti vicini fra loro e in modo che il prezzo incassato, c , consenta di coprire completamente la spesa, p , sopportata per acquistare la put. Si parla in tal caso di strategia *collar* a costo zero.

Indicati con X_c il prezzo d'esercizio della call venduta e con X_p il prezzo d'esercizio della put, con $X_p < X_c$, all'epoca di scadenza la funzione di profitto è data da

$$G(S_T) = \begin{cases} X_p - S_0 + c - p & \text{se } S_T \leq X_p \\ S_T - S_0 + c - p & \text{se } X_p < S_T \leq X_c \\ X_c - S_0 + c - p & \text{se } S_T > X_c \end{cases} \quad [11]$$

4.2 Vendita di una put (scoperta)

È immediato verificare che il diagramma di profitto/perdita alla scadenza della strategia CCW coincide con quello della vendita di un put con analoghe caratteristiche. La famosa relazione di parità fra il prezzo di un'opzione put (europea) e quello di una call è un'ulteriore conferma di tale coincidenza.

Ma allora ci si può chiedere come mai le due strategie non sono ritenute alternative l'una dell'altra e perché gli intermediari finanziari permettono e anzi promuovono l'operatività in CCW anche da parte di operatori non specializzati e non consentono, in talune situazioni, nemmeno agli operatori esperti di vendere le opzioni put?

In effetti le due strategie differiscono per il diverso stile con cui viene gestito e interpretato il rischio: ci riferiamo, da un lato, alla gestione della procedura di esercizio (incluso l'esercizio anticipato) e, dall'altro, al rischio di una caduta del prezzo del bene sottostante a un livello inferiore al punto di pareggio.

Nel caso della CCW, l'esercizio si verifica in seguito a un incremento del prezzo del bene sottostante e la strategia si equilibra da sola in quanto c'è una completa compensazione fra la posizione lunga relativa al bene sottostante e la posizione corta dovuta alla vendita della

call. Tale compensazione non è invece presente nel caso della put; il suo esercizio si verifica in seguito a una diminuzione del prezzo del bene sottostante e comporta una perdita che per essere ripianata richiede un immediato esborso di denaro.

Con riferimento a una generica epoca antecedente alla scadenza, si noti che la discesa del prezzo del bene sottostante al di sotto del prezzo di pareggio è “dolorosa” per tutte e due le strategie, ma nel caso della put venduta risulta aggravata dal fatto che l’intermediario può richiedere al venditore della put di versare un’ulteriore somma di denaro a garanzia della posizione aperta. Se poi il prezzo del sottostante continua a scendere e tale tendenza sembra essere destinata a continuare nel tempo, la strategia CCW consente di alleggerire la posizione lunga vendendo parte dei titoli in possesso, mentre con la strategia short put, mancando il possesso dei titoli, l’unica alternativa è ricorrere alla vendita allo scoperto dei titoli sottostanti, con tutti i rischi che tale operazione comporta.

4.3 Una versione particolare della strategia covered call writing

Esiste una versione particolare della strategia CCW che non viene di solito riportata né studiata in letteratura e che consiste nel vendere l’opzione call (protetta) *deep-in-the-money*, cioè con prezzo d’esercizio decisamente inferiore al prezzo corrente del titolo azionario sottostante. Tale strategia offre due importanti vantaggi: da un lato consente di incassare un premio elevato garantendo una maggior protezione contro un ribasso del prezzo del sottostante e dall’altro lato incrementa l’ampiezza dell’intervallo di prezzi in corrispondenza dei quali la strategia dà luogo a un profitto.

Ovviamente i due vantaggi precedentemente illustrati hanno un costo che si traduce in una riduzione del valore temporale. Inoltre, si deve osservare che anche questa strategia può produrre delle perdite che si manifestano quando il prezzo del titolo azionario alla scadenza scende sotto la differenza fra il prezzo d’esercizio dell’opzione venduta e il premio incassato al momento della vendita, $X - c$.

4.4 La strategia bull call spread

La strategia *bull spread* su opzioni di tipo call prevede di acquistare una call con prezzo d’esercizio X_2 e di vendere una call con la stessa

scadenza e sullo stesso titolo azionario con prezzo d'esercizio X_1 , con $X_2 > X_1$. Come nel caso della strategia CCW, anche l'operatore che costruisce la strategia *bull call spread* ritiene che il prezzo del bene sottostante alle opzioni subirà un incremento moderato. Il profitto massimo della strategia è dato dalla differenza fra i due prezzi d'esercizio ($X_2 - X_1$) meno il costo iniziale ($c_1 - c_2$).

Se il prezzo del sottostante alla scadenza è inferiore al prezzo d'esercizio X_1 , l'operatore subisce una perdita che in ogni caso non supera il costo iniziale. Il punto di pareggio si ha per $S_T = X_1 + c_1 - c_2$.

4.5 La strategia *stock repair*

La strategia *stock repair* è adatta a quegli investitori che hanno acquistato dei titoli azionari (ad esempio al prezzo unitario di $S_0 = 9$ euro) e che attualmente si ritrovano a registrare una perdita consistente (supponiamo che oggi ciascuna azione quoti $S_0^* = 5$ euro), ad esempio in seguito a un *warning profit* lanciato da un'agenzia di rating. Per tali investitori si presentano numerose possibili alternative e fra queste:

- a) vendere i titoli, accusare una perdita (4 euro nell'esempio qui considerato) e impiegare il denaro ricavato in altre opportunità offerte dal mercato;
- b) mantenere il possesso dei titoli e sperare in un rialzo delle quotazioni (il tempo richiesto per recuperare la quotazione iniziale di 9 euro può essere tutt'altro che breve e non c'è la certezza che il prezzo del titolo risalga fino a raggiungere la quotazione iniziale);
- c) raddoppiare il numero di azioni acquistate (decisione che prevede un ulteriore esborso ma che riduce il livello di incremento della quotazione necessario per chiudere l'operazione in pareggio).

Come ulteriore alternativa, gli investitori possono adottare la strategia *stock repair* che presenta l'indubbio il vantaggio di ridurre o azzerare le perdite in tempi ridotti e senza costi (o con costo molto ridotto) né rischi aggiuntivi. Tale strategia consiste nell'acquistare un'opzione call *at-the-money* (con prezzo d'esercizio $X_1 = S_0^* = 5$) e nel vendere due call *out-of-the-money* (ad esempio, con prezzo d'esercizio $X_2 = 7$)

con la stessa scadenza dell'opzione call acquistata⁴.

Se il premio incassato dalla vendita delle due opzioni *out-of-the-money* è sufficiente per coprire il costo dell'opzione *at-the-money*, si ha come risultato che la strategia viene attivata a costo nullo. Si osservi che, da un punto di vista teorico, è garantita l'esistenza di un'epoca T^* di scadenza comune alle due opzioni vendute e quella acquistata in corrispondenza della quale il costo della strategia si annulla. In ogni caso, per $S_T > S_0^*$ si ha dapprima una maggior riduzione delle perdite fino al loro annullamento che si verifica non appena la quotazione recupera il livello di prezzo X_2 (7 euro nel caso dell'esempio). La funzione di profitto/perdita che inizialmente era

$$G(S_T) = S_T - S_0, \quad [12]$$

diviene

$$G(S_T) = S_T - S_0 + \max[0, S_T - X_1] - 2 \cdot \max[0, S_T - X_2]. \quad [13]$$

Con riferimento all'esempio numerico considerato, si ha quanto riportato in Fig. 3, dalla quale risulta evidente sia la riduzione delle perdite che il prezzo che annulla le perdite, che inizialmente era fissato a S_0 euro e viene ridotto a 7 euro. Si noti, peraltro, che tale riduzione del prezzo di pareggio ha come contropartita il fatto che l'operazione si chiude in pareggio per tutti i prezzi $S_T \geq X_2$ e quindi anche per $S_T > S_0$.

4.6 La strategia *covered straddle*

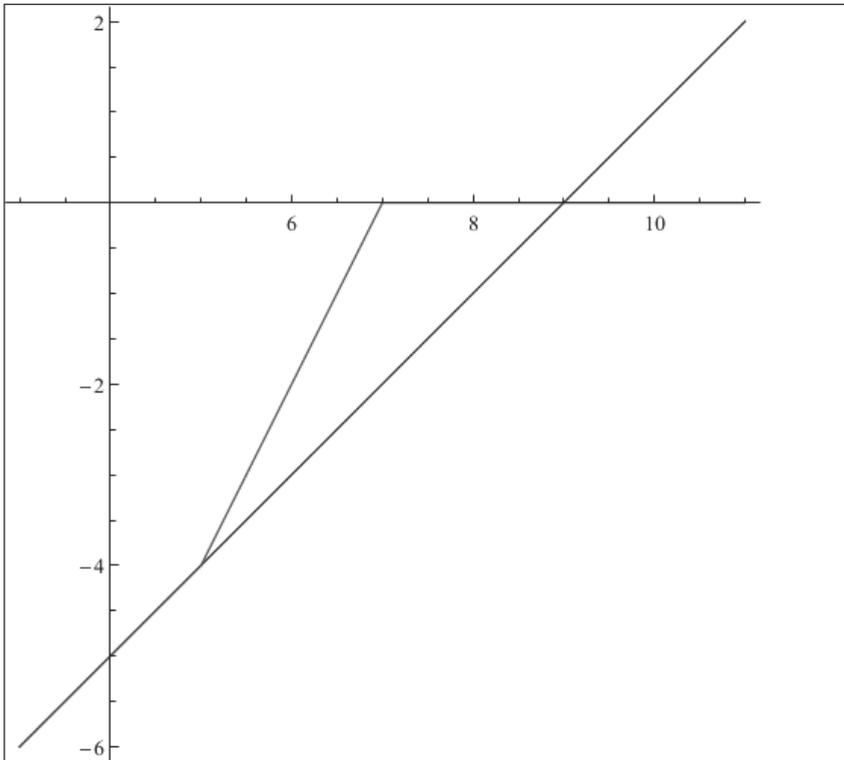
Tale strategia prevede la vendita di un'opzione call e di una put con identico prezzo di esercizio e identica scadenza, emesse sullo stesso titolo azionario che viene acquistato in quantità uguale al numero di opzioni vendute. Dato che la vendita di una put (scoperta) ha lo stesso profilo di una CCW, la strategia può essere considerata come equivalente a due CCW. La funzione di profitto/perdita alla scadenza è

4) In termini tecnici, possiamo affermare che attuare la strategia *stock repair* equivale a implementare una strategia di tipo *bull call spread* con rapporto 2 : 1.

$$G(S_T) = \begin{cases} S_T - S_0 + S_T - X + c + p & \text{se } S_T < X \\ S_T - S_0 - S_T + X + c + p & \text{se } S_T \geq X \end{cases} \quad [14]$$

Il profitto massimo, di ammontare , si ottiene quando il prezzo del titolo azionario alla scadenza è maggiore o uguale al prezzo d'esercizio delle due opzioni vendute. La perdita massima è $-S_0 - X + c + p$ e il punto di pareggio si ha per $S_T = (S_0 + X - c - p) / 2$.

Fig. 3 - Funzione di profitto/perdita della strategia *stock repair* nel caso $S_0=9$, $X_1=S_0^*$ e $X_2=7$.



5. Aspetti comportamentali e strategia *covered call writing*

La performance e la popolarità della strategia *covered call writing* sono state analizzate nell'ambito della finanza comportamentale (si veda Sherfrin e Statman, 1993). La *teoria del prospetto*, che costituisce uno dei filoni più promettenti della finanza comportamentale, viene applicata con successo in numerosi ambiti scientifici sia nella versione originaria (Kahneman e Tversky, 1979) sia nel caso delle probabilità cumulate (Tversky e Kahneman, 1992). Tale teoria riesce a offrire esaurienti spiegazioni a famosi *puzzle* presenti nella classica teoria dell'utilità attesa; solo per citarne alcuni ricordiamo⁵: la preferenza per la liquidità, la preferenza per il pagamento dei dividendi rispetto al reinvestimento degli utili, il premio collegato con il maggior rendimento dei titoli rischiosi rispetto ai titoli privi di rischio, la sottostima e la sovrastima delle quotazioni, le situazioni di euforia e di panico dei mercati, la tendenza a privilegiare nelle vendite i titoli azionari con performance positiva e di conservare il possesso dei titoli che registrano delle perdite rispetto al prezzo d'acquisto.

Secondo la teoria del prospetto, l'investitore effettua le proprie scelte non con l'obiettivo di massimizzare l'utilità attesa definita in termini di ricchezza finale, ma piuttosto valutando (attraverso una *funzione valore*) le alternative rispetto a un punto di riferimento (*status quo*). Inoltre, la teoria del prospetto presuppone che il decisore abbia un comportamento avverso al rischio nel caso dei guadagni e propenso al rischio nel caso delle perdite, con funzione valore che presenta una pendenza più elevata nel caso delle perdite (*avversione alle perdite*). Un concetto particolarmente importante è quello di *framing*, che si riferisce al modo in cui un problema o un insieme di proposizioni vengono proposti ai soggetti che debbono prendere delle decisioni. La teoria dell'utilità attesa e la maggior parte dei modelli di decisione in condizioni di rischio presuppongono che il decisore sia indifferente rispetto alle modalità con cui vengono presentate le varie alternative. La teoria del prospetto, invece, riconosce esplicitamente che le scelte sono influenzate dal modo in cui le alternative vengono descritte e presentate.

5) Per una discussione approfondita di tali argomenti si rinvia, ad esempio, a Thaler (2005).

Chi presenta un problema ha la possibilità di scegliere la modalità per enunciarlo. Soggetti diversi possono presentare lo stesso problema proponendo le varie alternative in modo tale da far ritenere che queste si riferiscono a situazioni anche molto differenti.

Con riferimento alla valutazione soggettiva di un'opzione, nelle sperimentazioni spesso i prospetti sono presentati in modo dicotomico e monopériodale; questa modalità di presentazione, tuttavia, ha lo svantaggio di dar luogo a semplificazioni eccessive e di essere interpretata come una lotteria piuttosto che come il risultato della effettiva dinamica del mercato dei beni sottostanti delle opzioni finanziarie.

Se si considera la strategia CCW, questa è stata spesso pubblicizzata e proposta dai brokers agli investitori come somma di tre possibili fonti di guadagno⁶: la prima data dalla riscossione del prezzo dell'opzione call (che viene considerato come una sorta di dividendo aggiuntivo); la seconda dal fatto che, se l'opzione viene venduta *out-of-the-money* ($S_0 < X$), in caso di esercizio l'attività sottostante verrà venduta ad un prezzo maggiore rispetto a S_0 ; infine, la terza fonte di guadagno è rappresentata da eventuali dividendi pagati dall'attività sottostante detenuta durante la vita dell'opzione. In Hoffmann e Fischer (2012) si rileva che gli investitori danno risposte diverse in merito alle loro preferenze per la strategia CCW rispetto ad una posizione lunga scoperta sul titolo sottostante nel caso in cui tale strategia venga descritta verbalmente oppure venga presentato il grafico dei profitti e delle perdite.

Il processo con cui i decisori codificano, classificano e valutano i risultati del processo decisionale viene chiamato *mental accounting*. La teoria del mental accounting prevede che il decisore raggruppi i propri beni in compartimenti mentali. Anche questa fase è denominata *framing*. Si tratta un processo soggettivo di interpretazione delle proposizioni economiche da parte degli individui che tendono a semplificare i vari aspetti dei problemi reali. In maniera sintetica possiamo dire che il mental accounting rappresenta il modo in cui il problema viene soggettivamente interpretato. Per ogni problema che viene formulato ci possono essere varie scatole mentali per rappresentarlo, in

6) Si veda Shefrin e Statman (1993).

dipendenza soprattutto dal modo in cui il problema viene presentato. Ovviamente, un problema complesso viene affrontato utilizzando una modalità diversa di mental accounting rispetto a un problema semplice. Ad esempio, se una proposizione relativa alla valutazione delle opzioni viene presentata in ambito continuo, allora il processo di creazione di un mental accounting è molto più complicato rispetto allo stesso problema presentato mediante una proposizione dicotomica di tipo monoperiodale.

Sempre con riguardo alle opzioni, queste possono essere viste come singole posizioni in opzioni *naked* (*narrow framing*) o in un portafoglio di attività finanziarie.

Anche le esperienze passate sono importanti nel processo di valutazione dei problemi relativi alle opzioni. I decisori che hanno familiarità con la teoria di Black e Scholes utilizzano tale modello per valutare le opzioni, mentre i decisori che sono a digiuno di conoscenze teoriche sulle opzioni utilizzano altri processi di calcolo, spesso di natura descrittiva o euristica, basandosi ad esempio sulla distribuzione di probabilità del prezzo finale del bene sottostante o sui potenziali flussi di cassa futuri.

Thaler (1985) ha sviluppato il concetto di *hedonic framing*, secondo il quale un soggetto sceglierà di aggregare o separare i risultati in modo tale da massimizzare il valore del prospetto. Considerando solo la funzione valore, nel caso di risultati positivi, si ottiene un valore maggiore se i risultati vengono separati (data la concavità della funzione valore); al contrario nel caso di perdite, queste vengono accorpate (data la convessità della funzione valore); nel caso di risultati misti, si tende ad aggregare tali risultati quando questi danno luogo ad un guadagno netto, mentre nel caso in cui vi siano forti perdite combinate con un guadagno di modesto ammontare, la tendenza è quella di valutare i risultati separatamente per preservare il lato positivo (*silver lining*).

Nel caso della CCW, gli investitori che vedono la strategia come somma di tre possibili fonti di reddito (come descritto sopra) tendono a mantenere i risultati positivi in comparti mentali separati.

Per quanto concerne il confronto fra le strategie CCW e *buy and hold*, applicando il modello binomiale e la teoria del prospetto, in Shefrin e Statman (1993) e in de Groot e Dijkstra (1996) si giunge alla con-

clusione che la prima strategia è da preferirsi da ogni decisore che sia adeguatamente avverso al rischio nel dominio dei guadagni e che tale preferenza si manifesti anche a parità di flussi di cassa netti.

Sempre nell'ambito della teoria del prospetto, in Hoffmann e Fischer (2012) viene riportata un'ampia e interessante analisi sperimentale basata su numerose interviste condotte all'interno dei mercati ufficiali. I risultati fondamentali di questa analisi si possono sintetizzare nei seguenti punti:

- il confronto fra la strategia CCW e il semplice acquisto del titolo azionario è a favore della strategia CCW (60.6%) se i risultati vengono descritti esclusivamente con un testo scritto, mentre è a favore (60.1%) della strategia *buy and hold* se i risultati vengono spiegati attraverso un grafico dei profitti;
- c'è una significativa preferenza (87.4%) nel vendere le opzioni *out-of-the money* rispetto a quelle *in-the-money*;
- c'è una significativa preferenza (79.3%) per l'attivazione della strategia CCW rispetto alla vendita di un'opzione put;
- gli operatori intervistati preferiscono di gran lunga (69.7%) una copertura completa rispetto a una copertura parziale;
- in prossimità dell'epoca di scadenza, se l'opzione call è *deep in-the-money*, circa metà degli intervistati preferisce che l'opzione scada con la conseguente vendita del titolo azionario, l'altra metà preferisce il riacquisto della call (subendo una perdita sul prezzo dell'opzione);
- la quasi totalità degli intervistati è convinta che la strategia CCW sia in grado di ridurre il rischio sia costituire una fonte di reddito aggiuntiva, assieme all'incasso dei dividendi e all'apprezzamento dei titoli azionari.

6. Conclusioni

Fin dalla nascita dei mercati ufficiali delle opzioni su titoli azionari, che risale al 1973, la strategia *covered call writing* è stata indubbiamente tra le più utilizzate sia dagli operatori specializzati che dai risparmiatori. Secondo alcuni studi accreditati, l'85% delle opzioni call negoziate sono call protette, nel senso che il venditore dell'opzione possiede il titolo azionario sottostante.

Esistono numerose strategie con caratteristiche analoghe, ma il loro volume di scambi risulta molto meno importante. Il successo della strategia CCW trova in larga parte giustificazione nella semplicità della struttura e negli indubbi vantaggi che la strategia comporta. Per quanto riguarda l'analisi della performance, bisogna evidenziare che in letteratura esiste un acceso dibattito sulla superiorità della strategia *covered call writing* rispetto al semplice acquisto di un titolo o di un portafoglio di titoli azionari (si vedano, ad esempio, Whaley, 2002, e Costantinides *et al.*, 2008).

Nel classico contesto di utilizzo del criterio media-varianza e di massimizzazione dell'utilità attesa, autorevoli ricercatori hanno effettuato numerose analisi empiriche relative ai mercati più evoluti riscontrando risultati contrastanti, che dipendono sia dall'ampiezza dell'orizzonte temporale considerato sia dalla scelta della famiglia di funzioni di utilità impiegate nell'analisi.

In questo contributo si è cercato di evidenziare le proprietà salienti della strategia CCW, considerando sia il punto di vista dell'operatore che propone l'acquisto dell'opzione sia dell'acquirente. Sono stati analizzati i fattori che maggiormente influenzano il valore della strategia e si è considerata l'importanza di eventuali stacchi di dividendi durante la vita dell'opzione.

Le strategie che gli operatori possono attivare sono davvero molte e talune presentano caratteristiche simili alla CCW, ma non sono certo paragonabili per quanto attiene ai volumi scambiati.

Recentemente, la strategia CCW è stata analizzata nell'ambito della teoria del prospetto ottenendo numerosi e interessanti risultati che, da un lato, ne giustificano la popolarità e il vasto impiego e, dall'altro, offrono un'esauriente spiegazione del comportamento e delle scelte degli operatori che la attivano.

Riferimenti bibliografici

Black F. e Scholes M. (1973) *The pricing of options and corporate liabilities*, Journal of Political Economy, 81, 637–654.

Costantinides G.M., Jackwerth J.C., Czerwonko M. e Perrakis S. (2008) *Are options on index futures profitable for risk averse investors? Empirical evidence*, Working paper

- [<http://cofe.unikonstanz.de/Papers/dp08.08.pdf>].
- de Groot J.S. e Dijkstra T.K. (1996) *Writing covered calls: Should be done?*, Gröninger, SOM Research School, SOM Research Reports Series.
- Kahneman D. e Tversky A. (1979) *Prospect theory: an analysis of decision under risk*, *Econometrica*, 47, 263–291.
- Hoffmann A.O.I. e Fischer E.T. (2012) *Behavioral aspects of covered call writing: an empirical investigation*, *Journal of Behavioral Finance*, 13, 66–79.
- Nardon M. e Pianca P. (2013) *Extracting information on implied volatilities and discrete dividends from American option prices*, *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 9, 112–129.
- Merton R.C. (1973), *Theory of rational option pricing*, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 4, 141–183.
- Shefrin H. e Statman M. (1993) *Behavioral aspects of the design and marketing of financial products*, *Financial Management*, 22, 123–134.
- Thaler R.H. (1985) *Mental accounting and consumer choice*, *Marketing Science*, Summer, 199–214.
- Thaler R.H. (2005) *Advances in behavioral finance*, Princeton University Press, Princeton.
- Tversky A. e Kahneman D. (1992) *Advances in prospect theory: cumulative representation of the uncertainty*, *Journal of Risk and Uncertainty*, 5, 297–323.
- Whaley R.E. (2002) *Return and risk of CBOE buy write monthly index*, *Journal of Derivatives*, 10, 35–42.

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

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

Fabrizio Crespi

Danilo Valerio Mascia

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

*Department of Economics and Business
University of Cagliari*

fabrizio.crespi@unicatt.it

danilo.mascia@gmail.com

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

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

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

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

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

Introduzione

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Si osserva infine che ulteriori ostacoli di carattere comportamentale e

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

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

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

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

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

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

11) Si veda Shan (2011) al riguardo

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

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

2.1 Definizione e aspetti tecnici

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

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

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

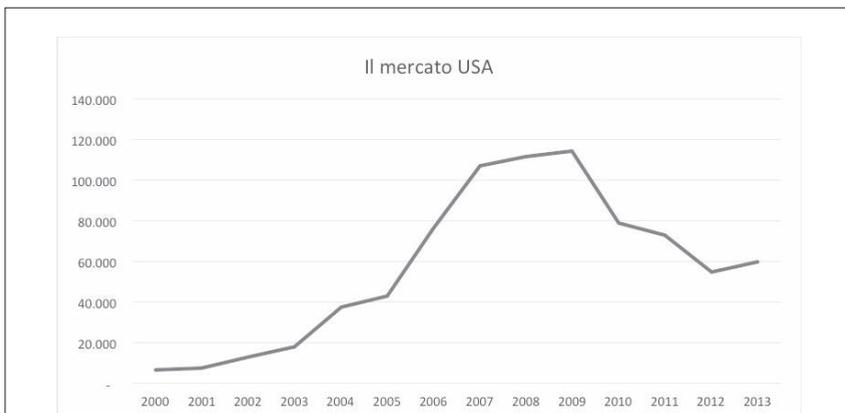
In primo luogo, per poter accendere ad un *reverse mortgage* non sono necessari particolari requisiti di reddito e di merito creditizio, come invece accade per gli *home equity loans* e gli HELOCs. Inoltre nei *reverse mortgage* non è prevista una restituzione mensile delle somme prestate e, oltretutto,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

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

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

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

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



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

2.2 Il prodotto

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

all'anno.

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

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

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

Tabella n. 1. Caratteristiche e requisiti principali dell'HECM

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2.3 Il mercato dei Reverse Mortgage negli USA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.1 Le caratteristiche tecnico-giuridiche del contratto

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

zata²².

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

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

indicati:

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

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

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

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

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

3.2 I principali costi del prestito vitalizio

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

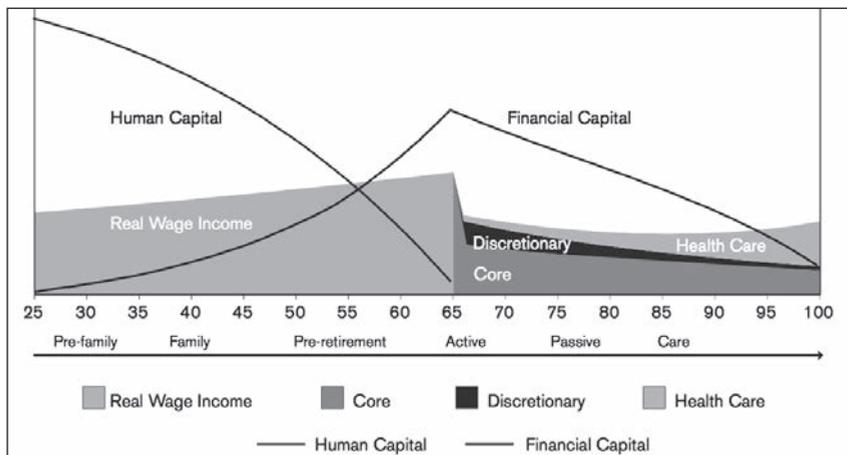
Dove: HC = Human Capital (capital umano); GR = tasso di crescita atteso dello stipendio corrente; TR = tax rate; DR = discount rate (tasso di sconto); N = numero di anni lavorativi fino al pensionamento. Per quanto possa sembrare intangibile e complesso da

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

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

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

Figura n. 2. Il tipico Financial Life Cycle



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

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

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

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

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

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

32) Forse troppo generoso per il contesto italiano.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Conclusioni

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Riferimenti Bibliografici

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

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

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

Pennsylvania Press.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE
BOOK REVIEWS

a cura di
Elisabetta Boccia

Giuseppe Ghisolfi, *Manuale di educazione finanziaria*, Aragno editore, 2014.

Il volume redatto da Giuseppe Ghisolfi, Presidente della Cassa di Risparmio di Fossano e vicepresidente dell'Abi, con la prefazione di Antonio Patuelli, Presidente dell'ABI, mette a frutto sia le sue competenze di "uomo di banca" che il suo passato di giornalista e di insegnante. Il Manuale raccoglie gli appunti delle lezioni di educazione finanziaria tenute da Ghisolfi ai ragazzi delle scuole elementari e medie che ogni anno, sin dal 2000, partecipano al concorso "Inventa il risparmio", promosso dalla Cassa di Risparmio di Fossano. Il volume è inoltre corredato da illustrazioni sul tema realizzate dagli studenti. La struttura è quella di un dizionario snello che spiega, in modo semplice e intuitivo, i termini più utilizzati nell'economia e i diversi meccanismi della finanza che sono sempre più parte integrante delle vite di tutti i giorni, ma che non si conoscono abbastanza.

Cento voci in centoquarantaquattro pagine. Si parte dalla "A" di "Abi", l'Associazione bancaria italiana e si arriva fino alla "U" di "usura", che poi è anche il fenomeno che spinse a istituire le Casse di Risparmio nei secoli scorsi, come spiega l'autore stesso. Nel mezzo, c'è una lunga serie di termini assai diffusi, ma che non tutti sanno: si va dal "rating" al "dividendo", dall'"euribor" al "Fiscal Compact", passando per il "credit crunch" e l'"Imu".

Il volume è scritto in maniera concisa, semplificando al massimo i concetti con un linguaggio adatto soprattutto ai ragazzi tra gli 11 e i 13 anni ma, come scrive l'Autore, si rivolge anche ai genitori poiché molti termini usati quotidianamente in economia sono complessi e quindi non vengono compresi nel pieno significato e rendono più difficile capire come funziona l'economia italiana e internazionale. Una maggiore educazione finanziaria è, infatti, "indispensabile per affrontare la difficoltà dei nostri tempi". "Più cultura economica e torneremo a crescere", Ghisolfi non ha dubbi: "un Paese non può crescere senza di essa".

È da molti condiviso che l'educazione finanziaria svolga un ruolo particolarmente importante nella società e andrebbe compresa tra le materie principali già nella scuola primaria e secondaria. Lo stesso

Presidente dell'Abi, Antonio Patuelli, rileva che “in Italia mancano adeguate iniziative pubbliche per l'educazione civica e civile e per l'educazione finanziaria e al risparmio, che sono presupposti per la pienezza dei diritti di cittadinanza”.

Per rispondere infatti concretamente a tale esigenza l'Abi ha costituito la Fondazione per l'Educazione Finanziaria e al Risparmio. Nella prefazione al volume, inoltre, il Presidente dell'Abi sottolinea che “..Il risparmio è innanzitutto un valore etico, presuppone previdenza per il futuro, coscienza dei limiti umani, delle necessità e delle opportunità imprevedibili dell'essere umano e della famiglia, anche con la prospettiva della continuità generazionale. Il risparmio è, quindi, una virtù civile che può essere innata, o che può essere crescentemente appresa...”.

È dunque ampiamente riconosciuto come l'educazione finanziaria sia una condizione necessaria per favorire l'efficienza dei mercati finanziari e consentire ai cittadini di acquisire maggiore competenza. Migliorare il livello di cultura economica diventa, infatti, una priorità per contribuire a stimolare la crescita economica e per rispondere alle esigenze sociali sempre più emergenti e conseguenti alla crisi che ormai da diversi anni perdura nel nostro Paese.

Ben venga quindi il manuale di Giuseppe Ghisolfi che quale strumento semplice, puntuale ed efficace, riesce a rendere a tutti più agevole la comprensione dei termini economici e finanziari.