

Das Risiko des Kapitalverlusts

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | ANLAGEEINBLICKE | MAI 2018

Die meisten Kunden der Vermögensverwaltungsbranche würden wohl einer recht einfachen Definition von „Risiko“ zustimmen. Ob Sparer, Pensionäre – die im Ruhestand auf ihre Ersparnisse zugreifen – oder bei definierten Vorsorgeplänen (Defined Benefit Schemes), die Aktionäre bzw. Steuerzahler hinter den Planträgern – für sie alle besteht das grundsätzliche Risiko darin, Geld zu verlieren, vor allem sehr viel Geld.

Innerhalb der Branche ist die Realität jedoch etwas komplexer. Sie hat sich weiterentwickelt und kann nicht mehr so vereinfacht gesehen werden. Der verständliche Wunsch die Anlageperformance zu messen und das Risiko für die eigene Karriere so gering wie möglich zu halten führt dazu, dass für das Risiko häufig zuallererst eine relative Kennzahl herangezogen wird- und zwar der „Tracking Error“. Risiko wird also letztlich mit der Abweichung von einer Benchmark gleichgesetzt, dabei bleibt das absolute Risiko der Benchmark selbst außen vor. Die Formel „je höher das relative Risiko, bzw. die Abweichung von der Benchmark, desto geringer das absolute Verlustrisiko“ kann bei Anlagen in vorwiegend höherwertige Aktien durchaus zutreffen.

Aus Fairness der Vermögensverwaltungsbranche gegenüber sei gesagt, dass die Grenzen der relativen Kennzahlen bestens bekannt sind. Das wichtigste Maß für das absolute Risiko, die Volatilität, halten wir derzeit sogar für noch problematischer. Denn sie weist auf eine Sicherheit hin, die sich als trügerisch erweisen kann. Die Volatilität ist eine Messgröße für die Streuung der Renditen eines bestimmten Wertpapiers, Portfolios oder Marktindex über einen bestimmten Zeitraum. Dieser bestimmte Zeitraum, in der Regel drei oder fünf Jahre, ist jedoch in der heutigen Lage nicht mehr repräsentativ und birgt Gefahren. Der konjunkturelle Aufschwung zieht sich

VERFASSER



WILLIAM LOCK
Head of International Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director



DIRK HOFFMANN-BECKING
Executive Director

„... die Formel ‚je höher das relative Risiko, desto geringer das absolute Verlustrisiko‘ kann durchaus zutreffen.“



bereits über mehr als neun Jahre hin und in der damit einhergehenden Hausse liegt die Volatilität seit einigen Jahre auf einem absurd niedrigen Niveau. Der VIX-Index schwankte um einen Wert von 10 oder lag gar noch tiefer. Der Februar schien wie ein Weckruf, inzwischen ist der Index aber wieder auf einen Wert von 12 Prozentpunkten gefallen.

Nach mehreren Jahren ohne großen Einbruch an den Märkten können die Strategien versucht sein, in erster Linie kleinere Kapitalverluste zu minimieren, statt auf einen herben Rückschlag vorbereitet zu sein. Ein absurdes Beispiel hierfür: Variabel verzinsliche Vorsorgeprodukte mehrerer Anbieter in Amerika schützen zwar vor einem Kapitalverlust bis zu 10%, nicht aber vor Verlusten, die darüber hinausgehen. Das ist das genaue Gegenteil von dem, was wir als vernünftig erachten. Ein typischer Anleger solcher Vorsorgeprodukte muss doch gerade gegen die hohen Verluste geschützt sein.

„... unsere Portfolios setzen sich aus Unternehmen zusammen, deren Fundamentaldaten eine geringe Volatilität aufweisen.“

Unser Risikoansatz ist stärker auf den unserer Endkunden ausgerichtet. Unser Fokus liegt auf dem Risiko des Kapitalverlusts. Wie wir bereits erläutert haben, kann es bei Aktien lediglich auf zweierlei Art zu Verlusten kommen: Entweder bleiben die Gewinne aus, oder aber die Bewertungen brechen ein. Unsere Philosophie ist darauf ausgerichtet, beide Gefahren zu minimieren. Dazu halten wir Unternehmen, bei denen es unwahrscheinlich ist, dass die Gewinne ausbleiben, und die angemessen bewertet sind. Unsere Portfolios setzen sich aus Unternehmen zusammen, deren Fundamentaldaten eine geringe Volatilität aufweisen, wenn es wirklich

darauf ankommt. Leider erfüllen die Portfolios nach Jahren der Ruhe auf den Märkten heute nicht mehr die Vorstellung einiger Marktteilnehmer von „niedriger Volatilität“. Nach der nächsten Krise dürfte es allerdings wieder anders aussehen.

Beim Fokus auf Unternehmen mit wiederkehrenden Umsätzen und Preismacht sollten die Verkaufserlöse und Margen auch in sehr schwierigen Zeiten robust sein, sodass wiederum die Erträge gestützt werden. Zwischen 2007 und 2009 konnten die Unternehmen aus unserer Kernstrategie für globale Aktien inmitten der Finanzkrise sogar einen Anstieg der Gewinne verzeichnen. Zwar gingen die Bewertungen zeitweise zurück, konnten sich aber wieder erholen. 2010 erreichte das Portfolio wieder seinen Höchststand von Ende 2007. Für den Markt waren es hingegen sechs verlorene Jahre, denn der MSCI World Index kehrte selbst bei Wiederanlage der Dividenden erst spät im Jahre 2013 wieder auf sein Niveau von 2007 zurück. Während Märkte steigen und fallen, wollen wir vor allem einen dauerhaften Kapitalverlust vermeiden. Fallende Kurse sind schwer zu verdauen, insbesondere wenn Anleger nahe am Tiefstand aussteigen. Den größten Schaden richtet aber eine dauerhafte Kapitalvernichtung an, die sich einstellt, wenn Gewinne für immer ausbleiben und zu einem dauerhaft niedrigeren Bewertungsniveau führen, oder aufgrund einer Notlage durch Kapitalerhöhungen die Aktien im Umlauf steigen. Das durchschnittliche KGV auf Basis der prognostizierten Gewinne in unserer Strategie fiel 2009 auf einen Wert von 10, und angesichts der Qualität der Unternehmen war es sehr unwahrscheinlich, dass es sich dauerhaft auf diesem Niveau halten würde.

„Während Märkte steigen und fallen, wollen wir vor allem einen dauerhaften Kapitalverlust vermeiden.“

Es besteht heute reichlich Anlass zur Sorge, mehr als es der VIX-Index oder die Bewertungen insgesamt nahelegen, da die Realität viel volatil ist. Der Konjunkturzyklus ist weit fortgeschritten, die ohnehin übermäßige Verschuldung hat sich in den letzten zehn Jahren noch einmal massiv erhöht, und für Unternehmen ist das politische Umfeld vergifteter denn je, wie es sich zuletzt in Italien und durch die Handelskonflikte gezeigt hat.

Unserer Ansicht nach sind unsere Portfolios für mögliche größere Verwerfungen gut aufgestellt. Ferner stimmen uns unsere Positionen in zwei führenden Sektoren – Basiskonsumgüter und Informationstechnologie –, die einen großen Anteil in unseren Portfolios ausmachen, zuversichtlich. Die Bewertungsabschläge in den letzten 18 Monaten im Basiskonsumgütersektor waren zwar ein Rückschlag für die historische Performance. Sie bieten aber auch mehr Potenzial für die Zukunft, vor allem durch unsere Konzentration auf die höherwertigen Sub-Sektoren. Derzeit wird der Sektor trotz weitaus höherer Qualität praktisch mit der gleichen Rendite auf die prognostizierten freien Cashflows gehandelt wie der Markt. Im IT-Sektor halten wir weniger Hardware-, sondern mehr Softwareunternehmen und IT-Dienstleister, die durch die Verlagerung hin zur Cloud-Technologie immer höhere wiederkehrende Erträge erzielen und angesichts der starken strukturellen Wachstumsaussichten angemessen bewertet sind.

Unsere Portfolios legen insgesamt den Schwerpunkt weiterhin auf Unternehmen, die aufgrund ihrer wiederkehrenden Umsätze und Preismacht in der Lage sind, ihre Gewinne auch in schwierigen Zeiten zu steigern. Natürlich können wir im Falle einer globalen Rezession Verluste nicht ausschließen. Doch sollten unsere Unternehmen ihre Gewinne ebenso wie in der globalen Finanzkrise steigern, sind unsere Portfolios gut positioniert, um dieselben mittel- bis langfristigen Kapitalerhaltungseigenschaften aufzuweisen wie in der Vergangenheit. Was den Gesamtmarkt angeht, sind wir eher weniger zuversichtlich.

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 gewissen zusätzlichen Risiken ausgesetzt ist. Veränderungen der globalen Konjunktur, der Verbraucherausgaben, des Wettbewerbs, der demografischen Entwicklung, der Verbraucherpräferenzen, der gesetzlichen Regelungen und der Wirtschaftsbedingungen können sich auf **Global Franchise-Unternehmen** negativ auswirken und die Strategie stärker belasten als bei einer Investition der Strategie 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, während der Laufzeit der Option 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 führen können.

INDEX-INFORMATIONEN

Der **MSCI World Index** ist ein um den Streubesitz bereinigter und nach Marktkapitalisierung gewichteter Index, der die Aktienmarktperformance 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. Der **VIX-Index** misst die erwarteten Schwankungen auf dem Aktienmarkt, die von der Chicago Board Options Exchange auf der Grundlage von Optionen auf den S&P 500 berechnet und veröffentlicht werden. Die Performance der Indizes 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 **freie Cashflow** ist der Cashflow (Reingewinn plus Abschreibungen) abzüglich Investitionen und Dividenden. Die **Free-Cashflow-Rendite** ist eine Finanzkennzahl, die den operativen freien Cashflow abzüglich Investitionsaufwand pro Aktie misst und durch den Preis je Aktie dividiert. **Tracking Error** ist die Differenz, um die die Wertentwicklung des Portfolios von der des Referenzindex abweicht.

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 zuwiderläuft, 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. 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, Jungthofstraße 13-15, 60311 Frankfurt, Deutschland (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italien:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Niederlassung Mailand (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, Niederlassung Mailand (Sede Secondaria di Milano), mit eingetragenem Geschäftssitz in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Mailand, Italien, ist in Italien mit der Unternehmens- und Umsatzsteuer Nummer 08829360968 eingetragen. **Niederlande:** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor, Amstelplein 1 1096HA, 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, ist 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. Gemäß der Strategie gesondert verwaltete Konten 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 Material 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) ausgehändig. 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. **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 Veröffentlichung und der Zugang zu ihr sind ausschließlich für „Wholesale-Clients“ im Sinne des Australian Corporations Act bestimmt.

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 Nr. 1981121. Eingetragener 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 entsprechende Angebotsunterlage 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. Gemäß der Strategie gesondert verwaltete Konten 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.

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 nicht genehmigt, dieses Dokument zu nutzen und zu verteilen, es sei denn, eine solche Nutzung und Verteilung erfolgt im Einklang mit 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 offengelegt werden.

Alle hierin enthaltenen Informationen sind urheberrechtlich geschützt.

Besuchen Sie unsere Website unter www.morganstanley.com/im