

# *Hintergrund*

November 2010

Rückblick auf das  
Investment-Forum November 2010

©2010. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

# Rückblick auf das Investment-Forum November 2010

In der Woche vom 22.-25. November 2010 fand das dreizehnte Investment-Forum von Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH an den vier Standorten München, Heidelberg, Essen und Hamburg statt. Wie jedes Jahr stellte Lazard seinen Ausblick für das kommende Jahr (2011) dar und diskutierte mit den Teilnehmern neue Entwicklungen im Asset Management, Investmentstrategien für die kommenden Jahre und neue Anlagekonzepte der Gesellschaft.

## Das Programm sah im Einzelnen wie folgt aus:

- |  |  |
|--|--|
| <b>1. Die globale Jagd nach sicheren Assets</b><br>Kapitalanlagen nach dem Ende einer Illusion | <b>Werner Krämer, Geschäftsführer</b><br>Central Marketing Services/Research                 |
| <b>2. "Die Renten sind sicher"</b><br>Sweet Dreams are made of this                            | <b>Markus van de Weyer, Managing Director</b><br>Portfolio Management                        |
| <b>3. Renteninvestments in den Emerging Markets</b><br>Eine Welt der Vielfalt                  | <b>Denise Simon, Managing Director</b><br>Portfolio Management Emerging Markets, New York    |
| <b>4. Aktieninvestments in den Emerging Markets</b><br>Die Zukunft einer Assetklasse           | <b>Georg Benes, Senior Vice President</b><br>Portfolio Management Emerging Markets, New York |

# Rückblick auf das Investment-Forum November 2010

Das Jahr 2010 hat wieder gezeigt, dass man als Anleger immer mit allem rechnen muss: Ein weiterer Höhepunkt der Jahrzehnte alten Bondhaushalte, explodierende Gold- und Rohstoffpreise, scheinbar unbrennbare Zuflüsse in die Emerging Markets, Währungskonflikte und eine Europäische Währungsunion, die mit der größten Krise ihrer (zugegebenermaßen kurzen) Geschichte konfrontiert ist.<sup>1</sup>

Dazu die Vereinigten Staaten, die den größten ökonomischen Feldversuch der Geschichte unternahmen: Kann eine völlig ungezügelter Geldpolitik die Strukturprobleme einer Volkswirtschaft (oder gar der Weltwirtschaft) lösen, ohne ein Inflationsdesaster auszulösen oder über das Aufblasen multipler Assetpreisblasen nie gesehenen Ausmaßes die Wirksamkeit des Kapitalismus komplett in Frage zu stellen. Die Jury zur Beantwortung dieser Frage ist immer noch im Geschworenenzimmer zur Beratung draußen.

Kein Wunder, dass in diesem Umfeld unser dreizehntes Investment-Forum 2010 sich um Fragen rankte wie diejenigen, „Was ist noch sicher in der Welt“, „Sind wir mit einem Bondbubble konfrontiert“ und „Können sich Emerging Markets Investments zum sicheren Hafen der Kapitalanlage entwickeln?“

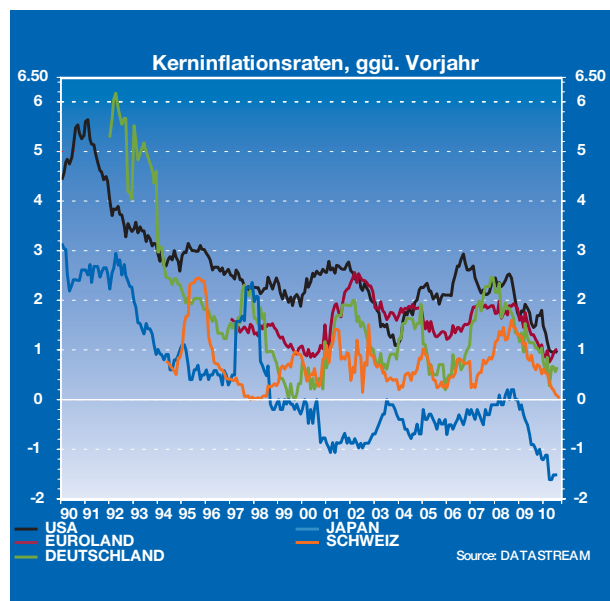
## Werner Krämer: Die globale Jagd nach sicheren Assets – Kapitalanlagen nach dem Ende einer Illusion

Im ersten Vortrag „Die globale Jagd nach sicheren Assets – Kapitalanlagen nach dem Ende einer Illusion“ beschäftigte sich Werner Krämer mit dem „Heiligen Gral“ der Kapitalmarkttheorie, nämlich dem Begriff der risikolosen Assetklasse bzw. der sicheren Kapitalanlagen.<sup>2</sup>

Der Referent erläuterte, dass die Globalisierung, die man seit den 1980er und insbesondere in den 1990er Jahren als die große Story für die Aktienmärkte interpretiert hat, viel stärker noch die Grundlage für einen dreißigjährigen Bullenmarkt an den Rentenmärkten gelegt hat.

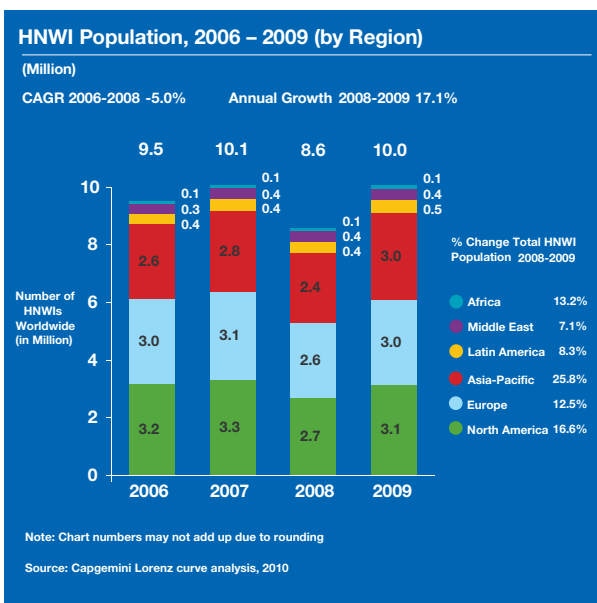
Das neue Globalisierungsparadigma und die Bedingungen der viel diskutierten „New Economy“, nämlich der Triumph offener, wettbewerbsintensiver Märkte, der Rückzug des Staates aus dem Wirtschaftsleben, die globale Konvergenz, die Integration der Emerging Markets in die Weltwirtschaft, die Herrschaft der Finanzmärkte sowie die Produktivitätsschübe durch Innovation und IT-Revolution generierten letztlich ein Goldenes Zeitalter für Fixed Income. Begleiterscheinung der Globalisierung seit den 1980er Jahren waren nämlich sinkende Wachstumsraten in den entwickelten Ländern zugunsten der Entwicklungsländer sowie eine massive Disinflationierung, beides idealer Nährboden für sinkende Zinsen in den Industrieländern (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1: Disinflationierung



Für die jahrzehntelange Hausse an den Rentenmärkten waren aber auch andere Aspekte der Globalisierung mitverantwortlich. Die Globalisierung hat weltweit zu einem wachsenden Wohlstand geführt, der interpersonell und interregional sehr ungleich verteilt war. Die volkswirtschaftlichen Ungleichgewichte führten zu einem explodierenden Anstieg der globalen Devisenreserven. Die Vermögenden der Welt häuften immer größere Vermögen an (vgl. Abbildung 2). Die Zentralbanken unterstützen die Globalisierung mit einer permanent stärker als das Weltsozialprodukt anwachsenden Geldmenge. Insgesamt führte dies zu einem gewaltigen Anstieg der Nachfrage nach Kapitalanlagen, die sicher angelegt sein wollten („Savings Glut“).

**Abbildung 2: Wachsendes Vermögen der High Net Worth Individuals**



Gleichzeitig ist das Angebot an sicheren Anlagen eng begrenzt und nicht beliebig vermehrbar. Für die Masse der Investoren reduzierte sich die Masse denkbarer sicherer Assets auf gewisse Geldmarktpapiere und Staatsanleihen (ausgewählter Länder). Die letzten Jahrzehnte waren daher von einem strukturellen Marktungleichgewicht am Markt für sichere Assets, einem permanenten Anlagenotstand gekennzeichnet. Das Niedrigzinsniveau für Staatsanleihen ist Folge dieser Übernachfrage nach sicheren Assets.

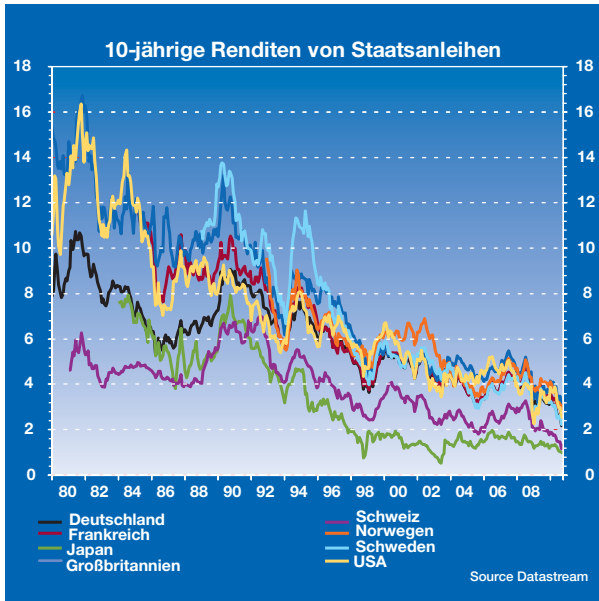
Der Referent stellte dann die Frage, wie es um dieses Marktgleichgewicht nach der Finanzmarktkrise wohl bestellt sei. Herr Krämer sieht die Nachfrage nach sicheren Assets eher als noch gewachsen an (die Staaten haben in der Krise die Vermögensbestände der Reichen gerettet, die Devisenreserven wachsen wegen der Währungskonflikte noch stärker an und der Wunsch nach Sicherheit ist noch größer geworden), während das Angebot an sicheren Assets zweifellos gesunken ist. Man weiß jetzt, dass viele Assetklassen, die man in der Vergangenheit als sicher angesehen hat (Bankprodukte, ABS/MBS, Staatsanleihen der europäischen Peripherie) nicht sicher sind. Das strukturelle Marktungleichgewicht am Markt für sichere Assets ist nach der Finanzmarktkrise noch größer geworden, was in den Staatsanleihenmärkten der ultimativen Safe Assets (Deutschland, Norwegen, Schweiz, Schweden) leicht zu Blasen führen kann.

Langfristig glaubt der Referent, dass sich die Emerging Markets zu „sicheren Kapitalanlagen“ entwickeln können, welche die Safe Haven-Märkte der Vergangenheit ablösen werden, was die gegenwärtig große Abhängigkeit der Emerging Markets Investments von den „Flows“ und den Stimmungen an den internationalen Kapitalmärkten diese Rolle aber noch verhindert.<sup>3</sup> In der Übergangsphase sind die Anleger dazu verdammt, in einer Welt ohne Sicherheit zu agieren.

### Markus van de Weyer: „Die Renten sind sicher“ – Sweet Dreams Are Made of This

Im zweiten Vortrag „Die Renten sind sicher“ – Sweet Dreams Are Made of This“ griff Markus van de Weyer das Thema des „Bond Bubbles“ wieder auf und stellte sich die Frage, ob die Renditen von Staatsanleihen vieler Länder nach der Hausse der letzten Jahrzehnte mittlerweile Blasencharakter erreicht haben. Immerhin rentierten die Staatsschuldtitel beispielsweise von Deutschland, Schweiz oder Schweden im Spätsommer 2010 trotz aller Diskussionen über Inflationsrisiken und Überschuldung der entwickelten Welt so niedrig wie nie seit dem Zweiten Weltkrieg (vgl. Abbildung 3).<sup>4</sup>

Abbildung 3: Renditen im Sinkflug



Als Grundlage der Überlegungen untersuchte Herr van de Weyer systematisch die Merkmale von Blasen, die vergangene übertriebene Haussen charakterisiert hatten (vgl. Abbildung 4).

Als Ergebnis der Untersuchung kam der Referent zum Schluss, dass es sich bei der gegenwärtigen Rentenhausse keineswegs um eine Blase handelt, sondern dass die niedrigen Zinsniveaus fundamental gerechtfertigt sind.

Zwar kann man festhalten, dass der permanente Rentenbullenmarkt der letzten Jahre (wie in fast allen vergangenen Blasen) durch billiges Geld und eine überexpansive Geldpolitik ausgelöst wurde, verstärkt durch den exogenen Schock der Finanzmarktkrise und der irrationalen Suche der Anleger nach Sicherheit.

Die anderen Merkmale, die ein Bubble unbedingt aufweisen würde, seien am Rentenmarkt aber völlig abwesend. Man könne weder von einer grotesken Überbewertung der Assetklasse zu den Fundamentaldaten sprechen, noch bestehe das Risiko eines gigantischen Rückschlags, der das gesamte Ergebnis der Hausse der letzten Jahrzehnte in kurzer Zeit zerstören könnte. Typische Chartformationen oder Indikatoren für eine völlig irrationale Jagd nach Ertrag lägen sicher nicht vor.

Schließlich wies der Referent darauf hin, dass Anleihen allein schon von ihren Grundcharakteristika für eine Blasenbildung kaum in Frage kommen. Sie sind kein spekulatives Instrument, zahlen am Ende der Laufzeit das investierte Kapital zurück (wenn man von Credit-Risiken absieht) und generieren über die Laufzeit stetige Kuponzahlungen. Für Anleihen, die bis zur Endfälligkeit gehalten werden, spielt das Zinsänderungsrisiko ökonomisch (von Bilanzierungszwängen abgesehen) keine wirkliche Rolle.

Abbildung 4: Charakteristika von Kapitalmarktblasen

Sind wir in einer Renten-Blase?	richtig	teils richtig	falsch
• Auslöser ist ein exogener Schock	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Billiges Geld/ überexpansive Geldpolitik befeuern die Hausse	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Versagen der Überwachungsbehörden	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
• Bubble angetrieben von Gewinn gier, Panik und Irrationalität	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Basis ist irrationales Verhalten der Menschen in der Masse	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
• Groteske Überbewertung von Anlageklassen zum fundamentalen Wert	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
• Typische Chart-Informationen („Weihnachtsbäumchen“)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
• Im Crash gehen 75% - 99% des Kursanstiegs verloren	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
• Sehr lange Zeit bis zur Rückkehr zum alten Hoch bzw. Einstand	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

Der Referent räumte allerdings ein, dass man als Renteninvestor wegen der sich rasant verschlechternden Verschuldungssituation der Staaten durchaus über eine Diversifizierung aus reinen Staatsanleihenportfolios heraus nachdenken kann. Unternehmensanleihen seien unter Risiko-Ertrags-Gesichtspunkten eine vorteilhafte Alternative zu Staatsanleihenportfolios (vgl. Abbildung 5).

**Abbildung 5: Charakteristika von Assetklassen**

01/01/2000 - 18/10/2010	Return (10y)	Return (p.a.)	Vola	Vola (p.a.)
Merrill Lynch EMU Corporate Index	69.84%	5.44%	0.16%	2.49%
Merrill Lynch Global HY, Euro. Issuers/Currencies Index	115.98%	8.00%	0.41%	6.45%
Citigroup EMU GBI All Maturities EUR Index	71.59%	5.54%	0.22%	3.50%
DJ EuroStoxx 50 Return Index	-21.16%	-2.35%	1.57%	24.78%

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

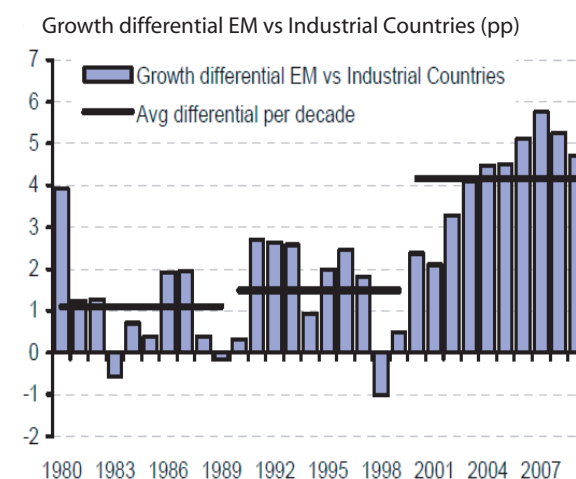
### Denise Simon: Renteninvestments in den Emerging Markets – Eine Welt der Vielfalt

Im dritten Vortrag mit dem Titel „Renteninvestments in den Emerging Markets – Eine Welt der Vielfalt“ ging Denise Simon auf die neuesten Entwicklungen in der am stärksten nachgefragten Assetklasse des Jahres 2010, Emerging Markets Fixed Income, ein.

Insbesondere in den letzten zehn Jahren hat sich ein fulminanter Wachwechsel in der Weltwirtschaft vollzogen. Die entwickelte Welt ist seit der Jahrtausendwende, verstärkt durch die Finanzmarktkrise der letzten drei Jahre, in eine regelrechte Stagnationsphase eingetreten, während die Emerging Markets boomen.

Die Wachstumsdifferenziale zwischen Schwellenländern und entwickelter Welt fielen noch nie so deutlich zugunsten der Emerging Markets aus wie in den letzten zehn Jahren (vgl. Abbildung 6).<sup>5</sup>

**Abbildung 6: Das Wirtschaftswachstum – aufstrebende vs. entwickelte Welt**



Aber nicht nur die Volkswirtschaften der Schwellenländer haben sich im letzten Jahrzehnt explosionsartig entwickelt; fast unbemerkt von der Mehrheit der Anleger haben sich auch die Gewichte der Bedeutung der Kapitalmärkte deutlich verschoben. Auch wenn die Aufmerksamkeit vieler Investoren bei Emerging Markets Investments schwerpunktmäßig in Richtung Aktienmarkt geht, hat sich in dieser Hinsicht an den Rentenmärkten die größere Revolution vollzogen.

Während noch vor einigen Jahren nur einige große Emerging Markets-Staaten in der Lage waren, Anleihen zu emittieren, und dann auch nur in den Hartwährungen USD, EUR oder JPY, hat sich heute ein blühender und tiefer Fixed Income-Markt in den Schwellenländern entwickelt. Es gibt nicht nur Staatsanleihen in Hartwährungen von einer wachsenden Vielfalt von Ländern; fast noch rasanter hat sich der Markt für Lokalwährungsanleihen, also für Fixed Income Investments in den Währungen der Emerging Markets, entwickelt.

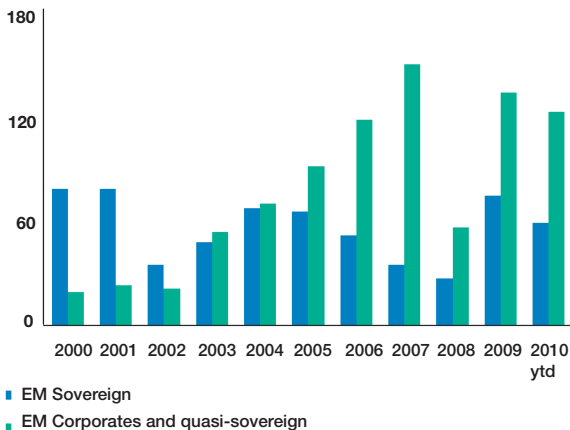
In letzter Zeit hat sich das Interesse zunehmend ergänzend von den Staaten weg hin zu Unternehmensanleihen bewegt (vgl. Abbildung 7).

### Abbildung 7: Primärmarkt von Emerging Market Debt

#### Hartwährungsemissionen – Staats- und Unternehmensanleihen

Der Finanzierungsbedarf der EM-Staaten und Unternehmen liegt mit den bisher in diesem Jahr emittierten USD 186 Mrd. weit vor den von uns für das Gesamtjahr prognostizierten USD 256 Mrd.

(USD B)



Stand: 31. August 2010  
Quelle: JP Morgan, Bank of America Merrill Lynch

Mittlerweile beläuft sich das Volumen von Emerging Markets-Anleihen auf rund 8,2 Billionen USD, davon umgerechnet 6,8 Billionen USD in Lokalwährungen, was damit rund 25 Prozent des globalen Rentenmarktes ausmacht. Dies macht deutlich, dass viele internationale Investoren diese fundamentale Veränderung noch gar nicht bemerkt haben und in ihrer strategischen Asset Allocation auch nach den jüngsten Zuflüssen in die Emerging Markets noch immer deutlich untergewichtet sind.

Daher sieht Denise Simon auch weiterhin ein großes Potential für Investments in die Fixed Income-Märkte in den Emerging Markets, vermerkt aber auch, dass man die einzelnen Länder und Regionen durchaus differenziert sehen muss. Aus Sicht von Lazard Asset Management beispielsweise werden Länder wie Chile, China, Kasachstan und Russland gegenwärtig als besonders attraktive Destinationen für Fixed Income Investments angesehen, während Brasilien, die Türkei und Ungarn eher gefährdeter erscheinen. Insgesamt bieten die Fixed Income-Märkte der Emerging Markets als Assetklasse viel Spielraum der Differenzierung für

aktive Manager, so dass Lazard Asset Management weiterhin hier einen Schwerpunkt der Tätigkeit legen wird.

### Georg Benes: Aktieninvestments in den Emerging Markets – Die Zukunft einer Assetklasse

Im letzten Vortrag der Veranstaltung setzte sich Georg Benes mit den neuesten Trends an den Aktienmärkten der Emerging Markets auseinander. Die Assetklasse steht bereits länger als die Fixed Income Investments im Blickpunkt der Anleger, so dass es sich mittlerweile um einen weit fortentwickelten Markt handelt.

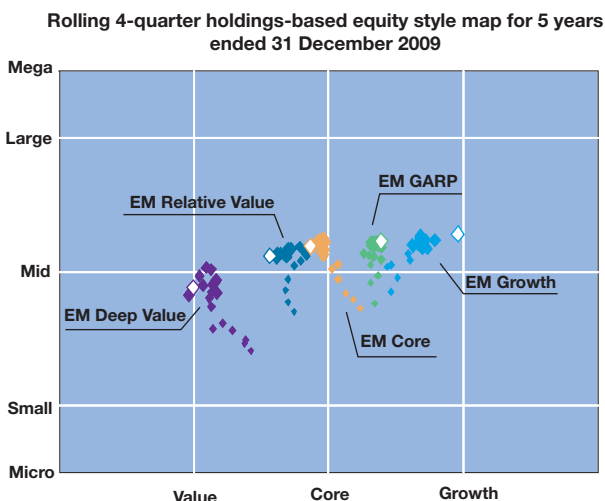
Die positiven fundamentalen Argumente für Emerging Markets Investments, wie das höhere Wachstumspotential der Volkswirtschaften, die solidere Finanzlage der Staaten, die Leistungsbilanzüberschüsse und Devisenreserven, die verbesserten Credit Ratings, das höhere Gewinnwachstum und höhere finanzielle Produktivität der Unternehmen sowie die wachsende Investorennachfrage sind im Prinzip positive Argumente für alle Emerging Markets-Anlagen, sowohl auf der Aktien- wie auf der Renten- und der Währungsseite. So wies der Referent darauf hin, dass die Aktienmärkte der Emerging Markets die globalen Aktienmärkte sowohl über ein Jahr, als auch über drei und fünf Jahre deutlich geschlagen haben und sich die Mittelzuflüsse nach dem Einbruch während der Finanzmarktkrise stark erholt haben.

Wichtige Aspekte des Vortrages von Georg Benes waren einige Beobachtungen, die auf die wachsende Bedeutung der Emerging Markets für die Weltwirtschaft und deren größere Stabilität im Vergleich zur Vergangenheit hinweisen. So ist der Handel innerhalb der Emerging Markets immer mehr angewachsen, was die Abhängigkeit von der entwickelten Welt reduziert, die Bedeutung der Investitionen der Emerging Markets in den Industrieländern ist stetig gestiegen und der Anteil der Binnenkonjunkturkomponente am Sozialprodukt der Emerging Markets ist im Vergleich zu den Exporten deutlich größer geworden.

Der eigentliche Kern des Vortrages war aber eine relativ neue Entwicklung an den Aktienmärkten der Emerging Markets. Während man früher einfach von Aktienanlagen in den Emerging Markets gesprochen hat, haben sich seit vier, fünf Jahren mit der wachsenden Vertiefung der Assetklasse immer mehr Stilinvestments wie in den entwickelten Märkten der Industrieländer durchgesetzt.

So unterscheidet man mittlerweile Value-Investments von Growth-Konzepten, Blue Chip und Core-Anlagen von Small Cap-Strategien und auch Begriffe wie GARP oder Deep Value haben sich im Bereich der Emerging Markets-Aktienanlagen etabliert (vgl. Abbildung 8).

### Abbildung 8: Investmentstile bei Emerging Markets-Aktien



Quelle: Lazard, Callan Associates

Lazard Asset Management als einer der weltweit größten Anbieter von Emerging Markets Investments fühlt sich diesen neuen Kundenansprüchen verpflichtet. Neben unserem traditionellen Relative Value-Konzept der Aktieninvestments in den Emerging Markets haben wir auch stärker wachstumsorientierte Strategien entwickelt.

Ein eigenes sogenanntes Developing Markets Equity Team verwaltet Aktienportfolios gemäß eines Relative Growth-Ansatzes, das aber genau wie alle anderen Lazard-Strategien auf einem fundamentalgetriebenen, auf Basis angemessener Bewertungen erfolgenden Bottom Up-Konzept beruht. Der Ansatz kann seit Beginn der Strategie in 2008 eine äußerst erfolgreiche Entwicklung nachweisen.

---

Verfasser: **Werner Krämer**  
Tel.: 069 / 50606 - 140

## Literaturverzeichnis

- <sup>1</sup> J. Davis: A year for the strange and unusual, FTfm, 15. November 2010, S. 28.
- <sup>2</sup> W. Krämer: Die weltweite Suche nach sicheren Anlagen – und die Folgen ihrer Knappheit, Lazard Asset Management, Standpunkt, August 2010.
- <sup>3</sup> S. Johnson: EM asset flows could close doors, FTfm, 15. November 2010, S. 1.
- <sup>4</sup> W. Krämer / M. van de Weyer: Bonds, Bubbles und andere Ungereimtheiten, Lazard Asset Management, Hintergrund, Oktober 2005.
- <sup>5</sup> W. Krämer: Das neue Paradigma 2009 – Die strategischen Argumente für Investments in die Emerging Markets, Lazard Asset Management, Hintergrund, August 2009.

## Weitere Lazard Publikationen

### **Standpunkt August 2008**

„Investments in die lokalen Geldmärkte der Emerging Markets – Lazard Emerging Income“

### **Hintergrund November 2008**

„Rückblick auf das Investment-Forum November 2008“

### **Standpunkt März 2009**

„Nach dem Platzen der Großen Schuldenblase – Ein erster Versuch, etwas dazu zu lernen“

### **Hintergrund April 2009**

„Warum Unternehmensanleihen jetzt?“

### **Standpunkt Juli 2009**

„Der Weg in die Schuldenknechtschaft und die Folgen“

### **Hintergrund August 2009**

„Das neue Paradigma 2009 – Die strategischen Argumente für Investments in die Emerging Markets“

### **Hintergrund September 2009**

„Fokussierung auf das absolute Risiko als Alternative zum Benchmarkdenken – Lazard Equity Managed Volatility“

### **Standpunkt November 2009**

„Vom unvermeidlichen Scheitern des Risikomanagements“

### **Standpunkt April 2010**

„Griechenland 2010 – Ein Kanarienvogel im Minenschacht“

### **Standpunkt Mai 2010**

„Fixed Income Benchmarks im Asset Management - Markt iBboxx-Indizes“

### **Investment Perspektive Juli 2010**

„Mega-Trends – Motoren der Weltwirtschaft und der Kapitalmärkte“

### **Standpunkt August 2010**

„Die weltweite Suche nach sicheren Anlagen – und die Folgen ihrer Knappheit“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>



Lazard Asset Management  
(Deutschland) GmbH

[www.lazardnet.de](http://www.lazardnet.de)

Alte Mainzer Gasse 37  
60311 Frankfurt  
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0  
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9  
20354 Hamburg  
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20  
Fax: 040 - 35 72 90 - 29