

# KREDIT & RATING

## PRAXIS

Zeitschrift der Finanzspezialisten

Offizielles Organ  
**BdRA** Bundesverband der  
Ratinganalysten und  
Ratingadvisor e.V.

[www.krp.ch](http://www.krp.ch)

# Finanzkrise, Immobilien und Rating

Keine Optionspreise  
Keine schwarzen Schwäne



Artikel aus KRP 1/2009  
Schwerpunkt Immobilienportfoliorating  
Mathilde Th. Stanglmayr

# Finanzkrise, Immobilien und Rating

Mathilde Th. Stanglmayr

## Keine Optionspreise Keine schwarzen Schwäne

Die Subprime Finanzkrise an amerikanischen Märkten der Immobilienfinanzierung hat sich schnell auf viele andere Märkte weltweit ausgebreitet. Von zahlreichen Beobachtern wird die schnelle Ausbreitung mit irrationalem Verhalten erklärt, ausgelöst durch Angst. Die Beobachter hoffen, dass sich an den betroffenen Märkten wieder neue Gleichgewichte einpendeln. Offen bleibt, wann das sein wird und wie hoch die Abschlüsse sein werden. Aus der Sicht der Bewertungspraxis hat das Einpendeln auf neue Gleichgewichte eine Voraussetzung, die durch das Handeln der Banken und Ratingagenturen geschaffen werden kann: Die zutreffende Abbildung der wesentlichen Schadensursachen der Wirklichkeit in den Bewertungs- und Ratingverfahren.

Die Denkmodelle und Methoden dieser Verfahren bilden im Kreditprozess und Kreditrisikotransfer die wesentlichen Ursachen von Schäden der Immobilienfinanzierung bisher nicht zutreffend ab. Deshalb ist es über Jahre hinweg zu einer Verschiebung des Preisgefüges gekommen. Diese Verschiebung kann nicht durch prozentuale Abschlüsse auf Assets oder Abstufungen in Ratings korrigiert werden. Die Preise beruhen auf Denkmodellen und Methoden. Solange sie beibehalten werden, wird die Verschiebung aufrecht erhalten und die Unterschätzung der Schäden in die Zukunft fortgeschrieben. Die Voraussetzungen für funktionierende Märkte können so nicht entstehen. Nicht nachdem alle Marktteilnehmer in der aktuellen Krise die Erfahrung gemacht haben, dass Denkmodelle und Methoden der Bepreisung, die die Wirklichkeit nicht zutreffend abbilden, zu einem völligen Zusammenbruch der Märkte beitragen. Die Verschiebung des Preisgefüges ist bei der Forderungsklasse objektiv nachweisbar, von der die Krise ausgeht, bei der Forderungsklasse «mit Immobilien gesicherte Forderungen».

**GLEICH GERICHTETES VERHALTEN.** Allein die bislang bekannten Fakten zur Entstehung der Subprime Finanzkrise in den USA weisen darauf hin, dass zentrale Voraussetzungen der Finanzmathematik an den Wertpapiermärkten (monetäre Sphäre) vor der Krise für zu viele Forderungen im Kreditrisikotransfer aus den Kreditmärkten (reale Sphäre) nicht erfüllt wurden. Der Zusammenbruch der Märkte ist eine Folge des gleich gerichteten Verhaltens der Beteiligten über eine längere Zeit hinweg. Sie haben zu viele Forderungen produziert und verkauft, die früher oder später notleidend werden müssen.

Das gleich gerichtete Verhalten schließt das Handeln bei Bewertung und Rating ein. Auch Schadensereignisse, die durch gleich gerichtetes Verhalten entstehen, werden mit den Denkmodellen und Methoden der Finanzmathematik bepreist. Dabei sind sie Schäden, keine Risiken. Ereignisse, die durch gleich gerichtetes Verhalten bewirkt werden, sind keine zufälligen Ereignisse. Sie genügen nicht den angenommenen Zufallsverteilungen und auch nicht dem Gesetz der großen Zahl. Das Würfeln von vielen Spielern in Geschäftsfeldern, die wie sehr schmale und sehr lange Holzfächer sind, mit Würfeln, auf die nur die fünf und die sechs für höchste Ausfallsschäden gestanzt sind, ist in mehrfa-

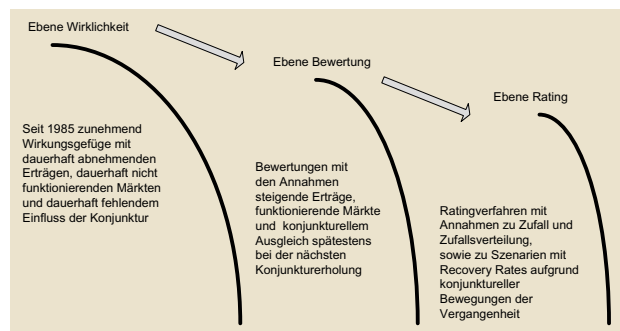
cher Hinsicht kein Würfelspiel, für das die Gesetzmäßigkeiten der Finanzmathematik gelten. Gleich gerichtetes Verhalten passt auch nicht in die Vorstellung von funktionierenden Märkten, die selbst nach Brüchen wieder zu Gleichgewichten finden. Die Subprime Finanzkrise lehrt: Die Märkte haben schon vor der Krise nicht funktioniert. Schon auf loan level, nicht erst auf note level stellten sie die zutreffende Bepreisung nicht sicher. In Bewertungs- und Ratingverfahren der monetären Sphäre wurden zentrale Voraussetzungen der Finanzmathematik angenommen, die an den Kreditmärkten der realen Sphäre nicht gegeben waren. In der realen Sphäre werden die Cash Flows der Wertpapiere erwirtschaftet. Die Preise waren keine Optionspreise. Sie entstanden nicht an vollkommenen Märkten, sondern im Kontext gleich gerichteten Verhaltens der Banken bei der Kreditvergabe und bei der Bepreisung.

**STRUKTURELLE PROZESSE.** Nassim Nicolas Taleb gehört zu den bekannten Kritikern der Optionspreistheorie und ihrer Anwendung in der Black-Merton-Scholes Formel. Schon vor der Finanzkrise bezeichnete er Ereignisse von geringer Vorhersagbarkeit und von starken Auswirkungen als schwarze Schwäne. Die zentrale Idee seines Buches «Der schwarze Schwan» ist die Blindheit gegenüber dem Zufall, insbesondere gegenüber großen Abweichungen. Er übt Kritik an den Grundlagen der Finanzmathematik. Hunderte von Chronologien mit Immobilien gesicherter Forderungen zeigen eine Wirklichkeit, die mit Talebs Kritik nicht erfasst wird. Die Schadensereignisse dieser Forderungsklasse sind mehrheitlich keine unvorhersagbaren Ereignisse und keine starken Abweichungen vom erwarteten Durchschnitt. Sie sind keine schwarzen Schwäne.

Die Schäden dieser Forderungsklasse werden überwiegend von einem strukturellen Prozess verursacht. Dieser Prozess hat ab 1985 in Deutschland – und nicht nur in Deutschland – zunehmend alle Regionen und Nutzungsarten erfasst. Obwohl er durch geeignete Prüfmethoden im wirtschaftlichen Zusammenhang der relevanten Teilmärkte objektiv nachweisbar ist, wird er in Bewertungen und Ratings nicht zutreffend abgebildet. Der strukturelle Prozess passt nicht in die Denkmodelle über die Wirklichkeit, die in Bewertungs- und Ratingverfahren einfließen. Das hat mit der Natur von Immobilien im Gegensatz zu mobilen Assets zu tun.

**ABBILDUNG 1**

Die Unterschätzung von Schäden und Risiken bei mit Immobilien gesicherten Forderungen.



Für die Performance von Immobiliensicherheiten und von Forderungsnehmern, deren Ertrag wesentlich von Immobilien abhängig ist, ist das Wirkungsgefüge am Standort entscheidend. Immobilien erträge und Immobilienwerte spiegeln den wirtschaftlichen Zusammenhang am Teilmärkte. Sie können nicht wie Metallröhren, Autos oder Schweinehälften verpackt und verschickt werden, wenn die Nachfrage am bisherigen Markt nicht wie erwartet steigt, nicht ausreicht oder sogar zurück geht. Aufgrund dieses Zusammenhangs gelten Immobilien erträge als leicht prognostizierbar, sind Immobilien und mit Immobilien gesicherte Forderungen gesuchte Assets. Diese Einschätzung verführt zur einfachen Fortschreibung von Entwicklungen der Vergangenheit in die Zukunft. Dabei wird übersehen, dass sich seit 1985 etwas Grundlegendes geändert hat. Seither häufen sich Veränderungen im Wirkungsgefüge der Teilmärkte, die einfache Fortschreibungen zur wesentlichen Fehlerquelle werden lassen.

**MUSTER VON WIRKUNGSGEFÜGEN.** Die Veränderungen des Wirkungsgefüges sind die häufigste und schmerzhafteste Schadensursache in der Immobilienfinanzierung. Sie sind das Ergebnis dauerhafter, langfristiger Prozesse und haben deshalb dauerhafte Auswirkungen für die zukünftige Ertragsentwicklung. Die strukturellen Prozesse an den Teilmärkten generieren unbeirrt von konjunkturellen Schwankungen Veränderungen des Musters im Wirkungsgefüge der Angebots- und Nachfragevariablen und halten sie lange Zeit aufrecht. Wer annimmt, dass es nur konjunkturelle Schwankungen gibt oder dass sie sich «in the long run» immer wieder einstellen, wird die anderen Muster, die zu dauerhaften Ausfällen führen, ausblenden. Die Variablen eines Wirkungsgefüges können auch stagnierende und dauerhaft abnehmende Ertragsverläufe von Immobilien generieren. Die nachteiligen Muster sind zu wenig erforscht und bekannt. Die Mehrheit der Gutachter und Ratingfachleute geht vom zyklischen Muster aus. Soweit sie die strukturelle Entwicklung abbilden, sehen sie sie als etwas an, was vorüber geht und keinesfalls zu dauerhaft abnehmenden Erträgen führt. Sie passen die Verfahren durch Abschläge vom Wert an oder stufen die Objekte in andere Ratingklassen ein. Diese unvollständige Anpassung führt zu einer Unterschätzung von Schäden und Risiken im gesamten Kreditprozess. Sie hat systematischen Charakter, wenn die ganze Bank dem Denkmodell und seiner methodischen Um-

setzung folgt. Mit der Zeit sammelt sich eine zu große Menge von notleidenden Forderungen an. Die Risikotragfähigkeit der Bank wird überfordert, weil der strukturelle Prozess an den Teilmärkten das nachteilige Muster zu lange aufrecht erhält, zu lange bezogen auf die Risikotragfähigkeit der Bank.

Was wir nicht messen und nicht in Bewertungen und Ratings einbeziehen, weil wir es aus den Denkmodellen ausblenden, ist im Kreditrisikotransfer das Hauptkennzeichen der Schäden. Der Begriff «Schäden» ist bewusst gewählt, um zum Ausdruck zu bringen, dass es sich um Schäden und nicht um Risiken handelt, wenn die dominanten Variablen des Wirkungsgefüges dem strukturellen Prozess folgen.

**BEOBSACHTUNG DER GUTACHTER.** Bewertungsfachleute bestätigen auf ihre Weise den strukturellen Prozess an den Teilmärkten aufgrund ihrer jahrelangen Beobachtungen vor Ort. Sie sehen, wenn die Nachfrage am Standort dauerhaft stagniert oder zurück geht. Eine Befragung von 100 Gutachtern in allen deutschen Regionen ergibt, dass diese Prozesse seit 1985 immer mehr Teilmärkte erfassen und in allen Nutzungsarten beobachtet werden. Das, was die Gutachter vor Ort sehen, sprengt den Rahmen von Denkmodellen, die davon ausgehen, beim strukturellen Prozess handle es sich um ein Phänomen des massiven Wohnungsbaus je weiter man in den Osten kommt. Das folgende Beispiel aus Industrie und Gewerbe soll zeigen, wie Bankgutachter vor Ort diesen Prozess beschreiben. Regensburg hat – wie andere Oberzentren in Deutschland auch – eine Reihe von Gewerbezentren am Stadtrand, an denen über Jahrzehnte Betriebe angesiedelt wurden: Toshiba, BMW, Siemens, Krones und andere Unternehmen. Die Wohnungsbaugesellschaften bauten Mietwohnungen, die Bauträger Einfamilienhäuser und Supermärkte. Stadt und Umlandgemeinden erweiterten die öffentliche Infrastruktur.

**DREI KENNZEICHEN.** Für die Gutachter im Raum Regensburg ist der strukturelle Prozess zuerst jahrelang punktuell wahrnehmbar, wenn zum Beispiel ein Bauträger von fünf Bauabschnitten nur die ersten zwei verkaufen kann, wenn die neu gebauten Supermärkte die älteren schlechter gelegenen Supermärkte verdrängen oder wenn ab 2000 Büroflächen jahrelang leer bleiben. Im Hintergrund der punktuellen Phänomene treibt die Schließung von immer mehr Betrieben über zehn Jahre hinweg den strukturellen Prozess an, der sich schleichend und völlig unspektakulär breit macht. Immer mehr Teilmärkte zeigen abnehmende Mieten und fehlende Flächennachfrage, die selbst bei allgemeiner konjunktureller Belebung nicht ausgeglichen werden. «Da kommt die Konjunktur nicht mehr an!» so beschreiben Gutachter von Bad Tölz bis Flensburg das dauerhafte Fehlen des konjunkturellen Ausgleichs. Ihre Beobachtungen ergeben, dass die Häufigkeit und die Höhe fehlender Flächennachfrage von Region zu Region variieren. Die Auswirkungen gleichen sich und stimmen mit den drei wesentlichen Kennzeichen aus Hunderten von Schadensfällen überein:

- 1. Ebene Immobilienwirtschaft: Die Immobiliensicherheiten zeigen dauerhafte Ertragsausfälle, mehrheitlich abnehmende Erträge.
- 2. Ebene Teilmärkte: An den Teilmärkten gibt es zu wenig oder keine Nachfrage, teilweise funktioniert der Preismechanismus nicht.

- 3. Ebene Konjunktur: Das Vermietungsergebnis reagiert auf Konjunkturerholungen nicht mehr, über mehrere Konjunkturzyklen hinweg.

In Erweiterung des Begriffs struktureller Leerstand im Fachgebiet Bewertung wird an dieser Stelle der Begriff dauerhafte Ertragsausfälle verwendet, um Inhalte zu erfassen, die derzeit mit struktureller Leerstand nicht erfasst werden. Ab einer bestimmten Leerstandshöhe sinkt die erzielbare Miete. Neue Gleichgewichte mit Markträumung werden an diesen Märkten nicht wieder erreicht. Selbst konjunkturelle Erholungen führen nicht zum Ausgleich.

**DIE UNTERSCHÄTZUNG.** Zur Abbildung von dauerhaften Ertragsausfällen werden vorwiegend drei Anpassungen der Ertragswertmethode vorgenommen. In Variante 1 berücksichtigt der Gutachter eine under-rent-period, weil er den Mietausfall als temporär einschätzt. In Variante 2 sieht der Gutachter den Mietausfall vom Stichtag als dauerhaft an. In Variante 3 nimmt er an, dass der Mietausfall noch zunimmt, aber dann zum Stillstand kommt.

Keine der drei Varianten bildet die tatsächliche Ertragsentwicklung der Beispielimmoblie ab. Früher oder später kommt es zu Diskrepanzen zwischen Ertrag und Kapitaldienst. Die Diskrepanzen sind in Wirklichkeit höher als hier dargestellt, weil auch die Mieten abnehmen und der Mietertrag um Betriebskosten, bezogen auf die leer stehenden Flächen, bereinigt werden muss. Der Grund für die Unterschätzung von Asset und Cash Flow dieser Beispielimmoblie im Betrachtungszeitraum lag im Wesentlichen in der Denkweise, dass es dauerhaft abnehmende Erträge und dauerhaft fehlende Nachfrage nicht gibt.

Nehmen wir an, die Immobilie liegt am Stadtrand von Regensburg, sie ist 2007 dreißig Jahre alt und im Bestand einer Wohnungsbaugesellschaft mit Liquiditätsproblemen. Zur Vermeidung der Insolvenz der Gesellschaft soll Mietwohnungsbestand verwertet werden. Aufgrund ihrer Größe und zehn Prozent Leerstand sollte die Beispielimmoblie schon 1992 verkauft werden. Das war nicht möglich, jedenfalls nicht zu einem Preis, der aufgrund der Ertragskraft der Wohnungsbaugesellschaft und der finanzierenden Bank akzeptiert werden konnte. In den Jahren nach 1995 schließen mehrere Betriebe und von ihnen abhängige Dienstleistungsunternehmen, vereinzelt gelangen Nachnutzungen auf den Flächen. Der Abbau wird nicht aufgeholt.

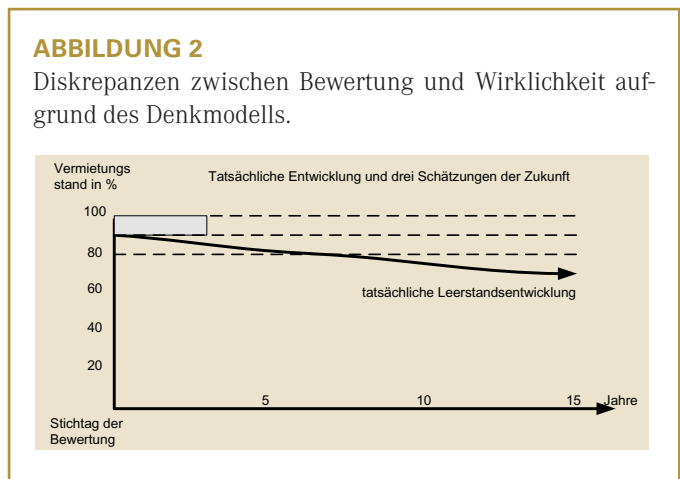
Der Leerstand der Beispielimmoblie erhöht sich von 1992 bis 2004 von zehn auf dreißig Prozent, obwohl die Hausbanken 1995 und 2002 Gebäudesanierungen finanzieren. Der struktu-

relle Prozess spiegelt sich nicht nur in der zukünftigen Ertragsentwicklung dieser Immobilie. Im Laufe der Zeit erfasst er Immobilien anderer Nutzungsarten an den Teilmärkten. Auch in der Schadensentwicklung der am Standort finanzierenden Banken zeigt sich die längerfristige Veränderung. Die Migration im Darlehensbestand und die Risiken im Neugeschäft steigen.

**BEWERTUNG UND RATING.** Die zutreffende Abbildung der strukturellen Prozesse in Bewertungs- und Ratingverfahren verbessert ihre Schutzfunktion bei der Kreditzusage, dient der Bemessung des Risikokapitals und verhindert die Übertragung von inflationierten Werten und Cash Flows an die Wertpapiermärkte. Wie können die Beobachtungen der Gutachter und die Erkenntnisse aus den Chronologien der Schadensfälle in die Bewertungs- und Ratingverfahren einbezogen werden?

Der erste Schritt ist die Untersuchung des Wirkungsgefüges aus Angebots- und Nachfragevariablen zu Beginn von Bewertungs- und Ratingprozessen. Wirkungsgefüge können strukturiert beschrieben und in Diagrammen dargestellt werden. Ein Verfahrensvorschlag ist in der Fachzeitschrift Grundstücksmarkt und Grundstückswert, Heft 4 und Heft 6, 2008, veröffentlicht. In diesem Beitrag wird anhand von drei zentralen Begriffen skizziert, wie Risikomanager und Ratingfachleute im eigenen Haus Verschiebungen im Preisgefüge erkennen können. Daran kann sich die Überprüfung der Bewertungs- und Ratingmethoden anschließen. Sie ist ein schnelles und kostengünstiges Verfahren, um fest zu stellen, ob der strukturelle Prozess in die Entscheidungen der eigenen Bank bei Kreditzusage und beim Ankauf von mbs-Wertpapieren einfließt.

**NACHHALTIGKEIT.** Die Kriterien Nachhaltigkeit, Verkäuflichkeit und Drittverwendungsfähigkeit sind bei der Umsetzung der Solvabilitätsrichtlinie diskutiert worden. Ihre Anwendung zeigt jedoch, dass das Verständnis dieser Begriffe in der Praxis die dauerhaften Ertragsausfälle, wie sie sich aus den Schadenschronologien ergeben, nicht erfasst. Die Prüfung der Nachhaltigkeit erfolgt derzeit in Bewertungen und Ratings noch mit Zustandsmerkmalen des Angebots der Immobiliensicherheit und mit subjektiven Annahmen für die Entwicklung der Nachfrage. Aufgrund der Häufigkeit und Verbreitung struktureller Veränderungen, sollte eine Nachhaltigkeitsprüfung die objektiven Fakten zu Flächennachfrage, zu Präferenzen und zu Mietkaufkraft der Nachfrageseite im Wirkungsgefüge gesondert untersuchen.



Anzeige

**Risk Research**

**Herausforderung Risikomanagement**  
Fokussiert. Erfahren. Individuell entwickelt.

Weitere Informationen:  
[www.risk-research.de](http://www.risk-research.de)

Beispiel: Die Immobilie zeigt über einen langen Zeitraum steigende dauerhafte Ertragsausfälle. Sie erfüllt das Kriterium der Nachhaltigkeit nicht. Auch für die Zukunft ist ein Ausgleich dieser Ausfälle, selbst bei Angebotsverbesserungen oder konjunkturellen Erholungen auszuschließen. Da eine Änderung des wirtschaftlichen Zusammenhangs nicht erwartet werden kann, werden die Erträge weiter abnehmen.

**VERKÄUFLICHKEIT.** Die Prüfung der Verkäuflichkeit geht bisher von einem funktionierenden Marktmechanismus aus. An Teilmärkten mit strukturellen Veränderungen ist in der Regel der Marktmechanismus gestört. Der Leerstand nimmt nicht ab, wenn die Miete gesenkt wird. Trotz Preisabschlag gibt es keine Nachfrage nach dem Objekt, bei Zwangsversteigerungen gibt es keine Gebote. Deshalb ist der einfache Marktvergleich, der von der Fiktion eines normal funktionierenden Marktes ausgeht, nicht als Prüfmethode geeignet. Die Verkäuflichkeit sollte wie die Nachhaltigkeit im Wirkungsgefüge des relevanten Teilmarktes geprüft werden.

Beispiel: Die Marktdaten zeigen für den Mietwohnungsmarkt tendenziell steigende Mieten. Der einfache Marktvergleich würde für die Beispielimmobilie zu einer nicht zutreffenden Einschätzung führen. Ihr Vermietungsergebnis schwankt nicht mit dem örtlichen Markt. Sie ist am lokalen Markt nicht verkäuflich.

**DRITTVERWENDUNGSFÄHIGKEIT.** Die Prüfung der Drittverwendungsfähigkeit sollte die langjährigen Prozesse der Verschiebung der wirtschaftlichen Aktivitäten in den Regionen, Sektoren und Branchen berücksichtigen. Die langjährige Beobachtung von Schadensfällen zeigt, dass die Nachnutzung durch Dienstleistung bei der Verlagerung oder Schließung von Industrie und Gewerbe in zu wenigen Fällen dauerhaft erfolgreich war. Die strukturellen Veränderungen im Zeitverlauf erfassen mehrere Nutzungsarten.

Beispiel: Die Lage, das Ansehen der Adresse und die Gestalt des Baukörpers schließen bei der Beispielimmobilie eine Drittverwendung aus. Auch die Verwertung nach Umwandlung in Eigentumswohnungen wird nicht erfolgreich sein.

Die nach Basel II eingeführten Markt- und Objektratings von Immobiliensicherheiten wurden mit dem Ziel entwickelt, die Auswirkungen einer ganzen Reihe von Faktoren auf die Schadenergebnisse darzustellen. Diese Ratingmodelle gehen von funktionierenden Märkten aus. Im Ratingprozess wird jedem Einflussfaktor ein Wert zugeordnet, nach subjektivem Vergleich mit dem erwarteten Mittelwert. Denkmodell und Methodik sind nicht darauf ausgerichtet, die drei Kennzeichen abnehmende Erträge, fehlende Nachfrage und fehlender konjunktureller Einfluss abzubilden. Dieses Ziel wurde bei der Konzeption nicht angestrebt. Die Gutachter vor Ort sehen die derzeit üblichen Verfahren nicht als geeignet an, dauerhafte Veränderungen von Wirkungsgefügen abzubilden.

Im Kreditrisikotransfer kommen Portfoliobewertungen und Ratingverfahren zum Einsatz, die den Verfahren der Ratingagenturen gleichen. Die Werte werden im Wesentlichen über Kapitalisierungszinsen gebildet. Leerstände werden durch Abschläge auf den Wert oder Zuschläge auf den Kapitalisierungszins berücksichtigt. Die Denkmodelle der Ratingagenturen gehen vom zyklischen Muster im Wirkungszusammenhang aus, von zufälligen Schadenergebnissen und erwarteten Wahrscheinlichkeitsverteilungen.

Weder Portfoliobewertungen noch externe Ratings berücksichtigen die drei Kennzeichen der Schadensfälle in der Immobilienfinanzierung. Sie können keine Schutzfunktion für die Kapitalmärkte entfalten, weil sie zulassen, dass Forderungen mit dauerhaften Diskrepanzen an die Kapitalmärkte transferiert werden. Der Kreditrisikotransfer wurde von der Bankenaufsicht erlaubt, weil er zur besseren Diversifikation der Risiken beitragen soll. Bisher wurden aus allen Kreditmärkten der Welt Forderungen mit dauerhaften Diskrepanzen an die Kapitalmärkte transferiert. Zwangsweise muss das Ergebnis dieses Handelns die Risikotragfähigkeit des ganzen Systems überfordern. Alle Beteiligten sind in diesem System miteinander verbunden, auch deutsche Banken haben große Mengen von Wertpapieren gekauft, deren Cash Flow zum Teil aus Forderungen erwirtschaftet werden soll, die nicht zutreffend bepreist wurden. Die Vorteile einer Diversifikation können nur dann eintreten, wenn die Wirkungszusammenhänge der realen Sphäre zutreffend in die Bepreisung eingehen.

**RATIONAL UND IRRATIONAL.** Die Flucht der Banken aus der Refinanzierung nach dem Zusammenbruch der Märkte für den Kredithandel der «mit Immobilien gesicherten Forderungen» ist rationales Verhalten. Mit Sicherheit werden sich die Märkte erst dann dauerhaft stabilisieren können, wenn Bewertungen und Ratings die wirtschaftlichen Zusammenhänge der Teilmärkte abbilden. Diese Voraussetzung ist durch prozentuale Abschläge von inflationierten Werten nicht darzustellen, dazu ist die zutreffende Abbildung der drei Kennzeichen dauerhafter Ertragsausfälle notwendig.

Irrationales Verhalten war es, über Jahre hinweg die strukturellen Prozesse nicht abzubilden, die die Mehrheit der Schäden generieren und im Zeitverlauf immer wieder die Risikotragfähigkeit der Banken übersteigen. Irrationales Verhalten wäre es auch, nach den Erfahrungen dieser Finanzkrise die Denkmodelle und Methoden beizubehalten, die die strukturellen Prozesse nicht abbilden.

### AUTORIN

Mathilde Th. Stanglmayr, Dipl. Volkswirtin, ist Geschäftsführerin der MSP Stanglmayr Projektmanagement GmbH in Berlin. Sie leitet Bewertungsprojekte und ist spezialisiert auf Bewertungen im wirtschaftlichen Zusammenhang der Teilmärkte. Ihre Kunden sind Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, Rechtsanwaltskanzleien und Immobilienunternehmen. Aus jahrelanger Kenntnis der Schadensursachen von Immobilienfinanzierungen und von Immobilienanlagen hat sie eine Erweiterung der Bewertungsverfahren entwickelt, um die Schäden bei struktureller Veränderung zu vermeiden. Diese Erweiterung dient der Fortentwicklung von Bewertungen und Ratings im Finanzdienstleistungssektor. Sie wurde ab 2008 in verschiedenen Fachzeitschriften veröffentlicht.

# KREDIT & RATING

## PRAXIS

Zeitschrift der Finanzspezialisten

Offizielles Organ  
**BdRA** Bundesverband der  
Ratinganalysten und  
Ratingadvisor e.V.

[www.krp.ch](http://www.krp.ch)

## Testen Sie 2 Ausgaben kostenlos und unverbindlich!

Wir senden Ihnen gerne die nächsten  
zwei Ausgaben  
völlig unverbindlich zur Ansicht.

Klicken Sie auf untenstehenden Link  
und Sie gelangen  
zu unserer Homepage und entsprechendem  
Bestellformular.



**BITTE HIER KLICKEN**

[http://www.krp.ch/krp\\_Kontaktformular\\_Leserservice.ebs](http://www.krp.ch/krp_Kontaktformular_Leserservice.ebs)

**Rek & Thomas Medien AG**

Schmiedgasse 5

Postfach 1762

CH-9001 St.Gallen

Telefon +41 (0)71 228 20 11

Fax +41 (0)71 228 20 14

[leser-service@krp.ch](mailto:leser-service@krp.ch)

[www.krp.ch](http://www.krp.ch)