

Aktive Anleihefondsmanager kombinieren mehrere Renditequellen



Autor/en
Kevin Thozet

Veröffentlicht am
1. Dezember 2023

Länge
7

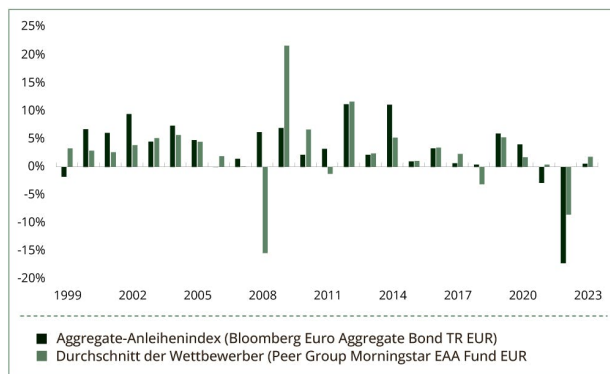
In den letzten zwanzig Jahren zahlte sich eine aktive Verwaltung in Stressphasen an den Anleihenmärkten aus. Der Wechsel des Zinsregimes gibt Anlass, daraus Lehren für eine aktive Steuerung verschiedener Exposures zu ziehen.

Die kontinuierlichen Zinssenkungen der Zentralbanken, die einen Anstieg der Preise von Vermögenswerten und eine Neutralisierung des Kreditrisikos zur Folge hatten, sind beendet. Die aktive Verwaltung der Anleihenportfolios, die Steuerung des Exposures in den verschiedenen Bereichen der Renditekurve und in den verschiedenen Anleiheuniversen, die Steuerung der modifizierten Duration und die sorgfältige Analyse der Fundamentaldaten der Emittenten werden wieder entscheidend.

In den letzten zwanzig Jahren herrschten sehr günstige Bedingungen an den Anleihenmärkten, die durch den allgemeinen Zinsrückgang und den massiven Ankauf von Vermögenswerten durch die Zentralbanken angetrieben wurden. Gemessen am Bloomberg Euro Aggregate Bond Index, der Staats- und Unternehmensanleihen umfasst, wiesen sie für den Zeitraum von Mitte 2003 bis Mitte 2023 eine Performance von 70% auf. Diese Wertentwicklung kann sich im Vergleich zu den Aktienmärkten sehen lassen, zumal die Volatilität der Anleihenmärkte über den gesamten Zeitraum deutlich geringer war.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob die aktive Verwaltung einen Mehrwert bietet. Nach den Aufwärtsphasen kam es immer wieder zu Rückschlägen, und dann zahlte sich die aktive Verwaltung regelmäßig aus. Sie lieferte über den gesamten Zeitraum eine Outperformance, die in den Stressphasen, die die letzten zwei Jahrzehnte prägten, erzielt wurde: insbesondere im Zuge der Finanzkrise der 2000er Jahre, während der europäischen Staatsschuldenkrise zwischen Mitte 2010 und Mitte 2011¹, während des „Taper Tantrum“ im Jahr 2013² oder kürzlich angesichts der Rückkehr der Inflation und der geldpolitischen Wende der Zentralbanken im Jahr 2022³.

Wertentwicklung des Euro Aggregate Index und des Morningstar-Universums für auf Euro lautende flexible Anleihefonds in Kalenderjahren

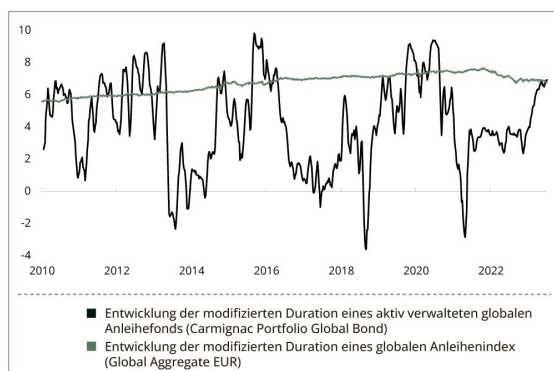


Weniger einheitliche Entwicklung an den Anleihenmärkten

Die Zentralbanken haben die systematische Stimulierung der Konjunktur beendet und werden diese Politik künftig nicht mehr verfolgen. Dies dürfte eine zyklischere Entwicklung zur Folge haben. Die Währungshüter sind entschlossen, die stark gestiegene Inflation einzudämmen, und räumen diesem Ziel im Rahmen ihres Mandats Vorrang vor der Unterstützung des Wachstums ein. Dementsprechend werden sie den Anleihenmärkten nicht mehr die gleiche Unterstützung bieten, und diese werden in Zukunft anfälliger für zyklische Schwankungen sein. Ein statisches Exposure – durch Nachbildung eines Index – in den verschiedenen Marktsegmenten (Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Investment-Grade- oder High-Yield-Anleihen, Schwellenländeranleihen) und in den verschiedenen Bereichen der Renditekurve wird nicht mehr ausreichen, um stetige Renditen bei kontrolliertem Risiko zu erzielen.

Unter den aktuellen Bedingungen müssen Anleihemanager die Laufzeit und die Duration (Empfindlichkeit gegenüber steigenden oder fallenden Zinsen, ausgedrückt in Jahren) ihres Portfolios vorausschauend anpassen, da diese nun wieder die wichtigsten Performancetreiber sind. Eine dynamische Allokation, bei der bestimmte Segmente der Anleihenmärkte und das lange oder das kurze Ende der Renditekurve bevorzugt oder sogar Short-Positionen in bestimmten Bereichen der Renditekurve eingegangen werden, ist entscheidend. Dies ist ein großer Unterschied zur passiven Verwaltung, bei der die Duration nicht angepasst werden kann, unabhängig davon, wie volatil oder stabil die Märkte sind. Die modifizierte Duration eines Portfolios ist in Zeiten des Umbruchs jedoch äußerst wichtig. An den europäischen Anleihenmärkten liegt sie aktuell im Schnitt (für den Bloomberg Euro Aggregate Bond Index) bei etwa 600 Bp., während ein aktiver Fondsmanager von Carmignac die Duration des Portfolios innerhalb einer Bandbreite von beispielsweise -350 Bp. (im Oktober 2018) bis +900 Bp. (im August 2020) anpassen kann, je nachdem wie stark das Portfolio auf Zinsänderungen reagieren soll (Referenz: Carmignac Portfolio Global Bond).

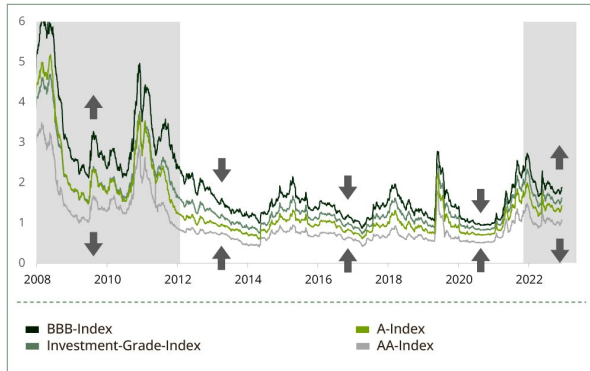
Entwicklung der modifizierten Duration des Fonds Carmignac Portfolio Global Bond und eines Referenzindikators



Wieder steigende Ausfallraten

Das Kreditrisiko, d. h. die richtige Einschätzung der Finanzlage der Emittenten, ist der zweitwichtigste Performancefaktor im Anleihemanagement. Die Zeit des billigen Geldes, in der die Zinsen so niedrig waren, dass sich auch Unternehmen mit schwachen Fundamentaldaten leicht finanzieren konnten, liegt hinter uns. Angesichts niedriger Ausfallraten verloren Kreditrisikoanalysen an Relevanz. Die Unterscheidung zwischen soliden und angeschlagenen Emittenten war weniger wichtig, und auch ein passives Exposure in letzteren war wenig riskant. Eingegangene Risiken wurden angesichts der Bedingungen, die staatliche Emittenten und Unternehmen Anleiheinvestoren und Kreditgebern boten, schlecht vergütet – diese Entwicklung wird auch als „finanzielle Repression“ bezeichnet.

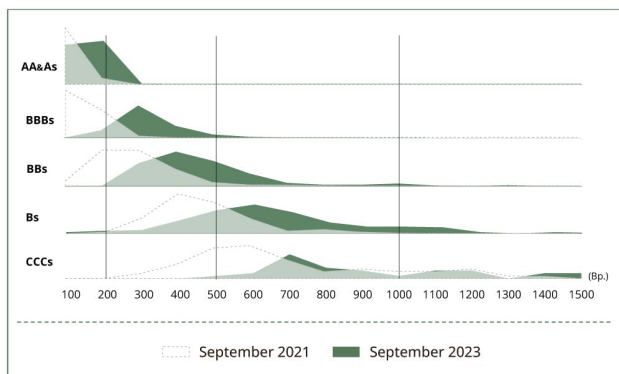
Konvergenz der Risikoprämien an den Kreditmärkten: Entwicklung der Renditen an den Kreditmärkten nach Rating, in %



Im März 2021 wurden rund 20% des globalen Bestands an Staats- und Unternehmensanleihen (Bloomberg Barclays Global Aggregate Index), d. h. Anleihen im Umfang von mehr als 11 Billionen Euro, zu negativen Zinsen gehandelt. Doch mittlerweile haben sich die Bedingungen für unsolide Schuldner verschärft. Steigende Anleihezinsen setzen die am höchsten verschuldeten Emittenten unter Druck, die zusätzlich durch den Konjunkturabschwung belastet werden.

Die Ausfallraten sind wieder gestiegen und High-Yield-Emittenten müssen aktuell Kupons von 7% bis 8% und manchmal sogar von über 10% akzeptieren, während sie vorher nur 3% bis 4% zahlen mussten. Moody's erwartet, dass die durchschnittliche Ausfallrate von High-Yield-Anleihen in Europa im Mai 2024 bei 4,1% liegen wird (derzeit 2,8%), was den langfristigen Durchschnittswerten entspricht, nachdem sie Ende 2021 mit 1,2% ihren Tiefpunkt erreicht hatte. Somit wäre es gefährlich, nicht zu versuchen, die Spreu vom Weizen zu trennen. Vielmehr lohnt es sich, die Emittenten zu identifizieren, die attraktive Renditen bei kontrolliertem Risiko bieten, und die schwächeren Emittenten auszusortieren. Eine rigorose Analyse und ein hohes Maß an Selektivität sind umso wichtiger, da die Marktteilnehmer manchmal sehr optimistisch sind. So sind die Wertpapiere bestimmter Emittenten in Anbetracht ihrer Aussichten zu hoch bewertet und weisen enge Creditspreads auf. Zu beachten ist auch die sehr breite Renditestreuung: Während der durchschnittliche Risikoaufschlag für Euro-Emittenten mit BB-Rating 400 Bp. beträgt (Stand: 31. August 2023), liegt die Risikoprämie bei einigen bei weniger als 200 Bp. und erreicht bei anderen fast 1.000 Bp.

Verteilung der Risikoaufschläge innerhalb der EUR-Kreditindizes nach Rating, in Bp.



Die nebenstehende Grafik veranschaulicht die Entwicklung der Streuung innerhalb der Kreditmärkte. Dazu haben wir innerhalb jeder Ratingkategorie die europäischen Kreditindizes nach der Höhe der Risikoprämie aufgeschlüsselt – zum aktuellen Zeitpunkt (dunkle Flächen mit Stand von September 2023) und Ende September 2021 (transparente und gestrichelte Flächen). Zum einen fällt auf, dass sich die Verteilung der Risikoaufschläge nach rechts verschoben hat: Die Kreditspreads sind insgesamt gestiegen. Zum anderen sind die Verteilungskurven flacher und breiter geworden: Die Streuung hat zugenommen, es gibt größere Unterschiede bei den Risikoaufschlägen zwischen Emittenten mit gleichem Rating.

Diese größere Streuung bedeutet, dass der Zusammenhang zwischen dem wahrgenommenen Kreditrisiko und der damit verbundenen Prämie weniger klar als noch vor zwei Jahren ist. Diese Konstellation bietet Chancen für Fondsmanager, die in der Lage sind, das fundamentale Risiko selbst zu beurteilen.

Vorteile einer breiten Allokation innerhalb großer Universen

Eine passive Verwaltung erfordert de facto eine Positionierung in den Segmenten der Anleihenmärkte, in denen ein Anleger ein Exposure wünscht (Investment-Grade-Anleihen, High-Yield-Anleihen, Finanzanleihen, Industrieländer, Schwellenländer usw.). Dies kann in einem zunehmend komplexen Marktumfeld jedoch heikel sein. Die beste Strategie besteht aus unserer Sicht deshalb darin, einen agnostischen Ansatz zu verfolgen und sich die Freiheit zu nehmen, in verschiedene Teilsegmente des Anleihenmarkts zu investieren. Dieser Ansatz bietet zwei Vorteile:

Zum einen kann man bei einer breiten Allokation davon profitieren, dass sich die verschiedenen Anleihensegmente gegenseitig ergänzen. In Marktphasen wie 2022 und 2023 profitierten beispielsweise variabel verzinsliche Segmente wie strukturierte Anleihen von steigenden Zinsen, während andere Segmente unter der schlechten Kursentwicklung von Anleihen litten (wie die folgende Tabelle zeigt, fallen die Performancebeiträge der verschiedenen Segmente von Jahr zu Jahr sehr unterschiedlich aus; dies kommt Anlegern des Fonds zugute, der seit seiner Auflegung jedes Jahr besser abgeschnitten hat als der Index).

Zweitens ermöglicht ein solcher Ansatz den Aufbau eines Portfolios, das auf starken Überzeugungen basiert und dennoch breit gefächert ist. Ein Kreditindex umfasst eine große Anzahl von Emissionen (ein Index für High-Yield-Anleihen enthält beispielsweise etwa 300 Emittenten). Die Kreditmärkte sind weniger effizient als die Aktienmärkte, haben aber ein gewisses Maß an Effizienz. Man kann davon ausgehen, dass es möglich ist, in jedem Anleihensegment 15 bis 20 Emittenten zu identifizieren, deren fundamentale Risiken nicht korrekt eingeschätzt werden und die daher eine Anlagemöglichkeit darstellen. Die Nutzung eines breiten Universums (sechs bis sieben Teilsegmente, wie in der nachstehenden Tabelle dargestellt) ermöglicht es uns, ein Portfolio mit 100 bis 150 Emittenten aufzubauen, von denen wir in hohem Maße überzeugt sind und deren fundamentale Risiken vom Markt offenbar falsch eingeschätzt werden.

Performancebeiträge innerhalb unseres Anleihefonds (Carmignac Portfolio Credit)



	2017	2018	2019	2020	2021	2022*	2023 (seit Jahresbeginn)
Beitrag zur Performance	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Investment-Grade-Anleihen – Industrieländer	21%	9%	10%	47%	10%	-24%	13%
High-Yield-Anleihen – Industrieländer	16%	40%	29%	31%	51%	-25%	13%
Finanzanleihen	0%	-2%	11%	7%	7%	-11%	13%
Investment-Grade-Anleihen – Schwellenländer	5%	10%	4%	4%	3%	-10%	4%
High-Yield-Anleihen – Schwellenländer	39%	9%	13%	-4%	17%	-21%	18%
Strukturierte Anleihen	16%	11%	4%	9%	13%	-12%	39%
Short-Positionen	2%	13%	28%	2%	-3%	3%	0%
Sonstige	1%	9%	2%	3%	1%	0%	0%

«Die täglichen Schwankungen der Zinssätze und damit der Kurse von Anleihen sind ein Faktor, den Anleiheinvestoren künftig stärker berücksichtigen müssen.»

Die täglichen Zinsschwankungen sind ein Faktor, den Anleiheinvestoren künftig stärker berücksichtigen müssen. Der MOVE-Index, der die erwartete Volatilität von US-Staatsanleihen misst, zeigt erwartete tägliche Schwankungen von 8 Bp. nach oben oder unten an, während die täglichen Schwankungen in den letzten 20 Jahren bei durchschnittlich +/- 3 Bp. lagen. Diese Zinsschwankungen werden natürlich zu stärkeren Schwankungen der Anleihekurse führen, was sich auf das Risiko-Rendite-Profil passiv verwalteter Portfolios auswirkt. Eine Analyse der Kurse dieser Anlagen wird es ermöglichen, Kauf- oder Verkaufsgelegenheiten zu erkennen.

¹ +4,38% im Durchschnitt für flexible Anleihefonds – Morningstar-Kategorie: EAA Fund EUR Flexible Bond gegenüber -0,13% für den Bloomberg Euro Aggregate Bond Index.

² +2,39% für die Morningstar-Kategorie EAA Fund EUR Flexible Bond gegenüber -0,33% für den Aggregate Global Index, abgesichert in Euro.

³ -8,56% für die Morningstar-Kategorie EAA Fund EUR Flexible Bond gegenüber -17,17% für den Euro Aggregate Index.

Hauptrisiken der Fonds

Carmignac Portfolio Global Bond A EUR Acc

ISIN: LU0336083497

Empfohlene
Mindestanlagedauer



Hauptrisiken des Fonds

KREDITRISIKO: Das Kreditrisiko besteht in der Gefahr, dass der Emittent seinen Verpflichtungen nicht nachkommt.

ZINSRISIKO: Das Zinsrisiko führt bei einer Veränderung der Zinssätze zu einem Rückgang des Nettoinventarwerts.

WÄHRUNGSRISIKO: Das Währungsrisiko ist mit dem Engagement in einer Währung verbunden, die nicht die Bewertungswährung des Fonds ist.

RISIKO IN VERBINDUNG MIT DER VERWALTUNG MIT ERMESSENSSPIELRAUM: Die von der Verwaltungsgesellschaft vorweggenommene Entwicklung der Finanzmärkte wirkt sich direkt auf die Performance des Fonds aus, die von den ausgewählten Titeln abhängt.

Der Fonds ist mit einem Kapitalverlustrisiko verbunden.

Carmignac Portfolio Credit A EUR Acc

ISIN: LU1623762843

Empfohlene
Mindestanlagedauer



Hauptrisiken des Fonds

KREDITRISIKO: Das Kreditrisiko besteht in der Gefahr, dass der Emittent seinen Verpflichtungen nicht nachkommt.

ZINSRISIKO: Das Zinsrisiko führt bei einer Veränderung der Zinssätze zu einem Rückgang des Nettoinventarwerts.

KAPITALVERLUSTRISIKO: Das Portfolio besitzt weder eine Garantie noch einen Schutz des investierten Kapitals. Der Kapitalverlust tritt ein, wenn ein Anteil zu einem Preis verkauft wird, der unter seinem Kaufpreis liegt.

WÄHRUNGSRISIKO: Das Währungsrisiko ist mit dem Engagement in einer Währung verbunden, die nicht die Bewertungswährung des Fonds ist.

Der Fonds ist mit einem Kapitalverlustrisiko verbunden.

*Quelle: Carmignac, 30.10.2023. Risikoskala des Basisinformationsblatts (BiB) für den Anteil A EUR Acc. Ein Risiko von 1 kann nicht mit einer risikofreien Anlage gleichgesetzt werden. Dieser Indikator kann Änderungen unterworfen sein.

Werbemittelteilung. Lesen Sie bitte das BiB bzw. den Verkaufsprospekt, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Dieses Dokument ist für professionelle Kunden bestimmt.

Das vorliegende Dokument darf ohne die vorherige Genehmigung der Verwaltungsgesellschaft weder ganz noch in Teilen vervielfältigt werden. Es stellt weder ein Zeichnungsangebot noch eine Anlageberatung dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können unvollständig sein und ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Sie versteht sich abzüglich von Gebühren (ausgenommen sind eventuelle Ausgabeaufschläge der Vertriebsstelle). Die Bezugnahme auf bestimmte Wertpapiere oder Finanzinstrumente dient als Beispiel, um bestimmte Wertpapiere, die in den Portfolios der Carmignac-Fondspalette enthalten sind bzw. waren, vorzustellen. Hierdurch soll keine Werbung für eine Direktanlage in diesen Instrumenten gemacht werden und es handelt sich nicht um eine Anlageberatung. Die Verwaltungsgesellschaft unterliegt nicht dem Verbot einer Durchführung von Transaktionen in diesen Instrumenten vor Veröffentlichung der Mitteilung. Die Portfolios der Carmignac-Fondspalette können ohne Vorankündigung geändert werden. Bei der Entscheidung zur Anlage in dem beworbenen Fonds sollten alle Merkmale und alle Ziele, die im jeweiligen Verkaufsprospekt beschrieben sind, in Betracht gezogen werden. Der Verweis auf eine Bewertung oder einen Preis stellt keinen Hinweis auf die künftigen Bewertungen oder Preise der OGA oder der Verwaltungsgesellschaft dar. Morningstar Rating™: © 2023 Morningstar, Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die im vorliegenden Dokument enthaltenen Informationen: - gehören Morningstar und/oder seinen Inhaltsanbietern; dürfen nicht reproduziert oder weiterverbreitet werden; bieten keine Gewähr für Zuverlässigkeit, Vollständigkeit oder Zweckmäßigkeit. Weder Morningstar noch seine Inhaltsanbieter haften für Schäden oder Verluste, die sich mitunter aus der Nutzung dieser Informationen ergeben. Carmignac Portfolio bezeichnet die Teilfonds der SICAV Carmignac Portfolio, eine OGAW-konforme Investmentgesellschaft nach Luxemburger Recht. Der Zugang zu den Fonds kann für bestimmte Personen oder Länder Einschränkungen unterliegen. Sie dürfen insbesondere nicht direkt oder indirekt zugunsten oder im Namen einer „US Person“ gemäß den amerikanischen Bestimmungen der „Regulation S“ und/oder von FATCA angeboten oder verkauft werden. Die Fonds sind mit einem Kapitalverlustrisiko verbunden. Die Risiken und die laufenden und sonstigen Kosten werden im Basisinformationsblatt (BiB) beschrieben. Der Prospekt, das BiB und die Jahresberichte des Fonds stehen auf der Website www.carmignac.com zur Verfügung und sind auf Anfrage bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich. Die BiB müssen dem Zeichner vor der Zeichnung ausgehändigt werden.

• **In der Schweiz:** Die Prospekte, die BiB und die Jahresberichte der Fonds sind auf www.carmignac.ch und bei unserem Vertreter in der Schweiz CACEIS (Switzerland) S.A., Route de Signy 35, P.O. Box 2259, CH-1260 Nyon, erhältlich. Die Zahlstelle in der Schweiz ist CACEIS Bank, Montrouge, Succursale de Nyon/Schweiz, Route de Signy 35, 1260 Nyon.

• **In Belgien:** Wichtige rechtliche Hinweise: Dieses Dokument wurde nicht von der FSMA genehmigt. Es richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger. Beim vorliegenden Dokument handelt sich um ein Marketingdokument, veröffentlicht von Carmignac Gestion S.A., einer von der französischen Finanzaufsichtsbehörde (Autorité des Marchés Financiers, AMF) in Frankreich zugelassenen Portfolioverwaltungsgesellschaft, und ihrer luxemburgischen Tochtergesellschaft Carmignac Gestion Luxembourg S.A., einer von der luxemburgischen Finanzaufsichtsbehörde (Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF) zugelassenen Investmentfondsverwaltungsgesellschaft. „Carmignac“ ist eine eingetragene Marke. „Investing in your Interest“ ist ein mit der Marke Carmignac verbundener Slogan. Dieses Dokument stellt keine Beratung für eine Anlage in oder Arbitrage von Wertpapieren oder andere Dienstleistungen oder Produkte im Zusammenhang mit der Verwaltung oder Anlagen dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Einschätzungen berücksichtigen nicht die individuellen Umstände von Anlegern und dürfen unter keinen Umständen als Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung angesehen werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können unvollständig sein und ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die steuerliche Behandlung hängt von den individuellen Umständen jedes einzelnen Anlegers ab und kann sich in der Zukunft ändern. Bitte erkundigen Sie sich bei Ihrem Finanz- und/oder Steuerberater, ob die vorgestellten Produkte für Ihre persönliche Situation, Ihr Risikoprofil und Ihre Anlageziele geeignet sind. Die Nettorenditen wurden nach Abzug von Gebühren und Steuern berechnet, die für einen durchschnittlichen Privatkunden anfallen, der eine natürliche Person ist und in Belgien ansässig ist. Anlageentscheidungen sollten erst nach Kenntnisnahme der geltenden aufsichtsrechtlichen Dokumente (insbesondere des Verkaufsprospekts und des BiB des betreffenden Produkts) erfolgen. Informationen über die tatsächlichen Gebühren der verschiedenen Vertriebsstellen finden sich in den Gebührentabellen der jeweiligen Unternehmen. Die Fonds sind mit einem Kapitalverlustrisiko verbunden. Alle in dieser Veröffentlichung in Bezug auf die Fonds angegebenen Vertragsinformationen sind in den entsprechenden Verkaufsprospekten enthalten. Die Verkaufsprospekte, die BiB, die Nettoinventarwerte und die letzten Jahres- und Halbjahresberichte in französischer und niederländischer Sprache sind bei der Verwaltungsgesellschaft, Tel. +352 46 70 60 1, online auf der Website www.carmignac.be oder bei dem Finanzdienstleister in Belgien, Caceis Belgium S.A., unter folgender Adresse kostenlos erhältlich: Avenue du Port, 86c b320, B-1000 Brüssel. Die BiB müssen Zeichnern vor jeder Zeichnung ausgehändigt werden. Ihnen wird empfohlen, diese vor einer jeden Zeichnung zu lesen. Im Falle der Zeichnung von Fonds, die der Directive de la Fiscalité de l'Epargne unterliegen, fällt gemäß CIR92 Artikel 19bis bei der Rücknahme von Aktien dieser Fonds auf Erträge in Form von Zinsen, Gewinnen oder Verlusten, die aus der Rendite von Anlagen in Schuldtiteln stammen, eine Quellensteuer in Höhe von 30% an. Ausschüttungen unterliegen unabhängig von der Art der Erträge einer Quellensteuer in Höhe von 30%. Sämtliche Reklamationen können an die Compliance-Abteilung gesendet werden: an Carmignac Gestion, 24 place Vendôme – 75001 Paris – Frankreich oder per E-Mail an complaints@carmignac.com oder an die offizielle Beschwerdestelle in Belgien über die Website www.ombudsfm.be. Die Verwaltungsgesellschaft kann jederzeit beschließen, die Vermarktung in Ihrem Land einzustellen. Unter folgendem Link können Anleger eine Zusammenfassung ihrer Rechte in französischer Sprache abrufen (Abschnitt 6: „Résumé des droits des investisseurs“):

- **Frankreich:** https://www.carmignac.fr/fr_FR/article-page/informations-reglementaires-3862;
- **Luxemburg:** https://www.carmignac.lu/fr_LU/article-page/informations-reglementaires-1758;
- **Schweiz:** https://www.carmignac.ch/fr_CH/article-page/informations-reglementaires-1789;
- **Belgien:** https://www.carmignac.be/fr_BE/article-page/informations-reglementaires-2244.