

Europäisches Rentenmanagement

- ◆ Der Euro hat den europäischen Rentenmarkt transformiert.
- ◆ Staatsanleihen und andere “niedrig-verzinsliche” Wertpapiere konkurrieren mit neuen Anleihesegmenten um die Gunst der Anleger.
- ◆ Die Euro-denominierten Kreditanleihen finden international große Aufmerksamkeit.
- ◆ Investoren strukturieren ihre Portfolios gemäß Rendite, Rating und Liquidität neu.
- ◆ Die neuen Anleihesegmente bieten attraktive Einstiegsniveaus für Anleger, die traditionelle Instrumente wie Staatsanleihen und Pfandbriefe verlassen wollen.
- ◆ Die Kreditanalyse gewinnt in den neuen Marktstrukturen deutlich an Bedeutung.

©2000. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Grüneburgweg 102, 60323 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.

Europäisches Rentenmanagement

Modifikation der Asset Allocation-Ansätze

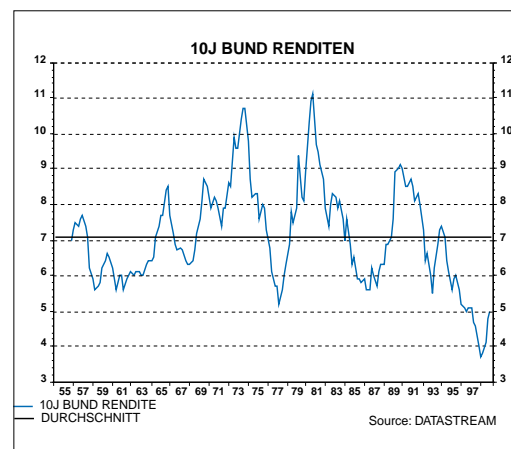
Die Einführung des EUR am 1.1.1999 hat die europäische Rentenlandschaft in einem gewaltigen Ausmaß verändert. Sowohl die Marktstrukturen als auch das Verhalten von Investoren und Emittenten waren einem beeindruckenden Transformationsprozeß ausgesetzt. Aus Anlegersicht am bemerkenswertesten ist die Tatsache, daß der traditionelle Ansatz, durch gewisse Asset Allocation-Entscheidungen im Rentenmanagement Performance zu erzielen, in der alten Form nicht mehr ohne weiteres funktioniert.

In der Vergangenheit konzentrierten sich die europäischen Asset Manager im Rentenbereich insbesondere auf drei globale Entscheidungskriterien, um die Investmentziele zu erreichen, beispielsweise eine gegebene Benchmark zu schlagen: Entscheidend waren die Währungsallokation, die Rentenmarktallokation und die Durationsallokation. Entsprechend standen Währungsprognosen, Zinsprognosen und Zinskurvenprognosen im Mittelpunkt des Asset Allocation-Prozesses. Der Bereich, der in den USA im Portfoliomanagement eine ganz entscheidende Rolle spielt, nämlich die Allokation verschiedener Bonitäts- und Kreditrisikoklassen, war in Europa schon deshalb unterentwickelt, weil hier bis auf den deutschen und dänischen Pfandbriefmarkt nennenswerte Kreditmärkte schlicht nicht vorhanden waren.

Dieser europäische Asset Allokation-Prozeß, der in der Regel auf Top Down- Überlegungen basierte, wurde im Laufe dieses Jahres aber massiv herausgefordert. Die strukturellen Veränderungen in den einzelnen Wirtschaftsräumen, die einheitliche Währung, die Globalisierung und der Strukturwandel an den Kapitalmärkten haben die Portfoliomanager zum Umdenken gezwungen. Ein wichtiger Grund hierfür sind die im historischen

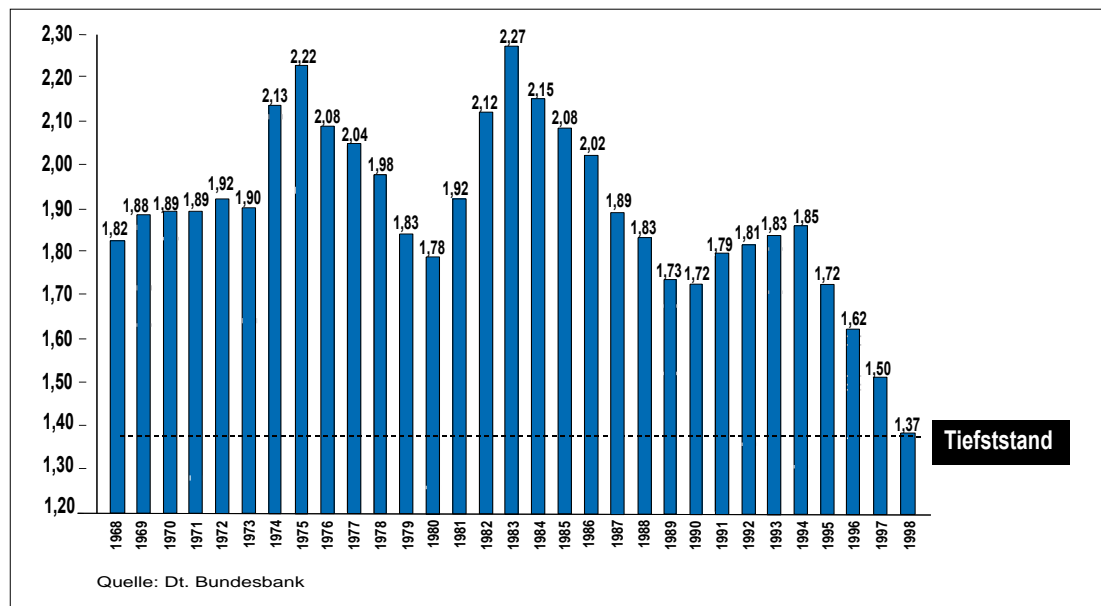
Vergleich global sehr niedrigen Zinsen, bedingt durch die weltweite Disinflation in den neunziger Jahren (vgl. Graphik 1).

Graphik 1: Renditen von 10J Bunds



Bei Investorengruppen wie den Banken sind die Zinsmargen stetig geschrumpft (vgl. Graphik 2). Den Lebensversicherungen beispielsweise fällt es schwer, in diesem Niedrigzinsumfeld die den Versicherten versprochenen jährlichen Ertragszuwächse von mindestens 7% zu erzielen. Dies hat zuletzt den Performancedruck, der auf den meisten Investoren lastet, massiv erhöht, zumal sich durch Deregulierung und Globalisierung der Wettbewerb bei den Finanzdienstleistern in den letzten Jahren deutlich verschärft hat. Da sich an dem historisch niedrigen Zinsniveau auch in den kommenden Jahren nur wenig ändern dürfte, wird es schwierig bleiben, die aus der Vergangenheit gewohnte durchschnittliche Jahresperformance von 7-7,5% durch den einfachen Kauf von 10jährigen Bundesanleihen zu erzielen.

Graphik 2: Die Zinsspannen der Banken am Tief

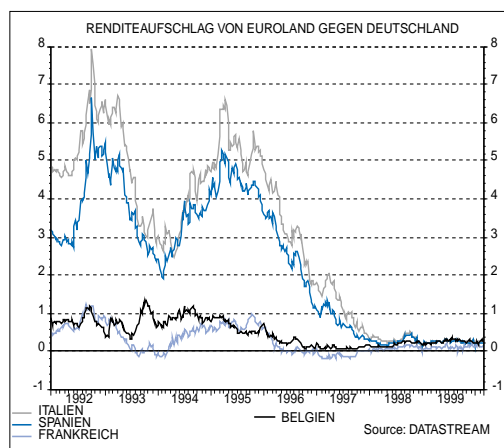


Europäische Konvergenzplays nur noch beschränkt möglich

Dazu kommt, daß die in den letzten Jahren erfolgreiche Investmentstrategie, auf Konvergenzplays im Vorfeld der EWU zu setzen, nicht mehr zur Verfügung steht. Anfang der neunziger Jahre konnte man mit 10jährigen Staatsanleihen der EWU-Kandidaten Spanien und Italien phasenweise einen Renditeaufschlag von 6-8% auf 10jährige Bundesanleihen erzielen, und zudem während der Zinskonvergenz im Vorfeld der EWU von Kursgewinnen profitieren. Diese Handlungsalternative ist Vergangenheit. Wegen der Fixierung der Wechselkurse in Euroland und der einheitlichen Geldpolitik sind die Zinsdifferenzen zwischen den Staatsanleihen innerhalb von Euroland auf maximal 20-30 Bp gesunken (vgl. Graphik 3). Mit anderen Worten sind für den deutschen Anleger die Staatsanleihen von Ländern wie Italien, Spanien oder Frankreich im Grunde keine Anlagealternativen mehr, um ihre Benchmarks merklich zu schlagen. Damit sind die alten Werkzeuge wie Zinsswetten, Länderallokationen und Währungswetten in Europa weitgehend überholt, bzw. nur noch auf wenige Märkte an der Peripherie von Euroland (Großbritannien, Schweden, Dänemark, Griechenland, Osteu-

ropa) anwendbar. Anlagen in diesen Ländern betrachten die meisten Euroland-Investoren aber in der Regel lediglich als Depotbeimischung; sie stehen nicht im Mittelpunkt der Asset Allocation- Entscheidung.

Graphik 3: Renditespreads in Europa



Wie muß ein modernes Rentenmanagement in Euroland vor diesem Hintergrund aussehen? Wo müssen institutionelle Anleger nach neuen Möglichkeiten zur Outperformance der Benchmarks von Staatspapieren suchen?

Bottom-Up Ansatz auch im Rentenmanagement

Die Mehrheit der institutionellen Anleger hat inzwischen den traditionellen, makroökonomisch orientierten Top-Down Ansatz modifiziert. Die Suche nach zusätzlicher Rendite hat die Anleger zu einem Alternativansatz geführt, der stärker mikroökonomisch ausgerichtet ist und aus Bottom-Up Überlegungen heraus kommt. Die Alternative bedeutet, die „Kreditkurve zu spielen“ und so neue Diversifikationsmöglichkeiten zu finden. Das heißt, in die in Europa seit zwei Jahren explodierenden Märkte für nichtstaatliche Schuldtitel einschließlich Industrieanleihen sowie ABS (Asset Backed Securities) und MBS (Mortgage Backed Securities) zu investieren. Manche Anleger erwägen zudem inzwischen sogar vermehrt Anlagen mit niedrigeren Bonitäts-Ratings wie Hochzinsanleihen und Industrieanleihen von Emittenten aus den Schwellenländern.

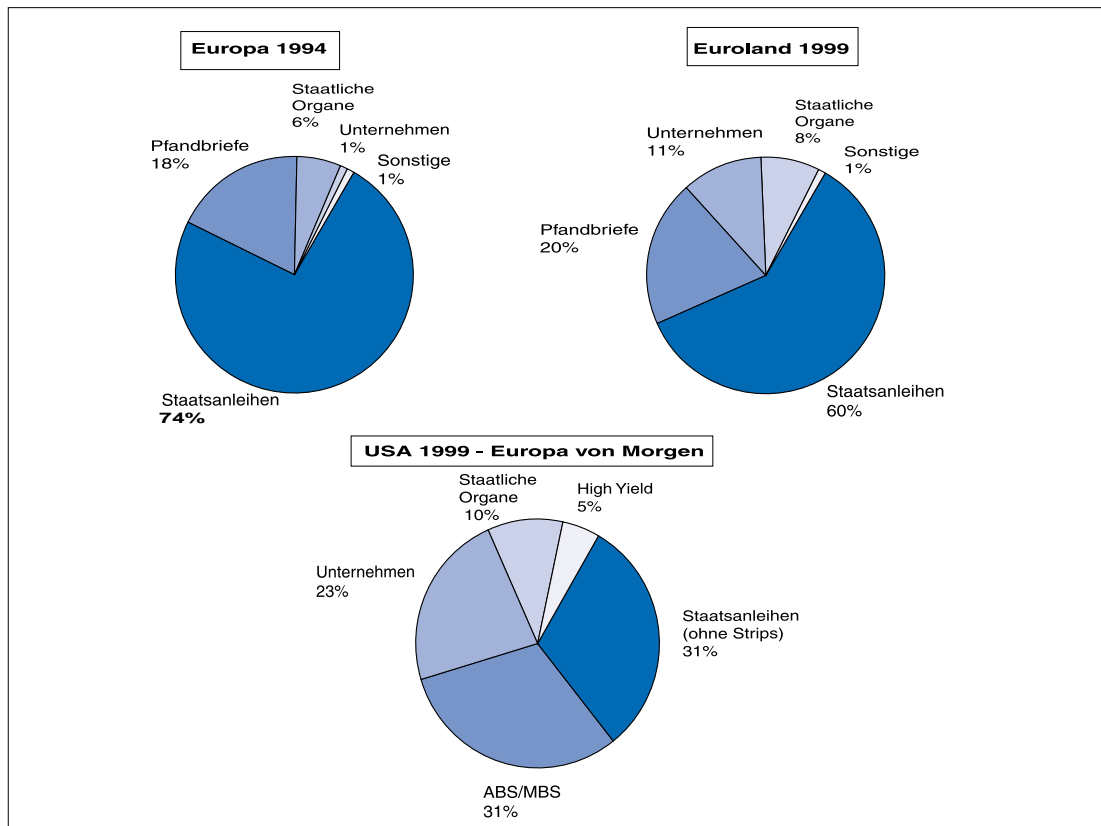
Geänderte Strukturen im Euroland-Rentenmarkt

Aktives Portfoliomanagement in Euroland verlangt eine größere Diversifikation im Hinblick auf Emittentengruppen und Bonität. Diese Bereitschaft der Anleger, ihr Anlageverhalten zu verändern, hat die Struktur der europäischen Bond-Märkte rapide verändert. Zu den fundamentalen Änderungen gehören die folgenden Trends:

- Die Expansion des Nicht-Staatsanleihe-sektors.
- Die Etablierung des deutschen und dänischen Pfandbriefmarktes bei anderen europäischen Anlegern und der Aufbau von Pfandbriefmärkten in anderen Euroländern.
- Die verstärkte Ablösung von Krediten durch Wertpapiere (ABS, MBS).
- Die stärkere Differenzierung unterschiedlicher Kreditrisiken.
- Die Entwicklung von Märkten für Kreditderivative.
- Die Modifikation von Anlagebeschränkungen: Länder- und Währungsrestriktionen beziehen sich heute auf Euroland.
- Die Internationalisierung von Portfolios; damit einhergehend die Explosion grenzüberschreitender Transaktionen.

Die Kapitalmärkte in Euroland nähern sich überraschend schnell denen in den USA an, wo nicht Staatsanleihen und Bankendarlehen, sondern die Sektoren Aktien und nichtstaatliche Schuldverschreibungen dominieren. Graphik 4 zeigt diesen Prozeß an den Rentenmärkten sehr deutlich auf.

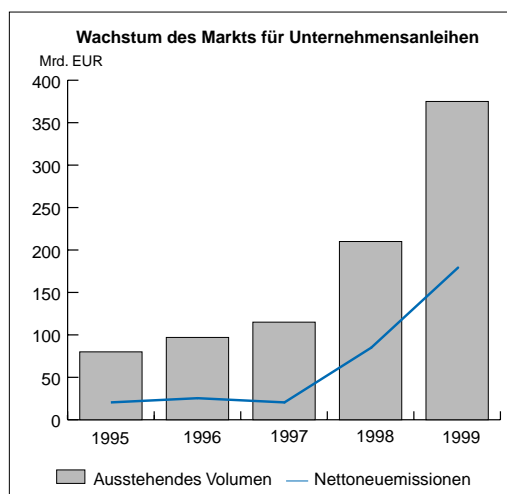
Graphik 4: Struktur des Euroland-Rentenmarktes



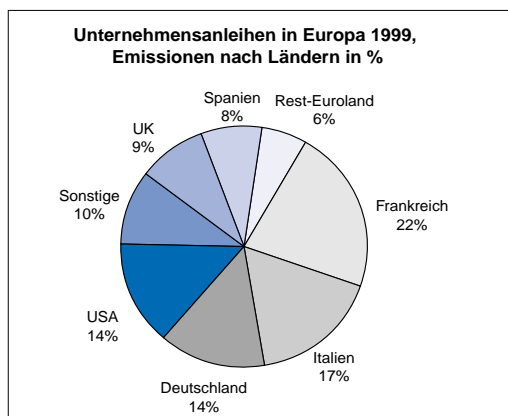
Starkes Wachstum von Unternehmensanleihen

Am signifikantesten ist zweifellos die starke Expansion von europäischen Unternehmensanleihen, die eine starke Nachfrage von Euro-land-Anlegern reflektiert. Insgesamt hat sich 1999 das Emissionsvolumen von europäischen Industriefinanzierungen im Vergleich zu 1998 auf rund EUR 170 Mrd. verdoppelt. Der EUR ist dabei zur bevorzugten Emissionswährung geworden. Während noch 1998 mehr als 50% aller europäischen Industriefinanzierungen in USD emittiert worden waren und gerade mal ein Viertel in Währungen des Eurolands, hat sich diese Relation 1999 umgekehrt. Graphik 5 zeigt das Wachstum des Marktes für europäische Unternehmensanleihen, Graphik 6 die Länderabgrenzung der Anleihen. Euro-Länder haben im Vergleich zu UK und USA ihren Anteil massiv ausgebaut.

Graphik 5:



Graphik 6:



Ein Großteil des Angebots an Industriefinanzierungen entstand in Verbindung mit der Finanzierung ganz bestimmter Unternehmensstrategien. Die Unternehmen bedienen sich der Industriefinanzierungen, um die über Europa hinwegfegende Woge von M&A Transaktionen zu finanzieren; sie wollen sich stärker auf Kernkompetenzen ausrichten, Unternehmensteile veräußern (Spin-offs), die Kosten reduzieren oder wollen eine kritische Größe erreichen, um außerhalb der nationalen Grenzen im gesamten Euroland oder sogar global konkurrieren zu können.

Hintergrund ist, daß zuletzt der Shareholder Value Gedanke immer stärker von den USA auf Europa überschwappte. Die Aktionäre üben immer mehr Druck auf die Unternehmen aus, damit diese die Kosten reduzieren, rationalisieren und letztendlich die Eigenkapitalrendite steigern. Werden diese Ziele nicht erreicht, setzen sich die Unternehmen der Gefahr einer feindlichen Übernahme aus. Bei allen Strategien spielen Industriefinanzierungen eine Rolle. So ergibt sich z.B. eine Möglichkeit, die Eigenkapitalrendite zu steigern, durch die Erhöhung des Verschuldungsgrades, um den Leverage zu erhöhen. Unternehmen begeben Industriefinanzierungen, um die Kapitalstruktur des Unternehmens zu optimieren. Aber auch bei feindlichen Übernahmen spielen Unternehmensanleihen als Finanzierungsvehikel eine wichtige Rolle.

Die Emission von Industriefinanzierungen wird aber auch zunehmend wichtiger für Unternehmen, die sich bisher auf Bankkredite verlassen haben, da die Banken aus Risikoüberlegungen heraus ihre (relativ ertragsarmen) Kreditportfolios reduzieren und die Bilanz verkürzen wollen, um die Eigenkapitalrendite zu steigern. Im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld ist die Kreditvergabe oft unattraktiv, da die Zinsmargen der Banken zuletzt immer mehr abgebröckelt sind.

Daher sind gerade die europäischen Banken im globalen Wettbewerb massiv unter Druck, ihr Eigenkapital effizienter zu nutzen (Graphik 7). Auf der anderen Seite hat sich die Investorenbasis für Industriefinanzierungen durch den Start der EWU deutlich verbreitert. In vielen Situationen bietet die Finanzierung über Industriefinanzierungen zudem größere Flexibilität im Vergleich zu Bankkrediten, insbesondere in Bezug auf die Laufzeiten und die Anleihekonditionen.

Graphik 7:

Eigenkapitalrendite von Geschäftsbanken

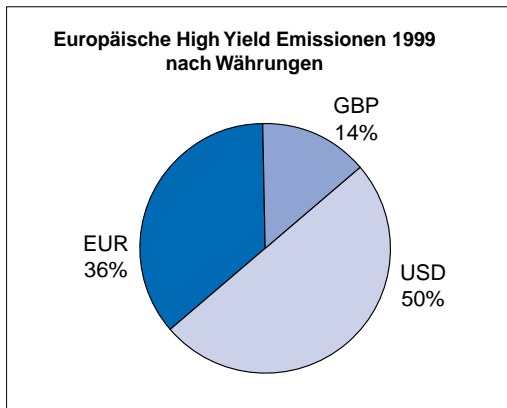
	Deutschland	Italien	Frankreich	USA
1997	8,40	-4,76	9,02	16,09
1996	9,55	3,81	6,26	14,81
1995	8,59	3,34	3,50	13,47

Neues Marktsegment: Europäische Hochzinsanleihen

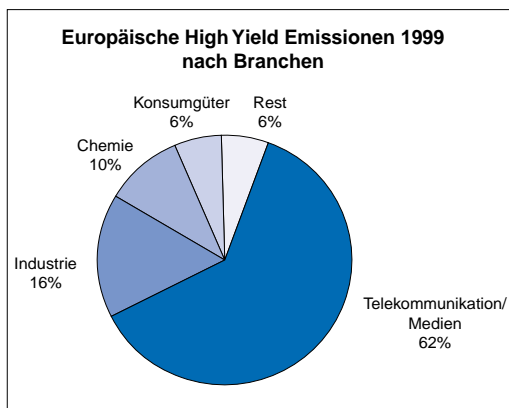
Das am schnellsten wachsende Segment des Euroland-Marktes für Industriefinanzierungen ist der Markt für Hochzinsanleihen. Dabei läßt sich ein Großteil des Wachstums dieses Marktes auf die jüngste Deregulierung der europäischen Medien- und Telekommunikationsbranchen zurückführen. Die Konsolidierung dieser Branchen wird zum Großteil mit Hochzinsanleihen finanziert.

Vergleicht man das nominale Emissionsvolumen des europäischen Marktes für Hochzinsanleihen mit dem des amerikanischen in seinen Anfangsjahren, so zeigt sich, daß der europäische Markt heute viel stärker expandiert. Der europäische Markt zeigte in den letzten Monaten eine unglaubliche Dynamik und dürfte schon in wenigen Jahren seine Reifephase erreichen. Allerdings wartet der europäische High Yield Markt noch auf seinen ersten großen Test, einen ersten größeren Default. Die folgenden Graphiken zeigen die Struktur des europäischen High Yield Marktes auf.

Graphik 8:



Graphik 9:

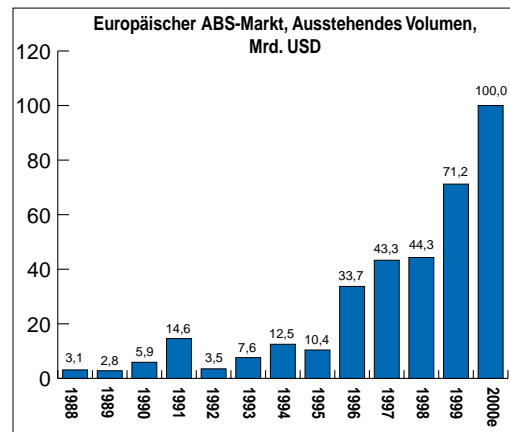


Hohes Wachstumspotential für ABS und MBS Produkte

Eine weitere immer öfter genutzte Möglichkeit für die Banken, ihre Bilanzen zur Steigerung der Eigenkapitalrendite neu zu strukturieren, ist die Verbriefung von Kreditforderungen. Damit können die Banken niedrigmargige Kredite bündeln und an Kapitalanleger verkaufen, um sich dadurch freies Eigenkapital im Sinne der BIZ-Vorschriften zu verschaffen. Dieses Eigenkapital kann dann höhermargigem Geschäft gewidmet werden, so daß die Rentabilität der Banken insgesamt steigt.

Indem die Banken die Verbriefung umsetzen, bringen sie neue Wertpapiere an den Markt, was zu einem sprunghaften Anstieg der Emissionsvolumina in den Segmenten ABS und MBS geführt hat (vgl. Graphik 10), auch wenn sich der Anteil am Gesamtmarkt erst auf 0,4% beläuft. Insbesondere 1999 kam es zu einem explosionsartigen Wachstum im Vergleich zum Vorjahr.

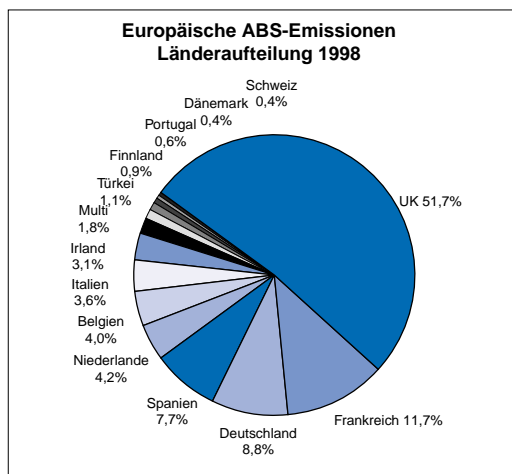
Graphik 10:



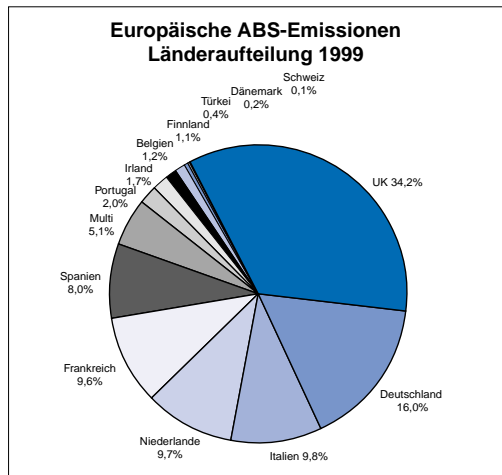
Besonders auffällig ist, daß sich der Markt über ganz Europa ausbreitet. Während noch 1997 Emissionen in Großbritannien und Frankreich dominierten, haben 1998 und 1999 insbesondere Emittenten aus Deutschland, Italien und Spanien an Marktanteilen gewonnen, während Portugal, Schweiz und Irland erstmals im Markt aktiv waren. Hintergrund ist die Tatsache, daß die Gesetzgebung in den meisten Euroländern inzwischen den Weg für ABS- und MBS-Transaktionen freigemacht hat. Der Deutschen Bank zufolge hat der Pool der verbriefbaren Kreditforderungen in Euroland einen Wert von mehreren Billionen USD. Das Potential für weitere Transaktionen in diesem Marktsegment scheint also lediglich durch den Willen der Nachfrager begrenzt zu sein, neue Emissionen in die Portfolios zu kaufen.

Aber auch auf der Nachfragerseite war 1999 schon fast Euphorie zu spüren. Die meisten ABS und MBS Tranchen mit AAA-Ratings waren zum Emissionsdatum überzeichnet, da die Anleger von der Kombination aus sehr guter Bonität und ordentlichen Renditeaufschlägen, gerade auch im Vergleich zum Pfandbriefmarkt, angezogen wurden.

Graphik 11:



Graphik 12:



Doch dieser "simple" Vergleich impliziert sofort ein ganzes Bündel Fragen: Was bedeuten diese geänderten Marktstrukturen für den Anleger und speziell für das Portfoliomanagement? Wie sollten Portfolios und Fonds auf das neue Rentenmarktumfeld umgeschichtet werden? Wie wählt man Produkte aus? Wie kann man "Value" generieren?

Einsatz von Industrieanleihen zur Renditestеigerung

Beginnen wollen wir mit dem Marktsegment, daß den bereits aus der Vergangenheit bekannten Produkten am nächsten ist, den Industrieanleihen. Wichtig ist die Unterteilung dieses Marktsegments in zwei Gruppen, in Papiere mit Investmentqualität (Moody's oder S&P Rating bis BAA oder BBB) und Papiere mit spekulativem Charakter (Rating schlechter als BAA oder BBB). Papiere mit Investmentqualität dürften vielen Anlegern einen ersten Einstieg in Kreditprodukte ermöglichen können, bzw. sie stellen für viele Portfolio-Manager eine Risikobegrenzung dar, da diese exakte Vorgaben haben, nur in Investment-Grade Papiere anzulegen. Papiere mit spekulativem Charakter (High Yield) kommen nur für einen engeren Kreis von Investoren in Frage. Wir sehen gute Gründe, warum es für einen Anleger Sinn macht, Anleihen aus dem schnell wachsenden Markt für europäische Industrieanleihen in die Portfolios zu nehmen.

Da bisher keine langfristigen Erfahrungen mit europäischen Unternehmensanleihen vorliegen, wollen wir in einem ersten Schritt der Analyse auf Erfahrungen aus dem US-Markt zurückgreifen, um aufzuzeigen, daß die Kreditrisiken von Unternehmensanleihen durch Überrenditen gegen Staatsanleihen kompensiert werden. Die folgende Graphik zeigt die Überrenditen von Unternehmensanleihen in Abhängigkeit vom Kreditrisiko. Die Überrenditen steigen monoton mit steigendem Kreditrisiko. Über die letzten 12 Jahre haben beispielweise Unternehmensanleihen mit A-Rating vergleichbare Staatsanleihen um 66 Bp pro Jahr outperformed, bei einer höheren Volatilität von 144 Bp. Dies ergibt ein Ertrags-/Risiko Verhältnis von rund 0,5.

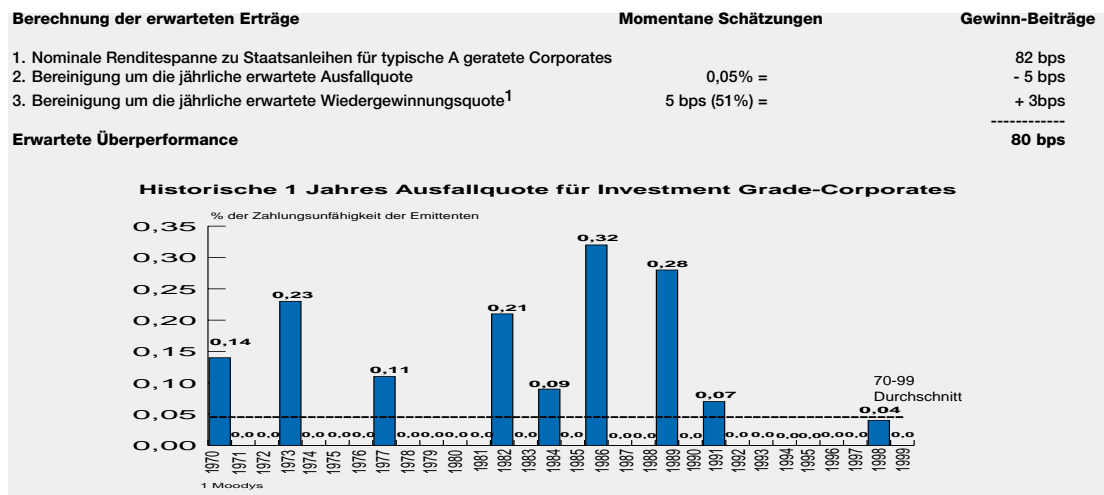
Es spricht einiges dafür, daß die europäischen Kreditmärkte im Vergleich sogar noch attraktivere Anlagemöglichkeiten bieten als der ausgereifte US-Markt. In Europa sind Unternehmensanleihen noch unterentwickelt. Rechnet man die Emissionen des Finanzsektors heraus, stellen sie noch weniger als 5% des Euroland-Bondmarktes dar im Vergleich zu nahezu 20% des US-Marktes. Noch immer halten Investoren wie beispielsweise europäische Versicherungsgesellschaften mehr als die Hälfte ihres Vermögens in jeweiligen inländischen Staatsanleihen und staatsgarantierten Titeln, während es kaum Investments im Kreditsegment gibt.

Dies spricht dafür, daß die Preisbildung im europäischen Rentenmarkt noch ineffizient ist und Arbitragemöglichkeiten offeriert.

Dies wird umso klarer durch die Tatsache, daß die Kreditanalyse bottom-up analytisches Fachwissen erfordert, das sich sowohl von der Aktienanalyse als auch von der Bankanalyse unterscheidet und in dieser Form in Europa noch kaum verfügbar ist. Insbesondere der hohe Anteil ungerateter Emittenten erfordert eine unabhängige Kreditanalyse. Der Markt scheint aber noch unterresearched. Die hohe Zahl von Emissionen in den letzten zwei Jahren bei noch nicht voll ausgebaute Infrastruktur bei den Investmenthäusern und begrenzter Nachfrage bei den Investoren hat deshalb zu Renditeaufschlägen in Europa geführt, die deutlich höher sind als in den USA. Europäische Investoren hatten zudem in der Vergangenheit noch nicht die Möglichkeit, Übergewinne durch Investitionen in hochverzinslichen Anleihen zu generieren, agieren daher entsprechend vorsichtiger. Die europäische Kreditkultur ist generell noch unterentwickelt.

Die folgende Abbildung zeigt eine Beispielrechnung, wie Lazard die aus dem Halten von bestimmten Klassen von Unternehmensanleihen erwartete Outperformance gegenüber Staatsanleihen über einen gewissen Zeitraum, beispielsweise ein Jahr, berechnet.

Graphik 12:



Research/Consulting Fondsmanagement Renten
 Werner Krämer Markus van de Weyer
 ++49 69 50 606 - 141 ++49 69 50 606 - 134

Als Beispiel wird hier ein breit gestreutes Portfolio von A-gerateten Unternehmensanleihen genommen. Ausgangspunkt der Berechnung ist die aktuelle (mittlere) Renditedifferenz von 82 Basispunkten über Bundesanleihen. Historische Daten von Moody's aus den USA von 1970-1998 zeigen zu erwartende durchschnittliche Verluste aus Zahlungsausfällen von A-gerateten Unternehmensanleihen von 1 Basispunkt. Wir rechnen für unser europäisches Portfolio sehr konservativ mit der 5fachen Quote und kalkulieren 5 Bp. Verlust mit ein. Bei der Berechnung der erwarteten Performance ist aber zu beachten, daß der wahre Ausfall nicht diesem erwarteten Verlust aus der jährlich erwarteten Ausfallquote entspricht. Im historischen Schnitt konnten von zahlungsunfähigen Unternehmen noch 51% der ursprünglichen Zahlungsausfälle bedient werden. Die Ausfallquote ist um die jährlich zu erwartende Wiedergewinnungsquote zu bereinigen, die in unserem Beispiel 3 Bp. beträgt. Damit ergibt sich in obigem Beispiel eine erwartete jährliche Mehrrendite von A-gerateten Unternehmensanleihen von 80 Bp. Lazard rechnet zur Zeit also damit, daß ein Anleger, der ein breit gestreutes Portfolio von A-gerateten Anleihen hält, auf lange Sicht im Schnitt pro Jahr eine um 80 Bp höhere Performance erzielt als ein Anleger in Staatsanleihen. Die auf lange Sicht mit Unternehmensanleihen unterschiedlicher Ratings im Schnitt erzielten Erträge zeigt sich nun in Tabelle 1.

Tabelle 1:

Jahresperformance von US-Unternehmensanleihen nach Ratingklassen							
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
1990	7,77	8,11	7,53	5,6	5,85	-9,15	-36,54
1991	15,91	18,44	18,87	19,68	23,18	46,05	72,34
1992	8,2	8,51	8,85	9,77	14,77	20,01	16,13
1993	9,88	11,68	12,32	13,32	15,89	18,22	29,92
1994	-1,78	-4,19	-3,89	-3,29	-1,34	0,33	-11,76
1995	17	22,25	21,66	23,09	22,62	16,69	16,36
1996	3,81	2,63	3,24	3,79	8,99	14,33	8,99
1997	8,99	9,54	9,99	11,18	12,76	13,05	16,47
1998	9,12	9,57	9,13	6,98	8,05	2,2	-5,23
1999	-0,6	-2,2	-1,76	-0,47	0,12	-1	-1,56
Durchschnitt	7,8	8,29	8,47	8,83	10,99	11,34	7,34

Quelle: Salomon Smith Barney

Das neben der höheren Rendite im Segment der Unternehmensanleihen auch ansehnliche Kursgewinne erzielbar sind, zeigt folgendes Beispiel:

Graphik 13:

Der lange analytische Weg vom Zinsrisiko zum Kreditrisiko

Beispiel für die Wertpapier-Selektion

Auf dem Prüfstand: Imperial Tobacco, 6,375%, 27.09.2006
 Volumen 650 Mio Euro, BAA2, BBB;
 emittiert zu 153 Basispunkte über Bunds

Fundamentale Analyse

- In der englischen Tabakwelt die Nr. 2, aber Nr. 1 im Niedrigpreis-segment
- hohe Umsatzrendite und überzeugender Cash-Flow
- Unternehmen hat keine Tabak-Verkäufe in den USA
- Unternehmen ist sehr gut positioniert

Kreditüberlegungen

- Der UK-Markt ist hart umkämpft, Imperial Tobacco verdient auch Geld im Ausland
- Imperial Tobacco könnte bei einem Preiskampf Marktanteile erringen

➔ Renditeeinengung von mehr als 160 auf nur noch 135 Basispunkte (Outperformance von fast 2% in 2 Monaten)

Merkmale von MBS

Eine weitere interessante Anlagealternative stellen Mortgage Backed Securities (MBS) dar. Anleger, die ihre Portfolios von den herkömmlichen risikoarmen Positionen wie Staatsanleihen und Pfandbriefen in höherrentierliche Wertpapiere umschichten wollen, sollten auch MBS unter die Lupe nehmen.

Im Vergleich zum liquiden und gut entwickelten Pfandbrief-Markt, bieten MBS bei etwas geringerer Liquidität und ähnlichen Ratingeinstufungen einen deutlichen Renditevorteil. Dieser erklärt sich aus der etwas anderen Struktur dieser Wertpapiere.

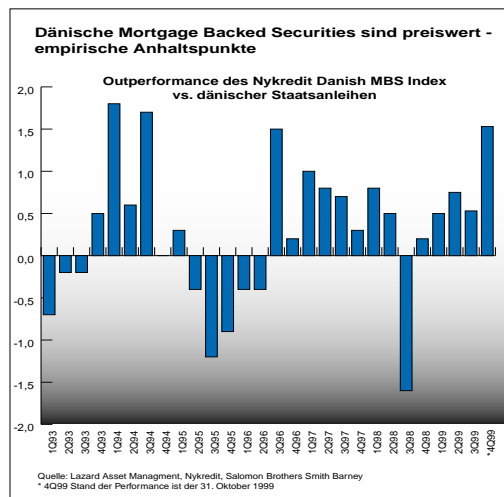
Obwohl Pfandbriefe zwar durch Hypotheken unterschiedlichster Laufzeit besichert sind, trägt der Investor nicht das Risiko der vorzeitigen Rückzahlung. Dadurch entsprechen Pfandbriefe in Bezug auf die Cash-Flow-Struktur einer Unternehmensanleihe, die von der jeweiligen Hypothekenbank begeben wird.

Bei der hypothekarischen Besicherung eines MBS im amerikanischen Stil geht das Risiko der vorzeitigen Rückzahlung jedoch an den Inhaber der Anleihe über. In den USA ist es üblich, daß die Darlehensnehmer die Option besitzen, ihre Hypotheken frühzeitig zu tilgen, um ihre Schuld anschließend zu besseren Zinskonditionen zu refinanzieren. Dies stellt ein Risiko für den Hypothekarkreditgeber dar, da er womöglich eine frühzeitige Rückzahlung zum ungünstigsten Zeitpunkt akzeptieren muß, nämlich wenn die Zinsen fallen oder schon gefallen sind. Hierdurch entsteht für ihn ein Wiederanlagerisiko, da eventuell die Gelder zu einem niedrigeren Zins neu investiert werden müssen. Durch die amerikanische Struktur des MBS verbrieft die Hypothekenbank dieses Risiko und gibt es an die Anleger weiter. Die Anleger wiederum verlangen für die Risikotransformation eine erhebliche positive Renditedifferenz gegenüber Staatspapieren oder den Pfandbriefen deutscher Struktur, da letztere das Vorfälligkeitsrisiko ausschließen.

Dänische Pfandbriefe als Beispiel für europäische MBS

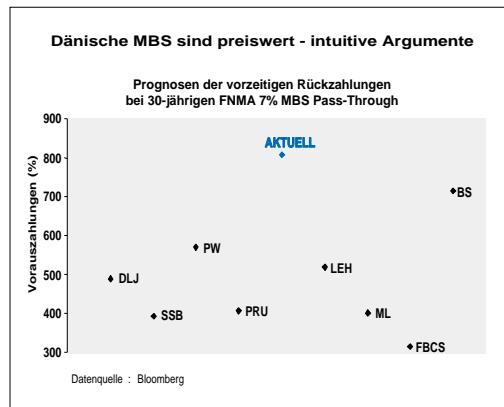
In der Vergangenheit wurde diese Risikotransformation an den Märkten ausreichend kompensiert - das heißt in den USA und anderen europäischen Märkten, an denen Verbriefungen ähnlicher Struktur ebenfalls gehandelt werden. Einer der europäischen Heimatmärkte für MBS ist der dänische Markt, der seit dem Jahre 1850 existiert und fast das doppelte ausstehende Volumen besitzt wie der Markt für dänische Staatstitel. Teilweise besitzen die „Benchmark-Anleihen“ im dänischen MBS-Segment eine vergleichbare Liquidität mit den Staatstiteln. Unserer Meinung nach ist dieser Markt ein gutes Beispiel für die Chancen und Strukturveränderungen, die wir in Euroland in den kommenden Jahren erwarten können. Die folgende Grafik veranschaulicht die historische Überrendite der dänischen MBS gegenüber dänischen Staatsanleihen:

Graphik 14:



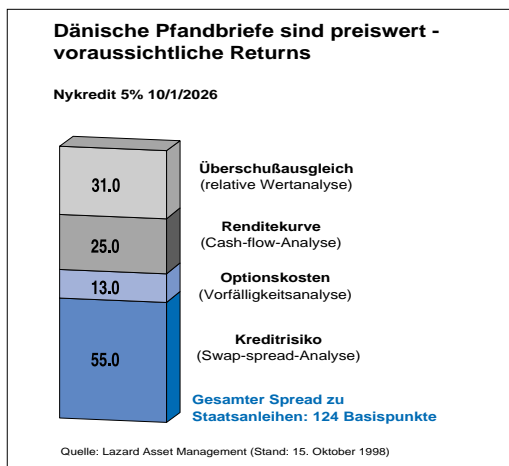
Die Mehrrendite gegenüber vergleichbaren Staatsanleihen liegt bei circa 70 Basispunkten, bei einem Risiko gegenüber diesen von 210 Basispunkten. Der Hauptgrund für diese Überrenditen liegt in der Komplexität der Bewertung und Analyse der MBS. Der Schlüssel hierfür liegt wiederum in der Bewertung der Option der vorzeitigen Rückzahlung. Die Bewertung dieser Option ist ein schwieriges Verfahren, das quantitative Modellierung und ein qualitatives Verständnis des Agierens der Marktteilnehmer voraussetzt. Diese Komplexität - und auch die Verwendung unterschiedlicher Modelle und Bewertungsmethoden - hat zur Folge, daß die Prognosen der vorzeitigen Rückzahlungen eine hohe Streuung um den Mittelwert aufweisen, und sehr ungenau sein können - wie folgende Graphik veranschaulicht.

Graphik 15:



Wie ist die überdurchschnittliche Kompensation der Vorfälligkeitsrisiken zu verstehen? Anleger wollen für die Übernahme von Risiken entschädigt werden. Die Prognose des Eintritts der Vorfälligkeit wird von den Marktteilnehmern unterschiedlich eingeschätzt, und ist in der Regel fehlerbehaftet. Aus diesem Grund fällt die Kompensation dieses Risikos oft übermäßig groß aus und liegt letztendlich über den Renditeerwartungen der Marktteilnehmer. Wenn wir in die nähere Zukunft schauen, wird dieses Mißverhältnis zwischen Ertragsersparung und realisiertem Ertrag unserer Meinung nach anhalten. Damit werden diese Überrenditen gegenüber den Staatstiteln weiterhin Bestand haben, und stellen eine attraktive Anlagealternative dar.

Graphik 16:



Interessant ist auch die Betrachtung, die die Risiken ins Verhältnis zueinander setzt. Brechen wir die höhere Rendite der MBS in die einzelnen Bestandteile hinunter, erkennen wir wie die Einzelrisiken dieses Wertpapiers bewertet und kompensiert werden. Das Kreditrisiko erklärt in diesem Beispiel cirka die Hälfte der gesamten Renditedifferenz.

Anlagealternative ABS und CLO

Aktuell existieren auch viele Chancen in europäischen Asset Backed Securities (ABS).

Um diesen Markt näher zu illustrieren, analysieren wir nun ein Collateralized Loan Obligation (CLO) - eine Form von Wertpapieren, die durch Kreditportfolios von Banken besichert werden. Im folgenden gehen wir beispielhaft auf eine Verbriefung von Firmen- und Immobilienkreditforderungen ein, die CORE-Transaktion der Deutschen Bank.

Graphik 17:

Die Erfahrungen von Lazard in ABS Investmentprodukten erlauben uns, unsere gesamten globalen Quellen zu benutzen

Wertpapier-Selektion - Entwicklung eines Investment-Einblicks

Beispiel: Core 1998-1
 Struktur: Darlehen der Deutschen Bank
 Rendite: LIBOR + 90 Basispunkte
 Währung: DM
 Emissionsvolumen: DM 4,3 Mrd.

Fundamental-Analyse

- Der abgesicherte und gestreute Pool besteht aus 5300 Darlehen, emittiert von und verwaltet bei der Deutschen Bank AG
- Das Risiko von Vorfälligkeitszahlungen ist begrenzt durch Vorfälligkeitsstrafen
- Die Rendite ist 5 Basispunkte günstiger als bei vergleichbaren ABS in Dollar

Wie muß ein Anleger vorgehen, um sich bei der Bewertung der ABS dauerhaft Renditevorteile einzukaufen? Hier nun die wichtigsten Kriterien, mit denen ein ABS analysiert werden kann:

- Zuallererst ist die Qualität des unterliegenden Kreditportfolios (der sogenannte Pool) zu untersuchen. Diese Kredite bestehen typischerweise aus Darlehen für Autokäufe, Kreditkarten-Forderungen, Leasingverträgen oder anderen Kreditformen. In diesem konkreten Beispiel besteht der Pool aus einem Portfolio von sehr gut diversifizierten Darlehen an mittelständische Unternehmen.
- Daneben spielt die Kreditqualität (Rating) des Emittenten eine erhebliche Rolle, in diesem Fall ist die Deutsche Bank der „Produzent“ und „Servicer“ der Darlehen.

- Letztendlich muß als das „Hauptrisiko“ die interne Struktur (Nachrangigkeit, Übersicherung, Kassenreserve u.ä.) der Transaktion betrachtet werden. In der Regel teilt sich eine ABS-Transaktion in eine Vielzahl von Einzeltranchen auf, die fixe oder variable Kupons, Vorfälligkeitsrisiken, unterschiedliche Laufzeiten und Bonitäten haben können.

Diese Erklärung dient nur als Beispiel, um die unterschiedlichsten Arten von ABS-Strukturen plastisch zu erläutern. Innerhalb kürzester Zeit hat sich ein europäischer Markt für ABS entwickelt, der von englischen Immobiliendarlehen über ein Portfolio internationaler Spielfilme bis zu den Einnahmen aus Eintrittskarten italienischer Fußballspiele der Verbriefung keine Grenzen setzt. Im Unterschied zum eher standardisierten amerikanischen ABS-Markt sind die Strukturen in Europa äußerst vielfältig, jeder tiefergehende Einstieg in dieser kurzen Einführung kann leider nur rudimentär bleiben.

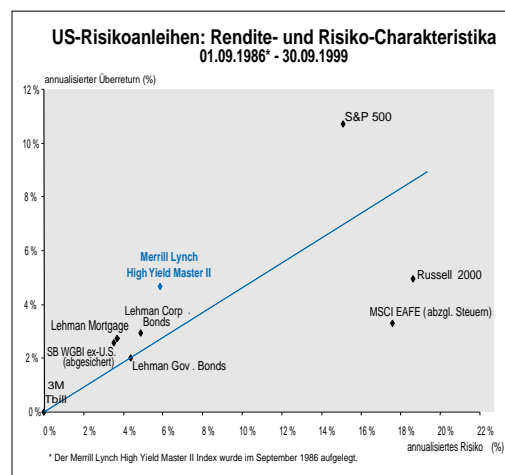
High Yield-Produkte mit Perspektive

Nun wenden wir uns den Märkten für Schuldverschreibungen mit niedrigeren Bonitäts-Ratings zu. Für diejenigen Investoren, die diese Chancen nutzen dürfen, bietet der europäische Markt für Hochzinsanleihen (High Yield; Non-Investment-Grade) unseres Erachtens nach sehr attraktive Chancen.

Hochzinsanleihen bieten dem Investor ein höheres Maß an Diversifikation gegenüber dem Gesamtmarkt als Investment-Grade-Industrieanleihen, da ihre Performance enger mit den spezifischen Unternehmensdaten verbunden ist als mit der allgemeinen Zinsentwicklung. Simplifizierend kann man festhalten, das die Entwicklung des Unternehmens einen größeren Einfluß auf die Performance der Anleihen hat als der generell am Markt beobachtbare Zinstrend. Da viele Anleger diese Titel aus unterschiedlichen Gründen meiden, ist die Nachfrage oftmals limitiert. Deshalb ist das Risiko dieses Markt-

segmentes in der Vergangenheit durch hohe Renditen kompensiert worden. Werfen wir einen Blick auf den amerikanischen Markt für Hochzinsanleihen (High Yield Bonds). Durch die lange Existenz des Marktes in Amerika können verlässliche Daten für ein Rendite/Risiko-Profil kalkuliert werden, in Europa fehlt für die Signifikanz der Daten noch die Historie. Der Merrill Lynch High Yield Master II Index hat seit Auflegung im Jahr 1988 einen Return von 5 % über LIBOR und 10,6 % in absoluten Zahlen erzielt. Dieser Index gilt unangefochten als das „Marktbarometer“ für Hochzinsanleihen. Diese starke Performance wurde bei einer Volatilität von weniger als 6 % jährlich erzielt. In diesem Zeitraum ist wohlgermerkt auch die Phase der hohen Ausfallquoten während der Junk-Bond-Krise Anfang der 90er Jahre enthalten.

Graphik 18:



Vergleich des europäischen und des amerikanischen High Yield-Marktes

Da wir auf Daten des amerikanischen Marktes zurückgreifen müssen, um die Charakteristika des High-Yield-Marktes darzustellen, stellt sich die Frage, ob diese Betrachtungsweise auch für Europa relevant sein kann. Wie schneidet der europäische Markt denn in einem Vergleich mit Amerika ab?

Wir haben drei Aspekte herausgearbeitet, die die erwartete Rendite im Markt für Hochzinsanleihen bestimmen: 1) die Renditedifferenzen zu den Staatsanleihen - in Europa sind sie in der Regel im High-Yield Bereich etwas größer als in den USA 2) die Ausfallquoten - diese werden sich unseres Erachtens in beiden Regionen in etwa gleich entwickeln; und 3) die Einbringungsquoten bei abbeschriebenen Kreditforderungen - diese werden unserer Schätzung nach etwas niedriger in Europa ausfallen als in den USA. Diese konservative Schätzung beruht auf der Beobachtung, dass europäische Unternehmen eine höhere Verschuldung bei Banken aufweisen. Ausgehend von unserem internen Modell, kommen wir auf einen erwarteten Mehrertrag gegenüber europäischen Staatsanleihen von 276 Basispunkten.

Graphik 19:

Der europäische High-Yield Markt wird langsam erwachsen

Charakteristika des europäischen High-Yield-Marktes

- Bei vergleichbarem Rating sind derzeit die aktuellen Spreads bei europäischen Unternehmensanleihen etwas größer, als bei US-Anleihen (520 Bp¹ für europäische Anleihen ggü. 460 Bp² für US-Anleihen)
- Ausfallquoten sind für ähnlich geratete Unternehmen vergleichbar; das durchschnittliche Rating ist etwas niedriger
- Erwartungen für Wiedergewinnungsquote etwas konservativer in Europa (größerer Anteil an Bankschulden an der Finanzierung, unsicherer Konkursprozess)

Die nachfolgende Tabelle erläutert in wenigen Schritten skizzenhaft, wie der erwartete Ertrag eines Hochzinsanleihen-Portfolios um die Abschreibungsquoten und Wiedereinbringungsquoten „bereinigt“ wird. Dieser Wert dient als simple Ertragsersparung für einen Investor mit einer buy-and-hold Strategie. Auch für die Analyse dieses Anleiensegmentes verwenden wir ein internes Modell, welches in der Kalkulation sehr transparent ist, und auf der langen Erfahrung der Mitarbeiter basiert.

Graphik 20:

Die Rendite von High Yield liegt deutlich über der von Staatsanleihen

Europäischer High Yield Ausblick

Berechnung erwarteter Returns	aktuelle Schätzung	Beitrag zum Return
1. Ausgang: nomineller Renditespread zu Treasuries ¹	11,6% - 5,7% =	520 bps
2. Um die erwartete Jahresausfallquote adjustieren ²	3,8 % =	- 375 bps
3. Für die erwartete Einbringungsquote bei ausgefallenen europäischen Hochzinsschuldverschreibungen ³ adjustieren	375 bps (35%) =	+ 131 bps
Erwartete Rendite		276 bps

- Da unsere Schätzungen konservativ sind, haben wir unsere langfristig erwarteten Ausfallannahmen von 3,5% auf 3,75% erhöht.
- Bezüglich der momentanen Spreads, können Ausfälle auf 10% steigen und die Anleger würden dennoch eine ähnliche Rendite wie mit Staatsanleihen erzielen.

Portfoliobildung bei High Yield-Produkten

Angesichts dieser attraktiven Renditen, wie sollte ein potentieller Anleger vorgehen, um Einzeltitel für ein gut diversifiziertes Portfolio von Hochzinsanleihen auszuwählen? Die wichtigsten Kriterien sind ein funktionstüchtiges Geschäftsmodell des emittierenden Unternehmens, eine gesunde Kapitalstruktur und Anleihevertragskonditionen, die die Inhaber der Hochzinsanleihen vor nachteiligen Veränderungen in der Zukunft schützen. Hier folgt ein Beispiel einer Hochzinsanleihe, die unserer Meinung nach diese Kriterien erfüllt:

Graphik 21:

Wesentliche Überlegungen: eine stetige Kapitalstruktur und Anleiheverträge, die den Renteninhaber schützen.

Beispiel für die Wertpapier-Selektion

Impress Metal 9-7/8 fällig am 29.5.07, Währung: DM

Kapitalstruktur (1997 Daten)

- Zinsdeckung EBITDA/Zinsaufwand 2,8x
- Leverage Ges. Verschuldung/EBITDA 4,8x
- Freier Cash Flow 83 Mio. DM

Schutzmaßnahmen für Renteninhaber

- Begrenzung der zusätzlichen Kreditaufnahme, es sei denn die Zinsdeckung übersteigt 2,75x bis 5/99 und 3,25x danach.
- Verpflichtung zur quartalsmäßigen Berichterstattung weitgehend ähnlich der Form 10-Q.
- Limitierung der Zahlungseinschränkungen (restricted payments) auf weniger als 50% des Konzernnettoergebnisses plus 20 Mio. DM.
- Transaktionen mit Beteiligungsunternehmen von mehr als 5 Mio. DM müssen auf Basis der restlichen Selbständigkeit erfolgen (arms-length transactions).
- Bei Wechsel der Unternehmenskontrolle Kündigungsrecht zu 101%.
- Glaubwürdiger Eigenkapitalgeber (Doughty Hanson).

Research/Consulting Fondsmanagement Renten
 Werner Krämer Markus van de Weyer
 ++49 69 50 606 - 141 ++49 69 50 606 - 134

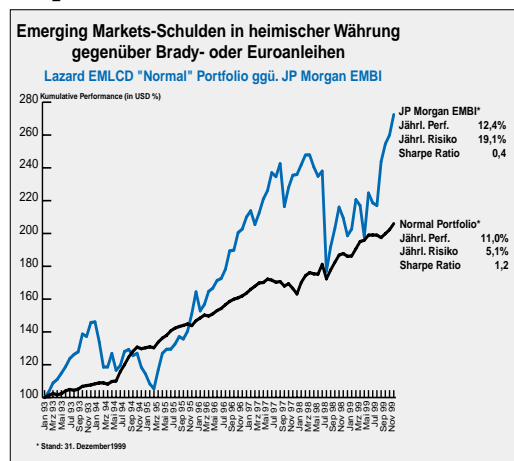
Diese Anleihe wurde emittiert von Impress Metal. Dieses Unternehmen ist der zweitgrößte europäische Hersteller von Lebensmittelverpackungen. Dieser Unternehmenssektor zeichnet sich durch einen stabilen Geschäftsverlauf aus, und Impress hat einen beträchtlichen Marktanteil. Das Zinsdeckungsverhältnis beläuft sich auf 2,8 und der Leverage stellt mit 4,8 eine in diesem Rahmen vertretbare Zahl dar. Das Bild wird abgerundet durch eine Vielzahl von Maßnahmen, die für den Fremdkapitalgeber eine zusätzliche Verschuldung verhindern, adäquate Finanz-Kennzahlen, und mit Doughty Hanson einen seriösen Eigenkapitalgeber.

Kapitalmärkte der Schwellenländer

Ein weiteres Neuland für Anleger, die in Produkten mit niedrigeren Bonitäts-Ratings investieren können, sind die Kapitalmärkte der Schwellenländer. Die an Euroland angrenzenden Länder wie Polen, Tschechien, Ungarn und Griechenland sorgen für Aufmerksamkeit unter den Anlegern, die die nächste Konvergenzstory in Europa suchen.

Wir bei Lazard sind der Überzeugung, daß Investitionen in die Kapitalmärkte der Schwellenländer sich am besten mit einem gut diversifizierten Portfolio aus Schuldverschreibungen in lokaler Währung realisieren lassen statt mit auf Hartwährung lautenden Brady-Bonds oder Eurobonds.

Graphik 22:



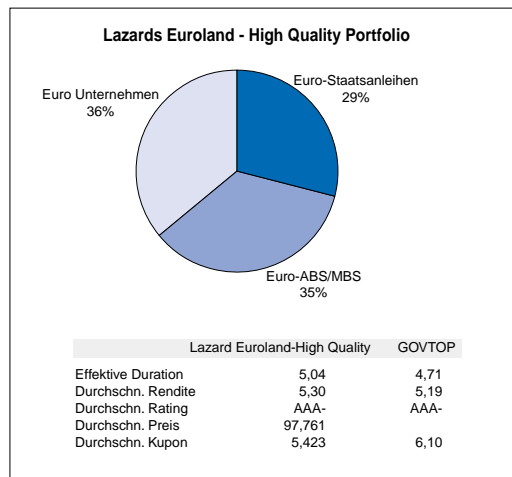
In diesem Chart sehen wir, daß das Portfolio, das in festverzinsliche Anleihen in lokaler Währung investiert, Renditen erzielt, die es mit denen der Brady-Bonds aufnehmen können - jedoch mit einer Volatilität, die nur bei einem Drittel der Volatilität von Brady-Bonds liegt. Um nicht zu sehr in die Details der Märkte gehen zu müssen, sei nur folgendes erklärt: der Grund für die hohen risikoadjustierten Renditen bei Anleihen in lokaler Währung aus den Schwellenländern besteht darin, daß trotz des hohen Währungsrisikos der einzelnen Länder die Abwertungen der Währungen tendenziell nicht miteinander korrelieren; das heißt, ein ausreichend diversifiziertes Portfolio eliminiert den Großteil des Währungsrisikos auf Gesamtportfolio-Ebene. Dadurch wird der Anleger in der Summe für die eingegangenen Risiken mehr als entschädigt. Auch dieses Beispiel zeigt die Wichtigkeit der Portfoliokonstruktion im Portfoliomanagement: eine ausgewogene Struktur generiert einen guten Ertrag bei akzeptablem Risiko.

Lazard-Produkte zum Aufbau von Euroland-Rentenportfolios

Kommen wir zurück zu den heutigen Möglichkeiten im Euroland. Als Aufgabe stellt sich nun, wie beispielsweise ein Portfolio konstruiert werden kann, das die neuen Chancen in Europa nutzt, aber gleichzeitig die Risiken ausreichend diversifiziert. Im ersten Schritt beschränken wir uns auf in Euro denominierte Anleihen, und beziehen nur Titel mit besten Bonitäten (Investment-Grade) in unsere Überlegungen ein. Diese Struktur schließt Währungsrisiken als auch Anleihen mit niedrigeren Ratings aus. Weitere Vorgaben können beispielsweise ein durchschnittliches Portfolio-Rating oder eine maximale Laufzeit der einzelnen Anleihen oder des Gesamtportfolios sein.

Geben wir diese Beschränkung auf den Euro und beste Bonitäten als Restriktion vor, ergibt unser Asset-Allokation Prozeß folgende Portfoliostruktur:

Graphik 23:



Mit Europäisches High Quality beschreiben wir das gerade vorgestellte Portfolio, welches dem Portfolio Manager in der Konstruktion einen relativ geringen Gestaltungsspielraum lässt. Indem wir mit dem Anleger zusammen seine Risikotoleranz quantifizieren, kann der Freiheitsgrad in der Portfoliokonstruktion erweitert werden, und wir bewegen uns von einem Standard-Portfolio hin zu einer individuellen Lösung. Nun kann die Rendite des Portfolios durch die individuelle Beimischung von Hochzinsanleihen oder Schuldtiteln aus Emerging Markets deutlich gesteigert und somit die individuelle Rendite/Risiko-Erwartung des Anlegers abgebildet werden. Neben der Beimischung dieser Segmente konstruieren wir auch Portfolios, die sich direkt auf spezielle Segmente wie Hochzinsanleihen oder Emerging Markets fokussieren.

Lazard offeriert eine breite Palette von Rentenprodukten, und verwaltet momentan 12,4 Mrd. Euro in festverzinslichen Wertpapieren. Davon sind über 5,2 Mrd. Euro in nicht-traditionellen Segmenten investiert. Währenddessen viele andere europäische Investmentgesellschaften noch Kapazitäten aufbauen und Erfahrung in den Kreditmärkten sammeln müssen, blickt Lazard auf mehr als 10 Jahre Expertise in europäischen Nicht-Staatsanleihen zurück. Dieser Vorteil unterscheidet uns deutlich von unseren Wettbewerbern.

Für Anleger, die gezielt in europäische Rentenmärkte investieren wollen, bieten wir momentan folgende Produkte an:

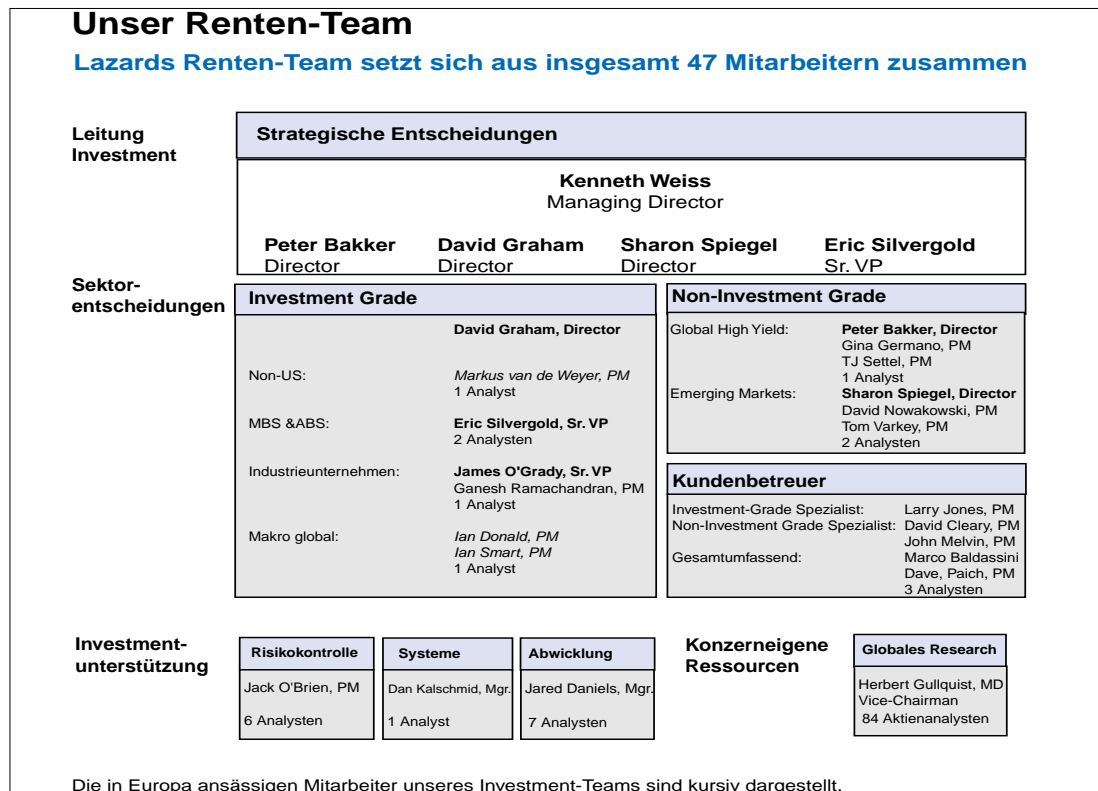
Graphik 24:

Produkt	Sektor	erwartete Performance	erwartetes Risiko
Europäisches High Quality	<ul style="list-style-type: none"> • Staatsanleihen • Inv. Grade Anleihen • ABS • MBS 	100 bps über Staatsanleihen	80 bps über Staatsanleihen
Europäisches erweitertes High Quality	<ul style="list-style-type: none"> • wie oben, plus • Europ. High Yield • Emerging Markets 	170 bps über Staatsanleihen	120 bps über Staatsanleihen
Europäisches High Yield		400 bps über Staatsanleihen	580 bps über Staatsanleihen
Emerging Markets - Lokale Währungsanleihen		800 bps über LIBOR	900 bps über LIBOR

Lazard - Rententeam und Anlagephilosophie

Unsere Erfahrung hat uns gelehrt, daß erheblich sowohl im technischen Bereich als auch im personellen Bereich investiert werden muß, um die neuen Marktsegmente aktiv abdecken zu können. Diese neuen Märkte sind aufgrund ihrer Komplexität wesentlich reserachintensiver als die traditionellen Kapitalmärkte. Wie sieht die Struktur bei Lazard aus? Die nächste Grafik zeigt, wie wir uns auf die einzelnen Segmente fokussieren, und dann die Einzel-Expertise der unterschiedlichen Teams in einem Portfolio bündeln.

Graphik 25:



Die Investmentphilosophie zieht sich durch alle Produkte wie ein roter Faden - ein bottom-up Ansatz produziert auf der Einzeltitlebene überlegene Ergebnisse gegenüber dem Markt, während das Gesamtrisiko auf der Portfolio-Ebene limitiert wird. Im Gegensatz zu den meisten europäischen Managern, die einen reinen makroökonomischen Ansatz verfolgen, vermeiden wir bei Lazard Asset Management große Divergenzen bei der Länder- und Währungsallokation und legen den Fokus eher auf die Wertpapier-Ebene. Die Mehrheit unserer Wertpapiere in den High-Quality-Portfolios besteht aus Investment-Grade Nicht-Staatsanleihen, mit einer strategischen Beimischung zu höherrentierlichen Sektoren, wenn unsere Anleger uns diese Freiheit geben.

Fazit

Der Euro hat das traditionelle Rentenmanagement "ins Abseits gestellt." Mit "gelben Karten" verwarnt wurden auch Staatsanleihen und andere Schuldner mit niedriger Rendite. Neu ins Team gekommen sind so "erfahrenere Spieler" wie Unternehmensanleihen, ABS und MBS.

Die größten Hoffnungen für ansehnliche Renditen bei überschaubarem Risiko begleiten aber unser "Nachwuchstalent" European High Yield.

Gut für unsere Anleger, daß unser Team schon steht.



Lazard Asset Management
(Deutschland GmbH)

Grüneburgweg 102
60323 Frankfurt

Tel.: 069-50 60 6-0
Fax: 069-50 60 6-100