

자산 기반 연금상품 : 주택자산의 연금화에 대한 국제 비교

2022. 8. 24

이용만

[한성대학교]

목차

I. 서론 - 문제의식

II. 주택 자산의 현금화

III. 정책적 함의

- 본 논문은 Kim Yoonsu, Lee Youngman, and Cho Man, “Home Equity Monetizing Scheme: An Inter-Country Survey” in Lee Hongmoo et al. ed., *International Comparison of Pension Systems: An Investigation from Consumers’ Viewpoint*, IAFICO (forthcoming)에 기초한 것입니다.
그러나 이 논문에서의 오류는 저자의 것입니다.

I. 서론 - 문제 의식

○ 다층 연금 제도

- ✓ 대부분의 나라에서 공적 연금 만으로는 노후 생활 보장이 어려워
 - 더 나아가 대부분 나라에서 장수화, 고령화가 진행되고 있어서, 공적 연금 개혁이 불가피한 상황
 - 공적 연금 개혁은 연금 수령액 조정, 연금 개시 연령 연장, 연금 보험료 증액 등을 주요 내용으로 하다 보니(OECD, 2021, pp.15-58), 공적 연금에 의한 노후 생활보장을 더욱 어렵게 함.
- ✓ 여러 국제기구에서 다층 연금 제도 구축을 권고(World Bank, 1994; Gillion et al., 2000; OECD, 2013)
 - 그러나 다층 연금 제도에도 불구하고 일부 국가를 제외하고는 사적 연금이 충분히 축적되어 있지 않은 상태

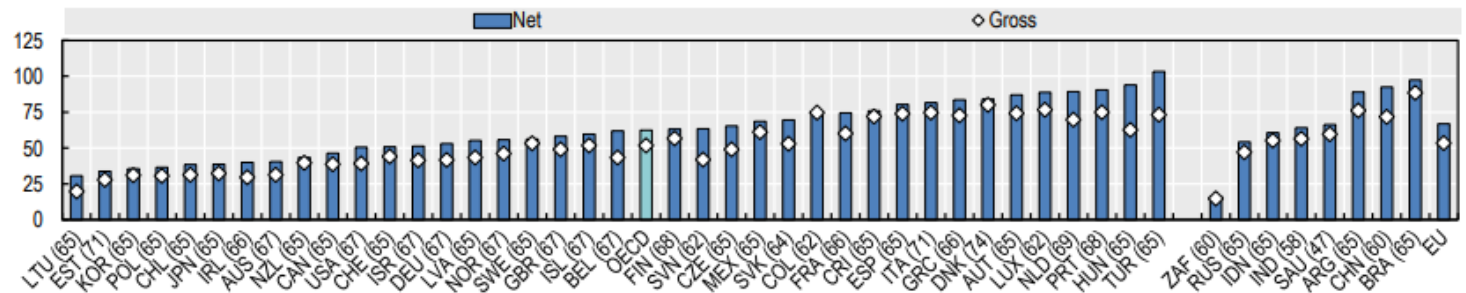
<다층 연금 제도>

3rd tier : 사적 연금
(Private voluntary pension)

2nd tier : 공적 연금
(Public mandatory pension)

1st tier : 기초 연금
(Basic pension)

<공적 연금의 소득 대체율>



주: 괄호 안의 숫자는 연금 개시 연령

자료: OECD, Pensions at a Glance 2021, 2021, p.145

I. 서론 - 문제 의식

○ 자산기반 복지 시스템(asset-based welfare system)?

- ✓ 젊은 날 자가 거주를 위해 주택 자산을 축적 → 은퇴 후 주택 자산을 처분하여 노후 생활(자가주의 homeownership)을 복지시스템으로 연결하자. (Doling and Ronald, 2010)
- ✓ 동아시아 : 가족기반 복지 시스템에서 다층 연금 시스템으로 이동하는 중
 - (농경사회의 전통) 장남이 부모 부양, 부모는 장남에게 주택 등을 상속 → 산업화, 도시화로 가족 기반 복지 체계는 붕괴
 - 그러나 노령가구는 자산의 상당 부분을 주택으로 보유, 다층 연금 시스템은 불완전한 상태
- ✓ 유럽, 오세아니아 등에서도 공적 연금의 후퇴, 불충분한 사적 연금. 그러나 노령가구는 자산의 상당 부분을 주택으로 보유
 - 대부분의 나라에서 가구주의 나이가 들어갈수록 주택의 순자산은 증가(젊을 때 장기모기지로 주택을 구입한 후, 장기모기지의 원리금을 갚아 나감에 따라 점차 소유주의 주택 지분이 증가)
 - 주택 자산을 이용한 노후 생활(자산기반 복지 시스템)에 대한 관심(Ayuso et al. 2019; Reifner et al. 2009; Ong et al. 2013; Hoekstra et. al. 2018)
 - 제4의 연금 : 자가 노령가구가 보유하고 있는 주택 자산을 연금화 하자.(Brownfield, 2014)

I. 서론 - 문제 의식

<우리나라의 연령별 자산 구성>

	전체 가구		60세 이상 가구	
	금액(만원)	비중	금액(만원)	비중
자산	50,253		48,914	
금융자산	11,319	22.5%	8,716	17.8%
실물자산	38,934	77.5%	40,198	82.2%
주 주거 부동산	22,876	58.8%	22,645	56.3%
기타 부동산	13,832	35.5%	15,817	39.4%
기타 실물자산	2,226	5.7%	1,736	4.3%

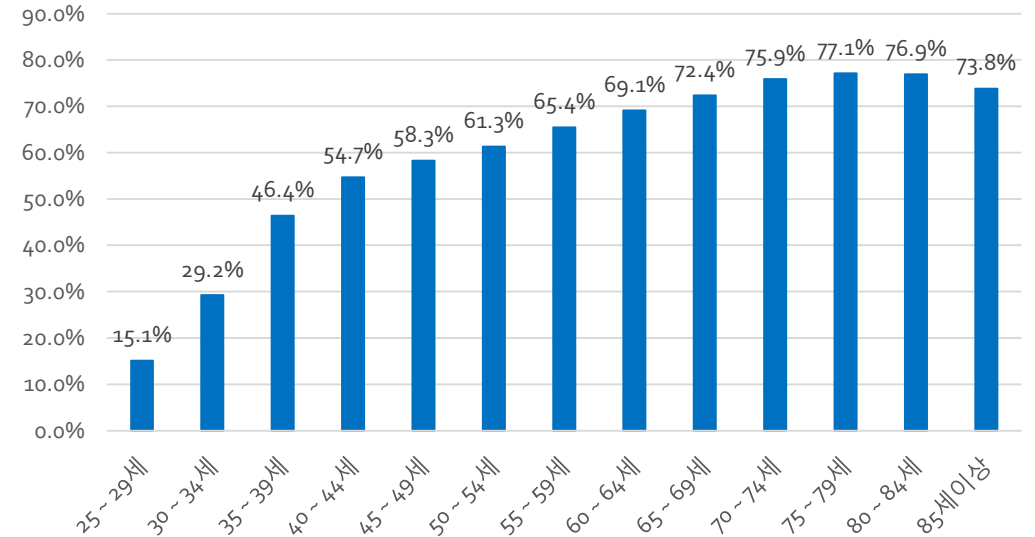
* 가계금융복지조사, 2021년

<EU국가 가구의 자산 구성>

	전체 EU 국가
금융자산	17.8%
실물자산	82.2%
주 주거 부동산	60.2%
기타 부동산	22.3%
기타 실물자산	17.5%

* ECB, Household Finance and Consumption Survey, 2016 (Ayuso e. al. 2019에서 재인용)

<연령별 자가 점유율(2020)>

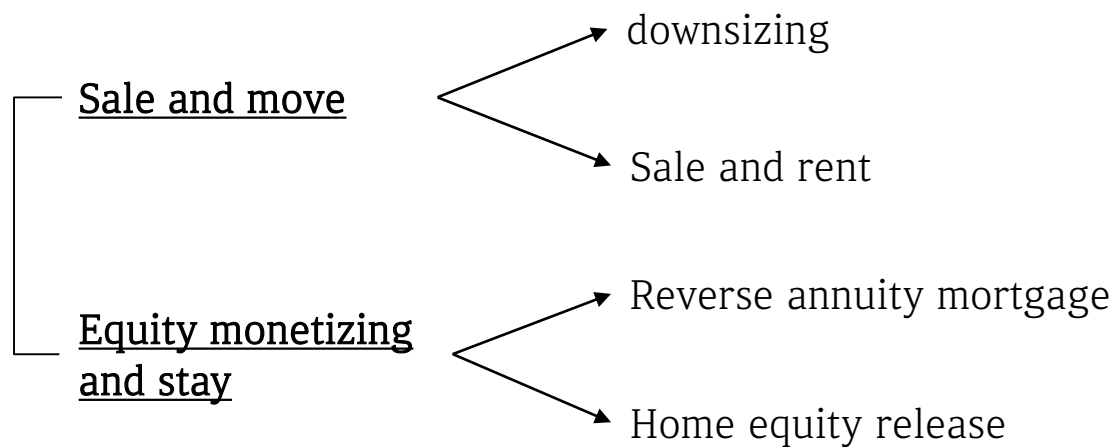


* 인구총조사, 표본 20%, 2020

I. 서론 - 문제 의식

○ 어떻게 주택 자산을 현금화 할 것인가?

- ✓ Sale and move: 주택을 매각하고, 이사
 - 다운 사이징(downsizing) : 주택규모를 줄이고, 차액으로 현금상품 매입. 자가 → 자가로 이동
 - 매각 후 임차 : 자가 주택을 매각하고, 임차로 거주. 주택매각액으로 현금상품 매입. 자가 → 임차로 이동
- ✓ Equity monetizing and stay : 주택 지분을 현금화. 현재 거주하는 주택에 계속 거주(ageing in place)
 - Mortgage : 주택을 담보로 차입(mortgage). 명목상 소유권은 유지. 그러나 실질적으로 자기 지분은 줄고, 타인 지분(부채)은 증가
 - Equity release(Equity reversion) : 주택 지분을 매각. 그러나 현재 거주하는 주택에는 계속 거주



I. 서론 - 문제 의식

○ 현재 주택에 계속 거주하면서(ageing in place) 주택자산을 연금화, 현금화 하는 전략에 대해 검토

- ✓ 주택자산의 현금화(Equity monetizing) 구조, 그리고 위험 요인, 정책적 함의를 중심으로 두 가지 주택자산 현금화 방안을 검토

<용어의 정의>

- ✓ 일반적으로 주택자산의 현금화를 equity release scheme이라고 부름. 이 중에서 모기지 방식을 mortgage type, loan type 등으로 부르고, 지분매각 방식을 equity reversion type이라고 부름.
- ✓ 그러나 일부에서는 모기지 방식을 equity release mortgage라고 부르기도 하고, 지분매각 방식을 equity release type이라고 부르기도 함.
- ✓ 그래서 여기서는 주택 자산의 현금화를 equity monetizing이라고 부르고, 모기지 방식을 reverse annuity mortgage type으로, 그리고 지분매각 방식을 home equity release type으로 부르기로 함.

II. 주택 자산의 현금화

1. 주택 자산 현금화 현황

○ 각국에서 발견되는 주택 자산 현금화 방법(ageing in place 조건 하)

- ✓ 역 모기지(RAM : reverse annuity mortgage) 방법 : 주택을 담보로 연금식(또는 일시불)으로 대출받는 방법
 - 정부 보증에 의한 미국의 HECM, 한국의 주택연금, 홍콩의 역모기지, 민간금융기관에 의한 영국과 호주의 역모기지
- ✓ 지분 매각(HER : home equity release) 방법 : 주택 지분을 매각하고 매각대금으로 연금 상품 구입하는 방법
 - 정부 매입의 싱가포르 LBS가 일반적. 역 모기지 상품에 비해 시장규모가 작음. 영국, 호주, 프랑스 등에서 존재.

Home Equity Monetizing Schemes

Reverse Annuity Mortgage(RAM) type

- With gov't guarantee: HECM(the U.S.)
Home Pension(Korea), RMA(Hong Kong)
- Without gov't guarantee: Lifetime Mortgage(the U.K.)
CHIP Reverse Mortgage(Canada),
Reverse (Equity) Mortgage Product(New Zealand)
Reverse Mortgage(Australia)

Home Equity Release(HER) Type

- Gov't purchase: LBS(Singapore)
- Non-gov't purchase: Home Reversion Scheme(Australia),
Viager(France), Home Equity Reversion Product(New Zealand),
Equity Reversion(the U.K.)

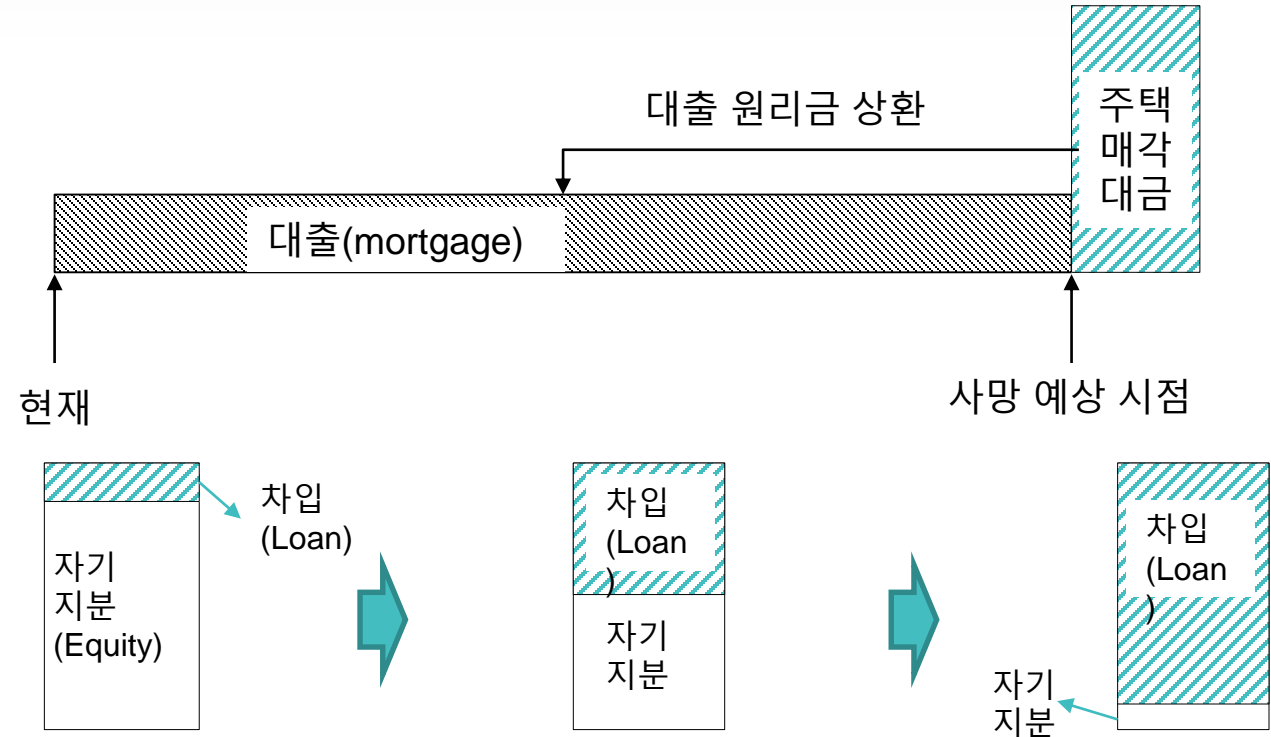
II. 주택 자산의 현금화

2. 주택 자산 현금화 구조

1) RAM Type

○ RAM Type의 기본 구조

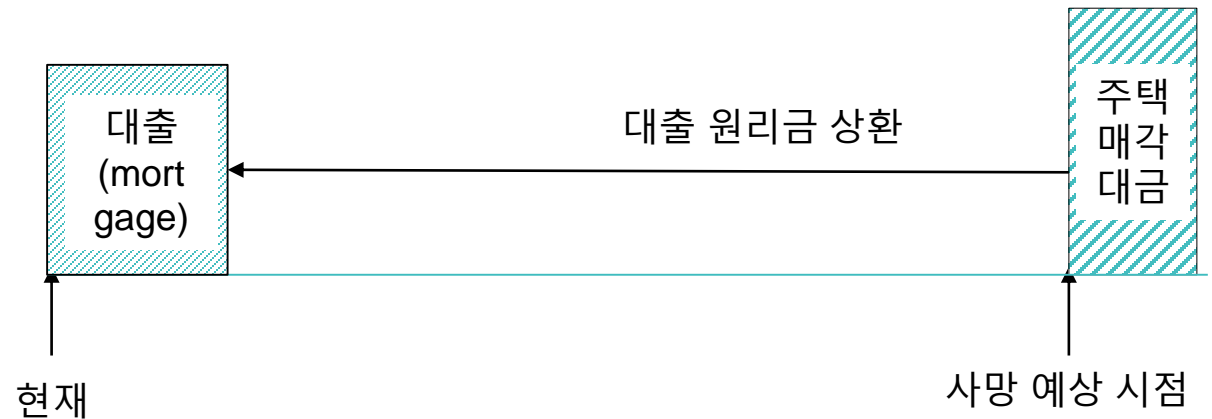
- ✓ 주택을 담보로 매월 일정 금액을 대출받아 생활. 이자는 원금에 가산하여 대출 종료 시(가입자 사망, 또는 이사 시) 담보주택을 매각하여 원리금을 일시에 상환(또는 피상속인이 채무 변제 후 주택상속)
- 주택소유자는 주택을 소유한 상태에서 계속 거주
- 차입자가 장수를 하거나(장수 위험), 주택가격이 예상보다 낮게 상승하거나(주택가격 위험), 금리가 예상보다 높아질 때(변동금리에 의한 금리 위험), 주택매각대금으로 대출원리금 상환이 안 될 수 있음.



II. 주택 자산의 현금화

○ RAM Type의 변형(일시금 대출)

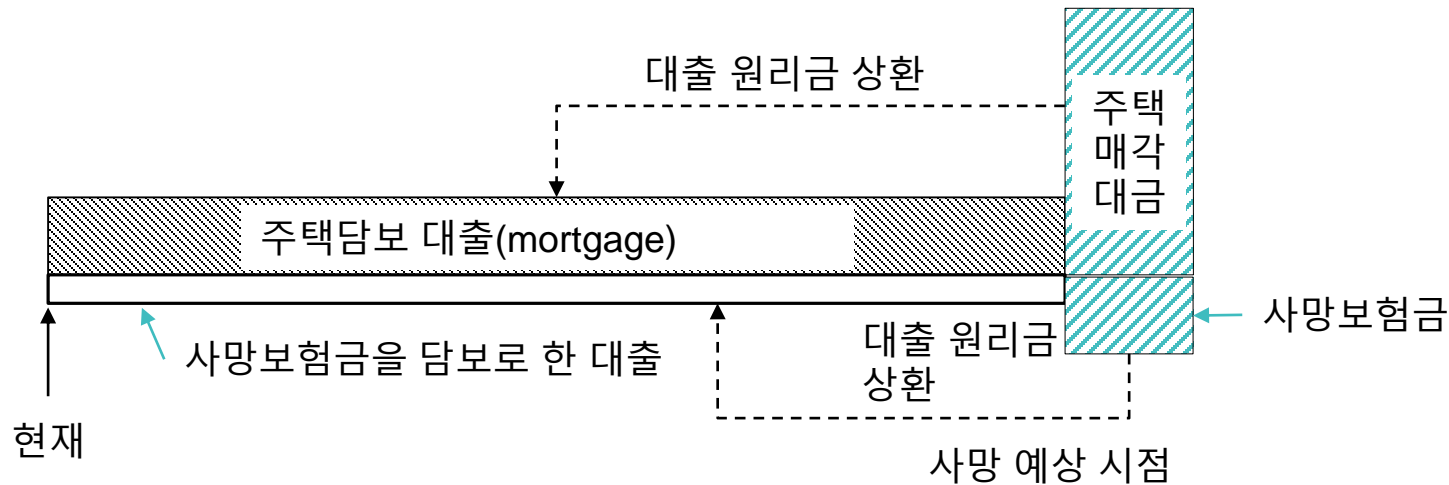
- ✓ 주택을 담보로 일시금을 대출받아 생활. 이자는 원금에 가산하여 대출 종료 시 담보주택을 매각하여 원리금을 일시에 상환
- ✓ 일시금으로 연금상품을 구입할 수도 있고, 기타 노후 생활에 필요한 자금(요양 비용, 치료 비용, 주택 수리 비용 등)으로 사용할 수도 있음.



II. 주택 자산의 현금화

○ RAM Type 사례

- ✓ 미국 HECM : 정부보증 역모기지 상품의 표준(standard). 일시금 대출 용도로 많이 사용
- ✓ 한국 Home Pension : 미국 HECM을 벤치마크로 하여 개발. 일정한 금액을 대출하는 연금식 대출이 일반적임.
- ✓ 홍콩 사례 : 주택담보 RAM + 생명보험금 담보 RAM(사망 시 사망보험금을 받을 수 있는 보험증서를 담보로 추가 연금 지급)



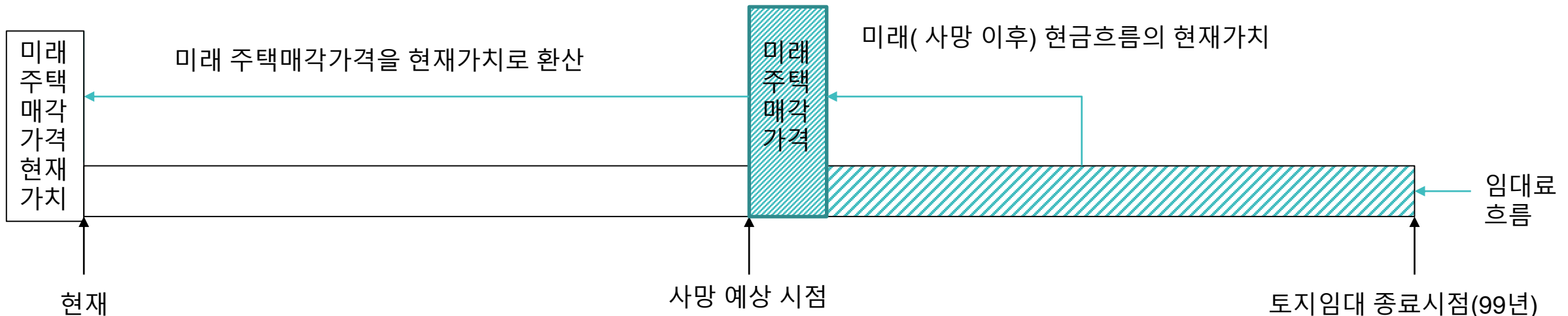
- ✓ 영국 사례 : 민간 보험회사가 RAM 제공. 민간 보험회사는 주택소유자의 니즈에 맞는 다양한 상품 제공 가능
- ✓ 뉴질랜드 사례 : RAM에서 주택 지분 중 일부가 반드시 남도록 설계하여 대출 연금액(대출액)은 줄어들지만, 피상속인에게 일정한 금액이 반드시 지급(상속 동기를 충족시켜 줌)

II. 주택 자산의 현금화

2) HER Type

○ 싱가포르의 LBS

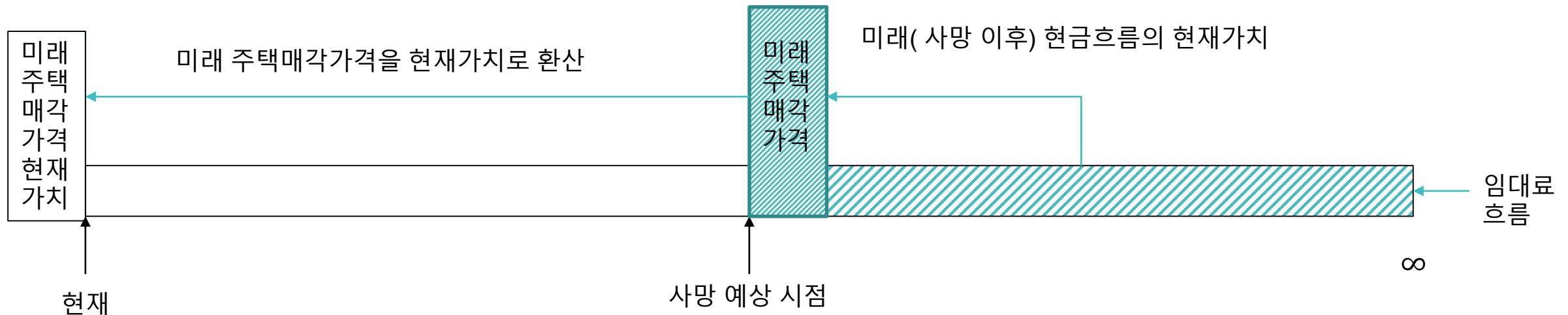
- ✓ 정부 매입 프로그램 : 정부가 주택지분을 매입해주는 프로그램. 현재 싱가포르의 LBS(Lease Buyback scheme)가 유일
 - 싱가포르는 국유지를 99년 임차하여 주택을 짓기 때문에 주택의 유효기간은 토지 임차 후 99년임(leasehold).
 - 사망 예상시점에서 남아 있는 leasehold의 가치를 현재가치화하여 정부(HDB)가 leasehold를 매입
 - 예) leasehold가 65년 남았고, 현 거주자(leasehold 소유자)가 95세 될 때까지 30년이 남았을 경우, 30년 뒤부터 35년간의 leasehold 권리를 정부(HDB)에 매각. 매각대금은 CPF(Central Provident Fund)의 퇴직연금계좌에 입금하여야 함.



II. 주택 자산의 현금화

○ Sale and mortgage

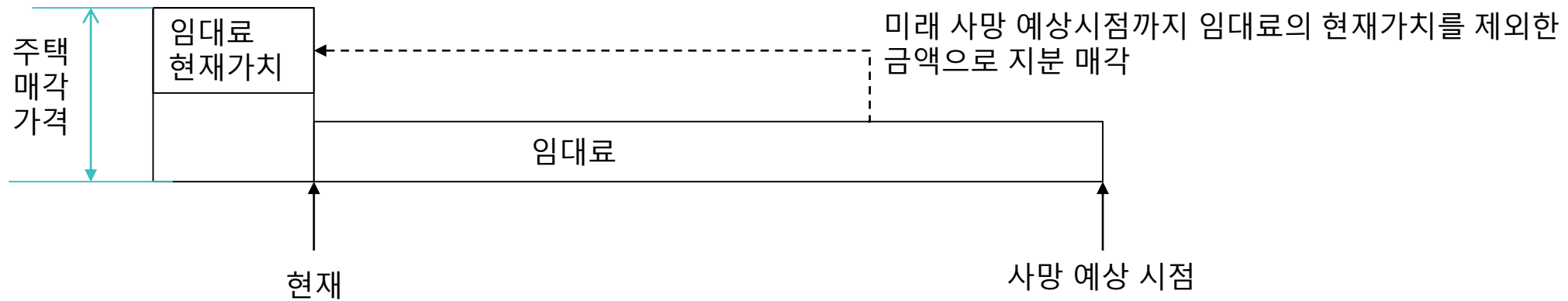
- ✓ Sale and mortgage : 사망 예상 시점의 주택가격(예상 가격)을 현재가치로 환산하여 매각(모기지 유형과 유사하여 sale and mortgage 라고 부름)
 - 사망 전까지 계속 거주
 - 현재 주택가격의 30%-60% 수준(사망예상시점과 할인율에 따라 달라짐)에서 지분 매입
 - 부분 지분 매입도 가능
 - 영국, 호주 등에서 equity reversion이라는 이름으로 민간 투자자들이 자금 제공



II. 주택 자산의 현금화

○ Sale and leaseback 1

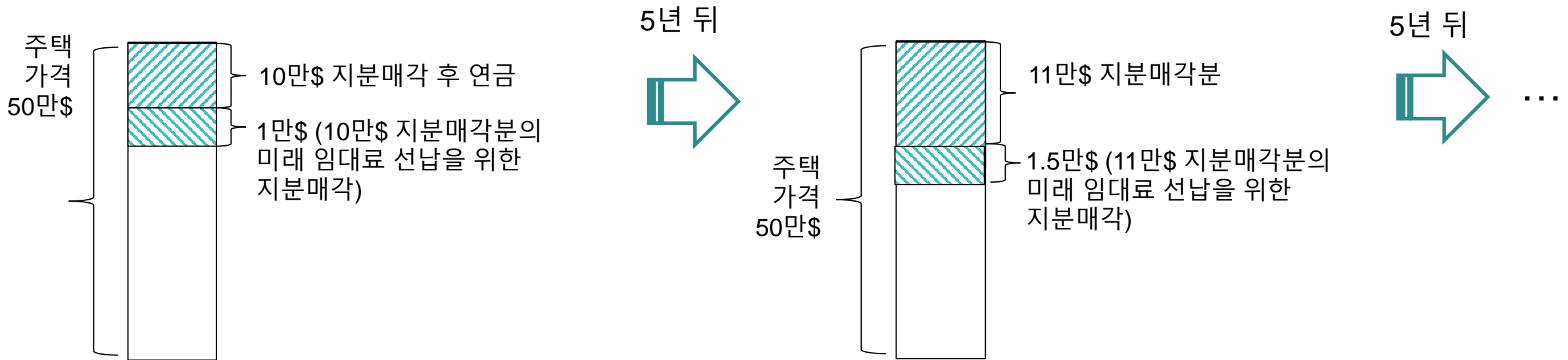
- ✓ 현재 시점의 가격으로 주택 지분을 매입하되, 사망예상시점까지 임차권을 부여
 - 현재 주택가격에서 임대료 선납 부분의 현재가치만큼 공제하고 매각대금 지급
 - ‘매각대금-임대료 선납’에 해당하는 금액은 대개 주택가격의 30%-60% 수준(사망예상시점, 할인율 정도에 따라 다름)
 - 지분의 일부만 매입할 수도 있음.
 - 영국, 호주, 뉴질랜드 등에서 민간 투자자들이 주택지분에 투자



II. 주택 자산의 현금화

○ Sale and leaseback 2

- ✓ 주택가격 중 일부 지분을 매각하고, 일정 기간 동안의 임대료의 현재가치를 선납하기 위해 지분을 일부를 매각. 일정 기간 후 다시 지분의 일부를 매각하여 임대료 선납
- 호주의 Domacom이라는 투자 플랫폼에서 상품 출시



II. 주택 자산의 현금화

3. 주택 자산 현금화 관련 이슈와 위험 구조

1) 주택 자산 현금화 관련 이슈

○ Negative equity 이슈

✓ RAM type에서 negative equity 이슈

- Negative equity clause : 소유주의 지분이 0이 되면, 대출을 중단하고 주택을 매각하여 원리금을 상환하도록 하는 대출 조건 → 고령의 차입자가 거쳐 없이 길거리에 나앉는 문제 발생.
- 정부보증 없이 민간이 상품을 파는 국가에서는 대부분 이런 상품 판매를 금지(NNEG : non-negative equity guarantee). 이에 따라 금융기관들은 LTV를 제한하고, 생존기간을 최대(예: 99세)로 산정
- 정부보증 RAM의 경우, 유한책임 대출로 운용. 그 대신 보증금을 받아 유한책임에 따른 손실을 커버(보험 원리)

✓ HER type에서 negative equity 이슈

- 생존기간이 길어질 경우, negative equity 문제가 발생(남아 있는 지분으로 임대료를 내지 못함). 이 경우, 임대차 계약이 종료되기 때 문에 원 소유주는 고령의 나이에 길거리에 나앉게 되는 문제가 발생
- 싱가포르 LBS : 95세까지 생존하는 것을 가정. 그 이상 생존할 경우 별도의 주거지를 HDB가 마련해 줌.
- 민간 투자에 의해 HER가 이루어지는 국가에서는 대부분 원 소유자의 퇴거를 금지시킴. 민간 투자자는 생존기간을 길게 설정

II. 주택 자산의 현금화

○ 과도한 자본차익 이슈

- ✓ HER type에서 과도한 자본차익 이슈
 - 원 소유주가 조기 사망(또는 조기 이사)하거나 주택가격이 예상외로 많이 상승할 경우, 주택 투자자가 지나치게 많은 자본차익을 얻는 문제가 발생
 - 일부 상품에서는 원 소유주가 조기 사망(또는 조기 이사)하거나 주택가격이 예상외로 많이 상승할 경우, 자본차익의 일부를 refund 해주기도 함.

○ moral hazard 이슈

- ✓ HER type에서 소유권이 주택 투자자(자금 제공자)에게 넘어가기 때문에 (실질적으로 주택을 점유하고 이용하는) 원 소유자는 주택을 잘 관리할 동인이 없음.(moral hazard 문제)
 - RAM type에서도 부분적으로 moral hazard가 발생(negative equity가 되면 moral hazard 발생)
 - 주택의 성실 관리 의무를 부여하는 한편, 성실 관리하였을 때 인센티브를 제공하는 상품이 필요

II. 주택 지분의 현금화

○ 법적 안정성 이슈

- ✓ HER type에서 법적 안정성 이슈
 - HER가 Sale and mortgage 방식일 경우, 지분매각 계약 시 소유권이 넘어오는 것이 아니라 미래의 일정 시점 뒤에 소유권을 넘겨 받는 계약을 한 것으로 인식하는 국가도 있음(일종의 선도 계약). → 이 경우, 재산세 납부 주체, 계약해지 가능 여부 등의 이슈가 발생
- ✓ 중도 계약 파기 이슈
 - RAM에서는 중도해지가 가능 : 원리금을 중도에 상환하고, 중도 해지 가능
 - HER에서는 지분을 매각한 것이기 때문에 중도해지가 불가능. HER에 대하여 소비자가 불안하게 보는 이유 중의 하나. 단, 특약을 통해 redemption 권리를 원 소유주에게 제공할 수도 있음.

	RAM	HER
주택(지분)매각시점	대출종료 시	지분매각계약 시
주택 소유권자	원 소유자	자금 제공자(원 소유자와 부분 공유 가능)
자금 제공자	대개 금융기관(모기지 대출기관)	대개 주택 투자자
계약의 중도 해지 가능성	가능	불가능

II. 주택 자산의 현금화

2) RAM과 HER의 투자 위험 요소

○ 투자 위험 요소

- ✓ RAM : ① 주택가격 하락 위험(예상 외 가격 하락 시 ‘채무 원리금>주택가격’이 되어 대출자가 손실 부담), ② 장수 위험(예상 외로 장수할 경우, ‘채무 원리금>주택가격’이 되어 대출자가 손실 부담, ③ 금리 상승 위험(변동금리에서 금리상승으로 ‘채무 원리금>주택가격’이 되어 대출자가 손실 부담
- ✓ HER : ① 주택가격 하락 위험, ② 장수 위험, ③ 임대료 상승 위험

	RAM	HER
주택가격 하락 위험	원 소유자가 부담. ‘채무 원리금 > 주택가격’일 경우 대출자가 부담(NNEG 조항이 있을 경우)	자금 제공자가 부담
장수 위험	‘채무 원리금 > 주택가격’일 경우 대출자가 부담(NNEG 조항이 있을 경우)	원 소유자가 부담. 그러나 자금 제공자가 부담하는 것이 일반적임.
금리 상승 위험	변동금리 : 차입자. 단, ‘채무 원리금 > 주택가격’일 경우 대출자가 부담 (NNEG 조항이 있을 경우)	-
임대료 상승 위험	-	자금 제공자가 부담

* Ayuso et al.(2019), Reifner et al.(2009)를 참고하여 저자가 작성

II. 주택 자산의 현금화

○ 투자 이익 요소

- ✓ RAM : 주택가격의 예상 외 상승이나 금리의 예상 외 하락 등에 따른 이익은 주로 원 소유자(차입자)가 향유
- ✓ HER : 주택가격의 예상 외 상승, 원 소유자의 조기 사망(또는 조기 이사)에 따른 이익, 임대료 하락에 따른 이익은 주로 자금 제공자가 향유(일부 원 소유자가 향유하기도 함).

	RAM	HER
주택가격 상승에 따른 이익	원 소유자가 향유	자금 제공자(원 소유자와 부분 공유일 경우, 원 소유자도 포함)가 향유
조기 사망(또는 조기 이사)에 따른 이익	-	자금 제공자가 향유(대개의 경우, refund 조항을 가지고 있어 자금 제공자 이익이 제한)
금리 하락에 따른 이익	변동금리 : 차입자(원 소유자)	-
임대료 하락에 따른 이익	-	자금제공자가 향유

* Ayuso et al.(2019), Reifner et al.(2009)를 참고하여 저자가 작성

II. 주택 자산의 현금화

○ 투자위험 요소와 이익

- ✓ RAM은 주택가격 하락 위험, 장수 위험, 금리 상승 위험 등이 있지만, '대출원리금<주택가격' 인 상태에서는 대출자는 위험에 노출되지 않음. → 대출자는 LTV를 낮게 유지 하고자 하는 욕구가 있음.
- ✓ HER은 주택가격 하락 위험, 장수 위험, 임대료 상승 위험에 그대로 노출되어 있음. 그 대신 반대되는 상황(주택가격 상승, 조기 사망, 임대료 하락)에서는 자본이득을 얻게 됨.

<RAM과 HER의 risk factor에 대한 판단>

- ✓ Alai et al.(2014) : RAM은 LTV가 낮게 유지되면 손실 가능성이 낮기 때문에 자금 공급자가 선호(전 세계적으로 RAM이 일반적인 이유)
- ✓ Hanewald et al.(2016) : 소비자 효용 측면(더 많은 현금화)에서 RAM이 HER보다 소비자에게 더 많은 효용을 제공

III. 정책적 함의

○ 주택 자산의 현금화 걸림돌들

- ✓ 수요자 측면 1 : 상속 동기(bequest motive)
 - 동아시아 뿐만 아니라 EU, 호주, 미국 등에서도 상속 동기가 주택 자산을 현금화 하는데 걸림돌 (이용만 외, 2017; Hoekstra and Dol, 2021; Ayuso et al. 2019)
- ✓ 수요자 측면 2 : 미래의 장기요양 서비스에 대한 대비 (Davidoff, 2010)
- ✓ 수요자 측면 3 : 상품에 대한 이해 부족(금융소비자에 대한 교육 문제)
 - 여러 나라에서 상품이 복잡하기 때문에 금융소비자에 대한 교육 문제가 제시
 - 상품을 이해하고 있는 사람이 더 많이 가입 (이용만 외, 2017)
- ✓ 공급자 측면 : 너무 큰 위험
 - 주택가격 위험, 장수 위험 등이 크기 때문에 공급자가 적극적으로 상품을 개발하기 어려움.
 - 위험을 최소화 하기 위해 대출액(또는 지분매입액)을 최소화로 대응

III. 정책적 함의

○ 정책적 함의 1

- ✓ 다층 연금구조를 보완하기 위해 고령 가구의 70%가 소유하고 있는 주택 자산을 현금화 하는 전략이 필요.
- 주택의 Downsizing : 다운사이징 하고, 그 차액은 연금화(다운 사이징 과정에 인센티브 필요. 거래 비용 최소화)
- 거주 주택의 현금화 : 위험 요소가 다르고, 소비자의 선호가 다르므로 주택지분의 현금화(HER type)도 제도화
- ✓ 상속 동기를 반영한 상품 개발
- RAM의 경우, 상속 동기를 반영하여 대출 종료 시(가입자 사망 시), 피상속인이 대출원리금을 인수하되, 대출원리금을 일반 모기지로 전환시켜주는 방법
- RAM의 경우, 상속 동기를 반영하여 주택 지분 중 일부가 남는 상품 개발(뉴질랜드 사례)
- HER의 경우, 상속 동기를 반영하여 Redemption right을 원 소유자에게 제공(원소유자나 피상속인이 해당 주택을 재매입할 수 있는 권리를 부여)
- HER의 경우, 상속 동기를 반영하여 지분의 일부를 남겨 두고 지분 거래

III. 정책적 함의

○ 정책적 함의 2

- ✓ 주택 외의 자산도 현금화 하는 전략이 필요.
- 사망 시 받는 연금이나 보험금 등을 담보로 추가 연금 지급(홍콩 사례)
- ✓ HER의 경우, Fintech와 연결
- 주택에 투자하기를 원하는 소액 투자자들을 모아서, 주택지분을 매각하고자 하는 자가 소유자의 주택을 HER로 매입
(호주의 Domacom 사례)

참고문헌

1. 이용만, 방송희, 조만, “주택 상속 동기에 따른 주택연금 가입 의향“, Housing Finance Seminar, 2017
2. Alai, D., H. Chen, D. Cho, K. Hanewald, and M. Sherris, “Developing Equity Release Markets: Risk Analysis for Reverse Mortgages and Home Reversions”, presented to the Actuaries Institute Actuaries Summit 2013, Sydney, 2013
3. Al-Umaray, K. and 27 other authors, *Integrating Residential Property with Private Pensions in the EU*, Final Report, IFF, 2018
4. Ayuso, M., J. M. Bravo, and R. Holzmann, “Making use of Home Equity: The Potential of Housing Wealth to Enhance Retirement Security”, BBVA institution, Spain, 2019
5. Brownfield, Christine, “The Fourth Pillar – The Role of Home Equity Release in Retirement Funding”, presented to the Actuaries Institute Financial Services Forum, Sydney, 2014
6. Davidoff, T., “Home Equity Commitment and Long-Term Care Insurance Demand”, *Journal of Public Economics*, Vo. 94, pp.44-49, 2010
7. Doling, J. and R. Ronald, “Property-based Welfare and European Home Owners: How Would Housing Perform as a Pension?”, *Journal of Housing and the Built Environment*, Vol.25 No.2, pp.227-241, 2010
8. Gillion, Turner, Bailey, and Latulippe, *Social Security Pensions: Development and Reform*, ILO, 2000

9. Hanewald, K., T. Post, and M. Sherris, “Portfolio Choice in Retirement – What is the Optimal Home Equity Release Product?”, *The Journal of Risk and Insurance*, Vol.83, No.2, pp.421–446, 2016
10. Hoekstra, J. and K. Dol, “Attitudes towards Housing Equity Release Strategies among Older Home Owners: A European Comparison”, *Journal of Housing and the Built Environment*, Vol.36, pp.1347–1366, 2021
11. OECD, *Pension at a Glance 2013*, 2013
12. OECD, *Pension at a Glance 2021*, 2021
13. Ong, R., M. Haffner, G. Wood, Tl Jefferson, and S. Austen, “Assets, Debt and the Drawdown of Housing Equity by an Ageing Population”, Positioning Paper No. 153, AHURI, 2013
14. Reifner, U., S. Clerc-Renaud, E. F. Perez-Carillo, A. Tiffe, and M. Knoblich, *Study on Equity Release Schemes in the EU- Part 1 General Report*, Institut für Finanzdienstleistungen, 2009
15. World Bank, *Averting the Old Age Crisis*, 1994

THANK YOU!
