

Global Equity Observer

Wenn die Unternehmensleitung „strategisch“ wird

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | FEBRUAR 2019

2018 war ein weiteres geschäftiges Jahr für Fusionen und Übernahmen mit einem Volumen betreuter Transaktionen von 3,35 Bio. USD, dem höchsten seit 2015.¹ Wir bevorzugen im Allgemeinen ein organisches Wachstum, weshalb bei uns die Alarmglocken läuten, sobald Nachrichten über Fusionen und Übernahmen eingehen. Unternehmen sehen das jedoch nicht immer so, und wir müssen regelmäßig die Vorzüge und Nachteile von Käufen beurteilen.

Der Ausgangspunkt dieser Analyse ist, dass die meisten Fusionen und Übernahmen (Mergers & Acquisitions; M&A) wertvernichtend sind. Der Markt bewertet Fusionen und Übernahmen daran, ob die Transaktion den Gewinn je Aktie „positiv“ beeinflusst. In einem Umfeld mit Zinsen nahe null sollte praktisch jede Übernahme einen positiven Beitrag hierzu leisten. Dennoch weisen einige Käufer noch immer darauf hin, dass sie „strategisch“ vorgehen, was bedenklich stimmt. Im Grunde bedeutet dies, dass ihnen keine Zugewinne gelangen, obwohl es Fremdkapital beinahe kostenlos gibt. Wir dagegen achten nicht so sehr auf positive Auswirkungen auf Gewinne je Aktie, sondern berücksichtigen Umfang, Fähigkeit, Preis und vor allem die Nachhaltigkeit der Erträge. Wie wir anschließend beschreiben, sind einige Unternehmen mit Fusionen und Übernahmen erfolgreich, viele aber nicht.

Auf die Größe kommt es an. Wird ein Unternehmen im Bereich M&A tätig, ziehen wir sorgfältig geplante Übernahmen einem blinden Zugreifen vor. Hochwertige Unternehmen sind in der Regel teuer, weshalb Käufer

AUTOR



WILLIAM LOCK
Head of International
Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director



**DIRK
HOFFMANN-BECKING**
Executive Director

Die meisten Transaktionen sind wertvernichtend, aber gerade die Übernahme mehrerer kleinerer, im selben Bereich tätiger Unternehmen durch „Serienkäufer“ kann Wert schaffen.

¹ Quelle: Dealogic; Stand der Daten: 2. Januar 2019.



ihre Ziele für Synergien auf der Kosten- und der Erlösseite bisweilen zu hoch ansetzen, um den Kaufpreis zu rechtfertigen. Auch wenn sich die Erwartungen später als übertrieben herausstellen, hält die Geschäftsleitung möglicherweise an ihren ursprünglichen zu optimistischen Zielen fest. Die Unternehmen treffen dann vielleicht Entscheidungen, die für ihre langfristige Gesundheit schlecht sind, wie zum Beispiel hohe Einsparungen in Forschung und Entwicklung oder Vertrieb und Marketing. Selbst wenn dies nicht der Fall ist, kann der Aktienkurs des Käufers durch die höhere Verschuldung anfälliger gegenüber gelegentlichen Änderungen betrieblicher Trends werden. Bei großen Übernahmen sind wir eher vorsichtig. Zum Beispiel stießen wir 2018 einen spezialisierten Hersteller von Inhaltsstoffen nach einer Übernahme ab, weil wir das Zielunternehmen für zu groß hielten und der Fremdkapitalanteil zu stark anstieg. Auch reduzierten wir unsere Position in einem Tabakunternehmen, da sich durch die Übernahme eines Wettbewerbers der Verschuldungsgrad erhöhte.

Dagegen können Übernahmen kleinerer, im selben Bereich tätiger Unternehmen durch einen „Serienkäufer“ Wert schaffen. Unserer Erfahrung nach ist es einigen Unternehmen gelungen, durch Übernahmen erfolgreiche Geschäftsmodelle aufzubauen – ein gutes Beispiel hierfür ist ein führender Anbieter von Software und Dienstleistungen aus Kanada. Bei diesen Unternehmen handelt es sich in der Regel um dezentrale Organisationen, die kleine und mittlere Unternehmen in ihr Netzwerk integrieren und Zugriff auf gemeinsam genutzte Leistungen etwa in der Beschaffung, Logistik, Verwaltung oder im Vertrieb bieten. Angesichts des unkomplizierten Integrationsprozesses funktioniert dieses Modell gut. Vor allem aber spricht es Gründer/Unternehmer an, die häufig einen niedrigeren Kaufpreis akzeptieren, weil sie als Geschäftsführer weiter mitmischen und an der Weiterentwicklung ihres Unternehmens beteiligt sein können.

Einige Käufer können aufgrund ihrer hohen Kompetenz die erworbenen Unternehmen wirklich voranbringen. Ein Beispiel dafür ist ein französisches Unternehmen aus dem Körperpflegebereich, das jedes Jahr zwei bis sechs kleine Unternehmen günstig einkauft und dafür etwa 2 Mrd. EUR bzw. ungefähr 2 % vom Unternehmenswert ausgibt. Im Laufe der Zeit hat das Unternehmen einige dieser Marken zu einer beträchtlichen Geschäftstätigkeit ausgebaut. So erzielte ein kleines amerikanisches Kosmetikunternehmen, das ursprünglich als Apotheke im New Yorker East Village begann und 2000 für 100 bis 150 Mio. USD erworben wurde, im Jahr 2017 einen Umsatz von über 1 Mrd. EUR. Für diesen Erfolg war maßgeblich, dass das viel kleinere Unternehmen Zugang zu einer erstklassigen weltweiten Plattform erhielt, während es zugleich seine unverwechselbare Markenidentität bewahren konnte.

Auch der Preis ist ein wichtiger Faktor. Bei hochwertigen Unternehmen gestaltet sich dieses Thema besonders schwierig. Nur selten ergeben sich Gelegenheiten, Unternehmen mit einem relativ stabilen und robusten Geschäft deutlich unter ihrem intrinsischen Wert zu erwerben, vor allem nach Einbezug der Übernahmeprämie. Die Rendite auf das investierte Kapital vor Synergien kann daher unattraktiv sein und liegt oft unter den Kapitalkosten. Kostensynergien zu erzielen, ohne sich ins eigene Fleisch zu schneiden, gelingt nur wenigen. Deshalb sehen wir die meisten kostenmotivierten Übernahmen skeptisch. Wir halten einen vollen Preis vor Synergien nur für annehmbar, wenn sich durch Verbesserungen in der Produktinnovation, im Marketing oder im Management mittelfristig Wachstum abzeichnet. Jedoch erfordert dies Vertrauen in die operativen Fähigkeiten des Käufers. Wir unterstützen Übernahmen ebenfalls, wenn Schlüsselfunktionen, etwa eine Vertriebsplattform, stärker genutzt oder neue Wachstumsfade erschlossen werden (wie in den Branchen Pharma und Medizintechnik gesehen). Wir benötigen gleichwohl immer Vertrauen in die operativen Fähigkeiten des Käufers, die Verschuldung muss kontrolliert bleiben und der Preis darf nicht übermäßig hoch sein.

Um zu beurteilen, ob sich die Einstellungen der Unternehmen zu Fusionen und Übernahmen mit unseren überschneiden, tauschen wir uns regelmäßig mit ihnen aus.

Wir tauschen uns regelmäßig mit den Unternehmen aus, um ihre Einstellungen zu Fusionen und Übernahmen einzuschätzen und zu versuchen, sie mit unseren in Einklang zu bringen. Wenn sich Unternehmen im operativen Geschäft bewährt haben und kompetent geführt werden, können sie durchaus über Fusionen und Übernahmen langfristigen Wert schaffen. Allerdings bedarf es einer soliden Unternehmensführung und Klarheit darüber, dass sich die Übernahmen nicht langfristig negativ auf die Nachhaltigkeit der Kapitalrenditen auswirken. Unser Team pflegt seit über 20 Jahren den Dialog mit Unternehmen über die Corporate Governance. Wir bringen uns vor allem dann aktiv ein, wenn wir davon ausgehen, dass Übernahmen nachteilige Auswirkungen haben.

RISIKOHINWEISE

Es besteht keine Garantie, dass ein Portfolio sein Anlageziel erreichen wird. Portfolios sind Marktrisiken 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.

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 Nettodividenden 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.

DEFINITIONEN

Der **Gewinn je Aktie** ist der Teil des Unternehmensgewinns, der auf jeweils eine umlaufende Stammaktie entfällt.

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.

Irland: Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Eingetragener Geschäftssitz: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irland. Registriert in Irland unter der Unternehmensnummer 616662. Beaufsichtigt durch die Central Bank of Ireland. **Großbritannien:** Morgan Stanley Investment Management Limited wurde von der Financial Conduct Authority zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Eingetragen in England. Registernummer: 1981121. Eingetragener 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, 506501, 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 eingetraginem 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 CHE-115.415.770. Eingetragener 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 abzuwägen, 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 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 der oben genannten Gebühr 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 Marketingdokument wurde von Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited („MSIM Ireland“) herausgegeben. Eingetragener Geschäftssitz: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irland. Registriert in Irland unter der Unternehmensnummer 616662. Beaufsichtigt durch die Central Bank of Ireland.

Es gibt keine Garantie dafür, dass eine Anlagestrategie unter allen Marktbedingungen funktioniert. Anleger sollten ihre Fähigkeit zu langfristigen Investitionen beurteilen, insbesondere in Zeiten eines Marktabwuchens. 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 offen gelegt werden.

Alle hierin enthaltenen Informationen sind urheberrechtlich geschützt.

Explore our site at www.morganstanley.com/im