

Alternativen im Kreditmarkt

Holger Mertens, Senior Vice President
Portfolio Management Renten London

Investment-Forum
November 2009

Agenda

- ◆ Ist die Kredit-Rallye schon zu Ende?
- ◆ Themen im Kreditmarkt in 2010
 - Von Beta zu Alpha
 - Der Investmentprozess als Baukasten
 - Partizipieren am Kreditzyklus
- ◆ Zusammenfassung

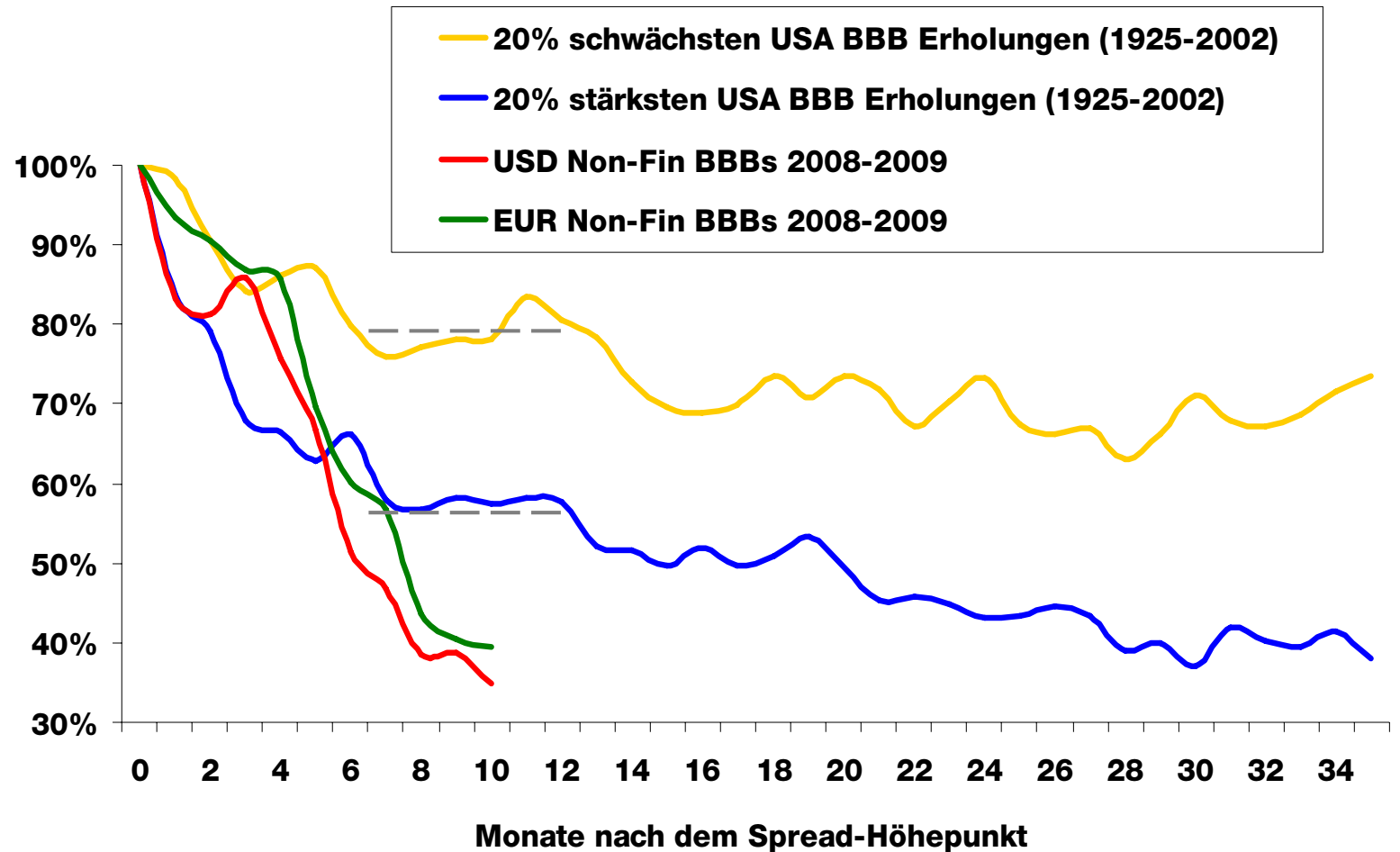
Ist die Kredit-Rallye schon zu Ende?

Die Kredit-Rallye im historischen Kontext

Die Geschwindigkeit der Erholung an den Kreditmärkten war höher als jemals zuvor.

Gibt es noch Potential für einen weiteren Rückgang der Spreads?

Spreads in % vom Höhepunkt



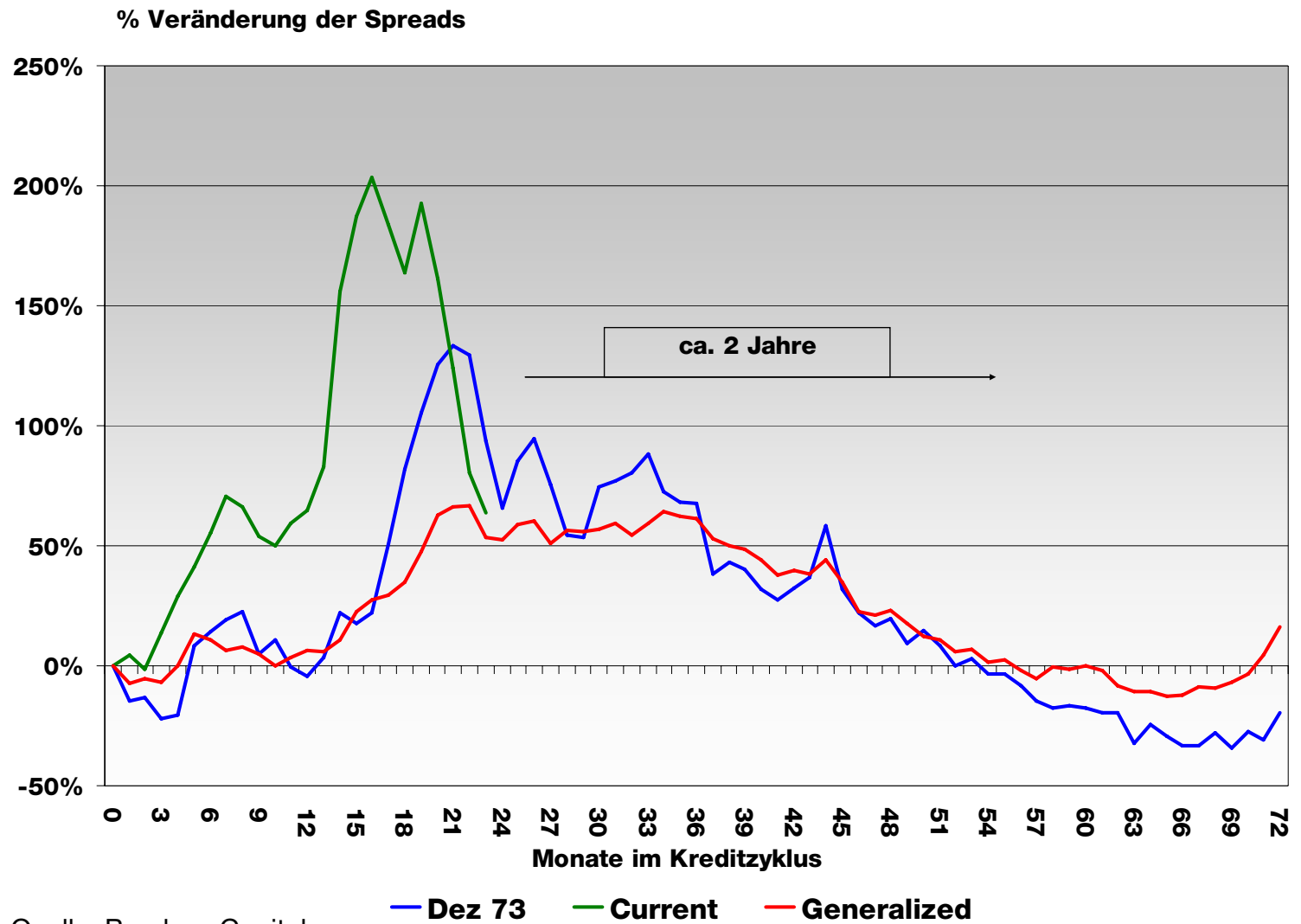
Quelle: Morgan Stanley Research

Wie lange wird die Kreditralle anhalten?

Die Kreditmärkte haben früher und deutlicher reagiert als andere Märkte. Das gilt für den Anstieg genauso wie für die Erholung.

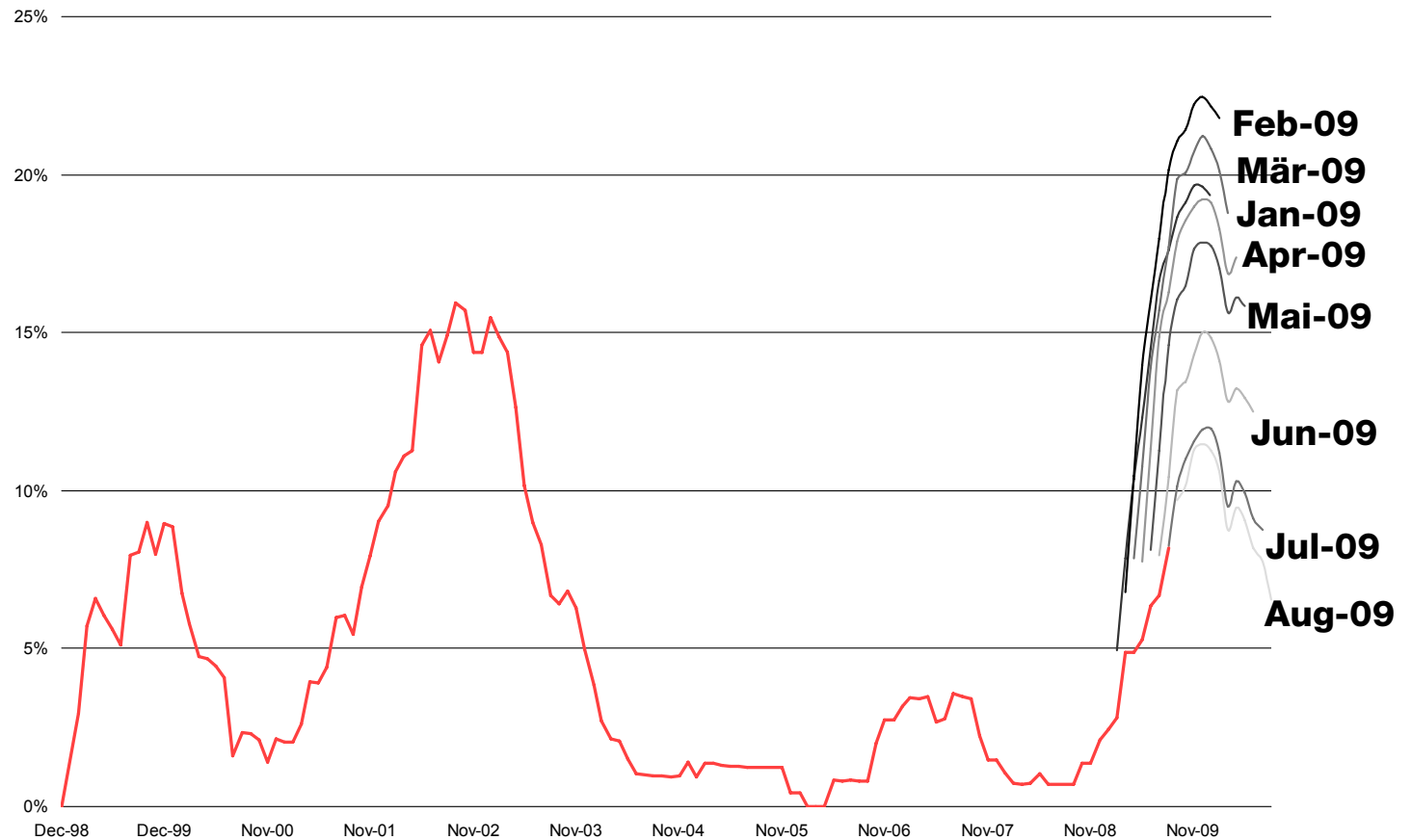
Bis zum Ausgangspunkt können jedoch noch 2 Jahre vergehen.

Von jetzt an wird sich die Geschwindigkeit der Erholung reduzieren.



Erwartete und realisierte Ausfallraten im europäischen High Yield Markt

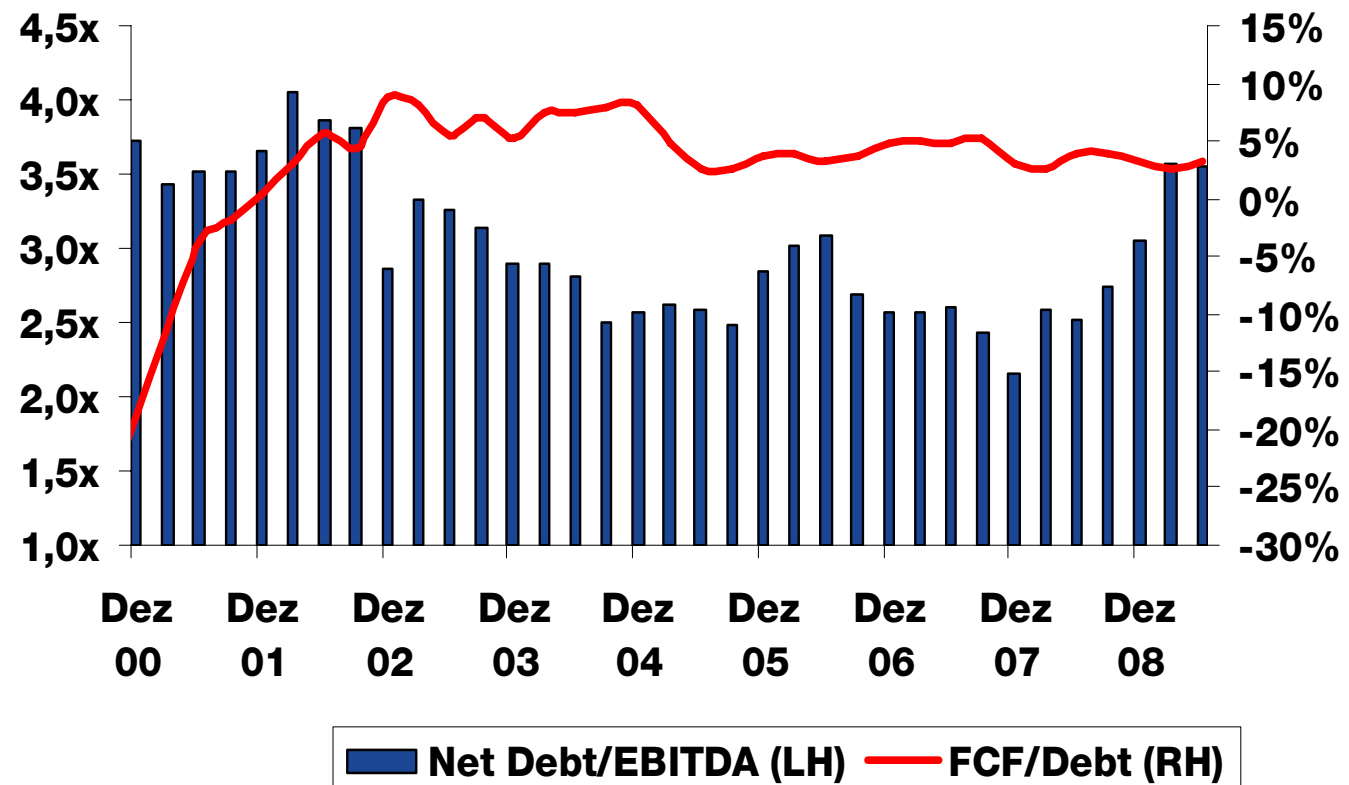
Die Ratingagenturen haben die Situation erneut falsch eingeschätzt. Diesmal waren sie zu pessimistisch. Die erwarteten Ausfallraten mussten monatlich nach unten revidiert werden.



Quelle: Moody's, Unicredito

Die Verschuldung ist bei vielen Unternehmen in der Krise angestiegen. Die Cash Flows haben sich jedoch positiv entwickelt.

Net Debt/EBITDA

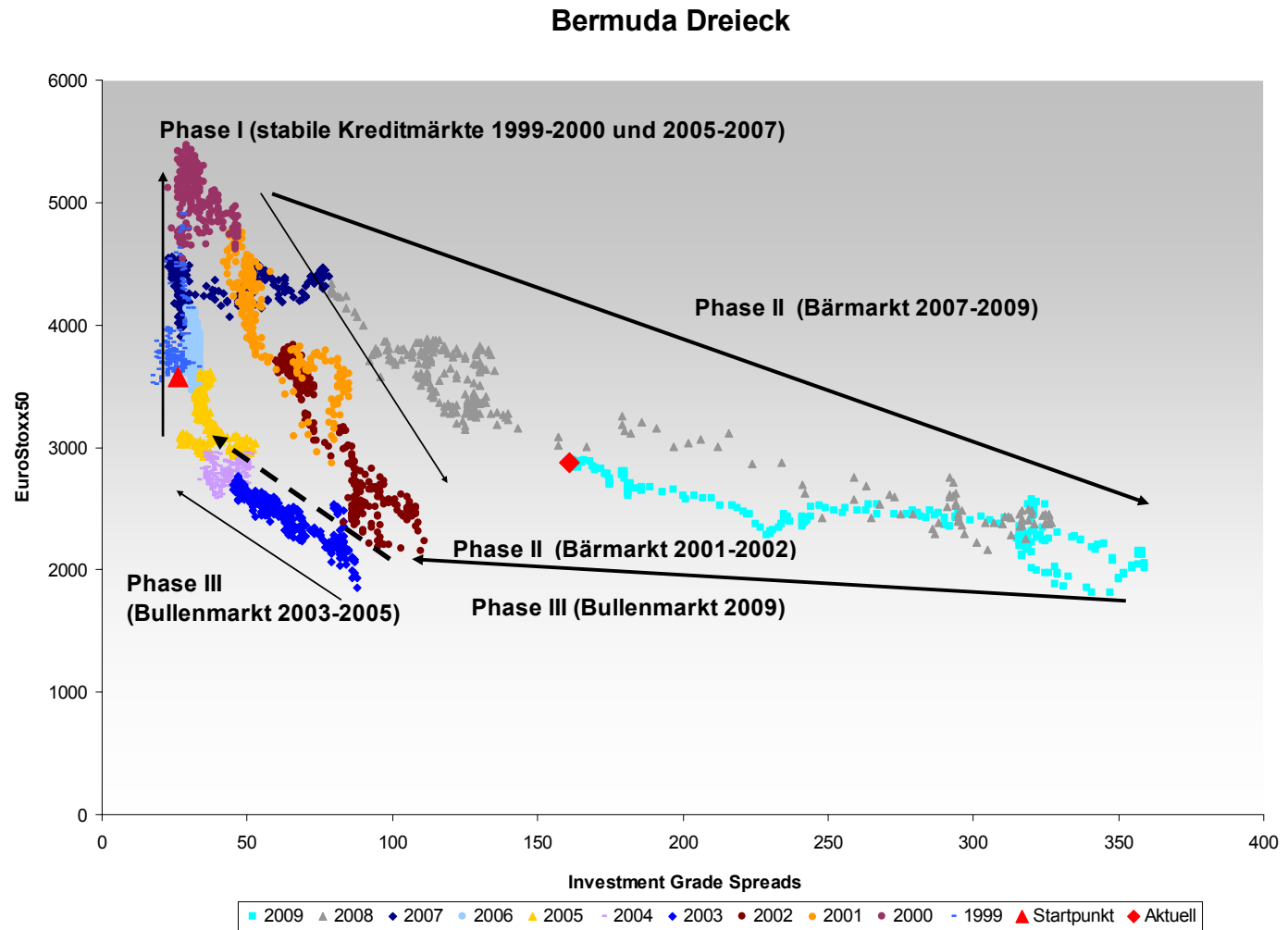


Quelle: Morgan Stanley Research, Bloomberg, Unternehmensberichte

Wo geht die Reise hin?

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass Marktphasen im europäischen Corporate Bond Markt 2-3 Jahre anhalten.

Aktuell befinden wir uns in der Mitte einer positiven Phase.



Quelle: Merrill Lynch, Bloomberg

Themen im Kreditmarkt in 2010

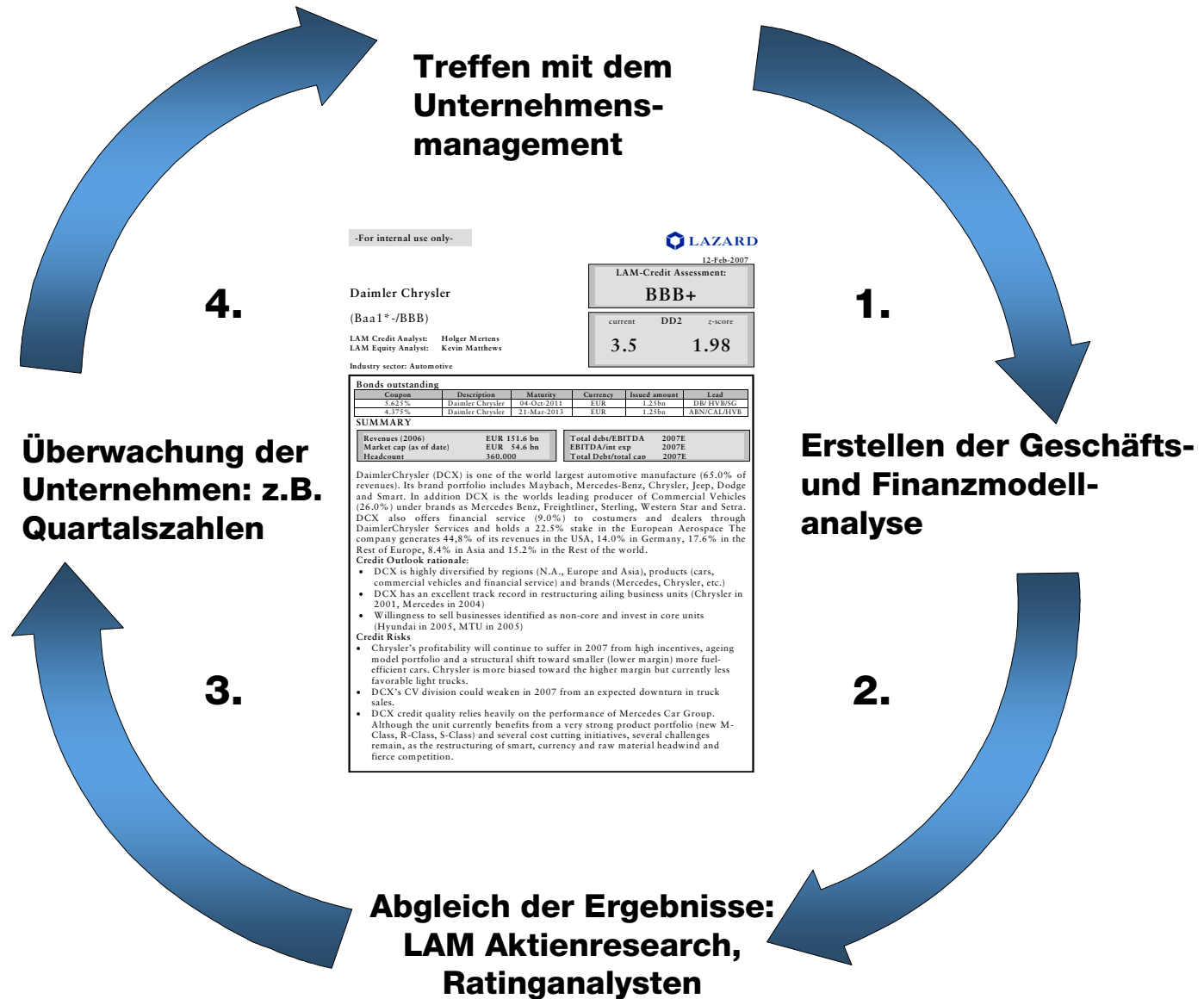
- Von Beta zu Alpha
- Der Investmentprozess als Baukasten
- Partizipieren am Kreditzyklus
 - Lazard European High Yield Fund –

Von Beta zu Alpha

Kreditanalyseprozess bei Lazard

Unser Fokus ist auf der Einzeltitelanalyse:

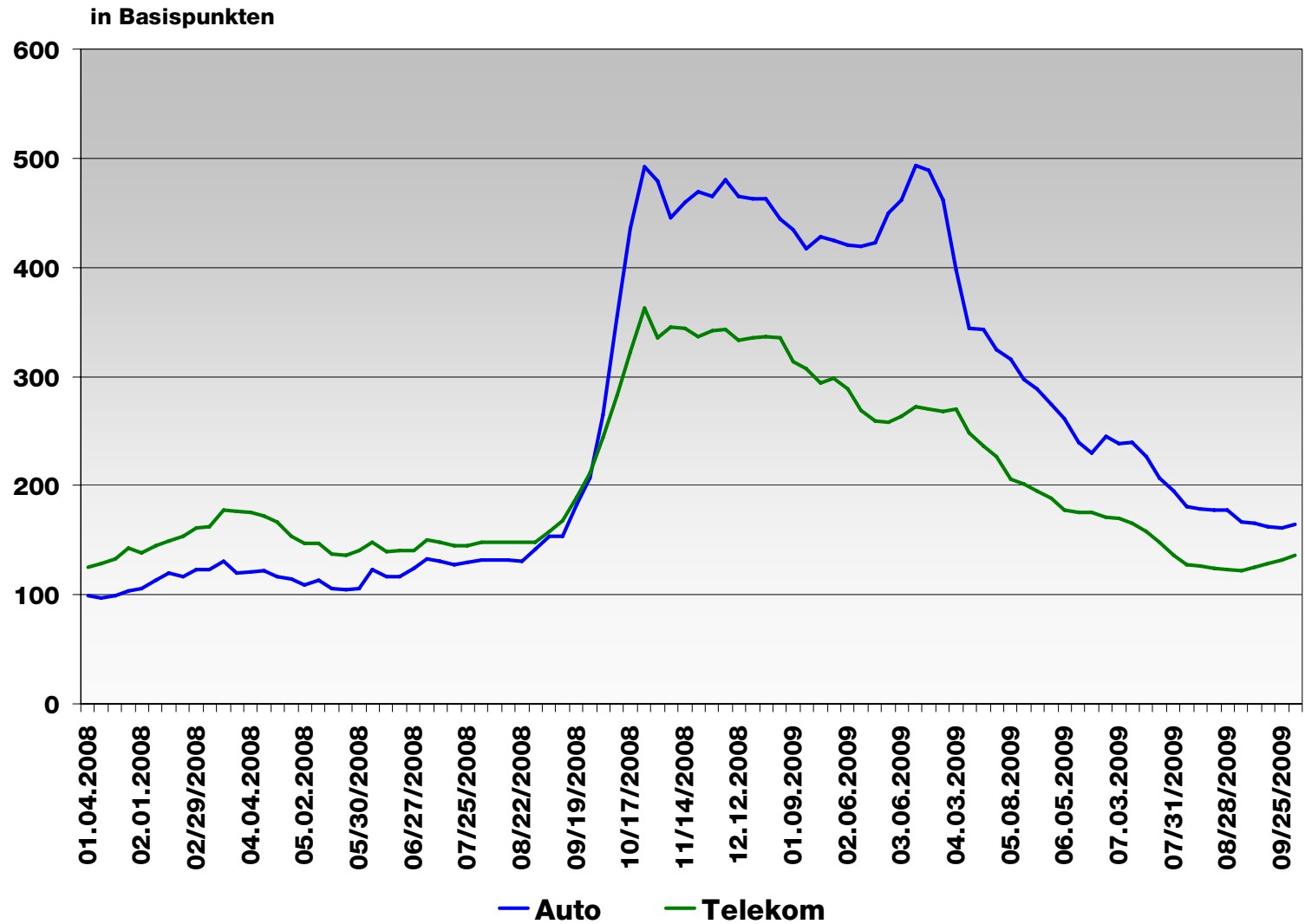
- Die entscheidende Quelle für Investmentideen sind Management Meetings.
- Nur wenn man das Geschäftsmodell versteht, weiß man, wie realistisch Ertrags-erwartungen sind.
- Die Interaktion zwischen Aktien- und Kreditanalysten ist wichtig.



Sind die „Safe Heavens“ wirklich noch sicher ?

Weniger zyklische Unternehmen mit niedriger Verschuldung sind gut durch die Krise gekommen.

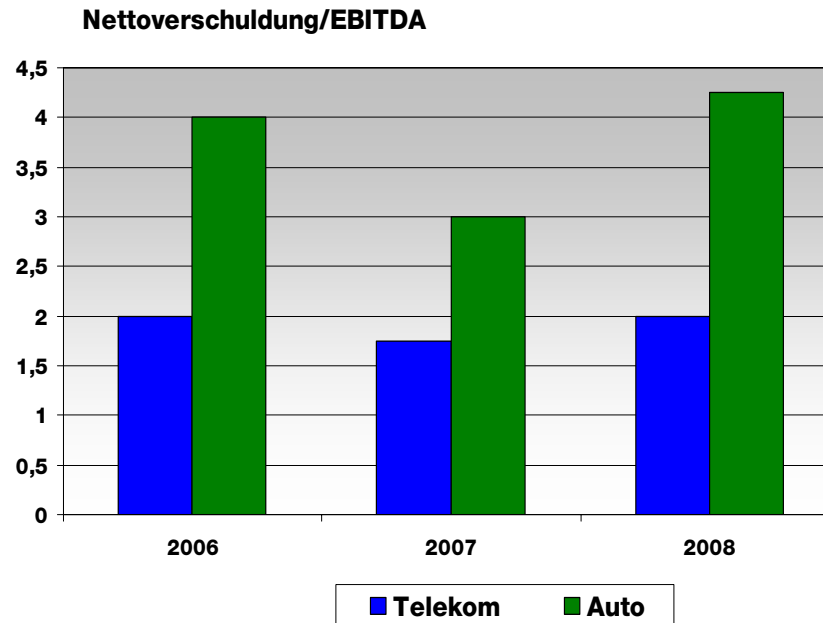
Aber werden sie auch in Zukunft die Gewinner bei Unternehmensanleihen sein?



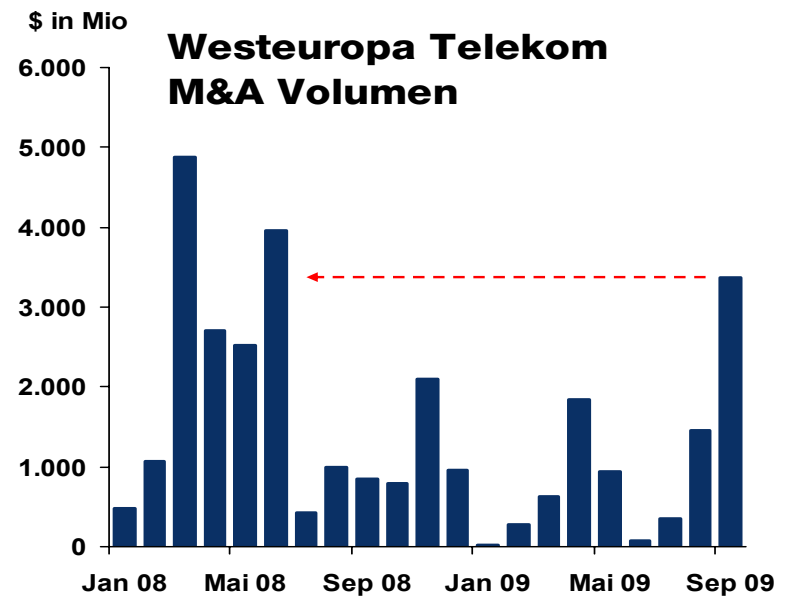
Quelle: Bloomberg, Merrill Lynch

Sind die „Safe Heavens“ wirklich noch sicher ?

Die Bilanzen der Telekomunternehmen sehen solide aus, aber...



... die M&A Aktivitäten nehmen zu!



Quelle: Unicredito Research, Barclays Capital

Themen in Kreditmarkt in 2010

- Von Beta zu Alpha
- **Der Investmentprozess als Baukasten**
- Partizipieren am Kreditzyklus
 - Lazard European High Yield Fund –

Der Investmentprozess als Baukasten

Der Investmentprozess als Baukasten

Flexibilität ist entscheidend:

Direktanlage:

- 1) Kreditanalyse
- 4) Risikomanagement

„Buy and Hold“-Portfolio

- 1) Kreditanalyse
- 3) Portfoliosteuerung
- 4) Risikomanagement

Aktive Outperformance vs. Benchmark

- 1) Kreditanalyse
- 2) RV Analyse
- 3) Portfoliosteuerung
- 4) Risikomanagement



Risikomanagement

Scenario Analysis	6-6	6-18	18-18	6-6	18-28	28-25	25-28	28-28	28-28	28-28	28-28	28-28	28-28
Clear Corridor	Start	Start	Start	Start	Start	Start	Start	Start	Start	Start	Start	Start	Start
Financial P&L	0	-12,00	-12,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IMC	0	-12,00	-12,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Industries P&L	11,13	-4,26	-4,26	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IMC	11,13	-4,26	-4,26	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Classified P&L	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IMC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Financial P&L	1,07	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IMC	1,07	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Technology, Supply, Regional P&L	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IMC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Technology, Mkt. Advertising P&L	1,96	-1,20	-1,20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IMC	1,96	-1,20	-1,20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Industry P&L	10,14	-1,14	-1,14	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IMC	10,14	-1,14	-1,14	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sub Total	15,28	-20,88	-20,88	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IMC	15,28	-20,88	-20,88	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Portfoliosteuerung

Dividends by Sector	Company	Dividend Duration	Governance Score	EV	EV/Share	Yield	2-Dividend
LACZAG	P	6.52	249	420,163	0.01	6.46	209.76
	D	6.12	222	190,946	0.02	6.47	214.64
ENERGIE SAISON/ENTREPRENE	P	5.54	73	425,971	0.06	4.97	52.73
	D	6.97	82	183,759	0.31	4.97	54.97
SENERGY AG	P	4.93	115	422,067	0.18	5.02	102.88
	D	2.82	15	170,803	0.33	4.95	39.75
DOW AG	P	5.42	127	419,306	0.17	5.54	80.03
	D	4.42	138	133,974	0.22	5.15	50.93
E.ON AG	P	6.55	317	416,796	0.17	7.16	279.19
	D	6.55	317	36,869	0.11	7.16	279.19
LINDE AG	P	3.40	111	400,693	0.15	4.92	74.94
	D	5.11	136	156,920	0.26	5.27	109.92
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA	P	3.81	129	400,559	0.15	5.01	62.71
	D	4.79	139	261,059	0.18	5.29	104.44
COFFI ALUMIUM BARRIS AG	P	4.90	162	385,453	0.13	4.74	39.94
	D	4.46	73	347,919	0.04	4.63	39.94
SODERIS L&F P&L	P	3.81	241	381,146	0.12	6.06	186.09
	D	4.46	227	480,242	0.08	6.19	184.69
MATERIAL TECHNOLOGIES	P	3.84	153	379,219	0.19	5.99	141.82
	D	4.90	96	182,039	0.24	5.94	99.13
BASF AG	P	3.31	97	363,919	0.09	4.74	69.94
	D	3.81	97	190,950	0.25	4.74	69.94

Fundamentale Kreditanalyse

-For internal use only-

LAZARD

09-Aug-2007

Linde AG

(BBB/ Baa1)/ (BB+/ Baa3)

LAM Credit Assesment: **BBB+/BBB-**

score: **4.31** D/E: **-1.01**

LAM Equity Assesment: **4.31** score: **-1.01**

Industry sector: **Chemicals**

Company	Description	Maturity	Current	Interest	Yield	Lead	Next call
LAZARD	Senior Notes	12-Mar-2011	10%	1%	9%	12/15/2011	2011
LAZARD	Subordinated	12-Mar-2014	14%	1%	13%	12/15/2011	2011
LAZARD	Subordinated	12-Mar-2014	14%	1%	13%	12/15/2011	2011

SUMMARY

Revenue (2006)	EBIT (2006)	Final debt/EBITDA	2007: 3.0x
1,000,000,000	100,000,000	10.0x	10.0x

Linde AG produces and supplies industrial gases and constructs gas-manufacturing plants. The company manufactures industrial gases close to a customer's location and delivers them by pipeline. It has operations and leading market positions in Europe, South America, Asia and Africa.

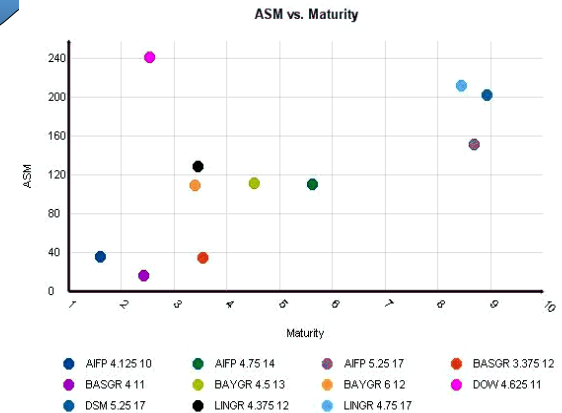
Credit Outlook rationale:

- Through the acquisition of BOC Group plc and the disposal of KION, Linde AG's focus is on industrial gases and related engineering business, which provides them with strong and stable cash flows based on medium- to long-term contracts with a diversified customer base. The company benefited by geographic diversification; however, industrial gases remain a local business.
- The Linde Group successfully delivered by selling non-core and unstratified assets of BOC. Management focus is on further deleveraging and achieving substantial savings efforts. Furthermore, Linde aims to benefit from outsourcing and new developed technologies.
- The company benefits from high barriers to entry based on its technology and a consolidated market environment. In addition, its engineering business is globally oriented and should benefit from higher growth in Asia and the Middle East. In the past, Linde achieved long-term growth rates of 2.2-5% over GDP.

Credit Risk:

- Linde AG faces integration risk of its BOC acquisition based on different cultural and technological differences. Management stated that the integration process is ahead of schedule.
- The company has a Convertible bond outstanding, which, if converted into equity, would trigger a mandatory call on the EUR 7.375% Subordinated bond. Management stated that there are currently no intentions to convert the bond.
- After a successful integration of BOC, management focus will return to shareholders and thus dividend payout ratios could increase.

Relative Value Analyse



Source: UBS/Delta

Ist das Risikobudget ausreichend? Szenarioanalysen helfen!

Szenarioanalysen helfen zu verifizieren, ob Rendite- und Risikoerwartungen realistisch sind!

Beispielszenario:

Spreads:

Industrieanleihen: +100BP

Bankanleihen: +200BP

Versorger: +70BP

Zinsen:

Renditen 0-7 J.: -50BP

Renditen 7-10 J.: -70BP

Renditen 10+ J.: -30BP

Verlustpotential: 204BP

■ Scenario Analysis							
Clear Scenario		0 - 3	3 - 5	5 - 7	7 - 10	10 +	Sub Totals
		Shift -50	Shift -50	Shift -50	Shift -70	Shift -30	
EUR Cash (EUR Cash)	P	544					544
	B						
Financial (Financial)	P	-156,027	-381,220		130	170	-537,247
	B	-170,585	-232,758		-568	-9,112	-413,022
Industrials (Industrials)	P	-40,651	-244,848				-285,499
	B	-104,903	-168,157				-273,060
Interest Rate Future (Interest Rate Future)	P	162,465					162,465
	B						
N/C (N/C)	P	2,142	2,894				5,036
	B						
Utility (Utility)	P	-4,307	-23,081				-27,387
	B	-6,518	-19,002				-25,520
Sub Totals		-35,835	-646,255		-568	-9,112	
		-282,006	-419,917				

■ Portfolio Scenario Summary			
	PV	Scenario Total	% PV
Portfolio	33,454,125	-682,090	-203.9 bps
Benchmark	33,454,125	-711,603	-212.7 bps
Relative		29,513	8.8 bps

Quelle: UBS Delta

Risikoanalyse mit Hilfe von “Value at Risk”

Durch die Zerlegung von Risiken erhält man detaillierte Portfolioinformationen.

Der “Value at Risk” ist der maximale Verlust eines Portfolios in einer “normal verteilten Welt”.

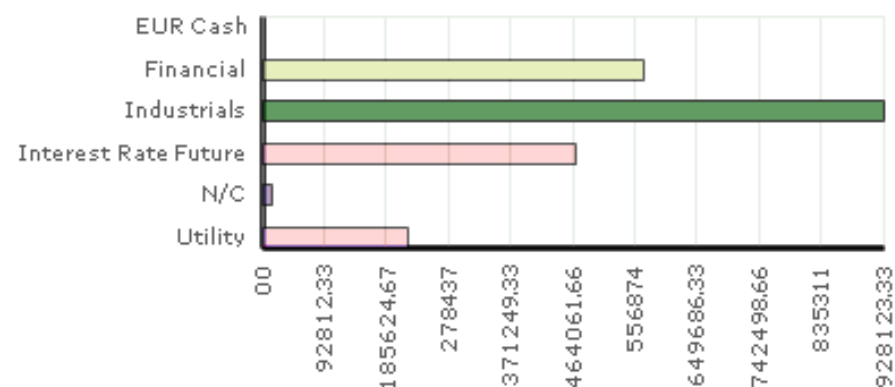
Portfolio PV: 33,454,125.32

Filter by category:

<u>ML Sector 2</u>	<u>PV</u>	<u>VaR (EUR)</u>	<u>Volatility</u>
ALL	33,454,125.32	1,986,353	3.61 %
EUR Cash	1,588,681.72	1,779	0.00 %
Financial	10,350,322.86	570,343	1.04 %
Industrials	17,172,119.56	928,123	1.69 %
Interest Rate Future	0.00	469,017	0.85 %
N/C	302,230.57	15,031	0.03 %
Utility	4,040,770.61	215,151	0.39 %

Der Portfolio-“Value at Risk” lässt sich auf die einzelnen Unternehmensanleihen-Sektoren herunterbrechen und hilft, die Risikoquellen zu identifizieren.

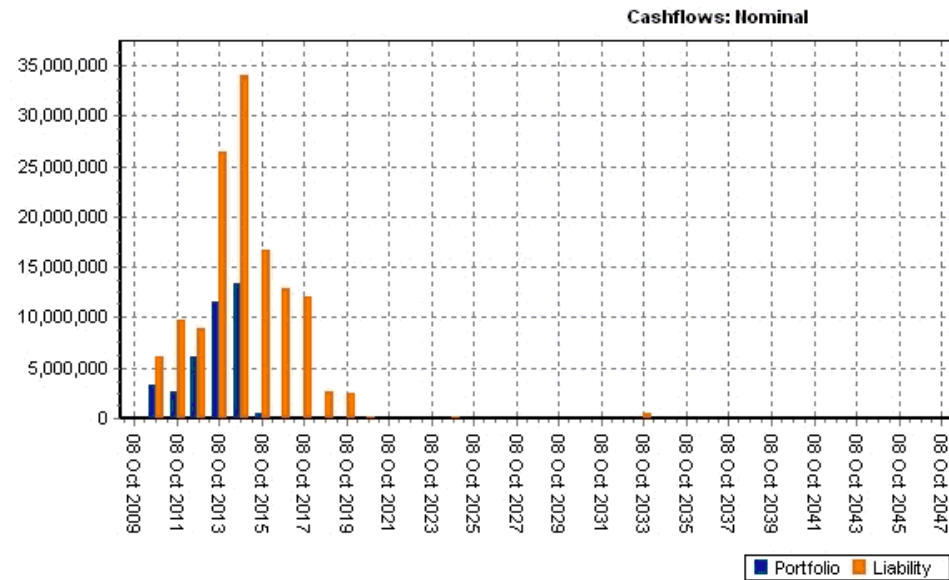
VaR (EUR) by ML Sector 2



Source: UBS Delta

Sind Vermögen und Verbindlichkeiten ausgeglichen?

Das Portfolio-
management kann die
"Asset/Liability"-
Anforderungen des
Kunden bei der Portfolio-
konstruktion mit ein-
fließen lassen.



Source: UBS Delta, UBS

P: Jährliche Zahlungsströme aus
Spezialfonds A

L: Jährlicher Kapitalbedarf des
Pensionsfonds A

Cashflows	
Date	Nominal
08 Oct 2009	P: 0 L: 0
08 Oct 2010	P: 3,278,168 L: 6,150,368
08 Oct 2011	P: 2,579,875 L: 9,722,639
08 Oct 2012	P: 6,034,688 L: 8,868,139
08 Oct 2013	P: 11,573,938 L: 26,450,391
08 Oct 2014	P: 13,405,563 L: 34,054,270
08 Oct 2015	P: 418,500 L: 16,596,580
08 Oct 2016	P: 0 L: 12,886,892

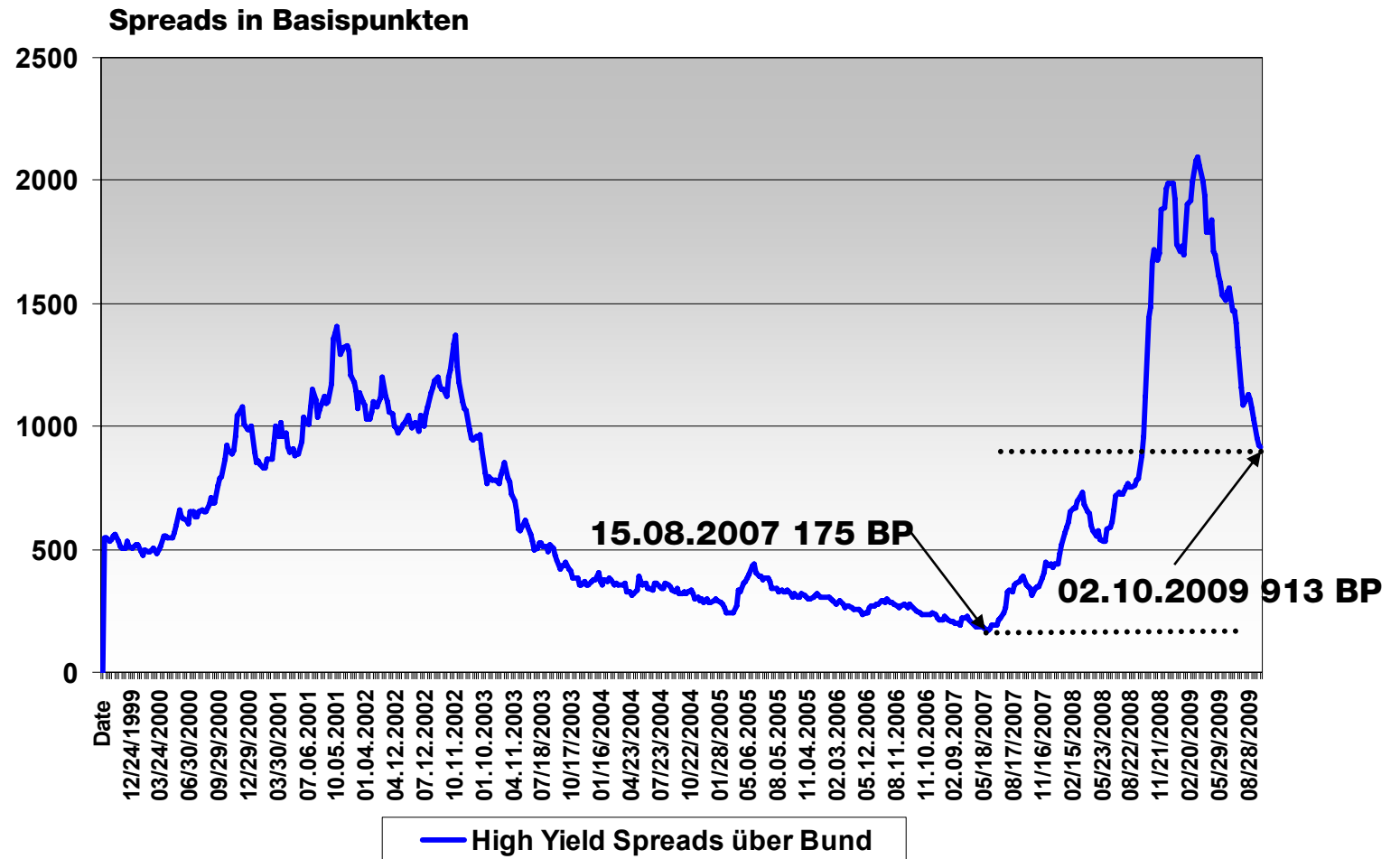
Themen in Kreditmarkt in 2010

- Von Beta zu Alpha
- Der Investmentprozess als Baukasten
- **Partizipieren am Kreditzyklus**
– Lazard European High Yield Fonds –

**Partizipieren am Kreditzyklus
– Lazard European High Yield Fonds –**

Spreadentwicklung am High Yield Markt

Trotz eines deutlichen Rückgangs der Spreads liegt die Risikoprämie immer noch ca. 500% über dem Ausgangspunkt im Juni 2007.



Quelle: Bloomberg, Merrill Lynch

Warum High Yield jetzt?

- ◆ Die Ausfallraten haben in 2009 ihren Höhepunkt erreicht.
- ◆ In 2010 geht es darum, die Portfoliorendite zu optimieren.
- ◆ High Yield erhöht zwar das Kreditrisiko, senkt jedoch das Zinsänderungsrisiko. Risikodiversifikation!
- ◆ Unser Researchprozess hilft uns, Verschlechterungen im Kreditprofil früh zu erkennen.

Lazard European High Yield Fonds

Wir sehen High Yield als
eine interessante
Beimischung!

- ◆ Anzahl der Titel: 93
- ◆ Durchschnittlicher Kupon: 7,3%
- ◆ Durchschnittliche Rendite: 10,6%
- ◆ Spread gegenüber Staatsanleihen: 796 BP
- ◆ Durchschnittliches Rating: B+/Ba3
- ◆ Durchschnittliche Effektive Duration: 3,9%
- ◆ VAR (95%, 10 Tage): 4,8%

Stand: 13. Oktober 2009

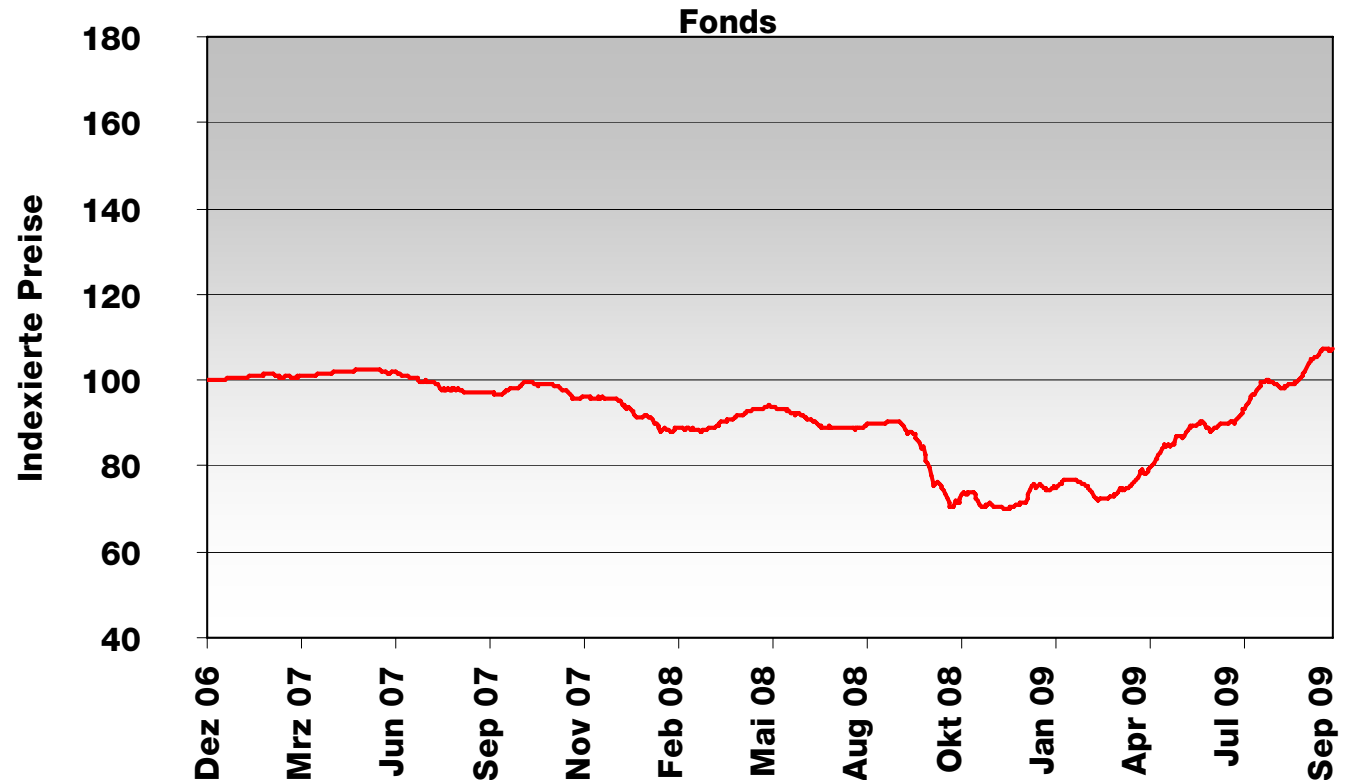
Lazard European High Yield Fonds

Mit traditioneller „Bottom-Up“ Analyse und innovativen CDS Hedging Strategien sind wir im High Yield Segment gut durch die Krise gekommen.

Mittelfristig orientierte Investoren haben auch in der Krise mit High Yield Geld verdient.

Unser High Yield Fonds liegt im Wettbewerbsvergleich für 1, 3 und 5 Jahre Performance im 1. Quartil.

Performance Chart		29.12.2006 bis 06.10.2009	Performance	Performance p.a.
Fonds	Lazard European HighYield		7,25%	2,56%



Performance-Risiko Chart		Volatilität	Sharpe Ratio
Fonds	Lazard European HighYield	6,89%	neg.

Zusammenfassung

Zusammenfassung

Die Kredit-Rallye ist noch nicht am Ende!

- ◆ Alpha wird in 2010 wichtiger als Beta.
- ◆ Mit dem „Baukasten“ Portfolios individualisieren.
- ◆ In 2010 Chancen am Kreditmarkt nutzen:

- Lazard European High Yield Fonds -

Disclaimer

Diese Präsentation wurde von Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Frankfurt am Main (im folgenden „LAM“) erstellt und herausgegeben. Sie ist ausschließlich zur Weitergabe an institutionelle Anleger, nicht jedoch an Privatanleger bestimmt.

Der Präsentation liegen Daten bzw. Informationen zu Grunde, welche LAM für verlässlich hält. Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten übernimmt LAM jedoch keine Gewähr. Die Präsentation ist weder ein Angebot, noch eine Aufforderung, noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Derivaten, etc. und sollte weder in ihrer Gesamtheit noch in Auszügen als Informationsgrundlage in Verbindung mit einem Vertragsabschluss verwendet werden. Sie dient ausschließlich der unverbindlichen Information. Die Geeignetheit in der Präsentation genannter Produkte muss jeder Anleger auf Basis eigener Analysen gegebenenfalls unter Hinzuziehung qualifizierter Berater klären. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch ohne Vorankündigung und ohne Mitteilung ändern.

Angaben zu vergangener Wertentwicklung erlauben keine Prognose für die zukünftige Wertentwicklung. Statistische Angaben haben nur für den jeweils genannten Zeitraum Aussagekraft; eine Projektion auf andere künftige oder vergangene Zeiträume ist nicht zulässig.

Diese Präsentation oder Teile von ihr dürfen ohne Erlaubnis von LAM weder reproduziert, noch weitergegeben werden. LAM ist in keiner Hinsicht dafür verantwortlich, falls Dritte eine Weitergabe vornehmen oder veranlassen.

Stand: Oktober 2009

