

# Sind dauerhaft höhere Zinsen schlecht für Emerging-Market-Anleihen?

## Autor

Zachary Knope, CFA  
Lead Research Analyst  
Investment Solutions Group

## Im Überblick

- Wir analysieren die möglichen Auswirkungen höherer Zinsen auf Emerging-Market-Staatsanleihen.
- Die Zinserhöhungen der Fed scheinen zu Ende, und am Markt erwartet man niedrigere Leitzinsen noch in diesem Jahr. Wegen der anhaltenden Inflation, der weiterhin starken US-Wirtschaft, der hohen Arbeitskräftenachfrage und der Produktivitätsentwicklung spricht aber immer mehr dafür, dass die US-Leitzinsen auch in Zukunft höher sein werden als zwischen der internationalen Finanzkrise und Corona.
- Emerging-Market-Anleihen eignen sich gut für langfristige Investoren mit einer hohen Risikobereitschaft. Gute Fundamentaldaten, die aktuellen Renditen und das Durationsprofil sprechen für die Assetklasse. Dennoch sollte man wählerisch sein und genau auf Länder und Emittenten achten – auch weil die Zinsen heute höher sind als im letzten Jahrzehnt.

Nach den kräftigen Zinserhöhungen auf die höchsten Werte seit mehreren Jahrzehnten fällt die Inflation, ohne dass die Arbeitslosigkeit weltweit steigt. Immer mehr spricht also für die erhoffte weiche Landung der Konjunktur. Das macht es wahrscheinlicher, dass der amerikanische Leitzins auf Dauer höher sein wird als nach der internationalen Finanzkrise. Aber was bedeutet das für Emerging-Market-Anleihen?

Weil sie eine noch recht junge Assetklasse sind, bietet die Geschichte kaum Vergleichsmöglichkeiten. Während der weichen Landung in der zweiten Hälfte der Neunziger lag die Federal Funds Rate zwischen 4,75% und 6,50%, bevor sie nach dem Platzen der Technologieblase ab 2001 kräftig gesenkt wurde.

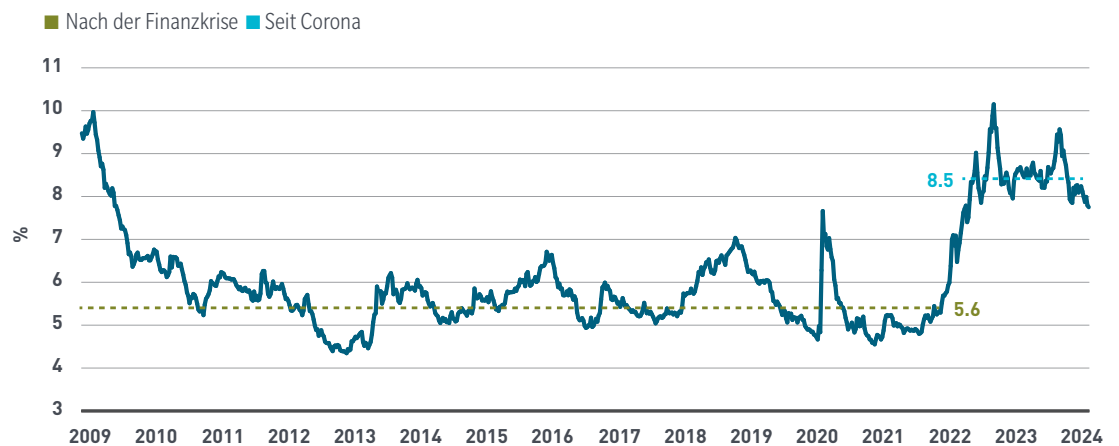
Die 1990er waren für Emerging-Market-Anleihen nicht einfach. Es war eine volatile Zeit mit Zahlungsausfällen und Währungskrisen. Damals waren die Rahmenbedingungen ganz anders als heute. Feste Wechselkurse machten die Emerging Markets angreifbar, da sie den freien Kapitalverkehr behinderten. Heute sind flexible Wechselkurse die Regel, und viele Emerging Markets sind dank politischer, institutioneller und fiskalischer Reformen erkennbar gereift. Die bessere Verfügbarkeit von Kapital stärkt das Wachstum.

Allerdings bleiben die jetzt höheren Zinsen nicht ohne Folgen für Anleger, die sich für Emerging-Market-Anleihen interessieren. Nötig ist ein aktiver Ansatz mit einer sorgfältigen Länder- und Emittentenauswahl. Im Folgenden analysieren wir einige Faktoren, die jetzt wichtig werden.

## Fundamentaldaten im Fokus

Für Emittenten ist die wichtigste Konsequenz höherer Zinsen der teurere Schuldendienst. Es fällt ihnen daher schwerer, sich Geld zu leihen und Anleihen zu bedienen. Wenn den Emerging Markets deshalb weniger Kapital zur Verfügung steht, kann das den Produktivitätsanstieg und damit das Wirtschaftswachstum bremsen. Unsicherheit über die wirtschaftliche Entwicklung ist die Folge. Wie Abbildung 1 zeigt, ist die durchschnittliche Emerging-Market-Rendite von ihrem Vor-Corona-Durchschnitt von 5,6% auf 8,5% nach der Pandemie gestiegen.

### Abbildung 1: Durchschnittsrendite von Emerging-Market-Staatsanleihen

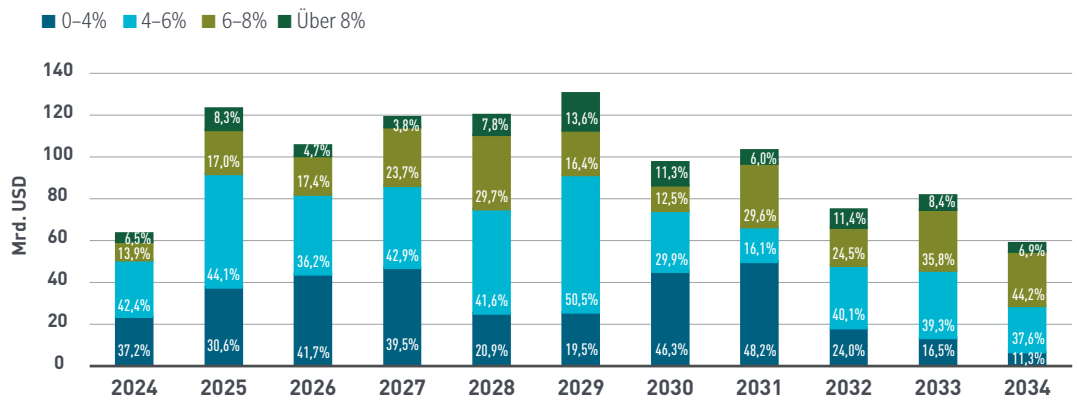


Quelle: Bloomberg. Wochendaten vom 1. Juli 2009 bis zum 29. März 2024. Nach der Finanzkrise: Durchschnitt der Tagesdaten vom 1. Juli 2009 bis zum 28. Februar 2022. Seit Corona: Durchschnitt der Tagesdaten vom 1. Mai 2022 bis zum 2. April 2024. Emerging-Market-Staatsanleihen: J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index.

Trotz des raschen Renditeanstiegs dürften viele Emerging Markets aber keine Haushaltsprobleme bekommen – wegen der Struktur ihrer Staatsschulden und der finanziellen Fortschritte: Viele Parameter wie Fälligkeitsstruktur, Anteil der Auslandsschulden, Höhe der Währungsreserven und Haushaltssaldo haben sich verbessert und sind heute sehr gut.

Die Auswirkungen steigender Zinsen hängen von der Fälligkeitsstruktur ab. Vermutlich werden die meisten Emittenten daher erst einmal keine Probleme haben. Es wird dauern, bis die niedrig verzinslichen Anleihen endfällig sind und durch Papiere mit den heute üblichen höheren Zinsen ersetzt werden. Die Kapitalkosten steigen also nur langsam. Abbildung 2 zeigt, dass ein Großteil der derzeitigen Staatsanleihen im letzten Jahrzehnt begeben wurde, also in einer Niedrigzinsphase. Die Emittenten bekommen die höheren Zinsen also erst später wirklich zu spüren.

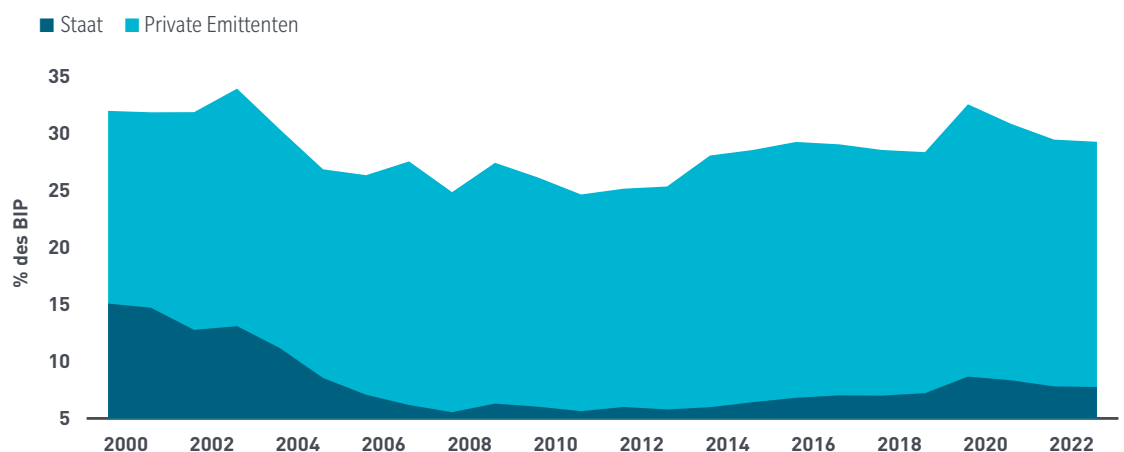
**Abbildung 2: Fälligkeiten- und Couponstruktur von Emerging-Market-Staatsanleihen**



Quelle: Bloomberg. Stand 2. April 2024. Fälligkeitsstruktur sämtlicher Emerging-Market-Staatsanleihen (von Zentralregierungen, Agencies, regionalen Gebietskörperschaften, Supranationals und Kommunalverwaltungen) denominated in US-Dollar. Fest- und variabel verzinsliche Titel. Volumen endfälliger Titel nach Kalenderjahren, Anteile der Couponkategorien in %.

Auch die Auslandsschulden der Emerging Markets sprechen dafür, dass die höheren Kreditkosten handhabbar sind. Auslandsschulden sind die Verbindlichkeiten gegenüber Anlegern, die nicht im Land selbst ansässig sind. Zweierlei fällt auf: Erstens sind vor allem die Auslandsschulden privater Emittenten gestiegen, während die Auslandsschulden des Staates vergleichsweise niedrig blieben. Zweitens ist der Quotient aus Auslandsschulden und BIP seit Corona gefallen. Die höhere Inflation hat die Exportpreise steigen lassen, sodass das nominale Wirtschaftswachstum ebenfalls zulegen<sup>1</sup> und das nominale BIP stärker wuchs als die Schulden. Vor allem die Schuldenstandsquoten der Energieexporteure sind zuletzt gefallen.

**Abbildung 3: Emerging-Market-Auslandsschulden in % des BIP**



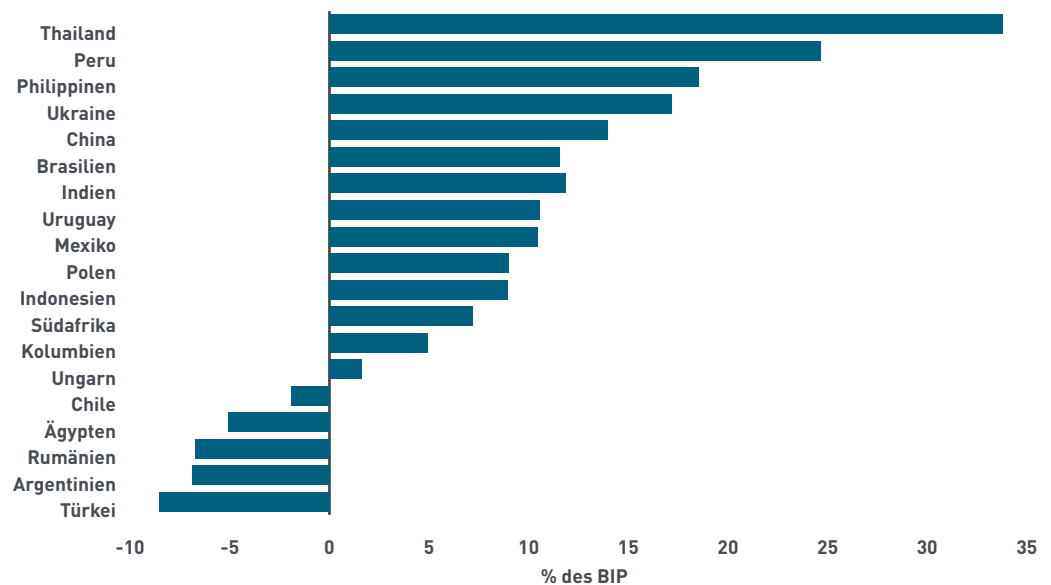
Quelle: J.P. Morgan. Jahresdaten von 2000 bis 2022. Prognosen von J.P. Morgan für 2023. Länder- und Regionaldaten aus offiziellen Quellen.

Die Währungsreserven tragen ebenfalls dazu bei, dass die Emerging Markets einen höheren Schuldendienst verkraften können. Sie dienen als Puffer und geben Aufschluss darüber, wie gut ein Land mit überraschenden Schwierigkeiten zurechtkommt. Früher hielten zu geringe Währungsreserven ausländische Investoren oft von Anlagen ab, vor allem in Fremdwährungstiteln. Lokalwährungsanleihen können auch dann bedient werden, wenn die Währungsreserven kurzfristig zu niedrig sind.

Aber wie hoch müssen die Währungsreserven sein? Das ist nicht leicht zu bestimmen. Berücksichtigt werden müssen Faktoren wie kurzfristige Schulden, Kapitalfluchtrisiko, Nachhaltigkeit der Importe und die Geldmenge, aber auch die Opportunitätskosten gegenüber Anlagen in anderen Ländern.<sup>2</sup>

Um einen Anhaltspunkt dafür zu bekommen, ob die Währungsreserven eines Landes reichen, kann man beispielsweise von den Fremdwährungsreserven die in ausländischer Währung denominierten Kurzfristschulden (staatliche und nicht staatliche) sowie das Leistungsbilanzdefizit abziehen.<sup>3</sup> Laut Abbildung 4 reichen die Währungsreserven vieler Emerging Markets demnach aus. Doch es gibt Ausnahmen. Auch das zeigt, wie wichtig aktives Management mit einer sorgfältigen Länderauswahl ist.

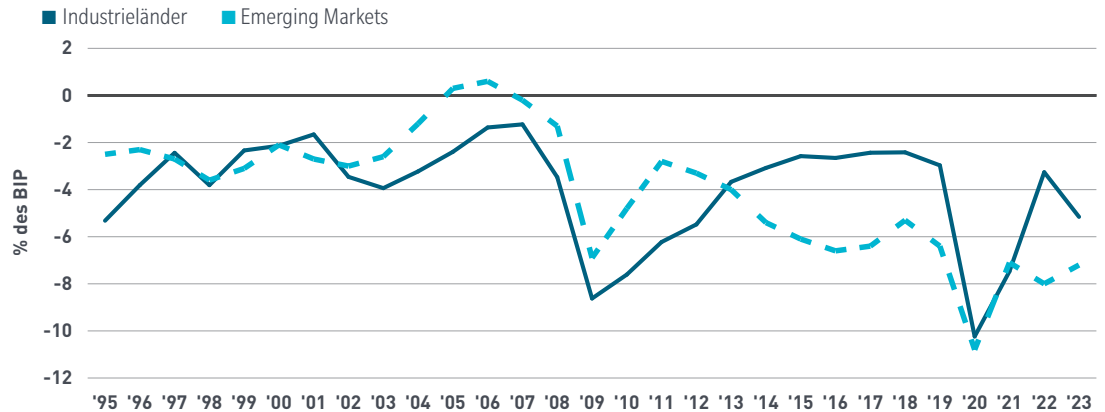
**Abbildung 4: Bereinigte Fremdwährungsreserven in % des BIP**



Quellen: Dallas Federal Reserve und IWF. Stand 31. Dezember 2022. Bereinigte Fremdwährungsreserven (Reserve Adequacy Levels) nach der Guidotti-Greenspan-Regel, definiert als Fremdwährungsreserven der Notenbanken abzüglich kurzfristiger Auslandsschulden sowie des gleitenden Vierquartalsdurchschnitts des Leistungsbilanzdefizits, jeweils in Prozent des BIP. Abbildung aus „Emerging-Market Countries Insulate Themselves from Fed Rate Hikes“ von Davis und Sagnanert, 8. August 2023.

Bei steigenden Kapitalkosten sind auch die Haushaltssalden wichtig. Sie geben Aufschluss darüber, wie groß der Anteil schuldenfinanzierter Staatsausgaben ist. Die Haushaltssalden haben sich in der Coronazeit weltweit stark verschlechtert, weil riesige Hilfspakete aufgelegt wurden. Danach haben sie sich aber stabilisiert und zuletzt auch wieder verbessert.

**Abbildung 5: Haushaltssalden von Emerging Markets und Industrieländern im Vergleich**

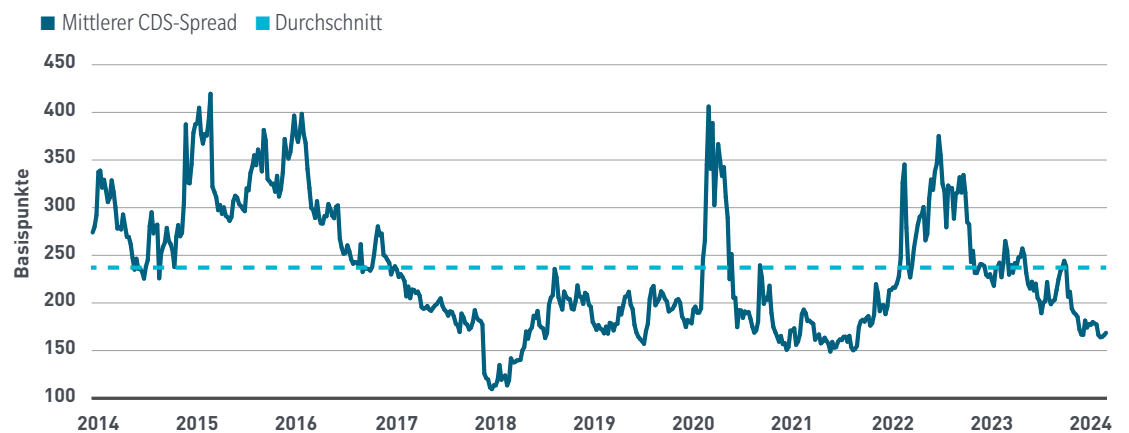


Quellen: IWF, OECD, J.P. Morgan. Jahresdaten von 1995 bis 2022. Prognosen für 2023. Emerging-Market-Daten von J.P. Morgan. Industrieländerdaten vom IWF und der OECD.

Der Haushaltssaldo eines Landes hängt von vielen Faktoren ab – von Steuern und aktuellen Ausgaben, aber auch von den Nachwirkungen der früheren Finanzpolitik. Bei höheren Zinsen müssen die Ausgaben sorgfältig gemanagt werden, damit die Staatsschulden bedient und zurückgezahlt werden können. Außerdem darf die Schuldenstandsquote nicht zu sehr steigen. Die gute Nachricht für Emerging-Market-Investoren ist, dass sich die Haushaltssalden der Emerging Markets insgesamt nur wenig von denen der Industrieländer unterscheiden. Der Renditeaufschlag von Emerging-Market-Anleihen gegenüber Industrieländeranleihen kann daher echten Mehrwert bieten. Aber sind die Staatsfinanzen auch dann noch nachhaltig, wenn die Zinsen nicht fallen?

Aufschluss darüber könnte die Nachfrage nach Credit Default Swaps geben, mit denen man sich gegen Ausfälle von Staatsanleihen absichern kann. Zurzeit liegen die CDS-Spreads deutlich unter dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre. Offensichtlich fürchtet man am Markt keine Ausfälle von Emerging-Market-Anleihen auf breiter Front.

**Abbildung 6: Unterdurchschnittliche Nachfrage nach Ausfallversicherungen für Emerging-Market-Anleihen**

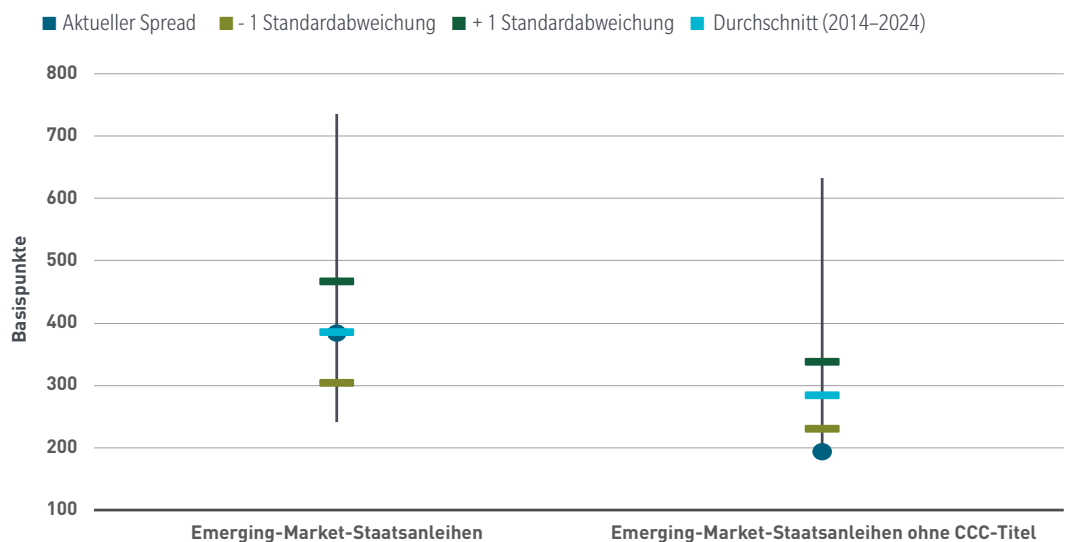


Quellen: Bloomberg, IHS Markit. IBOXUMSE Generic Emerging Market Credit Default Swap Index. Wochendaten vom 3. Januar 2014 bis zum 22. März 2024.

## Die Fundamentaldaten sind stabil. Was könnten höhere Zinsen dann für die Erträge bedeuten?

Bei steigenden Zinsen muss man die Bewertungen von Emerging-Market-Anleihen, gemessen an Spreads und Renditen, genau im Blick behalten. Bei einer harten Landung der Konjunktur folgt auf höhere Zinsen oft eine Rezession, in der sich die Spreads aufgrund des höheren Kreditrisikos dann meist ausweiten. Oft sorgt das für attraktive Einstiegszeitpunkte für Anleger, die auf einen erneuten Spreadrückgang warten können. Zurzeit rechnen sie aber mit einer weichen Landung. Im Vergangenheitsvergleich scheinen die Spreads von Emerging-Market-Staatsanleihen daher auf den ersten Blick fair. Allerdings sind die Spreads von Papieren mit einer höheren Kreditqualität recht eng. Das heißt zwar nicht, dass man mit ihnen nichts verdienen kann, doch sind Portfoliomanager mit Einzelwertkompetenz im Vorteil.

### Abbildung 7: Bei engen Emerging-Market-Spreads muss man wählerisch sein

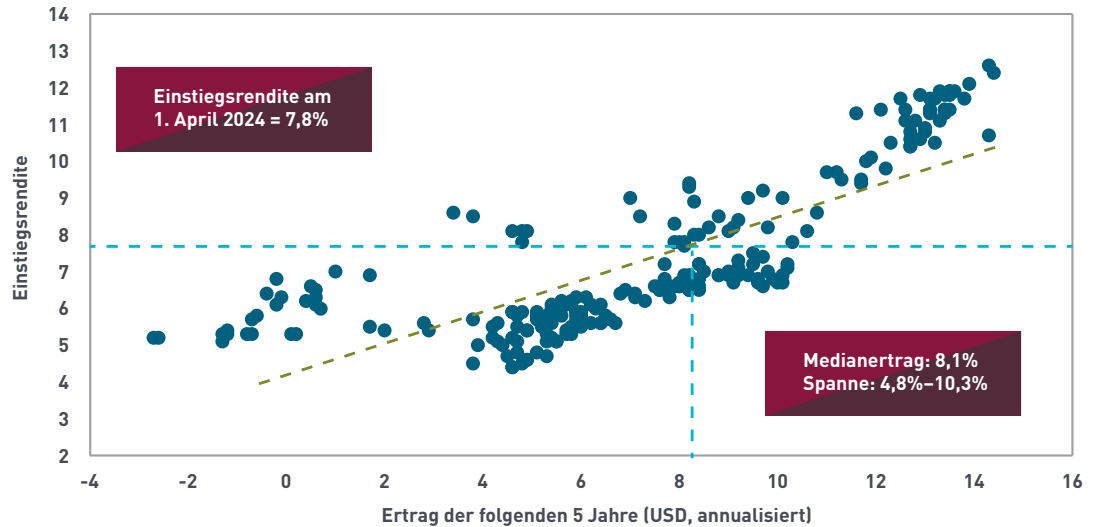


Quelle: J.P. Morgan. Durchschnittsspreads +/- 1 Standardabweichung, auf Basis von Tagesdaten vom 2. Januar 2014 bis zum 1. April 2024. Emerging-Market-Staatsanleihen: J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index. Spreads: Z-Spread to Worst.

Auch wenn man wegen der Spreads wählerisch sein muss, sind die Renditen von Emerging-Market-Anleihen attraktiv. Anleger können sich jetzt hohe Coupons sichern. Traditionell haben sie großen Einfluss auf den Langfristertrag.

Abbildung 8 zeigt den engen Zusammenhang zwischen Einstiegsrendite und Ertrag. Bei Einstiegsrenditen in Höhe der Marktrendite vom 1. April 2024 (7,8%) +/- 30 Basispunkte erzielte man in der Vergangenheit annualisierte 5-Jahres-Erträge von 4,8% bis 10,3% bei einem Median von 8,1%.

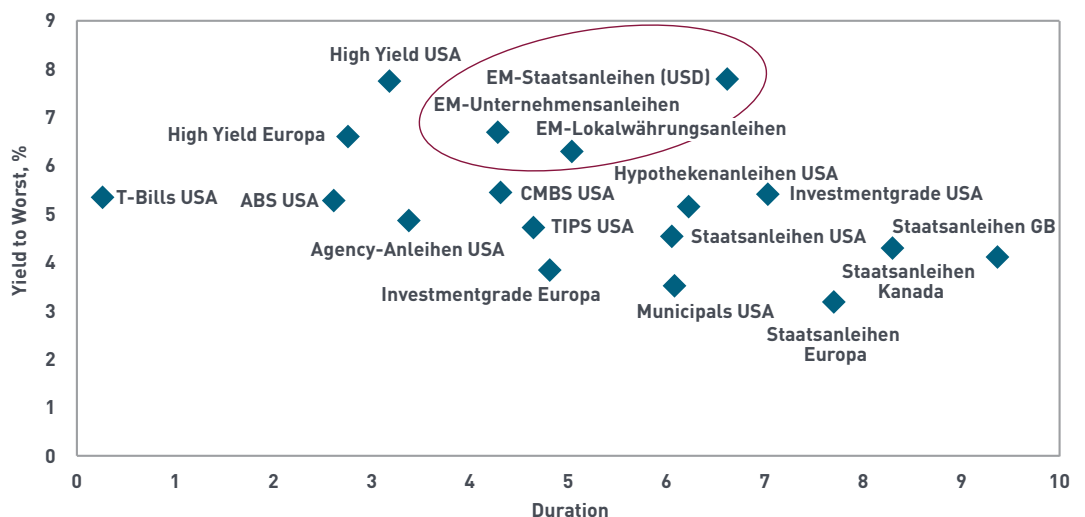
Abbildung 8: Einstiegsrenditen von Emerging-Market-Anleihen und Ertrag der folgenden fünf Jahre



Quelle: Bloomberg. Emerging-Market-Staatsanleihen: J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index. Monatsdaten vom 31. Januar 2000 bis zum 31. März 2024. Ertrag der folgenden fünf Jahre in US-Dollar (annualisiert). Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Hinweis für künftige Erträge. Man kann nicht direkt in einen Index investieren.

Emerging-Market-Anleihen mögen zwar risikoreicher sein, doch bietet kaum ein anderes Marktsegment höhere Renditen. Alle drei Arten von Emerging-Market-Anleihen (Staats-, Unternehmens- und Lokalwährungsanleihen) bieten attraktive Renditen je Durationseinheit und würden davon profitieren, wenn die Notenbanken aufgrund der Normalisierung der Inflation mit Zinssenkungen beginnen.

Abbildung 9: Yield to Worst und Duration unterschiedlicher Anleihen



Quelle: Bloomberg. Stand 1. April 2024. Optionsbereinigte Duration. T-Bills USA: Bloomberg US T-Bills 2–5 Mths Index, ABS USA: Bloomberg US Aggregate ABS Index, High Yield USA: Bloomberg US Corporate High Yield Index, CMBS USA: Bloomberg US Aggregate CMBS Index, Agency-Anleihen USA: Bloomberg US Agencies Index, Staatsanleihen USA: Bloomberg US Treasury Index, Municipals USA: Bloomberg Municipal Bond Index, Hypothekenanleihen USA: Bloomberg US MBS Index, TIPS USA: Bloomberg US Treasury Inflation-Linked Bond Index, Investmentgrade-Anleihen USA: Bloomberg US Corporate Index, Investmentgrade-Anleihen Europa: Bloomberg Pan European Aggregate Index, High Yield Europa: Bloomberg Pan European High Yield Index, Staatsanleihen Europa: Bloomberg Pan European Aggregate Treasury Index, Staatsanleihen Großbritannien: Bloomberg Sterling Gilts Index, EM-Staatsanleihen (USD): J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index, EM-Unternehmensanleihen: J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified Index, EM-Lokalwährungsanleihen: J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Composite Index, Staatsanleihen Kanada: Bloomberg Canada Aggregate Government-Related Index.

## Fazit

Die höheren Zinsen nach Corona machen den Schuldendienst für Emittenten weltweit nicht einfacher. Die Haushaltskennziffern der Emerging Markets haben sich aber deutlich verbessert. Ihre Institutionen sind heute stabiler, und die Wirtschaftspolitik ist solider geworden. Für die Fundamentaldaten der Assetklasse kann das nur gut sein, und steigende Zinsen sind keine so große Herausforderung mehr. Das macht Emerging-Market-Anleihen angesichts der hohen Renditen im Verhältnis zum Durationsrisiko interessant. Die vielfältigen emittentenspezifischen Risiken und das große Anleihenuniversum erfordern aber einen aktiven Ansatz mit Länder- und Emittentenanalysen und sorgfältigem Risikomanagement. So lassen sich sowohl Verlustrisiken begrenzen als auch Chancen durch vorübergehende Marktverzerrungen nutzen. ▲

## Anmerkungen

<sup>1</sup> Marney, Szentivanyi, Poojary & Lalaguna (November 2022): Emerging Markets Debt & Fiscal Indicators 2022, J.P Morgan Research.

<sup>2</sup> Arslan & Cantu (31. Oktober 2019): The Size of Foreign Exchange Reserves, Bank for International Settlements.

<sup>3</sup> J. Davis & Sagnanert (8. August 2023): Emerging-Market Countries Insulate Themselves from Fed Rate Hikes, Federal Reserve Bank of Dallas.



Emerging Markets können weniger strukturiert, weniger diversifiziert und schlechter reguliert sein. Auch sind die Schwellenländer möglicherweise politisch, sozial und wirtschaftlich weniger stabil als Industrieländer.

Die Informationen stammen aus Quellen, die wir für verlässlich halten. J.P. Morgan übernimmt aber keine Garantie für ihre Vollständigkeit und Genauigkeit. Der Index wird mit Genehmigung von J.P. Morgan genutzt. Er darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von J.P. Morgan weder vervielfältigt noch genutzt oder weiterverbreitet werden. Copyright 2024, J.P. Morgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

Quelle: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® ist eine Handels- und Dienstleistungsmarke von Bloomberg Finance L.P. und seinen Tochtergesellschaften (zusammen „Bloomberg“). Bloomberg oder seine Lizenzgeber besitzen alle geistigen Eigentumsrechte an den Bloomberg-Indizes. Bloomberg hat dieses Dokument weder bestätigt noch genehmigt, garantiert weder die Richtigkeit noch die Vollständigkeit irgendeiner hierin enthaltenen Information, gibt keine explizite oder implizite Garantie im Zusammenhang mit den daraus gezogenen Schlüssen und schließt im größten nach anwendbarem Recht zulässigen Umfang jedwede Haftung oder Verantwortung für Schäden aus, die im Zusammenhang mit diesen Informationen entstehen.

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI), MFS Investment Management und MFS Fund Distributors, Inc. (SIPC-Mitglied); **Lateinamerika:** MFS International Ltd.;

**Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à.r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352 282 612 800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde.

**Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong)

Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen. **Bahrain:** Dieses Dokument wurde nicht von der Zentralbank von Bahrain genehmigt, die auch nicht für dessen Inhalt verantwortlich ist. Im Königreich Bahrain werden diese Produkte nicht öffentlich angeboten. Dieses Dokument soll nur vom Empfänger gelesen werden und darf nicht an die Öffentlichkeit weitergegeben, ausgegeben oder ihr zugänglich gemacht werden. Die Zentralbank von Bahrain ist in keiner Weise für die Genauigkeit und Vollständigkeit der Aussagen und Informationen in diesem Dokument verantwortlich und erklärt ausdrücklich, keinerlei Haftung für jedwede Verluste zu übernehmen, die daraus entstehen, dass man sich auf den Inhalt dieses Dokuments ganz oder teilweise verlässt. Das Board und das Management des Herausgebers sind für die in diesem Dokument enthaltenen Informationen verantwortlich. Board und Management erklären, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen nach ihrer Kenntnis und nach ihrem besten Wissen und Gewissen korrekt und frei von Auslassungen sind, die die Verlässlichkeit dieser Informationen beeinträchtigen können. Um dies zu gewährleisten, haben Board und Management mit gebührender Sorgfalt gehandelt. **Kuwait:** Dieses Dokument ist nicht für die Veröffentlichung in Kuwait bestimmt. Die hierin enthaltenen Informationen wurden nicht von der Kuwait Capital Markets Authority oder einer anderen zuständigen kuwaitischen Behörde für ein Angebot in Kuwait zugelassen. Diese Informationen werden in Kuwait weder privat noch öffentlich zugänglich gemacht. In Kuwait finden keine Werbemaßnahmen, Vertragsangebote oder Geschäftsanbahnungsaktivitäten statt mit dem Ziel, diese Informationen zu verbreiten. **Oman:** Für Einwohner des Sultanats Oman: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind kein öffentliches Wertpapierangebot im Sultanat Oman gemäß dem Commercial Companies Law of Oman (Royal Decree 4/74) oder dem Capital Market Law of Oman (Royal Decree 80/98). Diese Informationen werden nur einem begrenzten Kreis von Unternehmen zugänglich gemacht, die als „Sophisticated Investors“ gelten (gemäß Artikel 139 der Executive Regulations of the Capital Market Law). Der Empfänger bestätigt, ein Sophisticated Investor zu sein, der die nötige Geschäfts- und Finanzerfahrung hat und die Chancen und Risiken einer Anlage einschätzen kann. **Südafrika:** Dieses Dokument wurde nicht vom Financial Services Board genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen. **Vereinigte Arabische Emirate (VAE):** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind kein öffentliches Wertpapierangebot in den Vereinigten Arabischen Emiraten und sollen dies auch nicht sein, sodass sie nicht als solches verstanden werden sollten. Diese Informationen werden nur einem kleinen Kreis steuerbefreiter Investoren in den VAE zugänglich gemacht, die zu einer der folgenden Kategorien von Non-Natural Qualified Investors gehören: (1) Investoren, die ihre Anlagen selbstständig managen können, konkret (a) die Bundesregierung, lokale Regierungen, staatliche Stellen und Behörden oder Unternehmen im vollständigen Besitz dieser Institutionen, (b) internationale Institutionen und Organisationen oder (c) Personen, die eine Lizenz zur Ausübung geschäftlicher Tätigkeiten in den VAE haben, sofern Investieren ein Geschäftszweck dieser Personen ist, oder (2) Investoren, die von einem von der SCA zugelassenen Investmentmanager vertreten werden (jeder ein „Non-Natural Qualified Investor“). Diese Informationen und Daten wurden nicht von der Zentralbank der Vereinigten Arabischen Emirate, der Securities and Commodities Authority, der Dubai Financial Services Authority, der Financial Services Regulatory Authority oder einer anderen einschlägigen Zulassungsbehörde oder staatlichen Behörde der VAE (die „Behörden“) genehmigt, zugelassen oder registriert. Die Behörden sind in keiner Weise für Anlagen verantwortlich, die einer der genannten Empfänger in seiner Eigenschaft als Non-Natural Qualified Investor tätigt. **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument darf im Königreich Saudi-Arabien nicht verbreitet werden, ausgenommen an Personen, die gemäß den Investment Funds Regulations der Capital Market Authority empfangsberechtigt sind. Die Capital Market Authority übernimmt keine Haftung für die Genauigkeit und Vollständigkeit dieses Dokuments und schließt explizit jegliche Haftung für Verluste aus, die dadurch entstehen, dass man dieses Dokument nutzt bzw. sich auf irgendeinen Teil dieses Dokuments verlässt. Potenzielle Käufer der hierin angebotenen Wertpapiere sollten die Richtigkeit der Informationen zu den Wertpapieren selbst überprüfen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. **Katar:** Dieses Material bzw. dieser Fonds wird nur einer begrenzten Anzahl von Investoren angeboten, die willens und fähig sind, die Risiken einer Anlage in dieses Material bzw. diesen Fonds unabhängig zu prüfen. Dieses Material ist kein öffentliches Angebot und darf nur vom genannten Empfänger verwendet werden. Es darf an keine andere Person weitergegeben oder ihr gezeigt werden, mit Ausnahme von Mitarbeitern, Agenten oder Beratern im Zusammenhang mit der Prüfung durch den Empfänger. Dieser Fonds war und wird nicht bei der Zentralbank von Katar registriert. Auch ist keine Zulassung nach den Gesetzen des Staates Katar vorgesehen. In Katar werden keine Transaktionen vorgenommen. Alle Anfragen zum Material bzw. dem Fonds sollten an Ihren Ansprechpartner außerhalb Katars gestellt werden.