

portfolio institutionell

IMMOBILIEN INVESTMENTS

*Mauern und Mörtel
Rendite und Risiko*

Weltspiegel
Fülle an Geld:
Zentralbanken kaufen Aktien

Investment-Strategie
Falle schnappt zu:
Stiftungen fehlen Erträge

Investment-Strategie
Fallen Angels im Anflug:
Credit-Investoren suchen Deckung

Planungssicherheit für 99 Jahre

Von Tim Büttner

Mieten und Preise für Wohneigentum insbesondere in Ballungszentren kannten in den vergangenen Jahren nur eine Richtung: nach oben. Das stellt Menschen mit niedrigem und mittlerem Einkommen vor große Probleme – und Investoren die Frage, welchen Einfluss sie mit ihren eigenen Investitionen und ihrem Wohnungsbestand nehmen können. portfolio institutionell stellt Beispiele von Investoren vor, die diesbezüglich neue Wege suchen.

In den vergangenen Jahren konnten weltweit starke Anstiege der Immobilienpreise beobachtet werden – auch in Deutschland, was die Bedeutung von Immobilien für moderne Volkswirtschaften weiter untermauert. Eine historische Untersuchung von Jordà et al. von 2016 dokumentiert etwa, dass der Anteil von Bankkrediten, der gegen Immobilien besichert wird, auf mittlerweile 60 Prozent gestiegen ist, während Banken noch 1900 nur 30 Prozent für diese aufwendeten. „Neu geschaffene Kredite und Geld erhöhen die Kaufkraft. Wenn jedoch standortbezogene, wünschenswerte städtische Immobilien knapp sind, führt dies nicht zu neuen Investitionen, sondern zu einem Anstieg der Vermögenspreise, was zu noch mehr Kreditnachfrage und noch mehr Kreditangebot führt“, argumentiert der ehemalige Chef der britischen Finanzaufsicht, Lord Adair Turner, auf dieser empirischen Grundlage in seinem Buch „Between Debt and The Devil“ bei dem Versuch, die Ursache der finanziellen Instabilität moderner Volkswirtschaften vor dem Hintergrund der Erfahrung von 2008 zu ergründen.

Der Immobilienboom in Deutschland des vergangenen Jahrzehnts mit der massiven Verteuerung von Immobilien insbesondere in den Top-Sieben-Städten scheint auf den ersten Blick genau diesem

Trend zu folgen. Bei genauerem Hinsehen stellt der Boom im internationalen Vergleich zumindest in einem Punkt jedoch eine Ausnahme dar: Denn die Privatverschuldung von Haushalten, gemessen am Bruttoinlandsprodukt, ist seit Jahren in Deutschland leicht rückläufig – anders als etwa in den USA, Großbritannien, den Niederlanden, Dänemark, Spanien und Irland, welche insbesondere vor 2008 einen massiv schuldenfinanzierten Immobilienboom erlebten.

Gewaltige Kapitalzuflüsse, die im Zuge der Niedrigzinspolitik aus Rentenmärkten in alternative Anlagen gedrängt wurden, waren in Deutschland gleichwohl zu verzeichnen und sorgten in Kombination mit dem starken Nachfrageüberhang in Ballungszentren nach Wohnraum, Büros, Einzelhandels- und Logistikflächen für erhebliche Preissteigerungen. Gewinne und Lasten sind dabei sehr ungleich verteilt: Eine Untersuchung von Till Baldenius, Sebastian Kohl und Moritz Schularick von der Universität Bonn kam zu dem Ergebnis, dass allein der Boom bei Wohnimmobilien seit 2011 Immobilieneigentümer um rund drei Milliarden Euro reicher machten. Die Ausgaben für Wohnen für die ökonomisch schwächsten 20 Prozent der Bevölkerung sind seit den 1990er Jahren um 30 Prozent und für den Medianhaushalt um 20 Prozent angestiegen. Nicht nur besitzen diese Haushalte in aller Regel kein Immobilienvermögen (die ärmsten 40 Prozent der Bevölkerung besitzen netto kein Vermögen), sondern geben wie im Falle der ärmsten 20 Prozent der Haushalte im Schnitt 40 Prozent ihres Einkommens für Wohnen aus. Auch aus diesem Grund beschäftigen sich inzwischen einige wertgetriebene Investoren mit der Frage, wie bezahlbarer Wohnraum entgegen des allgemeinen Markttrends auch für breite Bevölkerungsschichten bereitzustellen ist.

Gemeinsam durch diese Zeit.

Wir sind da, wenn Sie uns brauchen.

Ganz gleich, ob es um konkrete Projekte oder generelle Informationen geht, die Ansprechpartner Ihres Kompetenzteams sind jederzeit für Sie da – im persönlichen Gespräch, mit individuellen Lösungen.

Erfolg beginnt mit Respekt.

„Deka
Institutionell

Mehr Infos, mehr Relevanz,
Mehrwert! Unsere Sicht auf die
Märkte, ständig aktualisiert auf
deka-institutionell.de

Anruf bei Rolf Novy-Huy, Vorstand der Stiftung Trias, die Grundstücke im Erbbaurecht über 99 Jahre vergibt. Dabei überträgt die Stiftung das Nutzungsrechts des Bodens und erhält dafür einen jährlichen Pachtzins. Zentrales Argument für das Erbbaurecht ist aus seiner Sicht, dass diese die Bodenwerte einfriert und so die Bodenwertentwicklung neutralisiert. Denn diese enormen Steigerungen, welche in den vergangenen Jahren die Bodenpreise erfuhren, seien nicht zu rechtfertigen. „Es kann nicht sein, dass der Zufall belohnt wird, zur richtigen Zeit am richtigen Ort ein Stück Land zu besitzen, welches dann durch eine Baulandumwidmung und öffentliche Infrastruktur erheblich profitiert“, so Novy-Huy zur Grundproblematik. Dies habe auch einiges an Spekulation auf den Plan gerufen, weil der Kauf und Weiterverkauf von bebaubaren Grundstücken in den vergangenen Jahren ein lukratives Geschäft war, wo viele sich etwas abgezwickelt hätten. „Und den Letzten beißen die Hunde, und das ist der Mieter.“ Letztlich sei Boden Gemeingut und wenn Boden so knapp ist, muss sich die Stadtgesellschaft fragen, wie dieser verwendet wird. „Auch bei Wohnungen kommen wir an einen Punkt, wo wir uns fragen müssen: wer bezahlt das denn?“

Der Pachtzins bewege sich aktuell zwischen drei und 3,5 Prozent, so Novy-Huy. „Das wird von manchen schon als oberer Rand gesehen.“ Er stellt fest, dass es hier große Verständnisschwierigkeit in der Öffentlichkeit bezüglich des Erbbauzinses gebe. „Oft wird dieser mit einem Bankkredit verglichen und dann ist das natürlich vergleichsweise teuer. Aber das ist wie Äpfel mit Pflaumen – nicht mal mit Birnen – zu vergleichen. Denn das Erbbaurecht gilt für 99 Jahre, ich kann das in Zukunft nicht einfach ändern.“

Im Vergleich zum Neubau gebe es im Bestand viel mehr Möglichkeiten, bezahlbaren Wohnraum bereitzustellen. „Es gibt die alte Faustregel, dass 80 Prozent der Kosten einer Immobilie für Zins und Tilgung, 20 Prozent für die Bewirtschaftung inklusive Instandhaltung aufzuwenden sind“, so der gelernte Bankkaufmann Novy-Huy. „Wenn ich also die Darlehen bedient habe und die Wohnung angemessen instand gehalten habe, fallen 80 Prozent der Kosten weg.“ Er outet sich als großer Fan des Genossenschaftsmodells, in dem eine Kostenmiete vorgesehen ist. „Wohnungsbaugenossenschaften können in eigener Verantwortung die eingesparten Kosten an die Mieter weiterreichen und so dauerhaft günstige Mieten schaffen oder die Miete im Bestand nur geringfügig erhöhen, um davon Neubau zu finanzieren.“ Er sagt aber auch: „Ein klassischer Investor kommt damit nicht hin.“ Denn neben den Bewirtschaftungskosten kämen hier noch der erwartete Gewinn, hohe Vorstandsgehälter sowie die Besonderheit der Bewertung von Immobilienkonzernen hinzu: „Die Immobilie wird über die Diskontierung künftiger Cashflows quasi zweifach verzinst, was den Preisdruck steigert.“ Beim Herangehen an den Immobilienmarkt plädiert er für Bescheidenheit, das englische Prinzip des decent profit oder das deutsche Prinzip des ehrbaren Kaufmanns. Er sagt aber auch: „Der Grat zwischen Kaufmann und Wegelagerer ist sehr schmal.“

Die Entscheidung, nur den Boden zu verpachten, hat auch den Grund, dass dadurch für Nutzer Freiräume entstehen. „Die Bebauung des Grundstücks überlassen wir gerne den Nutzern.“ Allerdings gebe es durchaus Einzelfälle, wo die Stiftung auch als Vermieter ganzer Immobilien tätig wird. In Berlin, wo eine Grundstücksschenkung mit dem Wunsch der Bebauung verknüpft war, ist die Stiftung Trias sogar als Bauherr tätig geworden. 42 Apartments für erkrankte und behinderte Menschen sowie eine Kita und ein Quartiers-Hort wurden errichtet, welche von Trägern der freien Wohlfahrtspflege gemietet werden. „Da wir diese zu den Konditionen vermieten wollen, welche staatliche Förderung als Kosten der Unterkunft vorgesehen haben, hat es gerade so hingehauen“, beschreibt er die Schwierigkeiten. Man komme so in den kommenden Jahren auf +/- Null, mit zunehmender Tilgung dann auf kleine Überschüsse. Hier liegt ein gemeinnütziger Gedanke zugrunde, welcher unter dem Stichwort Mission Investing diskutiert wird: „Der Nutzen der Einrichtung liegt in der Einrichtung selbst. Die Träger haben einen riesigen Bedarf.“ Dafür sei man auch bereit, auf Rendite zu verzichten. Dies werde in der Stiftungslandschaft ganz unterschiedlich diskutiert: „Ich kenne auch Stiftungsvorstände, die sagen, ich muss immer das Maximale nehmen, um Gutes zu tun und begründen dies dann noch mit der Abgabenordnung. Das halte ich für absurd. Welche Stiftungsaufsicht guckt auf ein halbes Prozent mehr oder weniger Rendite?“ Und verweist auf die aktuellen Aktienstände: „Da wurde viel Geld verbrannt. Dafür kann ich viele Häuser bauen.“

Evangelische Stiftung Pflege Schönau mit Erbbaurechten

Auf Erbbaurechte setzt auch die Evangelische Stiftung Pflege Schönau (ESPS) aus Heidelberg. Mit über 13.000 Erbbaurechtsverträgen ist sie einer der größten Akteure in diesem Bereich. Dabei handelt es sich um im Eigentum der Stiftung befindliche Grundstücke, welche im Rahmen einer Baulandumlegung für den Hausbau interessant werden. Probleme, Interessenten für Erbbaurechte zu finden, hat der geschäftsführende Vorstand Ingo Strugalla nicht. „In der Regel kommen viele Anfragen von Privatpersonen, die auf



„Es kann nicht sein, dass der Zufall belohnt wird“, so der Vorstand der Stiftung Trias, Rolf Novy-Huy.

der Suche nach Grundstücken für ein Haus sind. Wir sind zudem im engen Austausch mit den jeweiligen Kommunen.“ Großer Vorteil von Erbbaurechten sei aus Erbbaurechtsnehmersicht die liquiditätsschonende Finanzierung, da die Kosten für das Grundstück nicht mitfinanziert werden müssen. „Wenn beispielsweise die Preise für das Grundstück in der Region Heidelberg bei 700 Euro pro Quadratmeter liegen und das Grundstück 300 Quadratmeter groß ist, sind das 210.000 Euro, die man über den Bankkredit mitfinanzieren muss oder nicht“, rechnet er vor. Bei der Festlegung der Preise übernimmt die Stiftung die kommunalen Umlegungswerte, auf dem freien Markt ließe sich wohl wesentlich mehr erzielen. Entgegenkommen dürfte Erbbaurechtsnehmern auch, dass die Pacht höchstens alle drei Jahre an die Inflationsrate angepasst wird und so langfristige Bodenwertsteigerung sich nicht in überbordenden Pachtzahlungen niederschlagen. „Wir entziehen die Flächen jeder Art von Spekulation und hinterlegen eine Struktur, die langfristig planbar ist.“ Es sei deshalb von einer insgesamt dämpfenden Wirkung auf die Boden- und Immobilienmärkte auszugehen, schätzt Strugalla die Wirkung auf die Preise ein. Und was geschieht am Ende der in der Regel 99-jährigen Periode? „Es gibt bislang keine höchstrichterliche Rechtsprechung, die dies regelt. Bei uns wird dieser Fall in signifikanter Größenordnung in 40 Jahren eintreten. Wir werden aber frühzeitig das Gespräch mit den Erbbaurechtsnehmern suchen, um für beide Seiten tragfähige Lösungen zu finden. Für den Fall, dass Entschädigungen zu leisten sind, bilden wir bereits jetzt Rücklagen.“ Man befinde sich dazu im engen Austausch mit anderen Unternehmen und im Erbbaurechtsverband. „Es gibt da keine Pauschallösungen.“

Mit Blick auf den Neubau verzweifelt er an den hohen Preisen. „Die Entwicklung ist wirklich absurd. Wir haben teilweise Neubaupreise von 4.500 Euro pro Quadratmeter. Wie soll daraus bezahlbarer Wohnraum entstehen?“ Deshalb hat er zur Ankurbelung der Neubautätigkeit noch einen dringenden Aufruf an die Politik: „Hohe Baustandards verteuern das Bauen unnötig, auf Baugenehmigungen warten wir teilweise eineinhalb Jahre. Warum dauert das so lange?“ Speziell bauliche Standards nimmt Strugalla in den Blick. Als Beispiele nennt er Schallschutzmaßnahmen, die mitunter über das Ziel hinausschossen. Neben Erbbaurechten ist die Stiftung auch über Fonds in Immobilien investiert, den Schwerpunkt bilden hier mit 80 bis 90 Prozent Gewerbeimmobilien. Es gebe zudem auch einen Fonds mit Schwerpunkt Wohnimmobilien, in dem auch andere institutionelle Investoren investiert seien. „In diesem Fonds sind viele berufsständische Versorgungswerke investiert, die als Zielsetzung die Altersvorsorge ihrer Mitglieder haben.“

Hannoversche Kassen entwickeln Zielbild

Die Altersvorsorge ihrer Mitglieder im Blick hat auch Silke Stremlau, Vorstand bei den Hannoverschen Kassen. Allerdings verlaufen die Debatten in dieser Vorsorgeeinrichtung deutlich anders, als sie wohl anderswo geführt werden. „Es gibt durchaus einzelne

Stimmen, die in Frage stellen, inwieweit Mieterträge zu den Hannoverschen Kassen passen, insbesondere wenn diese aus Mieterhöhungen mit dem Ziel von Rentensicherungen resultieren“, berichtet Stremlau. „Allerdings ist die Position unseres Nachhaltigkeitsrates, dass es besser ist, wenn die Hannoverschen Kassen dies machen als irgendwelche Investmentgesellschaften, weil wir verantwortlich damit umgehen können.“

Um dieser Verantwortung gerecht zu werden, haben die Hannoverschen Kassen kürzlich ein Zielbild zum Umgang mit Immobilien erstellt. Dieses enthält vier Dimensionen: Die Förderung von gemeinschaftlichem Wohnen, eine auf Langfristigkeit ausgelegte Bindung zu den Objekten und der Mieterschaft sowie eine sozial gerechte und klimabewusste Bewirtschaftung der Immobilien. Darin werden auch Negativkriterien formuliert, um vielerorts mittlerweile schauerliche Realität gewordene Praktiken möglichst zu vermeiden. So wird beispielsweise die Aufkündigung oder Vertreibung von Mietern zur Objektsanierung ebenso ausgeschlossen wie Spekulationsgeschäfte mit Immobilien, Grund und Boden sowie Luxussanierungen. Doch auch Positivkriterien finden sich darin, etwa die Ziele, für alle Altersgruppen und speziell für Gering- und Normalverdiener Wohnraum bereit zu stellen oder eine finanzierbare Bewirtschaftung zu gewährleisten. „In vielen Punkten hat das Papier noch Visionscharakter“, stellt jedoch auch Stremlau klar. Die Umsetzung sei nicht immer einfach und ist ein Prozess, an dessen Beginn die Hannoverschen Kassen stehen. Oftmals müssen viele Kompromisse geschlossen werden.

Dies betrifft zum Beispiel auch die Frage nach der Angemessenheit des Mietpreises, hier seien keine einfachen Antworten möglich, so Stremlau. „Für Neuvermietungen haben wir die Faustregel Mietpiegel minus zehn Prozent, für Berlin aktuell den Mietendeckel. Allerdings gibt es auch Versuche und Diskussionen, pro Immobilie das gewünschte Mietaufkommen festzulegen und dann innerhalb der Immobilie die Mieten an die Möglichkeiten der Mieter anzupassen, quasi ein solidarisches Umlageverfahren einzuführen.“ Letztlich steht hier die Entscheidung aber noch aus. „Sicher ist, dass wenn wir uns weiterhin am Mietspiegel orientieren, heizen wir den Wohnungsmarkt weiter an.“

Mit der strikten Herangehensweise geht einher, sich auch von einigen Deals zu verabschieden, die man in einer Abwägung zwischen Rendite und Nachhaltigkeit nicht eingehen konnte. Als Beispiel nennt sie eine Immobilie für studentisches Wohnen, welche die Hannoverschen Kassen geprüft hatten. Bei einer Rendite von 2,5 bis drei Prozent wären Unterkünfte entstanden, die man für 15 Euro pro Quadratmeter hätte vermieten müssen. „Wir haben uns dann gefragt: „Würde unser Klientel ihren Kindern eine WG für 15 Euro pro Quadratmeter bezahlen? Die Antwort war eher nein. Das hat dann nicht gepasst, weder von der Rendite noch von der Nachhaltigkeit.“ Auch mit den Neubauprojekten sind die Hannoverschen Kassen am Ringen, beispielsweise bei einem

Mehrfamilienhaus in Wolfenbüttel bei Braunschweig, welches sie nicht unter Mietspiegel vermieten können. „Die Bodenpreisentwicklungen sind wahnsinnig, aber auch die Preise von Baufirmen, nicht zuletzt auch aufgrund der immer umfangreicheren Auflagen. Auch die Ausstattungsstandards werden immer höher. Wir fragen uns da schon: Brauchen wir immer einen so hohen Baustandard?“ Doch das Ziel, verdichteter zu bauen und kleinere Wohnungen zu schaffen, sei noch nicht immer in den Köpfen angekommen. Der Nachhaltigkeitsrat gebe diesbezüglich die Richtung vor, hier auch mal auf eine perfekte Sanierung zu verzichten. Mit (nachhaltigen) Immobilienfonds haben die Hannoverschen Kassen schlechte Erfahrungen gemacht, mittlerweile hat man alle Anteile wieder verkauft. Es geht nun wieder klar Richtung Direktbestand, auch weil hier der Einfluss und die Wirkung viel größer sind. Sehr zufrieden zeigt sich Stremlau mit dem Erbpachtmodell, was die Hannoverschen Kassen mittlerweile in Kooperation mit der Stiftung Trias umsetzen. Mit der GLS Treuhand investieren die Hannoverschen Kassen zudem in ein Pflegeheim.

GLS Bank monitored die Wirkung

Verständlich, dass es mit letzterer gewisse Parallelen bezüglich der Werte der Organisationen gibt und diese sich darüber im Austausch befinden. „Das Nachhaltigkeitsverständnis der GLS Bank stellt den Menschen und seine Bedürfnisse in den Mittelpunkt. Prinzipiell finanzieren und investieren wir nur in Projekte, die den menschlichen Grundbedürfnissen dienen“, so Jan Köpper, Leiter Wirkungstransparenz und Nachhaltigkeit bei der GLS Bank den prinzipiellen Ausgangspunkt der Überlegungen. Im Falle von Wohnimmobilien ist das Grundbedürfnis Wohnen klar, deshalb finden sich – gleichwohl wenig überraschend für ein Bankportfolio – viele Immobilienfinanzierungen auf der Bilanz der GLS Bank. Mit dieser stark wertebasierten Ausrichtung des Geschäfts gehen elaborierte Wirkungsmatrizen einher, die man sonst am ehesten von öffentlichen Förderbanken kennt. Um eine Richtschnur für das eigene Handeln zu haben, hat man – basierend auf der aktuellen Situation an den Wohnungsmärkten – ein Zukunftsbild erarbeitet. Bezüglich der aktuellen Situation stellt die GLS Bank fest: „Zwar werden neue Wohnungen und Häuser gebaut – aber der neue Wohnraum passt nicht immer zu dem, was die Bevölkerung braucht: bezahlbaren Wohnraum mit guter Infrastruktur und einer guten Nachbarschaft.“ Zum einen komme es zu einer großen Nachfrageverschiebung in einige Städte und Regionen zulasten anderer, zum anderen würden dort die Preise in die Höhe getrieben, was zu einer Verknappung von günstigem Wohnraum und Mieten führe. Dies habe die Konsequenz, dass vielen Haushalten „zu wenig vom Einkommen für eine sichere Finanzierung des Lebens“ bliebe, zudem resultiere daraus durch den Wegzug einkommensschwacher Haushalte die Entmischung von Stadtteilen.

Vor diesem Hintergrund hat die GLS Bank fünf Dimensionen – Nachhaltiges Bauen, Soziale Vielfalt, Bezahlbarer Wohnraum,

Nutzungsrecht und Mitbestimmung – sowie zugehörige Wirkindikatoren definiert, mit welchen sie misst, ob ein Investment oder eine Finanzierung dem definierten Zukunftsbild dient. Mittels der Wirkindikatoren – im Falle des Nutzungsrechtes ist etwa vorgesehen, dass satzungsmäßig lebenslange Mietrechte verankert sind, bei sozialer Vielfalt etwa die Orientierung auf Mehrgenerationenwohnen und die funktionale Heterogenität – lässt sich die Wirkung dann ermitteln und im Dialog mit dem Träger verbessern.

Wohnimmobilien als Investition im Depot A beziehungsweise im Rahmen ihrer Publikumsfonds wählt die GLS Bank nur sehr selektiv und nach Einzelfallprüfung aus. Hier müsse vieles gegeben sein, so Köpper. „Grundsätzlich muss das Ziel erfüllt sein, dass bezahlbarer Wohnraum geschaffen wird, sonst kommt das Projekt von vornherein nicht in Frage.“ Die soziale Frage wird hier ganz klar priorisiert, sei dies erfüllt, ginge man auch Kompromisse mit ökologischen Zielstellungen ein. Als bezahlbar definiert die GLS Bank als Richtschnur, dass maximal 30 Prozent des Einkommens unter Berücksichtigung einer bedarfsgerechten Wohnfläche für die Miete aufgewendet werden muss. Zusätzlich müssen jedoch weitere Kriterien erfüllt sein, beispielsweise muss geprüft werden, ob das Objekt einen negativen Einfluss auf das Quartier hat. Zudem ist zentral, dass der Träger an einer langfristigen Haltung der Immobilie und nicht bloß an Wertsteigerung und der Mitnahme von Spekulationsgewinnen interessiert ist. „Teilweise geschieht dies auf Vertrauensbasis, aber auch Letters of Intent können genutzt werden. Bei Zweifeln integrieren wir bestimmte Vorgaben in die Kreditkonditionen.“

Es gibt also Konzepte, um bezahlbaren Wohnraum zu erhalten. Die Vergabe von Erbbaurechten bietet Möglichkeiten, langfristige Strukturen zu schaffen, die Pächtern eine langfristige Planungssicherheit geben und die initialen Baukosten verringern. Bezahlbaren Wohnraum im langjährigen Bestand zu erhalten, dürfte noch größere Spielräume eröffnen, da keine hohen Baukosten und Zins und Tilgung zu stemmen sind. Nötig ist dafür auch die Erarbeitung entsprechender Zielbilder, wo inzwischen Vorarbeit geleistet wurde, welche aber sicherlich bei Investoren mit größerem Anlagevolumen und entsprechend größerem Fußabdruck im Immobilienmarkt deutlich angepasst werden müssten. Die Sensibilität in diesen Fragen dürfte wertebewussten Investoren auch um einen Teil der Konflikte zwischen institutionellen Investoren und Mietern herumkommen lassen, die an vielen Stellen immer offensichtlicher werden und die einiges an gesellschaftlichem Sprengstoff bergen. Von der Verpflichtungsseite kommende Garantieverzinsungen von bis zu vier Prozent werden sich kaum mit der gesellschaftlichen Notwendigkeit, für breite Bevölkerungsschichten bezahlbaren Wohnraum bereitzustellen, vereinbaren lassen. Klar ist: Selbst wenn Investoren die Altersvorsorge ihrer Mitglieder anführen können, ist bei Mietzahlungen von 40 Prozent des Haushaltseinkommens und mehr auch offensichtlich, dass für die Altersvorsorge der Mieter selbst wenig übrig bleiben wird.