

Schnallen Sie sich an



Januar 2023



Ray Costa

Managing Director und
Head of Special Situations
Benefit Street Partners

Schnallen Sie sich an – an den Kreditmärkten wird es turbulent. Ereignisse, die bislang unwahrscheinlich schienen (hohe Inflation, begrenzte Instrumente der Zentralbanken, steigende Zinsen, ein unerwarteter Krieg, nachlassendes globales Wachstum, Margenkompression), sind nun alle Realität. Die Konjunktur- und Marktaussichten sind unsicher. Ist das eine Anomalie? Größtenteils nein. Zwar sind Krieg und eine enorm hohe Inflation sicherlich nicht die Norm, aber viele dynamische Faktoren decken sich mit den Rahmenbedingungen, die jahrzehntlang vor der globalen Finanzkrise herrschten – eine Ära, in der sich immer wieder Anlagechancen im Bereich Special Situations ergaben. Allerdings besteht zwischen den beiden Epochen ein wesentlicher Unterschied: Ein massiver Schuldtitelmarkt, der durch die Explosion des Marktvolumens im Bereich Leveraged Finance angeheizt wurde. In diesem Beitrag fassen wir die wesentlichen Entwicklungen an den Kreditmärkten zusammen und gehen der Frage nach, wie Investoren von den Marktverwerfungen profitieren können, die den Auftakt eines attraktiven Umfelds für Special Situations-Anlagen markieren.

Wesentliche Erkenntnisse

- Das Ende der äußerst außergewöhnlichen Ära nach der globalen Finanzkrise steht kurz bevor. Die traditionellen Konjunkturzyklen und die operative Umgebung, die durch höhere Kapitalkosten, anhaltende Verwerfungen und eine Vielzahl von Anlagemöglichkeiten gekennzeichnet sind, kehren zurück.
- Das Volumen an den Märkten für Leveraged Credit hat sich mehr als verdoppelt (heute USD 4,2 Bio. gegenüber lediglich USD 1,7 Bio. im Jahr 2010), wodurch eine beispiellose Hebelung im Finanz-Ökosystem entstanden ist.¹
- Makroökonomischer Gegenwind und eine unsichere Umsatzentwicklung ohne die Puffer des Nullzinsumfelds und der Liquiditätsspritzen der Zentralbanken sorgen für Volatilität und Streuung am Markt. Die Anlagemöglichkeiten bei unter Druck geratenen oder notleidenden Schuldtiteln haben sich im bisherigen Jahresverlauf um ca. 400 % erhöht, von USD 75 Mrd. auf beinahe USD 300 Mrd.²
- Zahlreiche Möglichkeiten für aktienähnliche Renditen bei Schuldtiteln, sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt; Anlagechancen und Renditepotenzial können im Falle einer anhaltenden weltweiten Rezession erheblich steigen.
- In einem unsicheren Umfeld ist es unserer Meinung nach sinnvoll, sich in einem Portfolio zu positionieren, das sich auf die Anlagendeckung in Branchen konzentriert, die historisch gesehen rezessionsbeständig sind.

Nach der globalen Finanzkrise Rückkehr zum Durchschnitt

Es schien als ob niedrige Zinsen, eine in ihrer Ausrichtung gemäßigte Federal Reserve (Fed) und die einfache Liquidität nach der globalen Finanzkrise für immer andauern würden. Niedrige Kapitalkosten, kreditnehmerfreundliche Bedingungen und Zentralbanken, die bereit waren, jedes kleine Problem bei den Finanzbedingungen mit erheblichen

Liquiditätsspritzen im Keim zu ersticken, ebneten den Weg für eine massive Emission von Schuldtiteln. Die Märkte für Leveraged Credit wuchsen um ca. 150 % von USD 1,7 Bio. im Jahr 2010 auf über USD 4,2 Bio. im Jahr 2022.³ Und dann kam das Unerwartete. Eine Pandemie, Lieferkettenprobleme und Arbeitskräftemangel haben in Verbindung mit einem enormen Geldmengenwuchs zu einem Inflationsniveau geführt, wie es seit Jahrzehnten nicht mehr zu beobachten war. Scheinbar der Inflationsentwicklung hinterherhinkend, waren die Zentralbanken zu drastischen Zinserhöhungen gezwungen, was unweigerlich das weltweite Wachstums verlangsamte. Diese höhere Inflation und die Auswirkungen der Zinsentwicklung und der Zentralbankaktivitäten lassen uns vermuten, dass die Kreditmärkte sich auf ein weit aus weniger nachsichtiges Umfeld für Kreditnehmer einstellen müssen, das eher an die späten 1990er und frühen 2000er Jahre erinnert. Befeuert durch einen Anstieg von Leitzinsen und Spreads, sind die Kapitalkosten für US-Unternehmen 2022 dramatisch gestiegen.

Übergang von der Ära nach der globalen Finanzkrise zu einem neuen Paradigma

Abbildung 1: Veränderte Marktbedingungen sollten Chancen bei notleidenden Schuldtiteln steigern

Stand: Dezember 2022

	Späte 90er bis zur globalen Finanzkrise	Post-globale Finanzkrise	Ab 2022
1. Inflation	2,5 % <i>Durchschnittlicher VPI</i>	1,9 % <i>Durchschnittlicher VPI</i>	7,1 % <i>Aktueller VPI</i>
2. Fed	USD 814 Mrd. <i>Durchschnittliche Fed-Bilanzsumme</i>	USD 2,1 Bio. USD 8,8 Bio. <i>Zunahme der Fed-Bilanzsumme</i>	Intervention der Fed?
3. Kapitalkosten	10,6 % <i>High Yield YTW Durchschnitt</i>	6,6 % <i>High Yield YTW Durchschnitt</i>	9,0 % <i>High Yield YTW aktuell</i>
4. Globalisierung	Steigend	Höchststand	Fallend
5. Finanzmärkte	Bestrafen von Fehlern	Verzeihen von Fehlern	Bestrafen von Fehlern

Chancen bei notleidenden Schuldtiteln



Quelle: Bloomberg. VPI = US-Verbraucherpreisindex

In der Zeit nach der globalen Finanzkrise betrug die Yield-to-Worst (YTW) für US-Hochzinsanleihen im Durchschnitt 6,6 %; Ende 2022 erreichte sie sogar 9,6 %.⁴ Auch das Marktverhalten hat sich verändert. Finanzielle Fehler werden nicht mehr verziehen. Verfehlte Gewinnziele, ein höherer Verschuldungsgrad und die Bekanntgabe von schwachen Prognosen sind nun strafbare Vergehen. Konjunkturzyklen und Verschuldung könnten für Unternehmen zu einer deutlich größeren Herausforderung werden und regelmäßige Chancen schaffen, ganz im Gegensatz zum episodischen Zyklus von Boom und Scheitern, dem Markenzeichen der Welt nach der globalen Finanzkrise.

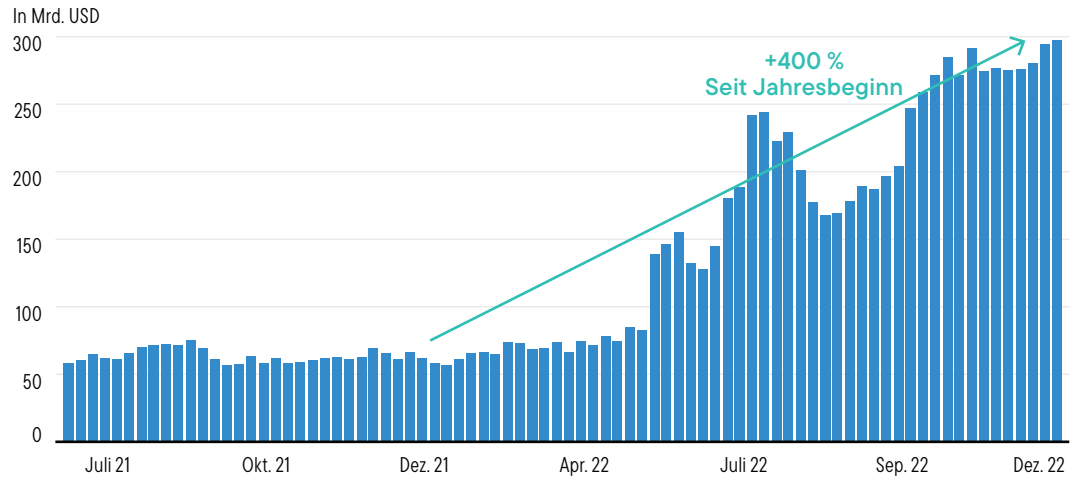
Erste Anzeichen für zahlreiche Anlagemöglichkeiten

In weniger als zwei Quartalen haben die Anlagemöglichkeiten im Bereich der unter Druck geratenen bzw. notleidenden Schuldtitel um nahezu 400 % zugenommen (von USD 75 Mrd. auf USD 300 Mrd.)⁵ – und das ohne einen konkreten „Schock“ für das Finanzsystem. Eine Rezession, die in den nächsten sechs bis zwölf Monaten wahrscheinlich ist, würde diese Möglichkeiten sogar noch steigern. Eine Redewendung, die viele vergessen (oder noch nie gehört) hatten, taucht allmählich wieder auf: „gutes Unternehmen, schlechte Bilanz“. Um die typischen Renditeziele für Special Situations zu erreichen, waren die Investoren vor 2022 gezwungen, sich auf schwierige Unternehmen zu konzentrieren, die sehr arbeitsintensiv und unregelmäßig sind, und das oft zu höheren Preisen. Heute ist die unternehmerische Flexibilität durch hohe Kapitalkosten und strengere Finanzierungsbedingungen eingeschränkt. Dies kann dazu führen, dass gute Unternehmen, denen Fehler unterlaufen sind, unter Druck geraten und dies bietet sehr attraktive Möglichkeiten für Investoren im Bereich Special Situations. Nach unserer Auffassung dürften sich durch ein erweitertes Chancenspektrum und die Möglichkeit, gute Unternehmen mit einem Abschlag zu kaufen und die Lücke mit prozessorientierten Katalysatoren zu schließen, sehr attraktive Renditen erwirtschaften lassen, bei gleichzeitiger Begrenzung des Abwärtsrisikos.

Markt für notleidende Schuldtitel heizt sich auf

**Abbildung 2: Volumen von
US-Unternehmensanlei-
hen und -krediten, die auf
notleidendem Niveau
notieren, nähert sich
USD 300 Mrd.**

Stand: Dezember 2022



Quelle: Bloomberg. Hinweis: Auf US-Dollar lautende Unternehmensanleihen und -kredite in Nord- und Südamerika, die auf notleidendem Niveau gehandelt werden umfassen Unternehmensanleihen, die mit Spreads von mehr als 1.000 Basispunkten gehandelt werden sowie Kredite, die unter 80 Cent pro Dollar notieren.

Warum auf Spreads warten? Oder auf eine Rezession?

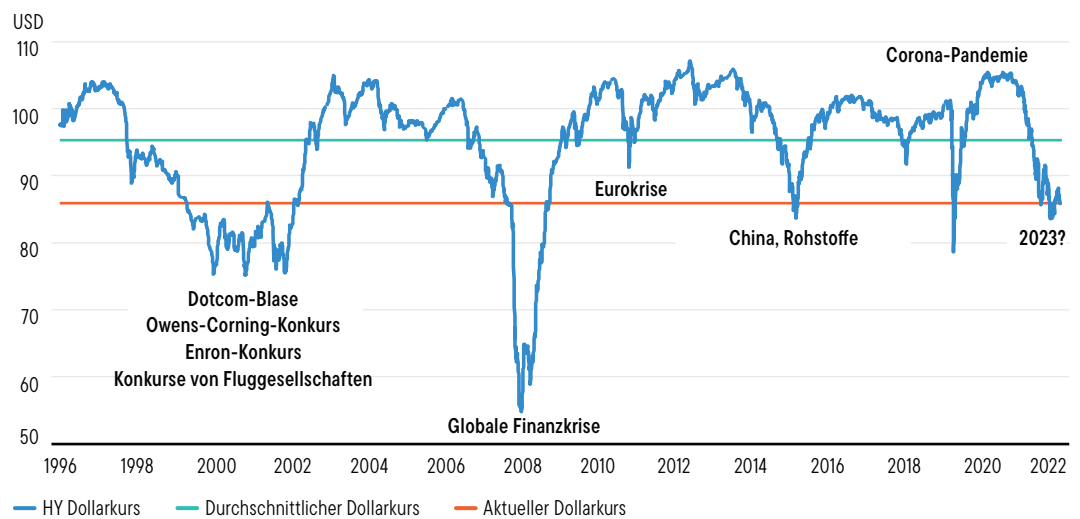
Der Hang, den Fokus auf Spreads zu legen (die im Vergleich zu früheren Verwerfungen durchaus noch reichlich Ausweitungsspielraum haben), hat die Tatsache überlagert, dass die absoluten Renditen bei Schuldtiteln attraktiv sind. Die Zinssätze für fünfjährige US-Staatsanleihen sind von ca. 1 % Ende 2021 auf knapp 4 % Ende Dezember 2022 gestiegen. Die Dollarpreise am US-Hochzinsmarkt sind auf dem niedrigsten Stand seit der globalen Finanzkrise, wenn man die sehr kurze China-/Rohstoffkrise und die Corona-Pandemie ausklammert. Die Primärmärkte haben sich abgekühlt und damit ist der Zugang der Kreditnehmer zu dem bislang gewohnten leichtem Kapital eingeschränkt. Dies führt sowohl zu höheren Kreditkosten als auch zu höherem Interesse an kreativen Kapitallösungen.

Gleichzeitig beeinträchtigt der Inflationsdruck erheblich die Margen und die Rentabilität der Unternehmen; in der Konsequenz haben immer mehr Firmen kurzfristigen Kapitalbedarf. Das sind derzeit die beiden entscheidenden Faktoren, aus denen sich Chancen am Primär- und am Sekundärmarkt ergeben. Eine Rezession würde eine bereits attraktive Investmentlandschaft noch erweitern und damit enorme Möglichkeiten schaffen, sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt noch rentablere Anlagen zu identifizieren. Allerdings ist der Versuch, den Tiefpunkt abzuspannen, nie ratsam – man könnte sonst den Anschluss komplett verpassen.

Absolute Renditen bei Schuldtiteln bereits attraktiv

**Abbildung 3: Merrill Lynch
High Yield Index
Dollarkurs**

Stand: Dezember 2022

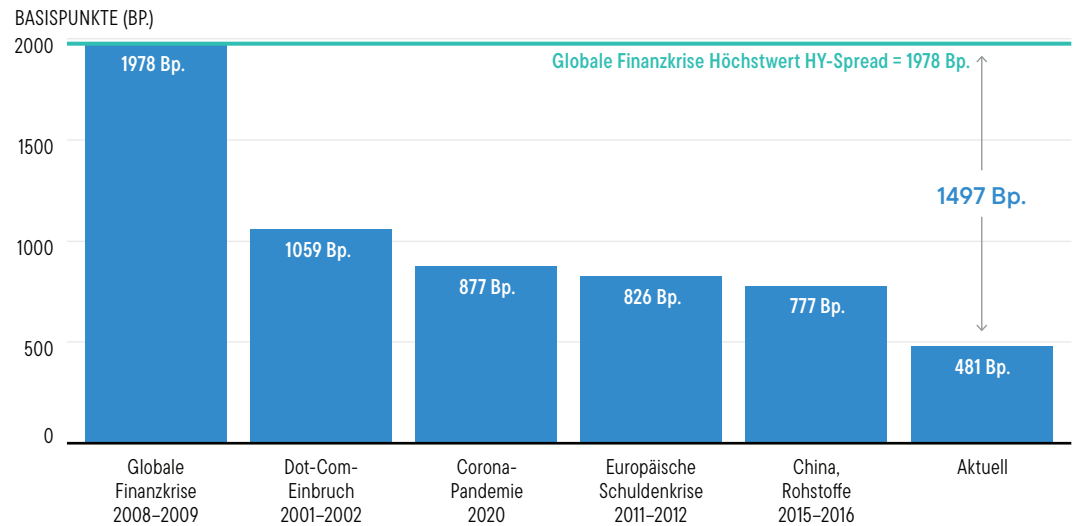


Quelle: Bloomberg. Der Merrill Lynch High Yield Index bildet die Wertentwicklung von auf US-Dollar lautenden, öffentlich auf dem US-Inlandmarkt begebenen Unternehmensanleihen mit Ratings unter Investment Grade ab. Indizes werden nicht verwaltet und es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten und Ausgabeaufschläge sind nicht berücksichtigt. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftigen Renditen.

Reichlich Spielraum für weitere Spreadausweitung

Abbildung 4: Merrill Lynch High Yield Index-Spread erreicht in Phasen angespannter Kreditmärkte Höchststände

Stand: Dezember 2022



Quellen: Barclays Research, Bloomberg. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftigen Renditen.**

Der richtige Zeitpunkt ist jetzt. Historische Ausschläge bei Kursen und Renditen haben bereits eingesetzt und schaffen Investitionen mit unkorrelierten, ereignisgesteuerten Katalysatoren, günstigeren Anknüpfungspunkten, Vergütung für den Prozess, Konvexität bei Zinsänderungen und einem Schutz vor Verlusten durch niedrigere Preise.

Fazit

An den aktuellen Märkten eröffnen sich attraktive Möglichkeiten bei Schuldtiteln, die man nicht ignorieren kann, selbst wenn man höchst unsichere Negativfaktoren und ein Übermaß an Leverage berücksichtigt. Das beste Risiko-Ertrags-Profil bietet aus unserer Sicht derzeit ein Portfolio mit unkorrelierten und maßgeschneiderten prozessorientierten Investments, ereignisgesteuerten Themen und Titeln, die auch in einem von Rezession und Inflation geprägten Umfeld bestehen können. Die aktuelle Dynamik schafft diese Anlagemöglichkeiten mit einer höheren Konvexität bei niedrigeren Preisen und niedrigeren Anknüpfungspunkten. Unseres Erachtens ist es klug, heute schon Kapazitäten zuzuweisen, um Mittel jetzt und für ein zunehmendes Chancenspektrum einsetzen zu können.

Fußnoten

1. Die Marktgröße für Leveraged Credit umfasst den Dollarwert umlaufender Hochzins-Unternehmensanleihen und breit syndizierter Leveraged Loans, zusätzlich zur Liquidität im Bereich Private Credit. Quellen: Goldman Sachs Global Investment Research und Preqin.
2. Definiert als Kredite mit Spreads größer 1.000 Basispunkte (Bp.) und Anleihen, die unter 80 notieren. Quelle: Bloomberg, Stand: 30. Dezember 2022.
3. Die Marktgröße für Leveraged Credit umfasst den Dollarwert umlaufender Hochzins-Unternehmensanleihen und breit syndizierter Leveraged Loans, zusätzlich zur Liquidität im Bereich Private Credit. Quellen: Goldman Sachs Global Investment Research und Preqin.
4. Daten für den ICE BofA US High Yield Index bezogen über Bloomberg per 31. Dezember 2022. Indizes werden nicht verwaltet und es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten und Ausgabeaufschläge sind nicht berücksichtigt. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftigen Renditen.**
5. Definiert als Kredite mit Spreads größer 1.000 (Bp.) und Anleihen, die unter 80 notieren. Quelle: Bloomberg, Stand: 30. Dezember 2022.

WO LIEGEN DIE RISIKEN?

Alle Anlagen beinhalten Risiken, auch den möglichen Verlust der Kapitalsumme. Aktien schwanken kurzfristig tendenziell sehr stark. Anleihenurse entwickeln sich im Allgemeinen entgegen der Zinsen. Ändert sich die Finanzkraft eines Anleiheemittenten oder das Kreditrating einer Anleihe, kann dies den Wert der Anleihe beeinflussen. Eine Investition in Privatunternehmen ist mit vielen erheblichen Risiken verbunden, unter anderem mit den folgenden: Diese Unternehmen verfügen eventuell über begrenzte finanzielle Ressourcen und können ihren Verpflichtungen aus ihren Schuldtiteln nicht mehr nachkommen; damit kann eine Wertminderung von Sicherheiten und eine geringe Wahrscheinlichkeit für die Verwertung von Garantien einhergehen, die eventuell im Zusammenhang mit dem Investment eingeholt wurden; möglicherweise besteht ihr Betrieb noch nicht so lange und ihre Produktlinien und Marktanteile sind eventuell kleiner als bei größeren Unternehmen, wodurch sie gegenüber Handlungen von Wettbewerbern und sich verändernden Marktbedingungen sowie allgemein rückläufigen Märkten weniger widerstandsfähig sind; sie sind stärker von den Führungskompetenzen und den Anstrengungen einer kleinen Personengruppe abhängig, weshalb sich der Tod, die Behinderung, der Rücktritt oder die Kündigung einer oder mehrerer dieser Personen sehr negativ auf das Portfoliounternehmen und somit auf das Investment auswirken könnte; in der Regel ist ihr Betriebsergebnis weniger gut vorhersehbar; sie können gegebenenfalls in Rechtsstreitigkeiten verwickelt sein; sie sind eventuell in sich schnell verändernden Geschäftsfeldern mit Produkten tätig, die einem hohen Obsoleszenzrisiko unterliegen; sie benötigen möglicherweise erhebliche Mengen an zusätzlichem Kapital zur Unterstützung ihres Geschäftsbetriebs, zur Finanzierung einer Expansion oder zur Aufrechterhaltung ihrer Wettbewerbsposition.

Die zum Ausdruck gebrachten Einschätzungen stammen von Franklin Templeton und BSP. Die hierin bereitgestellten Informationen dienen lediglich Informationszwecken und dem allgemeinen Interesse und sind keinesfalls als rechtliche oder steuerliche Beratung oder Investitionsberatung oder als Verkaufsangebot oder Einholung eines Kaufangebots für Anteile an Fonds oder Anlageinstrumente (jeweils ein „Fonds“), die von Franklin Templeton oder Benefit Street Partners („BSP“) verwaltet werden, zu verstehen oder auszulegen. Ein privates Angebot von Anteilen an einem Fonds erfolgt ausschließlich auf der Grundlage der Angebotsdokumente dieses Fonds (die „Angebotsdokumente“); diese werden qualifizierten Anlegern auf vertraulicher Basis auf deren Anfrage und für deren Erwägungen im Zusammenhang mit einem solchen Angebot zur Verfügung gestellt. Anleger sollten finanziell in der Lage und bereit sein, die Risikomerkmale der Anlagen eines Fonds zu akzeptieren. Anleger sollten zu den in diesem Dokument enthaltenen Themen ihren rechtlichen oder steuerlichen Berater konsultieren.

WICHTIGE RECHTLICHE HINWEISE

Das vorliegende Material dient ausschließlich der allgemeinen Information. Es ist weder als individuelle Anlageberatung noch als Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Wertpapiers oder zur Übernahme einer bestimmten Anlagestrategie zu verstehen. Es stellt keine Rechts- oder Steuerberatung dar. Das vorliegende Dokument darf nicht ohne die vorherige schriftliche Genehmigung von Franklin Templeton reproduziert, verteilt oder veröffentlicht werden.

Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen sind die des Anlageverwalters, und Kommentare, Meinungen und Analysen geben die aktuelle Einschätzung zum Erscheinungsdatum wieder und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Diese Einschätzungen und die ihnen zugrunde liegenden Annahmen können sich aufgrund von Markt- oder anderen Bedingungen ändern. Zudem können sie von den Ansichten anderer Portfoliomanager oder denen des Unternehmens insgesamt abweichen. Die vorliegenden Informationen stellen keine vollständige Analyse aller wesentlichen Tatsachen in Bezug auf ein Land, eine Region oder einen Markt dar. Es gibt keine Garantie dafür, dass Vorhersagen, Projektionen oder Prognosen zur Wirtschaft, zum Aktienmarkt, zum Anleihemarkt oder zu den wirtschaftlichen Trends der Märkte eintreten werden. Der Wert von Anlagen und von damit erzielten Erträgen kann sowohl fallen als auch steigen, und Sie erhalten unter Umständen nicht den ursprünglich investierten Betrag zurück. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist weder ein Indikator noch eine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Alle Anlagen sind mit Risiken behaftet, inklusive des möglichen Verlusts der Anlagesumme.

Alle in diesem Dokument enthaltenen Recherchen und Analysen wurden von Franklin Templeton für eigene Zwecke beschafft und können in diesem Zusammenhang genutzt werden. Sie werden Ihnen nur als Nebenleistung zur Verfügung gestellt. Bei der Erstellung dieses Dokuments wurden möglicherweise Daten von Drittanbietern verwendet. Franklin Templeton („FT“) hat diese Daten nicht unabhängig geprüft oder bestätigt. Auch wenn die Informationen aus Quellen bezogen wurden, die Franklin Templeton für zuverlässig hält, kann keine Garantie bezüglich ihrer Richtigkeit gegeben werden, und diese Informationen können unvollständig oder zusammengefasst sein und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die Erwähnung einzelner Wertpapiere stellt weder eine Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren dar noch ist sie als solche auszulegen, und die zu diesen einzelnen Wertpapieren gegebenenfalls genannten Informationen stellen keine ausreichende Grundlage für eine Anlageentscheidung dar. FT haftet für keinerlei Verluste, die durch die Nutzung dieser Informationen entstehen. Es liegt im alleinigen Ermessen des Nutzers, auf die Kommentare, Meinungen und Analysen im vorliegenden Dokument zu vertrauen.

Produkte, Dienstleistungen und Informationen sind möglicherweise nicht in allen Ländern verfügbar und werden außerhalb der USA von verbundenen Unternehmen von FT und/oder ihren Vertriebsstellen, wie nach lokalem Recht und lokalen Vorschriften zulässig, angeboten. Bitte wenden Sie sich für weitere Informationen über die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen in Ihrem Land an Ihren eigenen Finanzexperten oder Ihre Ansprechperson für institutionelle Anleger bei Franklin Templeton.

Herausgegeben in den USA von Franklin Distributors, LLC, One Franklin Parkway, San Mateo, Kalifornien 94403-1906, (800) DIAL BEN/342-5236, franklintempleton.com – Franklin Distributors, LLC, Mitglied von FINRA/SIPC, ist der Hauptvertriebspartner für in den USA registrierte Produkte von Franklin Templeton. Diese sind nicht durch die FDIC abgesichert, können an Wert verlieren und werden nicht durch eine Bank garantiert; sie sind nur in Ländern erhältlich, in denen das Angebot bzw. die Anforderung solcher Produkte nach geltendem Recht und geltenden Vorschriften zulässig ist.

Kanada: Herausgegeben von Franklin Templeton Investments Corp., 200 King Street West, Suite 1500, Toronto, ON, M5H3T4, Fax: (416) 364-1163, (800) 387-0830, www.franklintempleton.ca.

Offshore Nord- und Südamerika: In den USA wird diese Veröffentlichung von Franklin Distributors, LLC, Mitglied von FINRA/SIPC, 100 Fountain Parkway, St. Petersburg, Florida 33716 nur an Finanzintermediäre verbreitet. Tel.: (800) 239-3894 (gebührenfrei aus den USA), (877) 389-0076 (gebührenfrei aus Kanada), Fax: (727) 299-8736. Die Anlagen sind nicht durch die FDIC abgesichert, können an Wert verlieren und werden nicht durch eine Bank garantiert. Der Vertrieb außerhalb der USA kann durch Franklin Templeton International Services S.ä. r.l. (FTIS) oder andere Untervertriebsstellen, Intermediäre, Broker oder professionelle Anleger erfolgen, die von FTIS mit dem Vertrieb von Anteilen an Fonds von Franklin Templeton in bestimmten Ländern beauftragt wurden. Dies ist kein Angebot zum Verkauf und keine Aufforderung zur Abgabe eines Kaufangebots für Wertpapiere in einem Rechtsraum, in dem dies illegal wäre.

Herausgegeben in Europa von: Franklin Templeton International Services S.ä. r.l. – unter der Aufsicht der Commission de Surveillance du Secteur Financier – 8A, rue Albert Borschette, L-1246 Luxemburg. Tel.: +352-46 66 67-1, Fax: +352-46 66 76. **Polen:** Herausgegeben von Templeton Asset Management (Poland) TFI S.A.; Rondo ONZ 1; 00-124 Warschau. **Südafrika:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investments SA (PTY) Ltd, einem autorisierten Anbieter von Finanzdienstleistungen. Tel.: +27 (21) 831 7400 Fax: +27 (21) 831 7422. **Schweiz:** Herausgegeben von Franklin Templeton Switzerland Ltd, Stockerstrasse 38, CH-8002 Zürich. **Vereinigte Arabische Emirate:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investments (ME) Limited. Zugelassen und reguliert durch die Dubai Financial Services Authority. **Niederlassung Dubai:** Franklin Templeton, The Gate, East Wing, Level 2, Dubai International Financial Centre, P.O. Box 506613, Dubai, U.A.E., Tel.: +9714-4284100, Fax: +9714-4284140. **Vereinigtes Königreich:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investment Management Limited (FTIML), eingetragener Hauptsitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6HL. Tel.: +44 (0)20 7073 8500. Im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority zugelassen und reguliert.

Australien: Herausgegeben von Franklin Templeton Australia Limited (ABN 76 004 835 849) (Australian Financial Services License Holder No. 240827), Level 47, 120 Collins Street, Melbourne, Victoria, 3000. **Hongkong:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investments (Asia) Limited, 17/F, Chater House, 8 Connaught Road Central, Hongkong. **Japan:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investments Japan Limited. **Korea:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investment Trust Management Co., Ltd., 3rd fl., CCMM Building, 12 Youido-Dong, Youngdungpo-Gu, Seoul, Korea 150-968. **Malaysia:** Herausgegeben von Franklin Templeton Asset Management (Malaysia) Sdn. Bhd. & Franklin Templeton GSC Asset Management Sdn. Bhd. Dieses Dokument wurde nicht von der Securities Commission Malaysia geprüft. **Singapur:** Herausgegeben von Templeton Asset Management Ltd. Register-Nr. (UEN) 199205211E, 7 Temasek Boulevard, #38-03 Suntec Tower One, 038987, Singapur.

Bitte besuchen Sie www.franklinresources.com. Von dort werden Sie auf Ihre lokale Website von Franklin Templeton weitergeleitet.