

# Zentralverwaltungswirtschaft

In diesem Artikel erläutert Marino Valensise, Head of Global Multi Asset Group bei Barings, unsere aktuelle Investmentstrategie sowie die ihr zugrunde liegenden Gedanken.

## Genug ist genug

Die Maßnahmen der Zentralbanken verlieren allmählich ihre Wirkung, da negative Nebeneffekte mittlerweile die möglichen Vorteile überschatten. Seit Anfang des Jahres weise ich in meinen monatlichen Mitteilungen auf diesen Kollateralschaden hin, doch erst jetzt, so scheint es für mich, ziehen die Entscheidungsträger Bilanz aus der Situation und erkennen die Schwachstellen ihrer Vorgehensweise.

Der erste Schwachpunkt liegt darin, dass das günstigere Geld der Wirtschaft effektiv schadet. Seit 2009 konzentrieren sich die wichtigsten Zentralbanken darauf, den „Preis für Geld“ durch das Herabsetzen der Leitzinsen auf niedrigere Niveaus zu senken. Die Reduzierung der kurzfristigen Zinsen hatte allerdings eine Reihe unbeabsichtigter Folgen. Diese Folgen beinhalten ein Paradoxon: Niedrigere Zinsen und flachere Zinsstrukturkurven hatten negative Auswirkungen auf die Rentabilität des Kreditgeschäfts, da sie die Kreditvergabe für Banken unattraktiver machten.

Zweitens muss auch der Transmissionsmechanismus der quantitativen Lockerungsmaßnahmen infrage gestellt werden. Ziel der Staatsanleihekäufe durch die Zentralbanken war eine Freisetzung von Liquidität, damit Banken Kapital in das gewerbliche Kreditgeschäft umschichten konnten. Der Effekt fiel jedoch schwächer aus als beabsichtigt und das Bankensystem gab die zusätzliche Liquidität nicht so aggressiv weiter wie erwartet oder gewünscht.

Die dritte Schwachstelle betrifft die Art und Weise, wie quantitative Lockerungsprogramme umgesetzt werden. Die Bilanzen der Zentralbanken wurden stark ausgeweitet und sollte diese Ausdehnung noch länger fortbestehen, könnten die Zentralbanken den Großteil der entsprechend verfügbaren Vermögenswerte absorbieren. Laut Prognose des IWF wird die Bank of Japan (BoJ) zwischen 2017 und 2018 an ihre „Kapazitätsgrenzen“ stoßen. Gleichermaßen wird die Europäische Zentralbank (EZB) irgendwann gezwungen sein, das Universum geeigneter Wertpapiere auszuweiten, damit ihr die verfügbaren Vermögenswerte nicht ausgehen.

Es gibt noch viele andere negative, unbeabsichtigte Konsequenzen, darunter die Folgen für Versicherungsunternehmen und leistungsorientierte Pensionsfonds sowie die Probleme, die durch den fast unbegrenzten Zugang zu Krediten für Firmen verursacht wurden, die andernfalls bankrott wären.

## Ein neuer Fokus?

Wir werden bald eine Systemverschiebung weg von der Geldpolitik, deren Wirksamkeit erschöpft ist, hin zu etwas anderem erleben. Was kommt als nächstes? Gibt es irgendwelche Optionen für Zentralbanken, bevor sie das Zepter an die Fiskalpolitik übergeben?

Im Laufe der letzten Quartale verschob sich der Fokus der Zentralbanken in Richtung verschiedener Initiativen. Welchen Anreiz könnte man Banken bieten, damit sie sich an der Kreditvergabe beteiligen? Die Antwort ist eine Kombination aus einem einfachen Zugang zu Finanzierungen und günstigem Geld. Das ergänzende Kreditprogramm der BoJ und das

GLRG-II-Programm der EZB sind zwei wichtige Instrumente. Sie ermöglichen Banken, die bereit dazu sind, Kredite an Unternehmen und Privathaushalte weiterzugeben, einen Zugang zu Finanzmitteln zu „günstigeren Konditionen als normal“. Richtig strukturiert könnte ein solcher Ansatz einen strafferen Transmissionsmechanismus hervorbringen und eine echte Unterstützung für die Wirtschaft darstellen.

## Ein großes Problem

Für das Wirtschaftswachstum ist eine gesunde Dosis an Kreditwachstum notwendig. Niedrigere Zinsen und flachere Zinsstrukturkurven wirkten sich jedoch nachteilig auf die Rentabilität der Kreditvergabe für Banken aus. Eine extrem lockere Geldpolitik sorgte ungewollt dafür, dass die Kreditvergabe für Banken unattraktiver wurde.

In Japan sackte das Zinsniveau ab. Vielleicht war es jedoch das Abflachen der Renditekurve, das die Rentabilität der Banken am stärksten strapazierte. Dem Chef der Bank of Japan, Kuroda, ist das durchaus bewusst. Er bezeichnete „den übermäßigen Rückgang und das Abflachen der Zinsstrukturkurve“ unlängst als Problem. In einem Umfeld, in dem das Kreditgeschäft kaum noch rentabel ist, überrascht es wenig, dass das Kreditwachstum von fast 4% im Vergleich zum Vorjahr auf knapp über 2% gefallen ist. Zwar sind die Banken liquide, aber das Verhältnis von Krediten zu Einlagen ist mit 65% sehr niedrig, was verdeutlicht, dass die Banken aufgrund fehlender Ertragsaussichten nicht bereit dazu sind, Kapital zu riskieren.

Wie kann Japan also von einer Geldpolitik, die dem Nutzen der Banken entgegenwirkt, zu einer Politik übergehen, die die Rentabilität erhöht?

Das Problem hängt nur am Rande mit den niedrigen (und sogar negativen) Zinsen zusammen, die Banken für ihre Liquidität erhalten. Die Guthaben in Yen, die die Stadtbanken und die großen regionalen Banken zu negativen Zinssätzen hinterlegt haben, sind äußerst gering. Das eigentliche Problem besteht darin, dass eine kurzfristige Kreditaufnahme und eine langfristige Kreditvergabe in einem Umfeld mit flacher Zinsstrukturkurve nicht nebeneinander funktionieren. Der Spread zwischen 10-jährigen und 2-jährigen japanischen Staatsanleihen ist in den letzten Jahren von 1,0% auf 0,1% abgesackt, was mitunter ein Auslöser für den Einbruch der Nettozinss margins war.

## Hilfe ist unterwegs

Die erste Maßnahme der BoJ, um das Leben der Banken zu erleichtern, wurde vor wenigen Monaten eingeführt. Japanische Banken erhielten einen größeren und einfacheren Zugang zu der bestehenden US-Dollar-Finanzierungsfazilität bei der BoJ. Zwar handelt es sich dabei nicht um eine revolutionäre Reform, dennoch brachte die Maßnahme das Auslandskreditgeschäft sowie die Investitionsaktivitäten japanischer Banken wieder in

Gang. Es war ein klares Signal dafür, dass zukünftige politische Maßnahmen den gestressten Bankensektor stützen würden.

Im Rahmen der umfassenden Prüfung der BoJ wurden Ende September zwei weitere unterstützenden Maßnahmen angekündigt.

Bei der ersten Maßnahme handelt es sich um den unbedingten Unterstützungswillen für die Aktienkurse der Banken. Das Aktien-ETF-Programm mit einem Umfang von 6 Billionen Yen wird sich nun auf den TOPIX konzentrieren, dem der Großteil der Kapitalflüsse zugutekommen wird. Die Gewichtung von Bankaktien ist im TOPIX höher als im Nikkei, weshalb diese Aktien in Zukunft eine stärkere technische Unterstützung erhalten dürften.

Zweitens führt die BoJ ein neues aggressives und ziemlich stark eingreifendes Instrument, definiert als „Kurvenkontrolle“, ein. Die traditionelle Geldpolitik sieht vor, dass die Zentralbank das kurze Ende der Zinskurve steuert. Die BoJ bekundete jetzt die Absicht, die Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen aktiv zu steuern und dabei eine Rendite von etwa 0% anzustreben. Es ist bewundernswert, wie sehr die BoJ die Steilheit der Renditekurve und die Rentabilität im Kreditgeschäft durch eine höhere Nettozinsmarge wiederherstellen möchte. Allerdings steht diese Politik im Widerspruch zu anderen Initiativen der BoJ, was einige Marktteilnehmer etwas perplex zurück lässt. Diese zusätzliche Manipulation der Anlagemärkte kann aus dieser Perspektive nur eine vorübergehende Maßnahme und keine Lösung für das übergeordnete Problem sein. Doch obgleich die Vorgehensweise kontrovers ist, so ist sie doch ein klares Zeichen dafür, dass eine flachere Renditekurve von der BoJ nicht toleriert wird und dass die Notenbank die Rentabilität des gewerblichen Kreditgeschäfts als wichtigen Aspekt betrachtet, den es zu schützen gilt.

## Eine Anlagechance?

Da Anleger die Existenzfähigkeit der traditionellen Geschäftsmodelle in einem Umfeld mit flacher Renditekurve infrage stellten, sackten die Aktienkurse japanischer Banken im Jahresverlauf 2016 stark ab.

Das Bewertungsniveau ist bei einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von etwa 0,4 niedrig. Wenn man sich auf eine solche Bewertungskennziffer verlassen möchte, ist die Qualität des Buchwerts entscheidend. Diesbezüglich können Anleger beruhigt sein, denn die Bücher japanischer Banken sind „sauber“ und negative Überraschungen auch zukünftig unwahrscheinlich.

Ein interessantes und attraktives Merkmal japanischer Banken ist der Cashflow, der jährlich in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen an die Investoren zurückfließt. Große Bankhäuser warten mit Kapitalströmen zwischen 3,5% und 4,5% pro Jahr auf.

Im Hinblick auf die regulatorische Kapitalausstattung sind diese Unternehmen solide und viele von ihnen sind besser kapitalisiert als ihre internationalen Mitbewerber. Dennoch wartet der Markt auf eine Bestätigung darüber, dass diese Solidität auch nach den Eigenkapitalvorschriften der neuen Bank für Internationalen Zahlungsausgleich Bestand hat, die am Jahresende veröffentlicht werden.

Im Hinblick auf das Geschäft insgesamt sind japanische Banken heute internationaler und diversifizierter aufgestellt als noch vor einigen Jahren, was als Reaktion auf die schwache Sektorendynamik in Japan zu werten ist. Die internationale Kreditvergabe hat sich über die letzten fünf Jahre mehr als verdoppelt und nimmt mittlerweile einen großen Marktanteil ein. Durch enorme Marktanteilsgewinne am globalen Syndizierungsmarkt steigen auch die Einkünfte außerhalb des Kreditgeschäfts sowie vermögensabhängige Erträge.

## Schwachstellen

In einem Umfeld, in dem die BoJ erfolgreich zu einer steileren Renditekurve beiträgt, könnte das Engagement von Banken bei japanischen Staatsanleihen als Risiko angesehen werden. Theoretisch könnte es zu hohen Verlusten bei langlaufenden japanischen Staatsanleihepositionen kommen. Da sich die Bestände japanischer Staatsanleihen in den letzten Jahren mehr als halbiert haben, stellt dies glücklicherweise kein Problem mehr dar. Das Engagement liegt mittlerweile nur noch bei den sichereren, kürzeren Laufzeiten.

Eine weitere Gefahr könnte von Überkreuzbeteiligungen ausgehen, da sie bei Bankaktien prozyklische Verhaltensweisen verursachen können. Im Fall eines Rückgangs am Aktienmarkt könnte die Entwicklung von Bankaktien aufgrund der Verflechtung mit anderen inländischen Banken und Unternehmen schwächeln. Das verursacht Verluste, vermindert Kapital und reduziert insgesamt die Kreditvergabeaktivitäten. Dieses Problem existiert zwar nach wie vor, allerdings haben große Banken ihre Überkreuzbeteiligungen in den letzten Jahren bereits um 20% reduziert und reduzieren sie auch weiterhin.

Die letzte Gefahr ist die Stagnation. Sollte die BoJ nicht in der Lage dazu sein, ein konstruktiveres Umfeld für Banken zu schaffen, dann werden die Aktien von Banken keine attraktiven Renditen abwerfen. Allerdings haben diese Aktien aufgrund der überaus niedrigen Bewertungen meiner Auffassung nach auch kein allzu großes Verlustpotenzial.

Kurz gesagt, ein „Value-Trade wie aus dem Lehrbuch“, von dem Anleger profitieren dürften. Bis sich der Markt für Bankaktien dreht, müssen sich wertorientierte Investoren jedoch eventuell noch etwas länger gedulden.

## Ein letztes Wort

Zentralbanken haben letztendlich die Fähigkeit, den Preis des Geldes, sowohl am kurzen als auch am langen Ende der Kurve, zu senken, ihre Bilanzen auszuweiten, verlässlichere Transmissionsmechanismen zu identifizieren, damit politische Maßnahmen in der Realwirtschaft ankommen, und sie haben auch die Möglichkeit, wirtschaftliche Anreize für Kreditgeber zu schaffen. Sogar Janet Yellen scheint in ihrer Vorgehensweise interventionistischer zu werden. Sie sprach unlängst darüber, dass die Fed unter bestimmten Bedingungen dem Beispiel der BoJ und der EZB folgen könnte und gegebenenfalls inländische Unternehmensanleihen und Aktien kaufen würde. All das hat den Beigeschmack einer Zentralverwaltungswirtschaft nach altem Vorbild: Eine Welt, in der Zentralbanken zu Hauptakteuren an bestimmten Anlagemärkten werden und dort die Preise bestimmen. Durch nichts, was in diesem Beitrag behandelt wurde, werden Zentralbanken das Problem der schleppenden Gesamtnachfrage beheben können.

Kuroda stellte fest, dass eine Monetarisierung von Haushaltsdefiziten „nicht legal vorgenommen werden kann oder vorgenommen werden sollte“. Die Bundesbank würde dieser Aussage zustimmen. Insofern sich die Situation nicht verbessert oder falls eine erneute Konjunkturabkühlung eintritt, bin ich dennoch der Auffassung, dass Helikoptergeld in Kombination mit einem zielgerichteten Finanzplan die wirksamste Lösung für die Probleme darstellt, denen wir uns derzeit gegenüber sehen.

### AUTOR:

**Marino Valensise, CFA**

Chairman

Strategic Policy Group Barings,  
London

Als globales Asset-Management-Unternehmen verwaltet Barings ein Vermögen von über 275 Milliarden US-Dollar. Wir streben danach, die sich wandelnden Anlage- und Kapitalbedürfnisse unserer Kunden zu erfüllen. Hierzu schließen wir langfristige Partnerschaften, in denen unsere herausragende Expertise in traditionellen und alternativen Anlageklassen zum Tragen kommt, um innovative Lösungen und erstklassige Dienstleistungen anzubieten. Als Teil der MassMutual Financial Group verfügt Barings über eine globale Präsenz mit mehr als 600 Investmentexperten und Niederlassungen in 17 Ländern.

## WEITERE INFORMATIONEN UNTER [WWW.BARINGS.COM](http://WWW.BARINGS.COM).

### WICHTIGE INFORMATIONEN

Nur für professionelle Anleger / institutionelle Anleger. Dieses Dokument darf weder an Privatanleger/Einzelanleger verteilt noch von diesen genutzt werden.

Barings LLC, Barings Securities LLC, Barings (UK) Limited, Barings Global Advisors Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Advisers (Japan) KK, Barings Investment Advisers (Hong Kong) Ltd., Barings Real Estate Advisers LLC, Barings Real Estate Advisers Europe LLP, Baring North America LLC, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management (Japan) Limited und Baring Asset Management Korea Limited sind miteinander verbundene Finanzdienstleistungsunternehmen (einzeln jeweils als „verbundenes Unternehmen“ bezeichnet), gemeinsam unter der Bezeichnung „Barings“ bekannt. Einige verbundene Unternehmen können als Introducer oder Vertriebspartner für die Produkte und Dienstleistungen anderer verbundener Unternehmen agieren und für die Ausübung dieser Funktion eine Vergütung erhalten.

### KEIN ANGEBOT

Das Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder -dienstleistungen in irgendeiner Rechtsordnung dar. Die hierin enthaltenen Materialien wurden erstellt, ohne die Anlageziele, die finanzielle Situation oder besonderen Bedürfnisse der Empfänger zu berücksichtigen. Dieses Dokument stellt keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Anlage-Recherche dar und darf nicht als solche behandelt werden.

Bei einer Anlageentscheidung müssen sich potenzielle Anleger auf ihre eigene Überprüfung der mit einer Anlage verbundenen Vorteile und Risiken stützen, und es wird empfohlen, dass potenzielle Anleger vor einer Anlageentscheidung eine unabhängige Anlage-, Rechts-, Steuer-, buchhalterische oder sonstige angemessene professionelle Beratung in Anspruch nehmen.

Soweit nicht anders vermerkt, stellen die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen die Sicht von Barings dar. Diese Meinungen sind nach bestem Wissen und Gewissen anhand der zum Zeitpunkt der Zusammenstellung dieser Informationen bekannten Tatsachen gebildet und können sich ohne Ankündigung ändern. Teile dieser Präsentation können auf Informationen beruhen, die aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig erachten. Barings ist nach besten Kräften bemüht sicherzustellen, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen korrekt sind, es kann jedoch keinerlei Zusicherung oder Gewähr, weder ausdrücklich noch stillschweigend, hinsichtlich der Korrektheit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der Informationen übernommen werden.

In diesem Dokument enthaltene Prognosen beruhen auf Barings' Einschätzung des Marktes zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich in Abhängigkeit von zahlreichen Faktoren ohne Ankündigung ändern. Vorhersagen, Projektionen oder Prognosen lassen nicht zwingend auf künftige oder wahrscheinliche Ergebnisse schließen. Jede Anlage birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die erzielten Erträge können steigen oder sinken und sind nicht garantiert. Die Performance in der Vergangenheit lässt nicht auf die aktuelle oder künftige Performance schließen. DIE PERFORMANCE IN DER VERGANGENHEIT LÄSST NICHT ZWINGEND AUF KÜFTIGE ERGEBNISSE SCHLIESSEN. In diesem Dokument genannte Anlageergebnisse, Portfoliozusammensetzungen oder Beispiele dienen nur zur Veranschaulichung und lassen nicht auf künftige Anlageergebnisse, künftige Portfoliozusammensetzungen oder Anlagen schließen. Zusammensetzung, Umfang und Risiken einer Anlage können sich von den in diesem Dokument genannten Beispielen erheblich unterscheiden. Es wird nicht zugesichert, dass eine Anlage profitabel sein wird oder keine Verluste erleiden wird. Unter Umständen können sich Wechselkursveränderungen auf den Wert von Anlagen auswirken.

### WEITERE EINSCHRÄNKUNGEN

Die Verbreitung dieses Dokuments ist rechtlich eingeschränkt. Von Barings wurden und werden keine Handlungen unternommen, um den Besitz oder die Verteilung des Dokuments in einer Rechtsordnung zu ermöglichen, in der zu diesem Zwecke ggf. Handlungen erforderlich sind. Dementsprechend darf dieses Dokument nur in Rechtsordnungen verwendet werden, in denen dies im Einklang mit allen in den betreffenden Rechtsordnungen geltenden Gesetzen und Vorschriften geschieht.

In diesem Dokument beschriebene Dienstleistungen, Wertpapiere, Anlagen oder Produkte sind für manche potenzielle Anleger möglicherweise nicht geeignet oder in seinem Land möglicherweise nicht erhältlich.

### INFORMATIONEN

Barings ist der Markenname für die Vermögensverwaltung oder die entsprechenden Geschäftsbereiche der mit Barings verbundenen Unternehmen weltweit. Dieses Dokument wird

von einem oder mehreren der folgenden Unternehmen herausgegeben:

Barings LLC, einem bei der Securities and Exchange Commission (SEC) gemäß Investment Advisers Act von 1940 in seiner aktuell gültigen Fassung registrierten Anlageberater, sowie einem bei der Commodity Futures Trading Commission gemäß Commodity Exchange Act in seiner aktuell gültigen Fassung registrierten Commodity Trading Advisor (CTA) und Commodity Pool Operator (CPO), Barings Securities LLC, einem bei der Financial Industry Regulatory Authority registrierter „Limited purpose broker-dealer“, oder Barings Real Estate Advisers LLC, einem bei der SEC registrierten und auf Immobilienanlagen spezialisierten Anlageberater;

Baring North America LLC, einem bei der Ontario Securities Commission registrierten „Exempt Market Dealer and Investment Fund Manager“ (Baring North America LLC fällt unter Section 4 (Permitted Clients) von MI 32-102 (Befreiung von der Registrierungspflicht für Anlagefondsmanager) und hat Form 32-102F1 und Form 32-102F2 bei der AMF in Quebec eingereicht und ist gemäß MI 11-102 (Passport System) in der Kategorie der „Exempt Market Dealer in Quebec“ registriert);

Barings (UK) Limited, einem von der Financial Conduct Authority in Großbritannien (Ref-Nr. 194662) zugelassenen und regulierten und in Wales und England (Nr. 03005774) registrierten Unternehmen mit Sitz in 61 Aldwych, London, WC2B 4AE, Baring Asset Management Limited, einem von der Financial Conduct Authority in Großbritannien (Ref-Nr. 170601) zugelassenen und regulierten Unternehmen, oder Baring International Investment Limited, einem von der Financial Conduct Authority in Großbritannien zugelassenen und regulierten Unternehmen (Ref-Nr 122628), das bei der SEC als Anlageberater registriert und bei der Ontario Securities Commission als Portfoliomanager registriert ist (auch Baring International Investment Limited fällt unter Section 8.26 von NI 31-103 (Befreiung internationaler Beratungsunternehmen) und hat Form 31-103F2 in Quebec, Manitoba, British Columbia und Alberta eingereicht);

Barings Australia Pty Ltd (ACN 140 045 656), das die Zulassung besitzt, im Rahmen der ihm von der Australian Securities and Investments Commission erteilten Australian Financial Services License (Nr. 342787) in Australien Finanzdienstleistungen anzubieten;

Barings Investment Advisers (Hong Kong) Ltd, das von der Securities and Futures Commission of Hong Kong für die Durchführung regulierter Tätigkeiten vom Typ 1 (Handel mit Wertpapieren), Typ 4 (Beratung in Bezug auf Wertpapiere) und Typ 9 (Vermögensverwaltung) in Hongkong gemäß den in der Securities and Futures Ordinance (Cap 571) vorgesehenen Anforderungen zugelassen ist, oder Baring Asset Management (Asia) Limited, das von der Securities and Futures Commission of Hong Kong für die Durchführung regulierter Tätigkeiten vom Typ 1 (Handel mit Wertpapieren), Typ 2 (Handel mit Futures-Kontrakten), Typ 4 (Beratung in Bezug auf Wertpapiere), Typ 5 (Beratung in Bezug auf Futures-Kontrakte) und Typ 9 (Vermögensverwaltung) in Hongkong gemäß den in der Securities and Futures Ordinance (Cap 571) vorgesehenen Anforderungen zugelassen ist;

Barings Advisers (Japan) KK, einem als Financial Instruments Business Operator (Registrierungsnr. 961-KLFB) für „Type II Financial Instruments Business and Investment Advisory and Agency Business“ bei der Financial Services Agency in Japan gemäß dem Financial Instruments and Exchange Act (Gesetz Nr. 25 von 1948) zugelassenen Unternehmen, oder Baring Asset Management (Japan) Limited, einem als Financial Business Operator (Registrierungsnr. 396-KLFB) für „Type II Financial Instruments Business, Investment Advisory Business and Investment Management Business“ bei der Financial Services Agency in Japan gemäß dem Financial Instrument and Exchange Law (Gesetz Nr. 25 von 1948) zugelassenen Unternehmen;

Baring SICE (Taiwan) Limited, einem unabhängig geführten Unternehmen (Unternehmenslizenz Nr.: 2008 FSC- SICE- Xin- 030; Adresse: 21 F, No.333, Sec. 1 Keelung Road, Taipei 11012; Ansprechpartner Taiwan Telefonnummer: 0800 062 068), oder Baring Asset Management Korea Limited, einem von der Korean Financial Services Commission für die Beteiligung an kollektiven Kapitalanlagen zugelassenen und bei der Korean Financial Services Commission für die Beteiligung an privat platzierten kollektiven Kapitalanlagen für professionelle Anleger und die Geschäftstätigkeiten Vermögensverwaltung und Beratung registrierten Unternehmen.

### URheberRECHTE (Copyright)

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind für Barings urheberrechtlich geschützt. Diese Informationen dürfen für eigene persönliche Zwecke verwendet, jedoch nicht ohne die Zustimmung von Barings verändert, vervielfältigt oder weitergegeben werden.

Version 12/SD Complied (Frankfurt): 10 Oktober 2016. Compliance Ref: M10/10.