

*Hintergrund*  
September 2009

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

©2009. 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.

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

- ◆ Die ernüchternden Erfahrungen mit Benchmarkinvestments während der Aktienbärenmärkte 2000-2003 und 2007-2009 haben das Thema „Risiko“ der Kapitalanlagen in den Vordergrund gerückt. Der Fokus hat sich verschoben, weg vom Wunsch maximaler Ertragsausbeute hin zum Konzentrieren auf Risikobegrenzung und Sicherheit. Insbesondere die große Abhängigkeit der Gesamtperformance der Kapitalanlagen von den die Mandate definierenden kapitalgewichteten Benchmarkindizes hat starke Kritik ausgelöst.
- ◆ Die Fondsgesellschaften haben mit einer Gruppe neuer Produkte und Strategien reagiert. Fundamentalgewichtete Benchmarks, Absolute Return-Ansätze und Strategien, die am absoluten Risiko festmachen (Low Volatility, Managed Volatility, Minimum-Varianz), rücken von der Benchmarkausrichtung ab.
- ◆ Sowohl von Seiten der Wissenschaft als auch von Seiten der Consultants werden die neuen Ansätze begrüßt, weil sie das Bewusstsein für die Notwendigkeit der stärkeren Ankoppelung der Aktiva an die Verbindlichkeitsseite (Asset-Liability-Matching) erhöhen, das Risiko von Kapitalanlagen stärker bewusst machen, den Spielraum für aktives Management erweitern und dem Risiko Management mehr Raum verschaffen: „Real Men Don't Use Benchmarks“.
- ◆ Unser Konzept „Lazard Equity Managed Volatility“ nutzt die empirisch-wissenschaftliche Erkenntnis, dass Aktien mit niedriger Volatilität auf lange Sicht Aktien mit hoher Volatilität über alle Regionen hinweg geschlagen haben, auch wenn dies den Aussagen der Kapitalmarkttheorie zu widersprechen scheint.
- ◆ Die Lazard Equity Managed Volatility-Strategie ist ein quantitatives Konzept, das auf Basis eines ausgeklügelten Kennzahlensystems Portfolien von Aktien in einer strengen Bottom Up-Methodik zusammenstellt, die eine hohe fundamentale Qualität und gleichzeitig eine niedrige Volatilität aufweisen. Zusätzlich werden die Portfolien quantitativ so konstruiert, dass sie keinen wesentlichen „Bias“ in Richtung Value, Growth, Größe oder Momentum haben, um das Risiko zu meiden, zu stark von einem Investmentstilzyklus beeinträchtigt zu werden.
- ◆ Der Investmentansatz Lazard Equity Managed Volatility weist eine attraktive Ertrags-Risiko-Relation auf. Er passt gut zur Verpflichtungsseite vieler Investoren, weil er das hohe Ertragspotential von Aktien mit weniger Schwankungen generiert. Somit wird bei gleichem Risikokapital im Rahmen von Value-at-Risk gesteuerten Portfolios eine höhere Aktienquote ermöglicht, bzw. das Risikokapital wird in Abschwüngen weniger schnell aufgebraucht und schafft so Raum für andere Alphaquellen im Gesamtportfolio.

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

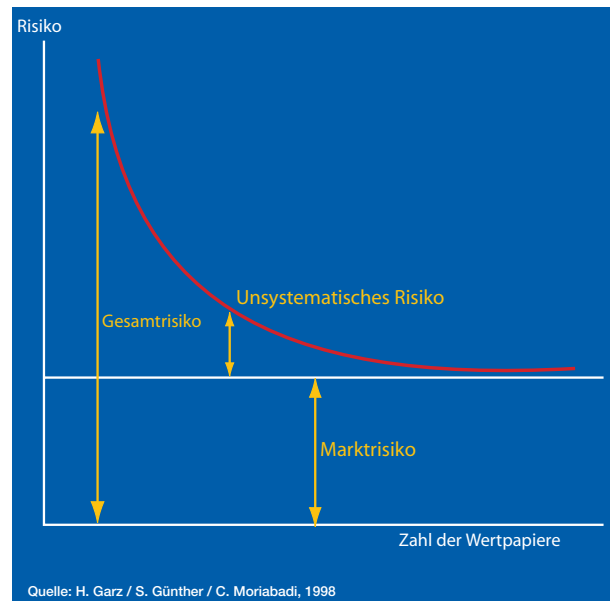
## Zentrale Gedanken der Portfoliotheorie

Die Gedankenwelt der meisten Anleger bei der Verwaltung ihrer Vermögen ist heute von den Erkenntnissen der modernen Kapitalmarkttheorie geprägt, deren Grundlagen in den 50er und 60er Jahren von Harry M. Markowitz, Merton H. Miller und William Sharpe gelegt wurden. Insbesondere das Benchmarkdenken bei Anlegern, Consultants und Investmentgesellschaften ist Folge von Grundüberzeugungen, die das Fundament der von diesen Nobelpreisträgern geprägten Portfoliotheorie („Efficient Market Theory“) bilden.<sup>1</sup>

Die einzelnen Wertpapiere und Assetklassen können aus Sicht der Portfoliotheorie durch Risiko und Ertrag als den zentralen Determinanten des Anlageerfolgs charakterisiert werden. Höhere Erträge sind in diesem Modell nur beim Eingehen höherer Risiken erreichbar.

Das Gesamtrisiko eines Wertpapiers kann man gemäß Kapitalmarkttheorie in zwei Segmente aufteilen. Einerseits weist jedes Wertpapier ein unvermeidliches, systematisches Risiko auf; dieses charakterisiert alle Assets und spiegelt das allgemeine Marktrisiko wider. Andererseits sind Wertpapiere mit einem unsystematischen Risiko (auch idiosynkratisches Risiko und im Englischen „unique risk“ genannt) behaftet, das nur speziell diesem einen Asset zukommt und das durch die spezifischen Eigenarten des Papiers bestimmt ist (vgl. Abbildung 1).<sup>2</sup>

Abbildung 1: Systematisches und unsystematisches Risiko



Die Portfoliotheorie behauptet, dass das unsystematische, wertpapierspezifische Risiko unter einer Reihe von (mehr oder weniger plausiblen) Annahmen durch Diversifikation in ein breites Portfolio von Wertpapieren vollständig eliminiert werden könne. Das systematische Risiko hingegen sei untrennbar mit allen Assets verbunden und durch Diversifikation nicht ausschaltbar. Der Markt honoriere nur das Eingehen unvermeidlicher Risiken. Der Anleger könne daher lediglich eine Prämie für das Nehmen von systematischem Risiko erzielen. Die Übernahme von unsystematischem, durch Diversifikation eliminierbarem Risiko werde dagegen nicht belohnt.

Diese Gedanken haben ganz entscheidende Konsequenzen. An einem vollkommenen und effizienten Kapitalmarkt bestehen die Portfolios der Anleger (gemäß der Portfoliotheorie) lediglich aus zwei Bestandteilen, einem risikolosen (was auch immer das sein soll) und einem risikobehafteten Teil. Der risikobehaftete Teil wird komplett in das vollständig diversifizierte Marktportfolio investiert, das alle

Assets der Welt in ihrer jeweiligen Marktgewichtung enthält. Die Zusammensetzung des Marktportfolios ist unabhängig von der individuellen Risikoeinstellung des Investors. Die Risikobereitschaft bzw. die Risikotragfähigkeit eines Anlegers sind lediglich entscheidend für die jeweilige Gewichtung der risikolosen Assetklasse und des risikobehafteten Marktportfolios („Separationstheorem“).<sup>3</sup>

## Benchmarkdenken aus Sicht der Theorie

Ein rationaler Investor, der im Sinne der Kapitalmarkttheorie an die Effizienz der Kapitalmärkte glaubt und die Erkenntnisse der Portfoliotheorie umsetzen will, wird automatisch zum Benchmarkinvesting geführt. Er investiert in ein Portfolio aus der risikolosen Assetklasse und dem Marktportfolio. Da das (theoretische) Marktportfolio nicht direkt erwerbbar ist, muss es der Anleger mit seinen Risikoassets approximieren. Dazu dupliziert er alle einzelnen Assetklassen möglichst genau und kapitalisierungsgewichtet in seinem Portfolio, um keine vom Markt nicht bezahlten unsystematischen Risiken einzugehen. Der effiziente Anleger ist gemäß der klassischen Portfoliotheorie derjenige, welcher alle Assetklassen passiv über eine Ausrichtung an einem Index, einer Benchmark, welche die Assetklasse widerspiegelt, repliziert. Er geht keine aktiven Wetten ein, denn diese werden vom Markt nicht honoriert.

Die theoretische Rechtfertigung für die Ausrichtung des Portfolios an Benchmarks ist also der Glaube an effiziente Märkte.<sup>4</sup> Wenn die Märkte (vollständig) informationseffizient sind, spiegeln die Preise sofort, vollständig und korrekt alle allgemein zugänglichen Informationen wider. Da aktive Manager mit legalen Mitteln den Markt nicht schlagen können, aber Transaktionskosten verursachen und Gebühren erheben, die deutlich über denen passiver Manager liegen, ist dem Anleger mit kapitalisierungsgewichteten Benchmarkinvestments besser gedient. Das Argument für die Ausrichtung von Portfolios an marktkapitalisierungsgewichteten Benchmarks ist also kurz gesagt ganz einfach: In effizienten Märkten machen Abweichungen von Benchmarks und das Eingehen von unsystematischen Risiken – aktives Portfolio Management also – keinen Sinn.

## Benchmarkdenken aus Sicht der Praxis

Bereits in der Vergangenheit hat man eine ganze Fülle von Marktanomalien (Small Cap-Effekt, Value-Effekt, Kalendereffekte, Home Bias und Geldillusion der Investoren, Kapitalmarktblasen) entdeckt, die zur Hypothese informationseffizienter Märkte im Widerspruch stehen.<sup>5</sup> Der Glaube an rationale Investoren und informationseffiziente Märkte hat daher seit dem Entstehen der klassischen Portfoliotheorie viele Rückschläge hinnehmen müssen. Die Erkenntnisse der Behavioral Finance haben die Prämisse rationaler Investoren und effizienter Kapitalmärkte weiter erschüttert. Angesichts der Absurditäten der jüngsten Finanzmarktkrise wurden viele Aussagen und Lehren der Theorie wirklich und endgültig ad acta gelegt.

Woher kommt es dann, dass sich das Benchmarkdenken in den letzten Jahrzehnten trotz des Zweifels an der Markteffizienz so stark durchsetzen konnte, dass viele Anleger, Consultants und Asset Manager kaum noch anders als in der Kategorie kapitalisierungsgewichteter Benchmarks denken können?

Die apodiktischen Positionen der meisten Theoretiker der Kapitalmärkte in Bezug auf die Diskussion um die Markteffizienz sind den Praktikern relativ gleichgültig, sie sind sich oft nicht einmal bewusst, dass der ganze Aufbau ihres Investmentprozesses aus den Überlegungen der Kapitalmarkttheorie herührt. Aus ihrer Sicht hat sich die Benchmarkdenke nicht aus theoretischen Überlegungen durchgesetzt, sondern weil Benchmarks im pragmatischen Sinne bei der Vergabe von Portfolio Management-Mandaten einige wichtige Funktionen erfüllen, die Anlegern, Consultants und Portfolio Managern die (Zusammen-)Arbeit leichter machen. Diese in der Praxis genutzten Funktionen von Benchmarks bei der Vergabe und dem Managen von Portfolio Management-Mandaten wollen wir folgendermaßen zusammenfassen.<sup>6</sup>

- ◆ Ausrichtung der strategischen Asset Allocation
- ◆ Aufgabenformulierung und Strukturierung der Asset Management-Mandate
- ◆ Messung der Leistung des Portfoliomanagements
- ◆ Zuteilung von Risikobudgets, Risikosteuerung und Overlay Management

## Schwächen des Benchmarkdenkens

Die Entscheidung für oder gegen eine marktkapitalisierungsgewichtete Benchmark ist eine der zentralen Entscheidungen der Kapitalanlageplanung. Diese Benchmarks haben eine Reihe wichtiger Funktionen und können dem Fondssponsor großen Nutzen stiften, aber der Anleger zahlt für die Dienste von Benchmarks auch einen relativ hohen Preis.<sup>7</sup>

Der Einsatz von kapitalisierungsgewichteten Benchmarks im Portfolio Management hat ernsthafte Schwächen und muss wohlüberlegt sein. Die Hauptprobleme, die beim Einsatz dieser Benchmarks zum Tragen kommen, kann man in vier Gruppen einteilen.<sup>8</sup>

- ◆ Benchmarkauswahl (ungewollt) zentral für Performance und Risiko
- ◆ Verwendung von Benchmarks begrenzt aktives Management
- ◆ Benchmarks erschweren dynamische Asset Allocation
- ◆ Benchmarkportfolios wenig individuell

Werden alle Asset Management-Mandate relativ zu einer Benchmark definiert, sind Risiko- und Ertragsperspektiven des Investments durch die Benchmarkauswahl weitgehend vorherbestimmt. Der Anleger grenzt den Spielraum für aktives Management stark ein. Entscheidet sich ein Fondssponsor für ein Aktienmandat, das relativ zu einer kapitalisierungsgewichteten Benchmark definiert wird, so wird der Portfolio Manager das Aktienportfolio um die Benchmark herum aufstellen und Abweichungen von der Benchmark nur im Rahmen des erlaubten Tracking Errors vornehmen.

Dies hat zur Folge, dass bei Benchmarkinvestments der Spielraum für die aktive Wertpapierauswahl, aber auch für Asset Allocation-Entscheidungen, von vorneherein begrenzt ist.<sup>9</sup> Der Fondsmanager wird einen Großteil der Titel in der Benchmark auch dann im Portfolio halten, wenn er diese Werte nicht unbedingt für attraktiv hält, denn er darf nicht zu stark von der Benchmark abweichen. Beim aktiven Portfolio Management mit Tracking Error-Vorgaben ist die Benchmark mindestens so entscheidend für die Portfoliokonstruktion wie der Portfolio Manager.

Diese Art der Portfoliobildung ist recht fraglich, weil die Zusammensetzung der marktüblichen Aktien- oder Rentenindizes, die üblicherweise als Benchmark verwendet werden, nicht nach Risiko-Ertrags-Überlegungen im Sinne der Anleger, sondern fast immer nach Marktkapitalisierung erfolgt (einige der Indizes sind z. B. nicht besonders gut diversifiziert).

Das Marktportfolio ist schlicht eine Aggregation der Konsensuserwartungen des Marktes. Wenn der Markt der Meinung ist, dass TMT-Aktien im Jahre 1999 mit einem Indexgewicht in Höhe von 36% des MSCI Welt Index gewürdigt werden sollten, so ist das auch das Portfoliogewicht, das man erhält, wenn man das Marktportfolio kauft oder sein eigenes Portfolio an der Benchmark MSCI Welt orientiert.

Kapitalgewichtete Indizes sind aufgrund des Sentiments der Investoren periodisch Gegenstand schwerwiegender Verwerfungen. Als Beispiele seien hier Energieaktien in den 70er Jahren, Japanische Aktien in den 80er Jahren, Technologiewerte in den 90er Jahren und Finanztitel Anfang dieses Jahrzehntes genannt.

Es ist kaum vorstellbar, dass der Fondssponsor bei einem aktiven Mandat wirklich anstrebt, dass er Titel im Portfolio hält, die nur deshalb gekauft wurden, weil sie eine hohe Gewichtung in der Benchmark haben, die der Fondsmanager nicht ignorieren kann. Letztlich wird nur derjenige Fondssponsor einen aktiven Manager suchen, der an die Ineffizienz der Märkte glaubt; in diesem Fall wird er aber nicht wollen, dass der Fondsmanager eng an der Benchmark klebt, wozu er im aktiven Management gegen eine Benchmark aber gezwungen ist.

Fast ohne Ausnahmen führt die Vergabe von Asset Management-Mandaten mit dem Ziel der Ausrichtung an einer Benchmark dazu, dass die konstruierten Portfolios relativ wenig individuell sind. Die Festlegung der Benchmark definiert große Teile der Portfolios völlig unabhängig vom Portfolio Manager, zumal viele Fondssponsoren relativ enge Tracking Errors vorgeben und „off the benchmark“-Wetten ablehnen. In diesen Fällen ist das Management nicht wirklich aktiv, sondern eher schon passivnah.

Je enger dem Portfolio Manager mit Restriktionen Zügel angelegt werden, desto weniger Spielraum bleibt ihm für individuelle und wirklich aktive Entscheidungen. Teilt der Fondssponsor dann auch noch seine Spezialfonds in einer Reihe von halbaktiven Mandaten zur gleichen Benchmark auf, so läuft er Gefahr, als Gesamtportfolio ein passiv gemanagtes Indexmandat mit aktiven Management Fees zu erhalten. Dies liegt unter anderem daran, dass es bei solchen halbaktiven Mandaten oft zur Etablierung eines Benchmark-Mainstreams kommt, bei dem alle aufgrund der gleichen Informationen in einem prozyklischen Herdentrieb in die gleiche Richtung rennen.

In einem 2005 veröffentlichten Thesenpapier zum Thema „Mean-Variance Efficiency“ verdeutlicht Harry Markowitz, dass aufgrund von Short Selling-Beschränkungen und dem Nicht-Existieren von risikoloser Geldleihe (einer grundlegenden Prämisse des Capital Asset Pricing Modells) das Marktportfolio nicht dem „Mean-Variance Efficient Portfolio“ entspricht, auch wenn der Markt selbst als effizient betrachtet wird.<sup>10</sup>

Markowitz schließt seine Arbeit mit: „Heute, 40 Jahre später, im Angesicht der empirischen Probleme mit den Implikationen des Modells (CAPM), sollten wir uns die Auswirkungen der Veränderung seiner bequemen, aber ebenso unrealistischen Annahmen bewusst machen. Im Besonderen sollten wir uns klar machen, welche Auswirkungen realistischere Annahmen hinsichtlich Investmentbeschränkungen darauf haben, wie wir investieren sollten – in Value-Titel und risikoadjustiert.“

## Alternativen zum traditionellen Benchmarkdenken

Die Turbulenzen an den Kapitalmärkten der letzten Jahre haben den Anlegern die Grenzen der benchmarknahen Kapitalanlagen, insbesondere die Abhängigkeit von der Performance der kapitalisierungsgewichteten Marktindizes, deutlich gemacht. Ein klarer Trend der letzten Jahre war daher das (zumindest verbale) Abrücken von der klassischen Benchmarkausrichtung der Kapitalanlagen. Alternativ zum Portfolio Management in Ausrichtung an marktkapitalisierungsgewichteten Indizes werden

(mindestens) drei unterschiedliche Ansätze diskutiert und angeboten.<sup>11</sup>

- a) Ausrichtung an alternativen Benchmarks
- b) Ausrichtung am Absolute Return
- c) Ausrichtung am absoluten Risiko

### Ad a) Alternative Benchmarks

Eines der Hauptprobleme einer Ausrichtung von Mandaten an kapitalisierungsgewichteten Benchmarks ist die Tatsache, dass die Fondsmanager und damit auch die Fondssponsoren solcher Konzepte Einzelwerte tendenziell dann hoch gewichten, wenn ihre Marktkapitalisierung besonders hoch ist.<sup>12</sup> Kleinere Werte werden automatisch niedriger gewichtet. Das heißt aber in der Folge, dass Titel, die stark gelaufen und überbewertet sind, in solchen Konzepten besonders hoch gewichtet werden, während Nachzügler und unterbewertete Titel eher untergewichtet werden. Passive und halbaktive Investments gemäß kapitalisierungsgewichteter Indizes sind damit Sinnbild prozyklischer, vom Momentum getriebener Investments. Sie investieren genau umgekehrt, wie es der Anleger intuitiv eigentlich wünscht.

Als Reaktion herauf hat man in den letzten Jahren alternative Indizes entwickelt, bei denen nicht mehr die Marktkapitalisierung der Titel, sondern Fundamentalfaktoren wie Umsatz, Cash Flow, Buchwert, Gewinne oder Dividenden für die Indexgewichtung der Einzeltitel verwendet werden (sogenannte RAFI-Indizes, wobei RAFI für Research Affiliates Fundamental Index steht).<sup>13</sup>

Das Problem solcher Indizes ist natürlich, dass sie nicht mehr ohne weiteres aus der Kapitalmarkttheorie hergeleitet werden können wie die klassischen Benchmarks, dass sie stärker subjektiv vom Urteil und den Erwartungen des Indexanbieters abhängen, und dass sie den Übergang zum aktiven Management bedeuten, was nicht unbedingt das ist, was die Anleger meinen, wenn sie Benchmarks auswählen. Aus unserer Sicht sind RAFI-Indizes nur eine Teillösung der eigentlichen Problematik von Benchmarkinvestments.

## Ad b) Ausrichtung am Absolute Return

Ziel des Anlegers bei der Implementierung eines Absolute Return-Konzeptes ist es, sich von der großen Abhängigkeit von der Wertentwicklung einer kapitalisierungsgewichteten Benchmark zu lösen und auch über kürzere Zeiträume eine stabile Wertentwicklung zu erreichen.<sup>14</sup> Im Spezialfondsgeschäft will der Fondssponsor die Ergebnisse seiner Kapitalanlagen weitgehend von der Marktentwicklung abkoppeln, indem er dem Vermögensverwalter eine unabhängig von den Marktbewegungen zu erzielende Absolutrendite vorgibt. Implizit wird dem Fondsmanager dadurch eine größere Verantwortung für die Gesamtperformance und das Risiko der Kapitalanlagen des Fondssponsors zugeteilt als im Modell der Relative Performance-Mandate.

Kapitalmarkttheoretisch gesprochen strebt der Fondsmanager bei Absolute Return-Mandaten eindeutiger als sonst die Generierung von Alpha, also von der Gesamtmarktentwicklung unabhängige, stabile, positive (jährliche) Erträge an, für deren Erzielung der Fondssponsor bereit ist, auf gewisse Ertragspotentiale (die vom Beta herrühren) zu verzichten. Es gilt die Devise „Risikobegrenzung und Sicherheit sind wichtiger als maximale Ertragsausbeute“.<sup>15</sup>

Absolute Return-Konzepte haben wir in verschiedenen Publikationen vorgestellt, so dass wir hier nicht genauer darauf eingehen. Als wesentlichen Punkt, warum Absolute Return-Konzepte für viele Anleger in vielen Situationen eine interessante Alternative darstellen, aber nicht für alle Investoren in allen Situationen, erachten wir folgende Feststellung.

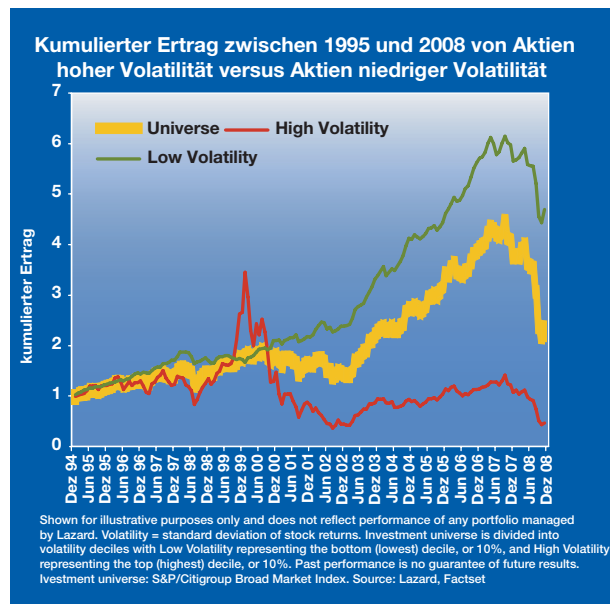
Wir sehen die Gefahr, dass man nach den negativen Erfahrungen mit Benchmarkanlagen in den letzten Jahren das Kind mit dem Bade ausschüttet und den Benchmarkgedanken völlig ausblendet, auch dort, wo er gerechtfertigt ist. Die strategische Ausrichtung an der Wertentwicklung einer Assetklasse und ein langfristiges Investment in Assetklassen, die eine überlegene Langfristperformance bringen, sollen durch die reine Absolute Return-Ausrichtung aller Mandate nicht völlig aufgegeben werden. Richtet der Fondssponsor beispielweise alle Aktienmandate als Absolute Return-Mandate aus, bedeutet dies automatisch den Verzicht auf langfristige

Performance, denn das Absolutziel muss aus Risikoüberlegungen niedriger formuliert werden, als es dem langfristig maximal möglichen Ertrag entspricht. Das Geheimnis liegt aus unserer Sicht in der geschickten Kombination verschiedener Konzepte in Abhängigkeit vom Zeithorizont und dem zur Verfügung stehenden Risikokapital.

## Ad c) Ausrichtung am absoluten Risiko

Die Finanztheorie lehrt, dass man, um mehr Ertrag für seine Investments zu erzielen, ein höheres Risiko eingehen muss. Der modernen Portfoliotheorie und speziell dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) widersprechend gibt es aber hinreichende Belege dafür, dass sich Portfolios risikoreicherer Aktien auf lange Sicht schlechter entwickeln als Portfolios mit geringer Volatilität, so dass man als Investor durch eine Ausrichtung auf Aktien mit niedrigem absoluten Risiko („Low Volatility“- „Managed Volatility“- oder Minimum-Varianz-Strategien genannt) nicht nur eine Risikoreduktion, sondern auch einen Ertragsmehrwert generieren kann (vgl. Abbildung 2).<sup>16</sup>

**Abbildung 2: Outperformance von Aktien niedriger Volatilität**



Diese Erkenntnis wird gestützt von vielen empirischen Studien und gilt über alle Regionen, Länder, Sektoren und Anlagestile hinweg. Die Outperformance von Aktien niedriger Volatilität gilt zudem unabhängig davon, wie die Volatilität gemessen

wird – kurzfristig, langfristig, absolut oder einzeltitelspezifisch. In unterschiedlichem Ausmaß entwickeln sich gering-volatile Aktien auf einer risiko-adjustierten Basis besser als eine Kombination von Kasse und Indexinvestments.

Mit anderen Worten stellen wir die These auf, dass Investoren systematisch zu viel für risikoreiche Aktien bezahlen. Warum ist das so?<sup>17</sup>

Aktive Manager, Hedge-Fonds Manager eingeschlossen, haben in der Regel ein Interesse daran, Aktien mit einem hohen Beta (Marktsensitivität) zu kaufen, da diese in ansteigenden Märkten ihre Vergleichsindizes outperformen, da die Risikoprämie dieser Aktien in der Regel positiv ist. In Folge dessen werden risikoreichere Aktien überbezahlt, während Aktien geringerer Volatilität gerne außer Acht gelassen werden. Hohe Erträge in steigenden Märkten locken künftige Mittelzuflüsse für Asset Manager mit überdurchschnittlicher Performance an, womit diese ihre Ertragschancen in steigenden Märkten maximieren können.

Vermutlich kaum überraschend ist die Tatsache, dass nur die wenigsten Investoren aufgrund eigener Verhaltens- und Wahrnehmungsmuster das Risiko-/Ertragsverhältnis von Aktien prognostizieren können. Sie tendieren dazu, das gegebene Aufwärtspotential von Aktienmärkten zu überschätzen und kaufen risikoreichere Titel, welche das vermeintlich größte Ertragspotential aufweisen. Die Titelkonzentration einiger dieser Portfolien vermittelt den Investoren die Illusion, sie hätten eine gute Chance darauf, die künftigen Microsofts oder Googles dieser Welt zu besitzen. Leider sieht die Welt in den meisten Fällen anders aus, denn alles, was im Ergebnis passiert, ist, dass Investoren zu viel für das eingegangene Risiko-/Ertragspotential der zugrunde liegenden Titel bezahlen und ihr Aufwärtspotential beschneiden, ja sogar die Diversifikationsvorteile des breiten Aktienmarktes außer Acht lassen.

Dieses Phänomen wurde wissenschaftlich über unterschiedliche geographische Regionen und Zeiträume hinweg beobachtet. Als Pioniere dieses Analysefeldes werden allgemein Haugen und Baker (1991) anerkannt, deren USA-fokussierte Analyse zu dem generellen Schluss kommt, dass es (aufgrund von Anlagerestriktionen, dem Ausschluss des Short-Selling, Steuerumständen, Risiko-/Ertrags-

wartungen, etc.) möglich ist, eine Vielzahl an Portfolien zu konstruieren, welche den Markt hinsichtlich risiko-adjustierten Erträgen dominieren.<sup>18</sup> Wie spätere Analysen belegen, kann dies eventuell auch durch die potentielle Existenz von bisher nicht identifizierten Risikoparametern in Portfolien mit geringer Volatilität zusammen hängen.

Ang et al. (2006) haben diese Beobachtung auch bei ihren Forschungen bezüglich eines breiten US-amerikanischen Aktienuniversums bestätigt.<sup>19</sup> Sie kamen zu dem Ergebnis, dass dieser Effekt keinem Illiquiditäts-Risikoaufschlag, welcher typischerweise Investments in Small Cap Value Aktien beimessen wird, zugeschrieben werden kann. Dies wurde auch durch Blitz und van Vliet bestätigt, als diese hinsichtlich Illiquidität forschten: Aktien mit geringer Volatilität fallen durch höhere risiko-adjustierte Erträge auf, selbst wenn man diese um Investmentstileffekte wie Value oder Größe bereinigt.<sup>20</sup>

Ein weiterer Punkt, welcher von Roll (1992)<sup>21</sup> und später von Jorion (2003)<sup>22</sup> adressiert wurde, ist, dass der Fokus institutioneller Investoren auf einen relativen Tracking-Error (Grad der Abweichung von einer gegebenen Benchmark) den Sachverhalt, dass zwei Portfoliomanager mit identischer Höhe eines benchmark-relativen Risikos durchaus sehr unterschiedliche Ausprägungen von absoluten Risiken in ihren Portfolien implementiert haben können. Daher ist es möglich, Portfolien mit weniger Risiko und gleichzeitig höheren Ertragsersparungen zu konstruieren, indem man sich sowohl von einem Vergleichsindex wie auch einem Marktportfolio entfernt.

Schließlich wurde von Kleeberg (1995) festgestellt, dass die praktische Implementierung einer Minimum-Varianz-Strategie wegen des großen Diversifikationspotentials insbesondere für global investierende Anleger attraktiv ist.<sup>23</sup>

Die Aussagekraft der diversen wissenschaftlichen Untersuchungen zu diesem Themenbereich hat Indexanbieter dazu inspiriert, ihre eigenen Minimum-Varianz-Indizes zu berechnen.

Der in 2008 aufgelegte MSCI World Minimum Volatility Index weist im Vergleich zum klassischen MSCI World Aktien Index über den simulierten Zeitraum 1995-2007 eine um 30% geringere Volatilität und eine 50%ige Verbesserung des Sharpe Ratio auf.<sup>24</sup>

### „Lazard Equity Managed Volatility“

Verglichen zu den meisten aktiv oder passiv verwalteten Investmentansätzen bieten Investitionen in Aktien geringer Volatilität in der Regel das Potential eines höheren, risiko-adjustierten Mehrertrages („Low Volatility Alpha“).<sup>25</sup> Ein gegebenes Phänomen der Investition in Aktien geringerer Volatilität ist, dass ein solches Investment eine geringere Partizipation bei fallenden Märkten aufweist, es jedoch bei einer willkürlichen Auswahl von Titeln niedriger Volatilität auch schwieriger macht, in extremen Bullenmärkten den Vergleichsmaßstab zu schlagen.

Eine (rein) quantitative, globale Strategie mit dem Fokus auf Aktien niedriger Volatilität wird in unserem „Lazard Equity Managed Volatility“-Konzept umgesetzt.<sup>26</sup> Um das Risiko einer Underperformance in ausgeprägten Bullenmärkten zu reduzieren, erfolgt die Selektion von Aktien mit geringer Volatilität, bei denen davon ausgegangen werden kann, dass sie sich besser als der Markt entwickeln werden. Unser Research hat ergeben, dass es in diesem weniger risikoreichen Bereich des Marktes durch eine aktive Einzeltitelselektion weitaus größere Chancen zur Generierung eines Mehrertrages gibt, als weitestgehend angenommen. Die Beimischung des Lazard Equity Managed Volatility-Ansatzes zu einem ausgewogenen Mix an Aktien- und Renteninvestments trägt positiv hinsichtlich des Risiko-Ertrags-Verhältnisses eines Portfolios bei (vgl. Abbildung 3).

**Abbildung 3: Lazard Managed Volatility als Portfoliodiversifizierer**



### Die Bedeutung der Titelselektion

Um ein Managed Volatility-Portfolio zu kreieren, muss man in der Lage sein, attraktive, wenig volatile Aktien aus einem Anlageuniversum zu identifizieren. Aus einer Vielzahl an Gründen eignet sich ein quantitativ getriebener Analyseprozess hierzu am besten:

- ◆ Er kann auf ein sehr breit gestreutes Anlageuniversum angewendet werden.
- ◆ Er garantiert eine nachvollziehbare und nicht emotional getriebene Analyse bezüglich Attraktivität und Risiko eines jeden Titels.
- ◆ Er bietet die Disziplin und die Methodik multiple Perspektiven in Bezug auf einzelne Firmen, gepaart mit Volatilitätskennzahlen anzuwenden, um folglich ein optimales Portfolio zu bilden.
- ◆ Er ermöglicht einen exakten, systematischen Abgleich zwischen der Attraktivität und der Volatilität eines Titels in einer objektiven und unvoreingenommenen Weise.

Der Prozess der Einzeltitelselektion bei Lazard bewertet Firmen in einem multi-dimensionalen Zusammenhang vor dem Hintergrund eines weltweiten Anlageuniversums. Unter Zuhilfenahme öffentlich zugänglicher Daten / Informationen über die jeweiligen Firmen ist es möglich, technisch ausgefeilte Einschätzungen hinsichtlich eines breit

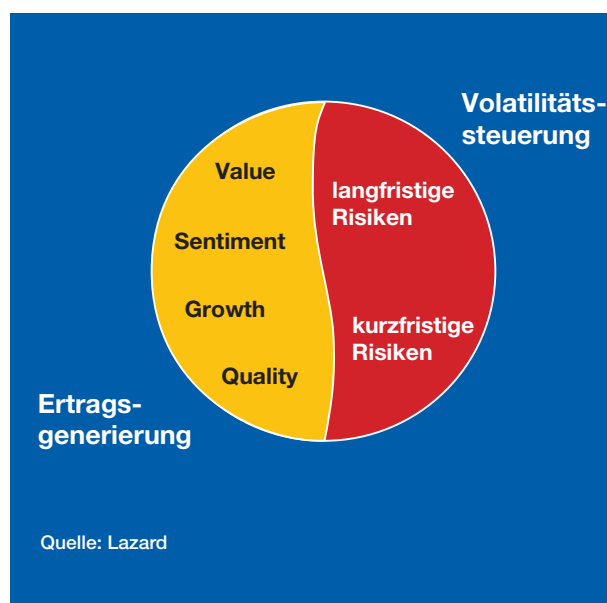
gefächerten, globalen Aktienuniversums zu erlangen. Maßgeschneiderte Modelle analysieren Bilanzen, Analysteneinschätzungen und die Preishistorie aller Unternehmen, um so umfangreiche Einblicke in die Bewertung und die künftigen Entwicklungsperspektiven eines jeden einzelnen Unternehmens zu generieren.

Alle Einzeltitel werden anhand von vier Faktorengruppen klassifiziert: Wachstum, Bewertung, Sentiment und Qualität. Jede dieser Faktorengruppen besteht aus einer Reihe eigenständiger Modelle, welche hinsichtlich ihrer Eignung, Unabhängigkeit und Aussagequalität in Bezug darauf, Kaufgelegenheit zu identifizieren, getestet und goutiert wurden. Die Ausgewogenheit der Einblicke ist essentiell für die Abwägung zwischen dem Wachstumspotential und dem zu zahlenden Preis für ein Unternehmen. Nur Unternehmen, die auf mehreren Ebenen als attraktiv bewertet werden, finden potentiell Einzug in unsere Portfolien. Wenn man darüber hinaus die fundamentalen Einzeltitelbewertungen mit Volatilitätskennzahlen kombiniert, ermöglicht dies, Titel mit dem Potential eines hohen Ertrages bei geringer Volatilität zu selektieren.

## Portfoliokonstruktion

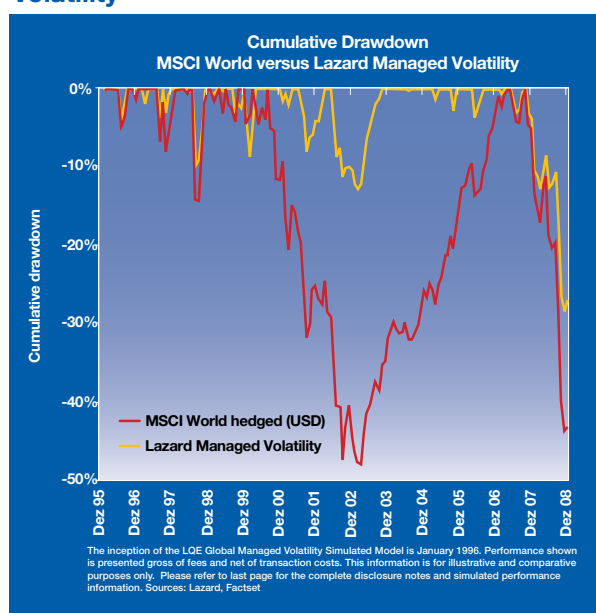
Das Portfolio der „Lazard Equity Managed Volatility“-Strategie ist darauf ausgelegt, den zu erwartenden Ertrag in Relation zu der Volatilität zu maximieren. Hierbei wird das Risiko anhand maßgeschneiderter Kennzahlen, welche sowohl kurzfristige, wie auch langfristige Betrachtungszeiträume einbeziehen, gemessen. Die Kombination der Lazard eigenen, quantitativen Einzeltitelselektion mit Risikomodellen resultiert in Portfolien, die sich die Ertragschancen über Länder- und Sektorgrenzen hinweg zunutze machen, ohne dabei Klumpenrisiken in einzelnen Ländern, Sektoren oder Einzeltiteln aufzubauen. Eine ganze Reihe primärer Einflussfaktoren werden in den Prozess der Portfoliokonstruktion implementiert (vgl. Abbildung 4).

**Abbildung 4: Einflussfaktoren der Portfoliokonstruktion**



Der Fokus auf absolute, risikoadjustierte Erträge und nicht auf den Tracking Error im Verhältnis zu einem Vergleichsmaßstab führt zu einer signifikanten Absicherung in fallenden Märkten – beschränkt aber gleichzeitig auch die Partizipation in extremen Bullenmärkten. Unsere Simulation hat ergeben, dass unser Investmentansatz zum einen typischerweise einen geringeren Maximum Drawdown im Vergleich zu einem klassischen kapitalgewichteten Marktportfolio aufweist und sich zum anderen schneller als der Markt von Rückschlägen erholt (vgl. Abbildung 5).

**Abbildung 5: Drawdown von Lazard Managed Volatility**



Darüber hinaus weist die Strategie eine niedrige Korrelation mit anderen „Long Only“ Managern auf und beinhaltet einen ex-ante Tracking Error zum MSCI-Welt in Höhe von 8-10%.

## Für welche Investorengruppen ist dieser Ansatz reizvoll?

Wir glauben, dass dieser Ansatz zu jedem Investor passt, der ein Interesse an weniger volatilen Ertragsströmen hat. Da eine solchen Strategie den Sicherheitsaspekt bei der Kapitalanlage in den Vordergrund stellt, spricht sie vor allem konservative und risikobewusste Anleger an. Die – absolut gemessen – niedrige Volatilität und die geringe Korrelation mit anderen Asset Managern und Assetklassen macht diesen Ansatz aber darüber hinaus für ein breites Spektrum von Marktteilnehmern interessant (vgl. Abbildung 6).

### Abbildung 6: Charakteristika des Lazard Equity Managed Volatility-Konzepts

Benchmark	MSCI World Index Hedged (USD)
Returnerwartung	Mehr als 2% über der Marktentwicklung über einen Zyklus
Risiko (Standardabweichung)	30% - 40% geringer als der Markt über einen Zyklus
Anzahl Titel im Portfolio	175 - 250
Beta ggü. Benchmark	0.5 - 0.8
Titel im investierbaren Anlageuniversum	3.500 Titel in "developed markets"
Währungssicherung ggü. EUR	Wird empfohlen
Strategische Kassehaltung	< 2%
Short Positionen möglich?	Nein

Quelle: Lazard

Investoren - wie zum Beispiel Versicherungen - die sich Sorgen hinsichtlich der Volatilität ihrer Bilanz machen, bietet dieser Ansatz durch seine niedrigere Volatilität eine bessere Anpassungsmöglichkeit der bilanzorientierten Verbindlichkeiten. Hedge-Fonds-Investoren, deren bestehende Zero-Beta-Strategien sich eben doch nicht ganz ohne Beta herausgestellt haben, dürften die Risiko-/Ertragscharakteristika dieser Strategie, verglichen mit reinen Long-Only Strategien oder gar Hedge-Fonds, als wesentlich interessanter erachten.

Der Investmentansatz Lazard Equity Managed Volatility hat die globalen Aktienmärkte über diverse Marktzyklen hinweg geschlagen. Dementsprechend ist der Anlagehorizont dieses Ansatzes eher mittel- bis langfristig anstatt kurzfristig ausgerichtet. Es gibt Marktphasen, in denen hohe Risiken mit hohen Erträgen entlohnt werden – so geschehen mit Growth Aktien in den späten 90ern. Um diese, jeweils nur für einen kurzen Zeitraum zur Verfügung stehenden, hohen Erträge mittel- bis langfristig auch einfahren zu können, müssen Investoren dazu bereit sein, ihre Verhaltensmuster über Bord zu werfen.

Lazard hat die Auswirkungen einer Beimischung des Lazard Equity Managed Volatility-Ansatzes zu einem Multi-Assetklassen-Portfolio über einen Zeitraum von 10 Jahren hinweg (Dezember 1997-Dezember 2007) getestet. Ausgangspunkt war ein Portfolio mit 60% Aktien, dargestellt durch den MSCI Welt Index, und 40% Anleihen, dargestellt durch den Barclays Capital Global Aggregate Bond Index. Als Vergleich hierzu wurden Portfolien gebildet, denen der Lazard Equity Managed Volatility-Ansatz dem Aktiensegment beigemischt und das Aktienexposure von insgesamt 60% beibehalten wurde.

Die Ergebnisse belegen eine deutliche Verbesserung in Bezug auf die Volatilität und der Erträge, je größer die Gewichtung von Lazard Equity Managed Volatility gewählt wird. Dies zeigt, wie die Beimischung von Lazard Equity Managed Volatility es Investoren ermöglichen kann, ihre Asset Allokation in Bezug auf die eigenen langfristigen Anlageziele hin auszurichten und gleichzeitig größere Kontrolle über das Gesamtrisiko zu bekommen.

## Zusammenfassung

Die ernüchternden Erfahrungen mit Benchmarkinvestments während der Aktienbärenmärkte 2000-2003 und 2007-2009 haben bei den Anlegern das Thema „Risiko“ der Kapitalanlagen stark in den Vordergrund gerückt. Der Fokus hat sich eindeutig verschoben, weg vom Wunsch maximaler Ertragsausbeute hin zum Fokussieren auf Risikobegrenzung und Sicherheit. Insbesondere die große Abhängigkeit der Gesamtperformance der Kapitalanlagen von den die Mandate definierenden kapitalge-

wichteten Benchmarks hat starke Kritik ausgelöst. Die Fondsgesellschaften haben darauf mit einer Gruppe neuer Produkte und Strategien reagiert. Modifizierte, fundamentalgewichtete Benchmarks, Absolute Return-Ansätze und Strategien, die am absoluten Risiko (Volatilität) festmachen (Low Volatility, Managed Volatility, Minimum-Varianz), rücken von der klassischen Benchmarkausrichtung der Kapitalanlagen ab.

Sowohl von Seiten der Wissenschaft als auch von Seiten der Consultants werden die neuen Ansätze begrüßt, weil sie das Bewusstsein für die Notwendigkeit der stärkeren Ankoppelung der Aktiva an die Verbindlichkeitsseite (Asset-Liability-Matching) erhöhen, das Risiko von Kapitalanlagen stärker bewusst machen, den Spielraum für wirklich aktives Management erweitern und dem Risiko Management mehr Raum verschaffen: „Real Men Don't Use Benchmarks“.

Unser Konzept „Lazard Equity Managed Volatility“ nutzt die aus einer Unmenge von Studien bekannte empirisch-wissenschaftliche Erkenntnis, dass Aktien mit niedriger Volatilität auf lange Sicht Aktien mit hoher Volatilität über alle Regionen hinweg geschlagen haben, auch wenn dies den Aussagen der Kapitalmarkttheorie zu widersprechen scheint. Die Annahmen der modernen Portfoliotheorie (CAPM), wie z. B. der unterstellte „Homo Economicus“ als Anleger, scheinen zu rigoros gewesen zu sein, um realistische Folgerungen zu erlauben.

Die Lazard Equity Managed Volatility-Strategie ist ein quantitatives Konzept, das auf Basis eines ausgeklügelten Kennzahlensystems Portfolien von Aktien in einer strengen Bottom Up-Methodik zusammenstellt, die eine hohe fundamentale Qualität und gleichzeitig eine niedrige Volatilität aufweisen. Zusätzlich werden die Portfolien quantitativ so konstruiert, dass sie keinen wesentlichen „Bias“ in Richtung Value, Growth, Größe oder Momentum haben, um das Risiko zu meiden, zu stark von einem Investmentstilzyklus beeinträchtigt zu werden.

Der Investmentansatz Lazard Equity Managed Volatility weist eine attraktive Ertrags-Risiko-Relation auf. Er passt gut zur Verpflichtungsseite vieler Investoren, weil er das hohe Ertragspotential von Aktien mit weniger Schwankungen generiert. Somit

wird bei gleichem Risikokapital im Rahmen von Value-at-Risk gesteuerten Portfolios eine höhere Aktienquote ermöglicht, bzw. das Risikokapital wird in Abschwüngen weniger schnell aufgebraucht und schafft so Raum für andere Alphaquellen im Gesamtportfolio.

In einer Beimischung des Konzeptes zu klassischen Aktien-Renten-Portfolios lässt sich historisch wegen der in vielen Marktphasen niedrigen Korrelation zu traditionellen Konzepten eine deutliche Verbesserung der Gesamtportfoliokennzahlen in Bezug auf die Volatilität und die Erträge nachweisen, was sich umso größer auswirkt, je größer die Gewichtung des Konzeptes gewählt wird.

---

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

## Literaturverzeichnis

- <sup>1</sup> R.A. Brealey / S.C. Myers: Principles of Corporate Finance, 4. Auflage 1991, S. 155-180.
- <sup>2</sup> H. Garz / S. Günther / C. Moriabadi: Portfolio-Management – Theorie und Anwendung, 2. Auflage 1998, S. 17-97.
- <sup>3</sup> E.J. Elton / M.J. Gruber: Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, 4. Auflage, 1991, S. 38-64.
- <sup>4</sup> R.A. Haugen: Modern Investment Theory, 4. Auflage 1997, S. 641-717.
- <sup>5</sup> T. Post / P. van Vliet: Downside Risk and Asset Pricing, Erasmus Research Institute of Management, Working Paper, 5.3.2004.
- <sup>6</sup> D.F. Just: Benchmarks als Siegel für Produktwahrheit und –klarheit, Präsentation auf der 7. Jahrestagung Portfolio Management, Bayerische Versorgungskammer, 15. und 16. Juni 2004.
- <sup>7</sup> D.F. Just, ebenda; R. Heynck: Relativer Return? – Es kommt auf die absolute Performance an, Präsentation auf der 7. Jahrestagung Portfolio Management, TÜV Essen, 15. und 16. Juni 2004.
- <sup>8</sup> W. Krämer: Kapitalanlage und Benchmark, Lazard Hintergrund, September 2004.
- <sup>9</sup> B. Scherer: Einfluss der Investment-Richtlinien auf die Performance von Spezialfonds, in: J. Kleeberg / C. Schlenger: Handbuch Spezialfonds, 2000, S. 327-333.
- <sup>10</sup> H.M. Markowitz.: Market Efficiency: a Theoretical Distinction and So What?, Financial Analysts' Journal, Vol. 61, No. 5, 2005.

- 11 F. Goltz / L. Martellini: Go back to basics and put efficiency first, Financial Times Investments, 28. Juni 2009.
- 12 N. Amene / F. Goltz / V. Le Sourd: Assessing the Quality of Stock Market Indices – Requirements for Asset Allocation and Performance Measurement, EDHEC Working Paper, September 2006.
- 13 R. D. Arnott / J.C. HSU / J.M. West: The fundamental index, John Wiley-Verlag, 2008; L. Martellini: Towards the Design of Better Equity Benchmarks, EDHEC Working Paper, 2009.
- 14 W. Krämer: Absolute Return-Strategien im Rahmen der Vermögensverwaltung, Standpunkt, Lazard Asset Management, Mai 2004.
- 15 H. Dichtl / T. Zimmerer: Absolute Return – Definition, Analyserahmen und Strategievergleich, Absolute/report, 10/2008, S. 16-27.
- 16 Martingale Asset Management: Low Volatility, Working Paper, 2008.
- 17 D. Appell: Low volatility, high return strategies get a look, Pensions & Investments, 3. November 2008.
- 18 R.A. Haugen / L.B. Nardin: The efficient market inefficiency of capitalization-weighted stock portfolios, Journal of Portfolio Management, Frühling 1991.
- 19 A. Ang, / R. J. Hodrick / Yuhang Xing / Xiaoyan Zhang: The cross-section of volatility and expected returns, Journal of Finance, Vol. LXI, No.1, Februar 2006
- 20 D.C. Blitz / P. van Vliet: The Volatility Effect – Lower Risk Without Lower Return, Journal of Portfolio Management, Herbst 2007.
- 21 R. Roll: A Mean-Variance Analysis of Tracking Error, Journal of Portfolio Management, Vol. 18, Nr. 4, Sommer 1992
- 22 P. Jorion: Portfolio Optimization with Tracking-Error Constraints, Financial Analysts Journal, Volume 59, No5, 2003
- 23 J.M. Kleeberg: Der Anlageerfolg des Minimum-Varianz-Portfolios, 2. Auflage, Bad Soden, 1995.
- 24 [http://www.msibarra.com/news/pressreleases/archive/MSCI\\_Apr08\\_MV.pdf](http://www.msibarra.com/news/pressreleases/archive/MSCI_Apr08_MV.pdf)
- 25 N. Wagner / R. Wolpers: Vermögensanlage für private Investoren – Globale Minimum-Varianz-Strategien 1997 bis 2006, Uni Passau, Arbeitspapier, September 2007; S. Müller / G. Müller: Sicherheitsorientiertes Portfoliomanagement, Hochschule Wismar, Diskussionspapier, Heft 09/2005.
- 26 S. Willumsen: Managed Volatility – Market-like returns for less risk?, Lazard Asset Management, Investment Focus, März 2009.

## Weitere Lazard Publikationen

### Hintergrund Oktober 2007

„Credit Default Swaps – Waffen und Pflugscharen“

### Hintergrund November 2007

„Rückblick auf das Investment-Forum November 2007“

### Hintergrund Januar 2008

„Private Equity – quo vadis?“

### Hintergrund März 2008

„Der Charme des Absoluten – Lazard Euroland Equity Absolute Return“

### Standpunkt Juni 2008

Das Jahrzehnt der Kapitalmarktblasen – Zwischen “Stairway to Heaven” und “Highway to Hell”

### Hintergrund Juli 2008

„Globalisierung 2.0 – Warum man auch am Rentenmarkt global denken sollte“

### 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“

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