

*Investment
Perspektive*

IV/2004

Trend-Monitor
Demografie
Rabattschlacht in Deutschland

©2004. 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.

Trend-Monitor

- ◆ Die Generation der heute Dreißigjährigen wuchs Anfang der achtziger Jahre noch mit dem Schreckensszenario einer dauerhaften Überbevölkerung der Erde auf. Doch seitdem mit aller Macht das Tempo des Bevölkerungswachstums mühsam eingebremst wurde, scheint sich dieses Szenario eher zu einem temporären Problem abzumildern. So ist es mittlerweile amtlich, dass die Geburtenrate weltweit sinkt und die absolute Anzahl an Menschen unter Umständen ab dem Jahre 2035 sinkt.
- ◆ Das Geschäftsmodell der Discounter ist eines der erfolgreichsten im deutschen Einzelhandel. Nach Angaben der Gesellschaft für Konsum und Absatzforschung (GfK) haben im Jahr 2002 97 Prozent aller deutschen Haushalte durchschnittlich 1,2 mal wöchentlich bei einem Discounter eingekauft. Im Jahr 2003 hatten die Discounter einen Anteil von 23 Prozent an der Anzahl aller Geschäfte, beim Umsatz kamen sie sogar auf 38 Prozent

Trend-Monitor

Demografie „...Seid fruchtbar und mehret euch und erfüllet die Erde!“¹

Kaum ein Tag in den letzten Monaten ist vergangen, an dem nicht in der Presse über die Entwicklung der Konjunktur, die Zahl der Arbeitslosen oder neue Löcher in der Haushaltskasse des Bundes berichtet wurde. Deutschland verfehlt sein Ziel der Einhaltung des Budgetdefizites in diesem Jahr zum dritten Mal in Folge und Besserung ist nicht absehbar. Auch das soziale System scheint mit den Herausforderungen der heutigen Zeit überfordert zu sein. Die Krankenkassen ächzen unter der Kostenlast und dem scheinbaren Fluch des Vergreisens unserer Gesellschaft; die Löcher in der Rentenkasse müssen durch den Bund gestopft werden. Der Generationenvertrag birgt erheblichen sozialen Sprengstoff, und die Aussage von Konrad Adenauer, dass Kinder immer geboren werden, scheint nicht mehr zeitgemäß zu sein.

Die Generation der heute Dreißigjährigen wuchs Anfang der achtziger Jahre noch mit dem Schreckensszenario einer dauerhaften Überbevölkerung der Erde auf. Doch seitdem mit aller Macht das Tempo des Bevölkerungswachstums mühsam eingebremst wurde, scheint sich dieses Szenario eher zu einem temporären Problem abzumildern. So ist es mittlerweile amtlich, dass die Geburtenrate weltweit und die absolute Anzahl an Menschen unter Umständen ab dem Jahre 2035 sinkt. Die Industriestaaten wie die USA, Deutschland und Japan sind mit diesem Problem schon wesentlich länger konfrontiert, aber auch Länder wie China stehen vor großen Herausforderungen bezüglich der demografischen Entwicklung. Hier kommt vor allem die Ein-Kind-Politik der vergangenen Jahre zum Tragen. Laut einem Bericht des Handelsblattes wird als Folge daraus innerhalb weniger Jahre die Bevölkerung Chinas älter als 65 Jahre sein. Dabei ist es extrem, wie schnell die Vergreisung der Chinesen erfolgt. Bereits im Jahr 2020 dürfte die Zahl der

Erwerbstätigen sinken und das Durchschnittsalter der Bevölkerung über dem in den USA sein. Auch Indien ist von der alarmierenden Geburtenentwicklung betroffen. Dort schrumpft bereits in einigen Gebieten die Bevölkerung, und das Durchschnittsalter der Inder kann unter Umständen zur Mitte dieses Jahrhunderts über dem der Amerikaner liegen.

Abbildung 1:

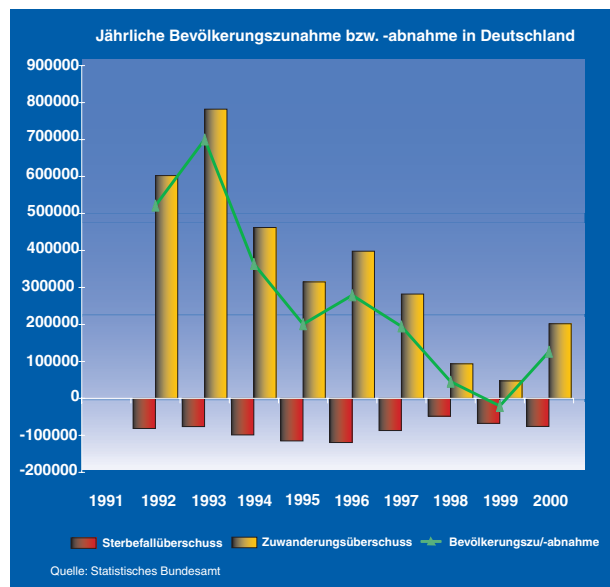
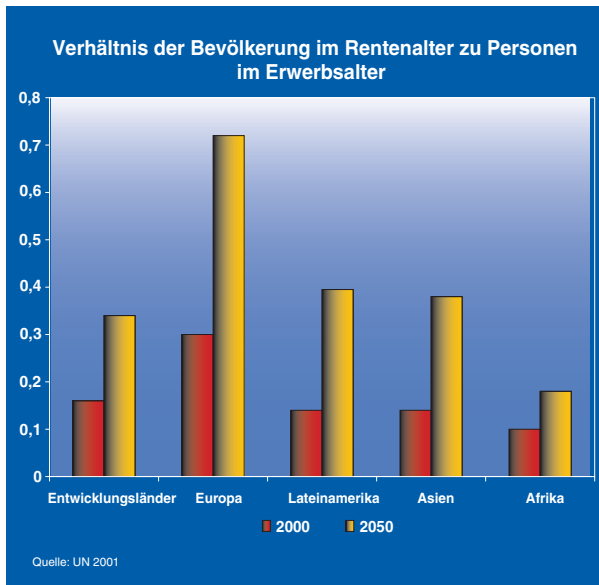


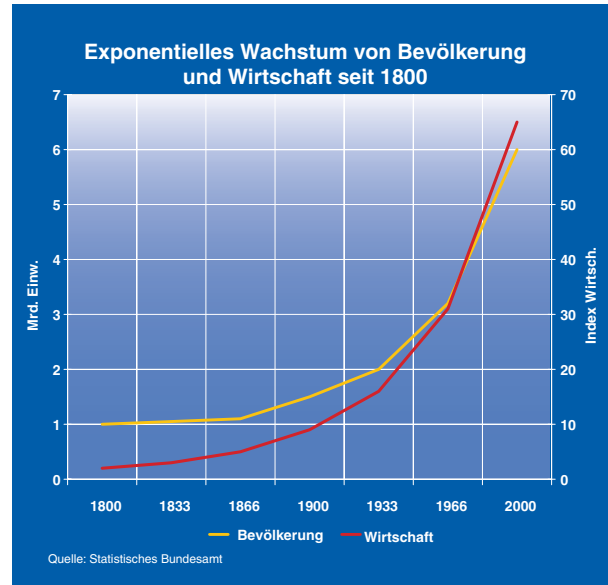
Abbildung 2:



Aber auch in anderen, nicht so stark entwickelten Ländern der Erde reicht die Geburtenrate oft nicht aus, um die Bevölkerungszahl stabil zu halten. Hier liegt es dann nicht unbedingt an der Alterung der Gesellschaft, sondern eher an gesundheitlichen Problemen (Aids, Malaria etc.) und der Ernährungssituation der Bevölkerung.

Die Probleme, die sich durch das Vergreisen der Gesellschaft ergeben, sind vielgestaltig. So ist unser marktwirtschaftlich-kapitalistisches System, auf dem unser Wohlstand beruht, auf Wachstum ausgerichtet. Der Aktienkurs einer Gesellschaft, der die zukünftigen Gewinne widerspiegelt, wird steigen, wenn die zukünftigen Gewinnaussichten weiteres Wachstum erwarten lassen. Grundsätzlich sind die Gewinnerwartungen aber nur einer von mehreren Einflussfaktoren auf die Kursentwicklung. Was es aber bedeutet, wenn immer weniger Menschen vorhanden sind und diese gleichzeitig immer älter werden, beginnt erst so langsam in das allgemeine Bewusstsein vorzudringen. Die nachfolgende Grafik stellt den Zusammenhang zwischen Bevölkerungszahlen und der Wirtschaftsleistung dar.

Abbildung 3:



Anhand der Immobilienentwicklung lassen sich die Auswirkungen der veränderten Demografie besonders gut verfolgen. So gilt nach wie vor die Meinung, dass Immobilien eine sichere Geldanlage für die Altersvorsorge sind. Dass dies unter Umständen eine trügerische Sicherheit ist, merken die Bewohner strukturschwacher Regionen. Finanzielle Sicherheit versprechen Immobilien nur dort, wo die Region boomt, wo Nachfrage besteht und Menschen hinzukommen. Dort, wo die Bevölkerung wegzieht und dadurch unter Umständen den Niedergang einer Region einleitet, fallen die Immobilienpreise dramatisch und damit auch der Wert der Zusatzrente im Alter. Einen Eindruck der Auswirkungen eines Bevölkerungsrückgangs kann man bekommen, wenn man durch die teilweise entvölkerten Kleinstädte in den neuen Bundesländern fährt. Für die Kleinstadt Johannegeorgenstadt wurde die Prognose abgegeben, dass die Bevölkerungszahl in den nächsten acht Jahren um 25% sinken wird. Um die bestehende Infrastruktur aber zu erhalten, müssen die Einwohner damit rechnen, dass die Mietnebenkosten von aktuell jährlich 1500 Euro auf 2500 bis 3000 Euro steigen.²

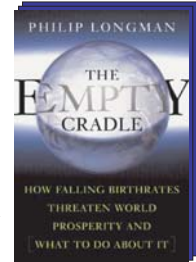
Auch die Absicherung des Alters über das Aktienfondssparen scheint nicht unbedingt die Optimalalternative zu sein. Zumindest sehen Börsianer hier in der Zukunft eher magere Renditen. Das Argument scheint einleuchtend zu sein, denn der demografische Wandel in Deutschland schreitet langsam

aber sicher voran. Die sogenannte „Age Wave“ in Verbindung mit einem „Asset Meltdown“³ kommt zumindest in der Theorie auf die Anleger zu, wonach es einen Einbruch bei den potentiell Erwerbstätigen in Verbindung mit erheblichen Verlusten am Kapitalmarkt geben wird. Die Folge daraus ist, dass das Potentialwachstum der Wirtschaft fällt und nicht durch Produktivitätsfortschritte sowie Kapitalinvestitionen ausgeglichen werden kann. Dennoch ist es aus Sicht von Experten unwahrscheinlich, dass der Crash am Aktienmarkt über Nacht kommen wird, denn der demografische Trend ist eher von langfristiger Natur und wird von kurzfristigen Effekten immer wieder überlagert.⁴

In Deutschland hat die Betonung der sozialen Marktwirtschaft zu einer starken Einflussnahme des Staates in den Wirtschaftsprozess geführt. Was in der Vergangenheit opportun erschien, erweist sich heute als systematische Belastung in Anbetracht der demografischen Erfordernisse an das Sozialsystem. So musste der Finanzminister 2002 alleine für den Posten „Rente, Pflege und Arbeit“ 47 Prozent der Bundesausgaben bereitstellen.⁵ Bei einer unveränderten Politik der Kreditneuaufnahme durch den Bund und bei einem weiterhin niedrigen Wirtschaftswachstum wird die Gesamtverschuldung des Bundes von derzeit 63% des BIP bis zum Jahre 2050 auf ca. 300% des BIP anschwellen.⁵ Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt das Münchener Ifo-Institut, welches jedoch gleichzeitig Lösungen aufzuzeigen versucht, um den gefährlichen Schuldenkreislauf zu durchbrechen.

In den Köpfen der Politiker wächst langsam die Erkenntnis, dass mit kurzfristigen Reformen das Demografie-Problem nicht zu lösen ist. Aufgrund der aktuellen Reformpolitik werden zwar die Finanzen des Bundes und die Beitragszahler zum Sozialsystem kurzfristig entlastet, jedoch besteht die Gefahr, dass nach einer Übergangsphase die Beiträge und Belastungen um so schneller wieder steigen. So wird ab dem Jahr 2012 die Anzahl der 65-jährigen stetig steigen und bis zu 50 Prozent der Bevölkerung im Jahr 2050 betragen.⁷ Auch der Internationale Währungsfonds (IWF) warnt vor den Folgen der Demografie. Durch das zunehmende Altern der Gesellschaft wird die Dynamik der Wirtschaft nachlassen und das Wachstum 2050 einen halben Prozentpunkt niedriger sein als bei einer unveränderten Struktur der Gesellschaft. Die angebotenen

Lösungen ähneln sich bei allen Forschungsinstituten. So soll zum einen die Politik gegensteuern, indem sie der Bevölkerung die unbequeme Wahrheit näher bringt und entsprechende Rahmenbedingungen schafft. Dazu zählen die Verlängerung der Lebensarbeitszeit, die Erhöhung des Anteils der Arbeitenden in der Bevölkerung, die Erhöhung der Produktivität sowie die Zulassung von mehr Einwanderern.⁸ Das für die Umsetzung dieser Reformen nicht unbedingt viel Zeit vorhanden ist, sieht man alleine daran, dass in etwa zehn Jahren die Hälfte aller Wähler in Deutschland fünfzig Jahre und älter sein wird.

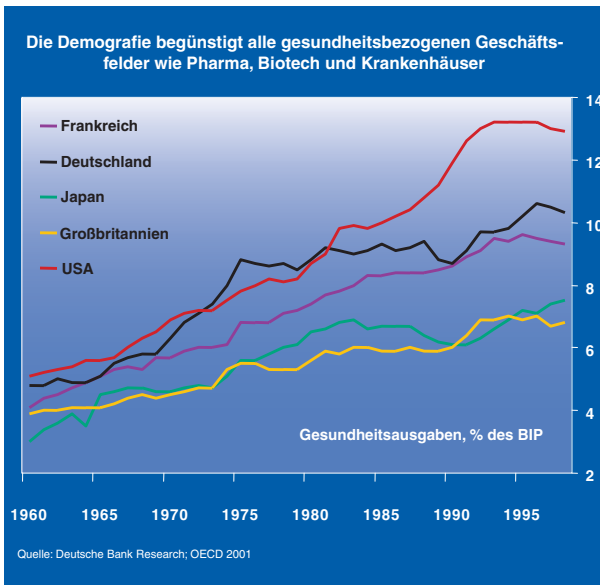


Die einzelnen Studien der Institute unterscheiden sich im Detail erheblich voneinander und längerfristige Prognosen sind frei nach dem Motto „Vorausagen soll man unbedingt vermeiden, besonders solche über die Zukunft“⁹ kritisch zu hinterfragen. Der Grundtenor aller Studien zu diesem Thema ist jedoch gleich.

Da das staatliche System unter den jetzigen Umständen nicht mehr finanzierbar ist, wird vermehrt auf die private Vorsorge gesetzt. Zwar gibt es prominente Stimmen, die vor einem „Asset Meltdown“ warnen, jedoch gibt es genauso Studien, wonach es nicht zu diesem kommt. Einer Studie des Zentrums für europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) zufolge wird es auf dem voraussichtlichen Höhepunkt der Demografie-Krise nur zu leicht nachgebenden Aktienkursen kommen, während Anleihen eher stabil bleiben.

Die befragten Experten gehen dabei davon aus, dass die Sparquote im Ruhestand zwar zukünftig fallen wird, aber zumindest positiv bleibt und der „Asset Meltdown“ ausbleibt.

Abbildung 4:



Trotz vielleicht nachgebender Kurse bei den Aktien wird es interessante Branchen geben, die vom Faktor Demografie profitieren können, z.B. Unternehmen, die den Bereich Gesundheit und Biotech abdecken. Gründe dafür sind vor allem die mit steigendem Alter erhöhten Gesundheitskosten und die zunehmende Lebenserwartung in den Industriestaaten (vgl. Abbildung 4)

Auch der Bereich der Altersvorsorge wird zunehmend wichtiger, da hier die staatliche Versorgung weiter abnehmen und die Nachfrage nach Vorsorgeprodukten ansteigen wird. Wesentlich dabei ist eine breitere Aufstellung in der Altersvorsorge, um die bisher bestehenden „Monokulturen“ zu beseitigen (Lebensversicherungen, Immobilien). Experten messen dabei Fondssparplänen den größten Bedeutungszuwachs zu. Grundlage für diese Aussage ist die aktuelle Struktur des Geldvermögens der Haushalte in Deutschland, in der die Bankeinlagen vor Versicherungen und Investmentfonds rangieren. Eine Anlagealternative zu den klassischen Aktienfondssparplänen kann dabei ein Sparplan in Fonds mit inflationsgeschützten Anleihen sein. Sie dienen fast perfekt der Portfoliodiversifikation¹⁰, was ja von Experten für die Altersvorsorge gefordert wird.

Demografische Erfordernisse werden auch weiterhin dafür sorgen, dass Produkte für die Altersvorsorge entwickelt werden müssen. Unter diesem Aspekt wird auch die Finanzbranche, wenn sie sich diesen Anforderungen stellt, als Investment eine Perspektive haben.

Das Thema Demografie und die daraus resultierenden Folgen wurden im Rahmen unseres Trendmonitors nur in einigen ausgesuchten Aspekten beleuchtet. Wir werden im Rahmen unserer Schriftreihe „Hintergrund“ hierzu eine weiterführende Publikation veröffentlichen.

Rabattschlacht in Deutschland – Sparst du noch oder lebst du schon?



Geht man heute durch Einkaufsstraßen in Deutschland, so gibt es kaum ein Geschäft, in dem nicht irgendwelche Sonderangebote zu Schnäppchenpreisen angeboten werden. Dieser Faden zieht sich durch alle Branchen, ob es ein neues Auto mit einem Preisvorteil gegenüber dem Standardmodell ist, ein preiswerter Urlaub auf Mallorca oder einfach nur beim Einkauf beim Metzger nebenan. Unter dem Begriff „Aldisierung“ kann man diesen Trend zusammenfassen, was natürlich nicht wissenschaftlich belegt ist aber den Wegbereiter für das Geschäftsmodell der Discounter kennzeichnet. Der Verkäufer mit dem großen A hat den Lebensmitteldiscounter in Deutschland salonfähig gemacht. Hier geht der Porsche-Fahrer genauso einkaufen wie der Opel Corsa-Fahrer. Aldi hat hier Standards gesetzt, an denen sich der traditionelle Handel messen lassen muss. Mittlerweile hat Aldi eine ganze Reihe von Nachahmern gefunden.

Das Geschäftsmodell der Discounter ist eines der erfolgreichsten im deutschen Einzelhandel. Nach Angaben der Gesellschaft für Konsum und Absatzforschung (GfK) haben im Jahr 2002 97 Prozent aller deutschen Haushalte durchschnittlich 1,2 mal wöchentlich bei einem Discounter eingekauft. Im Jahr 2003 hatten die Discounter einen Anteil von 23 Prozent an der Anzahl aller Geschäfte, beim Umsatz kamen sie sogar auf 38 Prozent.

Wenn man versucht, eine Erklärung für den Erfolg der Discounter zu finden, wird oft auf die schlechte Wirtschaftslage in Deutschland verwiesen. Gerade in Zeiten schlechter konjunktureller Aussichten und zurückgehender Realeinkommen leidet der Konsument unter einer erhöhten Preissensibilität. Damit sind laut gängiger Meinung die Discounter die Profiteure bei schlechten Wirtschaftsaussichten. Dabei muss aber die Frage erlaubt sein, warum Discounter auch in Zeiten, in denen die Wachstumsaussichten recht gut waren, Marktanteile hinzugewinnen konnten. Sicherlich spielt eine schlechtere wirtschaftliche Situation den Discountern in die Hände, aber es gibt auch andere Gründe, warum Discounter so erfolgreich geworden sind.

In den letzten zehn Jahren haben sich das Image und die Angebotsqualität vieler Discounter verbessert. So werden Aldi-Produkte regelmäßig in vergleichenden Warentests mit gut oder sehr gut benotet. Viele Lebensmitteldiscounter erweiterten in der Vergangenheit ihr Angebotssortiment um Produkte aus dem Non-Food-Bereich, wie z.B. Computer oder Haushaltswaren.

Ein weiterer Grund für die Erfolge von Discountern wird unter dem Begriff „hybrides Käuferverhalten“ zusammengefasst. Dieses ist dadurch gekennzeichnet, dass der Konsument teure Produkte und im Gegenzug preiswerte Produkte einkauft, also z.B. einen 7er BMW als sehr teures Produkt und zum Anstoßen auf den Kauf eine Flasche Sekt beim Discounter kauft. Eine mögliche Erklärung für dieses Phänomen ist die Tatsache, dass bei Produkten, die wenig erklärungsbedürftig sind (so genannte „Convenience Güter“), der Kunde keinen Beratungsbedarf hat und hier schon Erfahrungswerte aufweisen kann. Bei den so genannten „Speciality-Gütern“ liegt aufgrund der geringen Erfahrungen des Konsumenten mit dem Produkt eine starke Erklärungsbedürftigkeit vor.¹¹ Hier legt der Kunde Wert auf einen hohen Prestigegrad, auf Beratung und Service. Er wird diese Produkte aufgrund ihrer Erklärungsbedürftigkeit im Regelfall bei Fach- oder Spezialgeschäften erwerben und entsprechend mehr Geld dafür investieren. In diesem Zusammenhang fällt auch oft der Begriff des „Smart Shoppers“.



Das Buch zeigt eine Illustration einer Person, die einen Einkaufswagen mit einem BMW und einer Flasche Sekt füllt. Text auf dem Cover: 'Wie werde ich ein echter GEIZHÄS? 8. Auflage'.

Dass nicht nur Deutschland von diesem Trend betroffen ist, erleben jetzt unsere Nachbarländer. Auch in Holland ist das Discountgeschäft angekommen. Typisch deutsch heißt es hier, wenn das Neonlicht gleißt, die Wände kahl sind, die Waren auf Paletten stehen und sich die Käufer nach dem Dosenfutter bücken. Mittlerweile haben Aldi & Co in Holland einen Marktanteil von über zwanzig Prozent erreicht.¹² In der Schweiz verursacht Aldi den angestammten Platzhirschen sicherlich auch die eine oder andere schlaflose Nacht, denn auch hier entdeckt der Konsument die Schnäppchenjagd für sich.

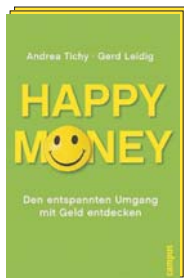


Nicht nur der Lebensmittelhandel entdeckt das Discountgeschäft. So hat sich der Anteil der Billig-Fluglinien in den letzten Jahren stark vergrößert und bereitet den etablierten Fluggesellschaften erhebliche Kopfschmerzen. Der Druck bei diesen Kosten zu senken

ist mittlerweile, bedingt durch das teure Öl und sinkende Marktanteile, sehr groß geworden. Nicht nur die Fluglinien haben mit Discountern zu kämpfen, selbst in Branchen wie im Hotelbereich werden verstärkt Billigangebote ausgewiesen. Dabei ist jedoch auffällig, dass Hotels im Premiumbereich mit der Auslastung kaum Probleme haben, sondern eher Häuser aus dem Drei- und Vier-Sterne-Bereich vom Preisverfall betroffen sind.¹³ Ein weiteres Beispiel für die „Geiz ist Geil“-Mentalität findet man bei den Autoherstellern. Hier versuchen die Massenhersteller mit sich überbietenden Preisnachlässen oder Vergünstigungen den Konsumenten zum Kauf zu verleiten. Das Szenario gleicht sich dem in den USA immer mehr an, wo sich die großen Anbieter schon seit längerer Zeit Preisschlachten liefern. Der Erfolg ist bisher recht zweifelhaft, und der Kunde kommt oft zu der Überzeugung, dass er beim Händler entweder noch mehr verhandeln kann oder er nur warten muss, bis es zu weiteren Preisnachlässen seitens der Hersteller kommt.

Dass man Kunden nicht nur mit Preisnachlässen oder anderen Incentives in die Verkaufsräume locken kann, machen einige Hersteller aus verschiedenen Branchen vor. Bei diesen wird zum einen der Servicegedanke groß geschrieben, aber zum anderen wird auch aktiv an der Marke gefeilt. Dabei handelt es sich nicht nur um exklusive Marken-

artikel, sondern auch um Hersteller aus der Massenfertigung. Dass Beratungsqualität heute nicht mehr alleine ausreicht, um erfolgreich am Markt bestehen



zu können, mussten die Fachgeschäfte aus dem Computer- und Hifi-Geschäft schmerzlich erfahren. In Zeiten des Internets und der jederzeit zugänglichen Information kann der Konsument sich die notwendigen Informationen zu bestimmten Produkten aus dem Netz

ziehen. Das Medium Internet spielt damit den Discountern in die Hände, denn diese expandieren nicht nur im Bereich Lebensmittel, sondern sind auch in anderen Sparten wie Textil, Computer oder Sportartikelverkauf erfolgreich. Der klassische Handel scheint aktuell stark in die Defensive gedrängt zu werden, was sich am Beispiel eines großen Warenhauses festmachen lässt. Hier sind neue Strategien erforderlich, und man muss sich von Althergebrachtem lösen. Hersteller, die sich klar am Markt positionieren, ihren Mehrwert wie die Beratung und Service nicht zu Schleuderpreisen verkaufen und dem Kunden deutlich machen können, dass man guten Service nicht umsonst bekommt, werden zukünftig große Erfolgchancen haben. Als Investor muss man zukünftig vermehrt neben den klassischen Kriterien wie der Marktstellung, den Wachstumsaussichten und Gewinnerwartungen des Unternehmens auch auf intangible Assets wie Innovationsfreude, Ausrichtung am Kunden und der Fähigkeit, sich neuen Trends am Markt anzupassen, achten.

Literaturverzeichnis / Quellenangaben

¹ 1. Buch Moses Kapitel 9 Vers 1

² vgl. M.Steinbeis in : Handelsblatt v. 8.6.2004

³ Die sogenannte „Asset Meltdown“-Hypothese geht davon aus, dass die starke Generation der Babyboomer um 2020/2030 in Rente gehen wird. Sie wird zu diesem Zeitpunkt ihre Vermögenswerte sukzessiv veräußern, um mit den Erlösen einen Teil des Alterskonsum zu finanzieren. Aufgrund des Bevölkerungsrückgangs wird es jedoch zu einem Angebotsüberhang kommen, wodurch der Preis von Aktien, Wertpapieren und Immobilien in den Keller fallen wird.

⁴ vgl. T. Luther „Börsianer sehen Aktienkurse durch Überalterung purzeln“, in: Handelsblatt v. 20.07.2004, S. 4

⁵ vgl. Bundesministerium der Finanzen in: Bundeshaushalt 2003 Tabellen und Übersichten

⁶ vgl. D. Riedel „Die Schuldenberge wachsen schneller“, in: Handelsblatt v. 01.06.2004

⁷ vgl. D. Riedel „Demographie sprengt die Staatshaushalte“, in Handelsblatt v. 22.09.2004, S. 4

⁸ vgl. dpa Meldung „Währungsfonds warnt vor demographischer Zeitbombe“, in Handelsblatt v. 23.09.2004, S. 10

⁹ Mark Twain (1835-1910), eigtl. Samuel Langhorne Clemens, amerik. Schriftsteller

¹⁰ zu inflationsindexierten Anleihen vgl. W. Krämer „Inflationsgeschützte Anleihen“, in: Standpunkt Februar 2004, S. 11

¹¹ vgl. zur Klassifikation von Konsumgütern, insbesondere zu einer Darstellung des Ansatzes von Holbrook und Howard vgl. Wind, Y. 1982: Product Policy Conceptes „Methods and Strategy Reading“, S. 70 ff.

¹² vgl. U. Herrmann, Die Aldisierung Hollands, in taz, 17.3.2004, S. 16

¹³ vgl. www.wams.de/data/2004/01/25/228159.html?prx01

Verfasser: Björn Bahlmann
Tel.: 069 / 50 60 6 - 142



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

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