

### Global Equity Observer

# Die Bewertungen sind gesunken, die Risiken aber nicht

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | DEZEMBER 2018

Das Gute an Aktien ist, dass es lediglich zwei Arten gibt, Geld zu verlieren – fallende Gewinne oder sinkende Bewertungen. Vor einem Jahr waren es die Bewertungen, die uns die größte Sorge bereiteten. Nach dem Aufschwung der Märkte im Jahr 2017 notierte der MSCI World Index zum 17-Fachen der Gewinne für die kommenden zwölf Monate.<sup>1</sup> Das deutete darauf hin, dass die Märkte das unwahrscheinliche Positivszenario eines weltweit synchronen Wachstums einpreisten – und gleichzeitig bedeutende Verluste riskierten, falls nicht alles nach Plan verlaufen sollte. Zu Beginn des Jahres 2019 hingegen notiert der MSCI World Index zum 13,4-Fachen der erwarteten Gewinne und liegt somit 14% unter dem durchschnittlichen Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) über 20 Jahre von 15,5 sowie 20% unter dem Vorjahreswert.<sup>2</sup> Unsere größten Sorgen sind folglich nicht mehr die Bewertungen, sondern die Gewinne.

Gewinnprognosen lösen in uns weiterhin ein allgemeines Unbehagen aus, da es sich dabei um Vermutungen über Unwahrheiten handelt. Es sind Vermutungen, da sich die Sell-Side stets überoptimistisch zeigt und ihre Ein-Jahres-Prognosen um durchschnittlich 8% von den tatsächlichen Gewinnen abweichen. Dieser Wert liegt leicht über den 7%, auf die das Gewinnwachstum des MSCI World Index für das Jahr 2019 geschätzt wird.<sup>3</sup> Die Unwahrheiten sind durch die Kluft begründet, die zwischen den „bereinigten“ Gewinnen, die die Konsenzahlen (und das Gehalt der Manager) antreiben, und den tatsächlichen gemeldeten Gewinnen (GAAP/IFRS),<sup>4</sup> die auf den Gewinn- und Verlustrechnungen ausgewiesen werden, besteht. Allein in den USA betrug die Differenz zwischen

#### AUTOR



**WILLIAM LOCK**  
*Head of International  
Equity Team*



**BRUNO PAULSON**  
*Managing Director*



**DIRK  
HOFFMANN-BECKING**  
*Executive Director*

„Unsere größten Sorgen sind nicht mehr die Bewertungen, sondern die Gewinne“

<sup>1</sup> Quelle: FactSet; Stand: 31. Dezember 2018.

<sup>2</sup> Quelle: FactSet; Stand: 31. Dezember 2018.

<sup>3</sup> Quelle: FactSet, Morgan Stanley Investment Management, Stand: 31. Dezember 2018.

<sup>4</sup> IFRS= internationale Rechnungslegungsvorschriften (International Financial Reporting Standards); GAAP= allgemein anerkannte Bilanzierungsgrundsätze (Generally Accepted Accounting Principles).

bereinigten und tatsächlichen Gewinnen in den vergangenen drei Jahren 600 Mrd. USD – eine Übertreibung der Gewinne von durchschnittlich 21%.<sup>5</sup> Unsere spezifischere Angst röhrt daher, dass die Märkte nur auf Basis der fremdfinanzierten Gewinne günstig erscheinen. Betrachtet man anstelle des KGV den Unternehmenswert (EV/EBITDA)<sup>6</sup>, so verschwindet der Abschlag gegenüber dem historischen Durchschnitt und die Bewertung des Marktes liegt mit 9,2 leicht über dem Wert von 2003 (9,0), als das KGV mit 17,6 einen Spaltenwert erreichte.<sup>7</sup> Niedrigere Unternehmenssteuern spielen dabei eine Rolle, aber auch der drastische Anstieg der Verschuldung, auf den wir zu einem späteren Zeitpunkt in diesem Beitrag genauer eingehen werden. Ein Blick auf das Verhältnis zwischen Unternehmenswert und Umsatz zeigt, dass der MSCI World Index seinen Durchschnitt über 20 Jahre mit einem Wert von 1,8 weiterhin um 16% überschreitet.<sup>8</sup> Die Kombination aus einem teuren Markt beim Umsatz und einem „günstigen“ Markt bei den Gewinnen spiegelt die derzeit hohe Rentabilität wieder. Insbesondere in den USA scheinen aktuell sämtliche Antriebsfaktoren für Gewinne ausgereizt – seien es dicke Margen, niedrige Steuern, eine hohe Verschuldung oder niedrige Zinsen.

Zwar können wir nicht mit größerer Sicherheit als andere sagen, ob das erwartete Gewinnwachstum 2019 erzielt oder sogar übertroffen wird, in Bezug auf die entscheidenden Variablen haben wir jedoch (wie immer) unsere Meinung. Die derzeitige wirtschaftliche Abkühlung in China ist ein Ertragsrisiko, vor allem für zyklische Unternehmen. Entscheidend ist das Ausmaß (und der Erfolg) der zunehmenden Reflation. Selbst wenn es zu einer erfolgreichen Reflation kommt, könnten die Gewinne in der ersten Jahreshälfte weiterhin schwach ausfallen, bis die Maßnahme Wirkung zeigt. Wie bereits erwähnt, sind die Margen in den USA außerst hoch. Während dies zum Teil strukturell bedingt scheint – in Anbetracht neuer lukrativer Plattformunternehmen und der Art und Weise, wie das politische System in den USA dem Kapital in den letzten 40 Jahren systematisch Vorzug gegenüber Arbeitskräften und Verbrauchern gegeben hat –, könnten angespannte Arbeitsmärkte und Zölle für Unternehmen ohne Preismacht zu Margenproblemen führen.

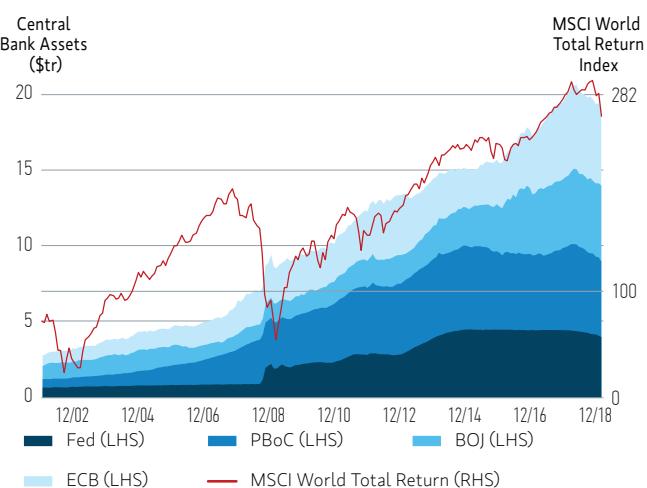
Lässt man die Extremrisiken wie einen ausgewachsenen Handelskrieg, die vollkommene Handlungsunfähigkeit der US-Regierung, einen Konflikt im Mittleren Osten und den Zusammenbruch des Euros außer Acht, so bleiben noch zwei Faktoren, die zweifelsohne zu Margendruck führen würden: eine deutliche wirtschaftliche Abkühlung in den USA und eine weitere Verlangsamung in Europa. Der Aufschwung der US-Wirtschaft ist mittlerweile doch etwas in die Jahre gekommen, und während Erholungen nicht einfach der Altersschwäche erliegen, könnte sich die neue Haltung der US-Notenbank (Fed) als weiteres Sorgenkind erweisen. Noch ist es zu früh, um Schlüsse zu ziehen, aber Jay Powell scheint mehr an der Lage der Realwirtschaft interessiert zu sein als an dem genauen Stand der Aktienmärkte oder dem Schicksal derjenigen, die sich außerhalb der USA dafür entscheiden, ihre Währung an den US-Dollar zu koppeln, wie zum Beispiel die Schwellenländer. Daher besteht die Möglichkeit, dass er die Straffung mittels einer Kombination aus Zinsen und dem Abbau der quantitativen Lockerung weiter

vorantreibt, bis die US-Wirtschaft Zeichen von Schwäche zeigt. Dann wird er einlenken, jedoch könnte es zu diesem Zeitpunkt bereits zu spät sein für die Märkte.

Das Jahr 2018 endete damit, dass die Bilanzen der vier großen Zentralbanken – der Fed, der chinesischen Zentralbank, der Europäischen Zentralbank und der Bank of Japan – nach dem massiven Aufbau im Anschluss an die globale Finanzkrise letztendlich allesamt schrumpften. Das bedeutet, dass sich die Welt derzeit in einem Liquiditätsengpass befindet, der (je nach Region) einen Abbau der Zentralbankbilanzen und anziehende Zinsen miteinander verbindet. Die umgekehrte Kombination war es, die die Vermögenspreise (und die daraus resultierende Verschuldung) seit dem Tief 2009 in die Höhe getrieben hatte.

**„Potenziell rückläufige Gewinne und ein Liquiditätsengpass könnten sich als ernsthafte Gefahr für die Vermögenspreise erweisen“**

**GRAFIK 1:**  
**Zentralbankbilanzen vs. MSCI World Index**



Quelle: Morgan Stanley Investment Management, FactSet/MSCI.

Wir befürchten, dass sich eine Kombination aus potenziell rückläufigen Gewinnen und einem Liquiditätsengpass als ernsthafte Gefahr für die Vermögenspreise erweisen könnte. Wie bereits dargelegt, können wir nicht mit Sicherheit sagen, ob sich die Gewinnprognosen in diesem Jahr bestätigen. Dennoch sind wir uns sicher, dass das globale Umfeld keine Symmetrie kennt – in schlechten Zeiten können die Verluste weit über den Gewinnen liegen, die in guten Zeiten erzielt werden. Dies gerät jedoch oft in Vergessenheit, so wie auch die Tatsache, dass sich die Asymmetrie durch Verschuldung noch verstärkt. Die Verschuldung ist heute höher denn je, insbesondere auf dem US-Markt für Unternehmensanleihen. Insgesamt sind die Unternehmen des Landes nicht unerfahren,

<sup>5</sup> Quelle: FactSet, Morgan Stanley Investment Management, Stand: 31. Dezember 2018.

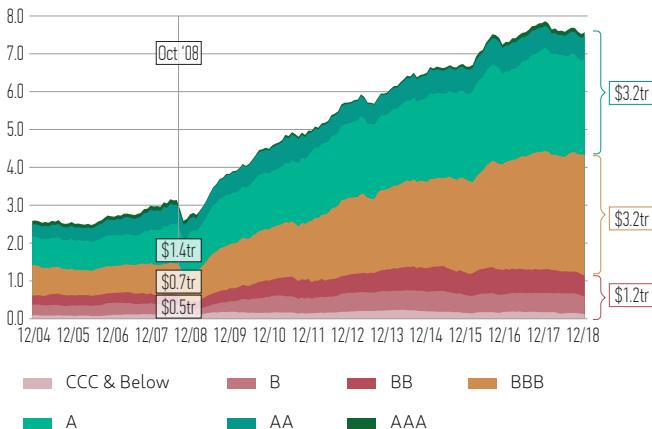
<sup>6</sup> EBITDA = Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände.

<sup>7</sup> Quelle: FactSet; Stand: 31. Dezember 2018.

<sup>8</sup> Quelle: FactSet; Stand: 31. Dezember 2018.

was den Schuldenaufbau zum falschen Zeitpunkt anbelangt. Erinnern wir uns an ihre spektakuläre Verschuldung kurz vor der letzten globalen Finanzkrise. Angesichts des derzeitigen Niveaus der Unternehmensverschuldung und insbesondere der Hochzinskomponente oder Quasi-Hochzinskomponente (die wir aufgrund der nicht allzu hohen Zinsen lieber als Junk oder Quasi-Junk bezeichnen), sollten die amerikanischen Unternehmen hoffen, dass ihre Annahme von stabilen Gewinnen eintritt.

## GRAFIK 2: Komponenten US-amerikanischer Unternehmensanleihen



Quelle: Morgan Stanley Investment Management, FactSet/ICE BofAML-Indizes.

Insbesondere der Ausblick für Quasi-Junk-Bonds, also für Anleihen mit BBB-Rating, bereitet uns Sorgen. Sie standen im Zentrum der Unternehmensverschuldung, die von 0,7 Bio. USD im Oktober 2008 explosionsartig auf derzeit etwa 3 Bio. USD anstieg.<sup>9</sup> Darüber hinaus hat sich der Anteil der Quasi-Junk- (BBB) und Junk-Komponente (BB, B, CCC und

darunter) am US-Unternehmensanleihenmarkt von 46% im Oktober 2008 auf derzeit 58% erhöht.<sup>10</sup> Das bedeutet, dass die Bonität des Gesamtmarktes für Unternehmensanleihen deutlich zurückgegangen ist. Sollten die Gewinne in den USA tatsächlich einbrechen, könnten umfassende Herabstufungen von BBB auf Junk-Status folgen. Wir sind nicht der Ansicht, dass der derzeit ruhige, sogenannte Hochzinsmarkt solch ein Ergebnis einpreist. In einem solchen Fall wäre auch der Aktienmarkt davon betroffen – große Probleme am Anleihenmarkt stellen ausnahmslos auch den Aktienmarkt vor bedeutende Herausforderungen, vor allem, da der Auslöser derselbe wäre: rückläufige Gewinne und eine übermäßige Verschuldung.

**„Eine Kombination aus wiederkehrenden Umsätzen und Preismacht dürfte die Umsätze und Margen bei einem Abschwung schützen und die Erträge sichern.“**

In diesem unsicheren und akut asymmetrischen globalen Umfeld würden wir weiterhin zu Kapitalvermehrern raten. Die Kombination aus wiederkehrenden Umsätzen und Preismacht dürfte die Umsätze und Margen bei einem Abschwung schützen und die Erträge sichern. Ferner dürften sie aufgrund der geringeren operativen und finanziellen Verschuldung im Falle eines Stillstands des Marktes für Unternehmensanleihen gegen finanzielle Notlagen immun sein. Im vierten Quartal drückten die schwachen Märkte leicht auf die Portfoliobewertungen. Die geschätzte Free-Cashflow-Rendite für das Jahr 2019 liegt derzeit bei über 5% und verringert das absolute Abwärtsrisiko.<sup>11</sup>

<sup>9</sup> Quelle: FactSet; Stand: 31. Dezember 2018.

<sup>10</sup> Quelle: FactSet; Stand: 31. Dezember 2018.

<sup>11</sup> Quelle: Morgan Stanley Investment Management, Stand: 31. Dezember 2018.

## RISIKOHINWEISE

Es besteht keine Garantie, dass ein Portfolio sein Anlageziel erreichen wird. Portfolios sind Markttrisiken ausgesetzt, d. h. es besteht die Möglichkeit, dass der Marktwert der Wertpapiere im Portfolio zurückgeht. Anleger können deshalb durch die Anlage in diese Strategie Verluste verzeichnen. Anleger sollten beachten, dass diese Strategie bestimmten zusätzlichen Risiken ausgesetzt sein kann. Veränderungen der globalen Konjunktur, der Verbraucherausgaben, des Wettbewerbs, der demografischen Entwicklung, der Verbrauchernachfrage, der gesetzlichen Regelungen und der Wirtschaftsbedingungen können sich negativ auf **global operierende Unternehmen** auswirken und das Portfolio stärker belasten als bei einer Investition des Portfolios in eine größere Vielfalt von Unternehmen. **Aktienkurse** reagieren im Allgemeinen auch auf unternehmensspezifische Aktivitäten. Anlagen in **ausländischen Märkten** sind mit besonderen Risiken verbunden. Dazu zählen politische und wirtschaftliche Risiken sowie Währungs- und Marktrisiken. Die Aktien **kleiner Unternehmen** weisen besondere Risiken wie begrenzte Produktlinien, Märkte und Finanzressourcen auf. Darüber hinaus sind sie einer

stärkeren Marktvolatilität ausgesetzt als die Wertpapiere größerer, etablierter Unternehmen. Die Risiken einer Anlage in **Schwellenländern** übersteigen jene Risiken, die mit Investitionen in ausländischen Industrieländern einhergehen. **Nicht diversifizierte Portfolios** investieren oftmals in eine beschränkte Anzahl von Emittenten. Aus diesem Grund können Veränderungen der finanziellen Situation und des Marktwerts einzelner Emittenten zu einer höheren Volatilität führen. **Overwriting-Strategie**. Der Verkauf von Call-Optionen ist mit dem Risiko verbunden, dass bei Ausübung der Basiswert zu einem ungünstigen Kurs oder unter dem Marktpreis verkauft werden muss oder entsprechende Barmittel aufzuwenden sind. Durch den Verkauf von Call-Optionen wird darauf verzichtet, von Kursgewinnen des Basiswerts zu profitieren, die über die Summe aus Verkaufsprämie und Ausübungspreis hinausgehen. Jedoch bleibt das Verlustrisiko bestehen, wenn der Kurs des Basiswerts fällt. Darüber hinaus ist das Portfolio durch die Overwriting-Strategie unter Umständen nicht vollständig gegen einen rückläufigen Marktwert abgesichert. Der Verkauf ungedeckter Optionen ist mit besonderen Risiken verbunden, die zu erheblichen Verlusten im Portfolio führen können.

**DEFINITIONEN**

**Die Free-Cashflow-Rendite (nächste zwölf Monate)** ist eine Finanzkennzahl, die den operativen Free-Cashflow abzüglich Investitionsaufwand pro Aktie misst und ihn durch den Preis je Aktie dividiert. Für den Fonds werden die Wertpapiere im Bestand herangezogen. **Das Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV)** entspricht dem Kurs einer Aktie dividiert durch den in den letzten zwölf Monaten verzeichneten Gewinn je Aktie. Mit dem KGV haben die Investoren eine Vorstellung, wie viel sie für die Ertragskraft eines Unternehmens bezahlen. Je höher das KGV ist, desto mehr zahlen die Anleger und eine desto höhere Ertragskraft erwarten sie.

**INDEX-INFORMATIONEN**

Der **MSCI World Index** ist ein um den Streubesitz bereinigter und nach Marktkapitalisierung gewichteter Index, der die Aktienmarkt-Performance der Industrieländer weltweit misst. Der Begriff „Streubesitz“ bezieht sich auf den Anteil der im Umlauf befindlichen Aktien, von dem angenommen wird, dass er Anlegern zum Kauf an den Aktienmärkten zur Verfügung steht. Die Performance des Index ist in US-Dollar angegeben, wobei von einer Wiederanlage der Netto dividenden ausgegangen wird. Der Index wird nicht verwaltet und berücksichtigt weder Aufwendungen noch Gebühren oder Ausgabeaufschläge. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren.

**WEITERGABE**

Dieses Material ist ausschließlich für Personen in Ländern bestimmt, in denen die Verteilung bzw. Verfügbarkeit des Materials den jeweils geltenden Gesetzen oder Vorschriften nicht zuwidert, und wird daher nur an diese Personen verteilt.

**Großbritannien:** Morgan Stanley Investment Management Limited wurde von der Financial Conduct Authority zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Eingetragen in England. Registernummer: 1981121. Eintragener Geschäftssitz: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. **Dubai:** Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 50650), Vereinigte Arabische Emirate. Telefon: +97 (0) 14 709 7158. **Deutschland:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Frankfurt Deutschland (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italien:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) ist eine Zweigstelle von Morgan Stanley Investment Management Limited, einer in Großbritannien eingetragenen Gesellschaft, die von der Financial Conduct Authority (FCA) zugelassen wurde und unter deren Aufsicht steht. Der eingetragene Geschäftssitz lautet: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) mit eingetragenem Geschäftssitz in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Mailand, Italien, ist in Italien mit der Unternehmens- und Umsatzsteuernummer 08829360968 registriert. **Niederlande:** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 11096HA, Niederlande. Telefon: +31 (0) 20-462-1300. Morgan Stanley Investment Management ist eine Zweigniederlassung von Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited wurde von der britischen Financial Conduct Authority zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. **Schweiz:** Morgan Stanley & Co. International plc, London, Niederlassung Zürich, wurde von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht („FINMA“) zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Eingetragen im Handelsregister Zürich unter der Nummer CH-115.415.770. Eintragener Geschäftssitz: Beethovenstrasse 33, 8002 Zürich, Schweiz, Telefon +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41 (0) 44 588 1074.

**USA**

Ein gesondert verwaltetes Konto eignet sich unter Umständen nicht für jeden Anleger. Konten, die gemäß der Strategie gesondert verwaltet werden, enthalten eine Reihe von Wertpapieren und bilden nicht notwendigerweise die Wertentwicklung eines Index ab. Anlegern wird geraten, die Anlageziele, Risiken und Gebühren der Strategie sorgfältig abzuwählen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen. Es ist ein Mindestanlagevolumen erforderlich. Wichtige Informationen über den Investmentmanager sind dem Formular ADV, Teil 2 zu entnehmen.

**Setzen Sie sich bitte gründlich mit den Anlagezielen und -risiken sowie den Kosten und Gebühren der Fonds auseinander, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen.** Diese und weitere Informationen über die Fonds sind im jeweiligen Verkaufsprospekt enthalten. Sie können den Verkaufsprospekt unter [morganstanley.com/im](http://morganstanley.com/im) herunterladen oder unter 1-800-548-7786 anfordern. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt vor einer Anlage aufmerksam durch.

Morgan Stanley Distribution, Inc. ist die Vertriebsstelle der Fonds von Morgan Stanley.

**NICHT DURCH DIE FDIC VERSICHERT | KEINE BANKGARANTIE | WERTVERLUST MÖGLICH | DURCH KEINE US-BUNDESBEHÖRDE VERSICHERT | KEINE EINLAGE**

**Hongkong:** Dieses Dokument wurde von Morgan Stanley Asia Limited zur Verwendung in Hongkong herausgegeben und wird nur „professionellen Anlegern“ gemäß der Definition in der Verordnung für Wertpapiere und Futures von Hongkong (Securities and Futures Ordinance of Hong Kong, Kap. 571) ausgehändigt. Der Inhalt wurde nicht durch eine Regulierungsbehörde, einschließlich der Securities and Futures Commission in Hongkong, überprüft oder genehmigt. Daher darf dieses Material, außer in gesetzlich vorgesehenen Ausnahmefällen, in Hongkong nicht publiziert, in Umlauf gebracht, verteilt, an die Öffentlichkeit gerichtet oder allgemein verfügbar gemacht werden. **Singapur:** Dieses Material versteht sich nicht (weder direkt noch indirekt) als Aufforderung an die allgemeine Öffentlichkeit in Singapur zur Zeichnung oder zum Kauf, sondern richtet sich an (i) institutionelle Anleger gemäß Abschnitt 304 des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“), (ii) eine „betroffene Person“ (u. a. ein zugelassener Anleger) gemäß Abschnitt 305 des SFA und darf an diese nur im Einklang mit den in Abschnitt 305 des SFA festgelegten Bedingungen verbreitet oder (iii) anderweitig nur gemäß der Maßgabe sonstiger geltender Bestimmungen des SFA weitergegeben werden. Diese Materialien wurden nicht durch die Monetary Authority of Singapore überprüft. **Australien:** Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty

Limited ACN: 122040037, AFSL Nr. 314182, verbreitet diese Veröffentlichung in Australien und ist verantwortlich für den Inhalt. Diese Publikation und der Zugang zu ihr sind ausschließlich für „Wholesale-Clients“ im Sinne des Australian Corporations Act bestimmt.

**Japan:** An professionelle Anleger wird dieses Dokument nur zu Informationszwecken verteilt. Anderen Anlegern wird dieses Dokument im Zusammenhang mit Vermögensverwaltungsmandaten und Anlageverwaltungsverträgen mit Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd („MSIM“) zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument dient nicht als Empfehlung oder Aufforderung für Transaktionen oder dazu, bestimmte Finanzinstrumente anzubieten. Im Rahmen eines Vermögensverwaltungsmandats definiert der Kunde grundlegende Richtlinien für die Verwaltung der Vermögenswerte und erteilt MSIM den Auftrag, alle Anlageentscheidungen auf der Grundlage einer Analyse des Wertes usw. der Wertpapiere zu treffen, und MSIM nimmt diesen Auftrag an. Der Kunde überträgt MSIM die für die Durchführung von Kapitalanlagen erforderlichen Befugnisse. MSIM übt diese Befugnisse auf der Grundlage von Anlageentscheidungen von MSIM aus, und der Kunde wird keine einzelnen Anweisungen erteilen. Alle Anlagegewinne und -verluste entfallen auf den Kunden; das Kapital ist nicht garantiert. Anlegern wird geraten, die Anlageziele und die Art der Risiken abzuwählen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen. Bei Vermögensverwaltungsmandaten und Anlageverwaltungsverträgen fällt eine Anlageberatungsgebühr an, die wie folgt berechnet wird: Der Wert des vertraglich vereinbarten Vermögens wird mit einem bestimmten Satz (max. 2,16% p. a. (inkl. Steuern)) multipliziert und das Ergebnis ins Verhältnis zur Vertragslaufzeit gesetzt. Bei einigen Strategien kann zusätzlich zu den oben genannten Gebühren eine Erfolgsgebühr anfallen. Indirekte Gebühren können ebenfalls anfallen, etwa Maklerprovisionen bei der Aufnahme von Wertpapieren. Da diese Gebühren und Kosten je nach Vertrag und anderen Faktoren unterschiedlich sind, kann MSIM die Preise, Obergrenzen usw. nicht im Voraus angeben. Alle Kunden sollten vor Vertragsabschluss die zur Verfügung gestellten Dokumente sorgfältig lesen. Dieses Dokument wird in Japan von MSIM, Registernummer 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)) verbreitet. Mitgliedschaften: Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association (Japan), Japan Investment Advisers Association und Type II Financial Instruments Firms Association.

**WICHTIGE INFORMATIONEN**

**EMEA:** Dieses Dokument wurde von Morgan Stanley Investment Management Limited („MSIM“) herausgegeben. MSIM wurde von der Financial Conduct Authority zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Registriert in England unter der Nr. 1981121. Eintragener Geschäftssitz: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Es gibt keine Garantie dafür, dass eine Anlagestrategie unter allen Marktbedingungen funktioniert. Anleger sollten ihre Fähigkeit zu langfristigen Investitionen beurteilen, insbesondere in Zeiten eines Marktabschwungs. Anleger sollten vor der Investition die entsprechenden Angebotsunterlagen der Strategie/des Produkts lesen. Die Strategie wird in jedem der Anlageinstrumente unterschiedlich ausgeführt.

**Ein gesondert verwaltetes Konto eignet sich unter Umständen nicht für jeden Anleger.** Konten, die gemäß der Strategie gesondert verwaltet werden, enthalten eine Reihe von Wertpapieren und bilden nicht notwendigerweise die Wertentwicklung eines Index ab. Anlegern wird geraten, die Anlageziele, Risiken und Gebühren der Strategie sorgfältig abzuwählen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Bei diesem Material handelt es sich um eine allgemeine Mitteilung, die nicht neutral ist. Es wurde ausschließlich zu Informations- und Aufklärungszwecken erstellt und stellt kein Angebot bzw. keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers oder zur Verfolgung einer bestimmten Anlagestrategie dar. Die hierin enthaltenen Informationen wurden nicht auf der Grundlage der individuellen Situation eines einzelnen Anlegers erstellt und stellen keine Anlageberatung dar. Sie dürfen nicht als Steuer-, Buchführungs-, Rechts- oder aufsichtsrechtliche Beratung interpretiert werden. Zu diesem Zweck sollten Anleger vor Anlageentscheidungen eine unabhängige Rechts- und Finanzberatung in Anspruch nehmen, die auch eine Beratung in Bezug auf steuerliche Folgen umfasst.

Falls nicht anders angegeben, sind die hier zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Einschätzungen die des Portfoliomanagementteams. Sie beziehen sich auf keinen Zeitpunkt in der Zukunft, sondern basieren auf der zum Zeitpunkt der Abfassung des Dokuments bestehenden Situation und werden nicht aktualisiert oder auf andere Weise berichtigt, um Informationen zu berücksichtigen, die nach dem Erstellungsdatum verfügbar werden, oder Umstände oder Änderungen einzubeziehen, die im Nachhinein auftreten.

Prognosen und/oder Schätzungen können geändert werden und müssen nicht zwingend eintreten. Informationen zu erwarteten Marktrenditen und Marktaussichten basieren auf dem Research, den Analysen und den Meinungen der Autoren. Alle Schlussfolgerungen sind spekulativer Natur, müssen sich nicht zwingend bestätigen und verfolgen nicht die Absicht, zukünftige Entwicklungen bestimmter Produkte von Morgan Stanley Investment Management vorherzusagen.

MSIM hat Finanzintermediären die Nutzung und Verteilung dieses Dokuments nicht genehmigt, es sei denn, eine solche Nutzung und Verteilung erfolgt im Einklang mit den geltenden Gesetzen und Vorschriften. Zudem sind Finanzintermediäre verpflichtet, sich zu vergewissern, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unter Berücksichtigung der Situation und Intention der jeweiligen Empfänger dieses Dokuments für diese geeignet sind. MSIM haftet nicht für die Verwendung oder den Missbrauch dieses Dokuments durch solche Finanzintermediäre und übernimmt keine diesbezügliche Haftung.

Dieses Dokument darf ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSIM weder vollständig noch in Teilen vervielfältigt, kopiert oder weitergegeben oder Dritten gegenüber offenlegen werden.

Alle hierin enthaltenen Informationen sind urheberrechtlich geschützt.

Entdecken Sie unsere Webseite unter [www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im)