



**CONREN**  
FONDS

## **CONREN Marktkommentar** Herbst 2020

Besuchen Sie uns auf [www.conrenfonds.com](http://www.conrenfonds.com)



# Inhalt

|   | <b>Seite</b> |
|---|--------------|
| i <b>Rückblick &amp; Ausblick</b>                             | 3            |
| ii <b>Zusammenfassung Basisszenario</b>                       | 9            |
| iii <b>Chart-Sammlung: Rückblick &amp; Ausblick in Charts</b> | 12           |
| iv <b>CONREN's M3</b>   Makro, Mikro, Markt auf einen Blick   | 19           |
| v <b>Ausgewählte Maßnahmen</b>   CONREN Fonds                 | 20           |
| vi <b>CONREN's M3 erklärt</b>                                 | 21           |
| vii <b>Koordinaten</b>  | 22           |
| viii <b>Rechtlicher Hinweis</b>                               | 23           |

## i Rückblick



CONREN Fondsmanager Patrick Piconi (Vorstand Altrafin) verfolgt einen langfristigen Absolute Return Ansatz. Der aktive, vermögensverwaltende und unabhängige Investmentansatz ist themenbasiert und Top-down. So bietet CONREN eine Strategie, um in jedem Umfeld langfristig Verlustrisiken zu minimieren und Kapitalzuwachs zu ermöglichen. Kunden sind vor allem Unternehmerfamilien, Family Offices und Stiftungen in Deutschland, England, Israel und der Schweiz.

- Aktienmärkte haben ihren Aufwärtspfad im Juli und August fortgeführt, wobei der stärkste August an den Aktienbörsen seit 1984 verzeichnet werden konnte. Ein historisches Hoch wurde mit einem Index-Stand beim US S&P 500 von 3588 am 2. September 2020 erreicht. Europäische Börsen haben sich seit den Zwischenhochs per Beginn des Junis nicht in demselben Maß entwickeln können, wie dies in den USA oder in China der Fall war.
- Doch diese neuen Hochs **in den USA sind mit einer guten Portion Vorsicht zu genießen. Maßgeblich verantwortlich sind die "Big 5" – die Mega-Cap-Tech-Wachstumswerte Apple, Microsoft, Amazon, Google und Facebook.** Ihre Gewichtung beträgt mittlerweile rund 25% am S&P 500 (Apple allein über 7%; die 10 größten Aktien haben eine Gewichtung von 30%).
- Würde man obige Aktien sowie drei weitere Tech-Schergewichte wie **NVIDIA, Adobe und Advanced Micro Devices**, die dieses Jahr um durchschnittlich 60% gestiegen sind, im Index **unberücksichtigt** lassen, so **läge der S&P 500 seit Jahresbeginn bei rund -10%** (aber auch ein gleichgewichteter S&P 500 läge seit Jahresbeginn deutlich im Minus). Dass das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis (12 Monate vorausschauend) dieser Gruppe mittlerweile bei 51,7 liegt (vs. 33 vor einem Jahr und einem aktuellen Wert von 21,7 für den S&P 500 vs. einem historischen Wert über die letzten 20 Jahre von 15,4) scheint die Investorengemeinschaft, selbst nach der leichten Korrektur im September, derzeit nicht weiter zu stören.
- **Auch wir sind seit längerer Zeit, zum Teil seit über 7 bzw. 10 Jahren, in fünf dieser Unternehmen investiert.** Aufgrund der parabolischen Preisentwicklung haben wir uns aber entschieden, die Gewichtungen über die letzten zwei Monate schrittweise zu reduzieren. **Der von uns definierte Megatrend: „Beschleunigung der Enabling-Technologien (5G, KI, IoT, Robotik)“ wird mit ausgewählten Unternehmen aber weiterhin ein Kernbestandteil in unseren Portfolios bleiben.**
- Die Marktbreite der Hausse sinkt also weiter. Auf der anderen Seite sehen wir eine Kombination aus COVID-19-Impfstoffhoffnungen, überraschend guten Unternehmensgewinnen, besser als erwarteten Konjunkturdaten und Erwartungen auf weitere fiskalische und monetäre Unterstützung. Die **Kursrückgänge im September**, besonders bei den hoch bewerteten US-Technologieaktien (der technologieelastige NASDAQ-Index verlor seit der Spitze über 10%), sehen wir in diesem Zusammenhang mehr als **gesunde, markttechnisch und weniger fundamental bedingte Konsolidierungskorrektur.**
- Auf der **Makro-Seite hellen sich einige wichtige Indikatoren weiter auf:** Nachdem die Wirtschaftsleistung im ersten Halbjahr deutlich zusammengebrochen ist (BIP EU -15,1%, USA -10,8%, Japan -8,4%. Ausnahme China +1,5%), deuten nun sämtliche PMI-Indikatoren (verarbeitendes Gewerbe und Dienstleistungssektor) auf eine deutliche Erholung hin (Werte über 50). Dies ist auf die großen Hilfspakete (Fiskalimpulse) und geldpolitischen Finanzspritzen (Ausweitung Geldmenge M1, M2) in Billionen-Höhe zurückzuführen.
- **Diese historisch einmaligen Maßnahmen** (Höhe und Umsetzungsgeschwindigkeit) **werden sich voraussichtlich auch weiterhin positiv auf die konjunkturelle Gesamtlage auswirken, auch wenn die Erholungsdynamik in den letzten Wochen, im Vergleich zur Phase zwischen Mai und August, zwangsläufig nachgelassen hat.**

## i Rückblick

- **Nicht nur in den USA mit rund USD 2 Bio. umfassenden Fiskalprogrammen oder in Asien mit USD 3 Bio. wird die Wirtschaft unterstützt, sondern auch die EU verschuldet** sich erstmals selbst mit zunächst **EUR 750 Mrd. für COVID-19-Hilfsmaßnahmen**, ein Großteil davon als Geschenk für die betroffenen Länder. Dazu kommen voraussichtlich über EUR 1 Bio. Neuverschuldung für den EU-Haushalt der kommenden Jahre.
- **Notenbanken greifen in historischem Ausmaß ebenfalls weiter aktiv in den Markt ein.** In diesem Zusammenhang spricht man derzeit auch von der Kontrolle der Zinskurve oder „**Yield Curve Control (YCC)**“. Hierbei verhindern Zentralbanken durch Anleihekäufe letztlich jeden Zinsanstieg. Eine Praxis, welche in den USA bereits früher (ab 1940) angewandt wurde und Japan schon seit einigen Jahren praktiziert. Die **US-Fed ihrerseits geht bereits noch einen Schritt weiter**: Sie wird kurzfristig auch höhere Inflationsraten (bisheriges Ziel von 2%) tolerieren. Zusammen mit der YCC ist dies ein eleganter Weg, die hohen Staatsschulden real zu entwerten. Die im September durch US-Notenbank-Präsident Powell nochmals verkündete und bekräftigte „**Forward Guidance**“ untermauert die Niedrigzinspolitik auf absehbare Zeit hinaus (voraussichtlich bis mindestens 2023/2024). Aber nicht nur die US-Zentralbank lässt niedrige US-Zinsen erwarten, auch die US-Konjunkturerholung spiegelt sich in den abermals sinkenden US-Langfristzinsen (0,65% für 10-jährige Staatsanleihen) wieder. Bei besserer Konjunktur wären die langfristigen Zinsen höher, zumal die US-Notenbank hauptsächlich Anleihen mit kurzer und mittlerer Laufzeit erwirbt.
- **Negative Realrenditen sind gleichzeitig der Nährboden für weiterhin positive Goldpreisentwicklungen und Wertsteigerungen bei Aktien. Insofern bleiben wir diesbezüglich konstruktiv positioniert.**
- **Viele Marktkommentatoren und Investmentstrategen fragen sich, ob all diese Maßnahmen letztlich nicht doch zu einer stark steigenden Inflation führen, was den weiteren Handlungsspielraum der Notenbanken begrenzen könnte.** Noch nie hat es in den USA und auch in Europa so vereinte massive Anstrengungen zur Geldmengenvermehrung inklusive flankierender Fiskalimpulse gegeben wie heute. Für Europa scheint uns eine Inflationsbeschleunigung – aufgrund vieler struktureller Problemfaktoren wie Überkapazitäten, Verschuldung etc. – auf absehbare Zeit unwahrscheinlich. Aber selbst in den USA ist bei wichtigen Inflationsfaktoren, wie Ölpreis, Lohnsumme oder Immobilienmieten, eher mit Preisdruck zu rechnen. Technologische Effizienzgewinne, stotternder Transmissionsmechanismus in der Geldpolitik (Geld drucken und Ausweitung der Notenbankbilanz führt nicht zu erhöhter Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und zu einer entsprechenden Kreditvergabe an die Wirtschaft durch Geschäftsbanken) und insbesondere auch fehlende Nachfragempulse aufgrund der hohen Arbeitslosigkeit verhindert einen solchen Inflationsanstieg (in den USA derzeit bei rund 1,1%). Wenn die US-Inflation das von der Notenbank angestrebte Ziel von 2% schon nicht erreichte, als die US-Arbeitslosigkeit 2019 mit 3,5% Werte aufwies, die zuletzt in den 1960er Jahren verzeichnet wurden, wird man bei der heute hohen Arbeitslosenrate von über 8% wahrscheinlich das Inflationsziel noch weniger „erreichen“. Inflationsüberraschungen werden in absehbarer Zeit also kaum aus Europa oder den USA kommen. Mit **einem etwaigen Inflationsdruck ist eher noch aus China zu rechnen**, wo in den letzten Monaten die Exportpreise nicht mehr gesunken, sondern insgesamt gestiegen sind.

## i Rückblick

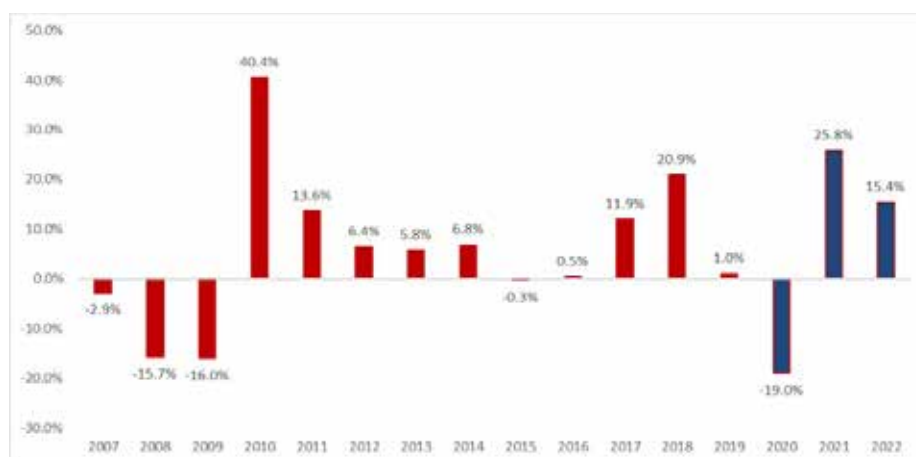
- Was die **Situation der Pandemie betrifft**, ist es offensichtlicher geworden, dass die Welt lernen muss, mit einem Virus zu leben, der offenbar zu ständiger Mutation fähig ist. Insbesondere das Wiederaufflammen der Infektionen in Europa (weltweit bereits rund 35 Millionen Ansteckungen), wenn auch fast ausnahmslos in abgeschwächter Form, ist so erheblich geworden, dass die Aufhebung der Beschränkungen der persönlichen Mobilität und der sozialen Interaktion in weiten Teilen der Region zum Stillstand gekommen ist. Die anhaltende Ausbreitung des Virus und **erneute restriktive Maßnahmen (Lockdown in Israel oder lokale Beschränkungen in Spanien, Frankreich etc.)** bestärken die Interpretation, dass die erste Phase der raschen wirtschaftlichen Erholung in den meisten großen Volkswirtschaften zu Ende gegangen ist.
- **Die Dynamik der wirtschaftlichen Erholung beginnt sich zudem fast zwangsläufig etwas zu verlangsamen, zumal weitere Fiskalpakete nicht mehr so schnell beschlossen werden wie noch nach dem Ausbruch der Pandemie im ersten Quartal dieses Jahres** (vergleiche hierzu zum Beispiel die derzeitigen Meinungsverschiedenheiten im US-Kongress hinsichtlich Verwendungszweck und Höhe der Programme).
- Wie die Zahlen der Arbeitslosenanträge gegen Ende des 3. Quartals erneut nahelegen, setzt sich die wirtschaftliche Erholung fort, jedoch in einem Tempo, das sowohl im Verhältnis zu dem, was möglich ist, als auch zu dem, was benötigt wird, zu langsam ist. Letztlich gehen wir aber davon aus, dass der Kongress seiner Verantwortung gerecht wird und **spätestens im 4. Quartal Maßnahmen** ergreift, um sowohl die **Nachfrage- als auch die Angebotsseite** der Wirtschaft weiter zu unterstützen. **Selbst in Europa** werden derzeit neben paneuropäischen Paketen **auch nationale** milliardenschwere Unterstützungsprogramme aufgelegt (in Frankreich, Deutschland, Italien etc.)

## i Ausblick

- Obwohl die meisten Volkswirtschaften der Welt 2020 negative Konjunktrentwicklungen (Prognose für USA: -3,5% bis -4%) verzeichnen werden (mehrheitlich Rückgang im hohen einstelligen Prozentbereich der Wirtschaftsleistung selbst in Asien mit Ausnahme von China mit einem prognostizierten Wachstum zwischen +1,5% und +2%), **deuten die aktuellen Indikatoren, trotz Abschwächung des Momentums, auf einen intakten Aufwärtstrend hin.**
- Trotz der anhaltenden Handelsspannungen zwischen den USA und China **wird China in absehbarer Zeit der Kerntreiber des weltweiten Wirtschaftswachstums bleiben.** Das Land hat sich weitgehend von der COVID-19-Krise erholt und konnte im 2. Quartal um über +3,2% gegenüber demselben Quartal im Jahr 2019 zulegen.
- Die **Arbeitslosenzahlen in den USA** werden weiter sinken (April-Hoch 14,7%, Juli 9,8% und nun unter 8,5%). Prognosen der Weltbank gehen für 2021 von einer durchschnittlichen Jahresrate von unter 6% aus.
- Jetzt, wo die **Fed fast zwei Monate lang im Wesentlichen an der Seitenlinie steht** («Forward Guidance» hinsichtlich Zinsniveau ja, aber keine Umsetzung umfangreicher geldpolitischer Operationen mehr), **werden Bewertungen an den Börsen stärker durch eine Verbesserung der Wirtschafts- und Unternehmensgrundlagen validiert.**
- Ein **detaillierterer Blick auf die bisherige Börsenentwicklung und Bewertungen** zeigt anhand des weltweiten Aktienindex MSCI World folgendes interessantes Bild: Seit Jahresbeginn liegt der Index bei rund -1%. Dividenden haben +1,2% beigetragen. Die Erträge sind um -15,5% zusammengebrochen, aber diese sind durch steigende Bewertungen mehr oder weniger ausgeglichen worden. Nach der Erholung handelt der Markt nun zum knapp 20-fachen des geschätzten Gewinnes im nächsten Jahr. Dies ist ein ungewöhnlich hohes Niveau, dass seit dem Platzen der Technologieblase im Jahr 2001 nicht mehr übertroffen wurde. Trotz fallender Gewinnerwartungen sind die Märkte gestiegen. Eine Erklärung hierfür ist, dass 2020 nicht alle Unternehmen leiden. Um den CEO von Microsoft zu zitieren: „Wir haben zwei Jahre der digitalen Transformation in zwei Monaten erlebt“. Mit „zwei Jahre in zwei Monaten“ lässt sich wohl auch die jüngste Aktienhausse bei vielen IT-Unternehmen ganz gut beschreiben. Die andere Erklärung ist natürlich die, dass die Zentralbanken den Markt mit Geld überschwemmt und damit die Anleiherenditen nach unten gedrückt haben. Wenn Anleihen niedrigere Renditen bieten, macht das Aktien im Vergleich attraktiver, was zu höheren Aktienkursen führt. Zu Beginn des Jahres betrug die 10-jährigen Anleiherenditen in den USA 1,9%. Die Gewinnrendite (Gewinne dividiert durch Preis) des MSCI World betrug hingegen 6,4%, was zu einem Spread von 4,5% führte. Die Aktienbewertungen sind nun höher und die Gewinnrendite beträgt aktuell noch rund 5,2%. Gleichzeitig sind die Anleiherenditen auf 0,65% gefallen, was wiederum zu einer Differenz von rund 4,5% führt. Der Rückgang der Anleiherenditen ist demnach ebenfalls ein wesentlicher Treiber der bisher höheren Bewertungen gewesen. Um die Bewertungsniveaus bei Aktien halten zu können, müssen nun entweder die Fundamentaldaten (Gewinne) weiter steigen oder/und die Anleiherenditen weiter sinken.

## i Ausblick

- Die **kommende Q3-Gewinnsaison** wird Anlegern wieder die Gelegenheit bieten, mehr Einblicke zu gewinnen, wie Unternehmen die Erholung bewältigen und wie sich die Konsenserwartungen für das EPS-Wachstum entwickelt haben. Besser als erwartete Gewinne (die in den letzten Quartalen zur Norm geworden sind), liefern Aktien traditionell einen Schub. Für US-Aktien geht man für 2020 von einem Gewinnrückgang von -19% aus. Der Konsens der Analysten für das EPS-Wachstum für 2021 und 2022 liegt bei +25,8% bzw. +15,4%, was sehr optimistisch ist (vgl. die nachfolgende Grafik, Quelle: Bloomberg). Sollte dies so eintreten, wäre dies die höchste Wachstumsrate seit den Nachwirkungen der Finanzkrise im Jahr 2010. Für das **abgelaufene Quartal gehen wir zwar von einer weiteren Erholung aus**, doch die Entwicklungen werden sich wiederum **sehr stark von Sektor zu Sektor, von Unternehmen zu Unternehmen unterscheiden**.



- Mit Blick nach vorne ist auch eine weitere bei Anlegern viel diskutierte Frage relevant: **Wann kommt endlich eine nachhaltig anhaltende Rotation von Wachstums- in Value-Titel?** In den vergangenen Jahren brachte das Rennen zwischen Growth und Value einen klaren Sieger hervor: Wer als Anleger erfolgreich sein wollte, der musste auf wachstumsstarke Aktien (Growth) setzen, Substanzwerte (Value) hatten seit dem Jahr 2007 in der Regel das Nachsehen. **Nun mehren sich die Stimmen, die eine Trendwende zugunsten der Value-Aktien prognostizieren** (mit ähnlichen Argumenten wie 2000–2002). **Wir denken aber nicht**, dass dies – mit Ausnahme von kurzfristigen, zyklischen Gegenbewegungen – eintreten wird. Es zeigt sich, dass die Gewinne und Gewinnerwartungen für die beiden **wichtigen Growth-Sektoren Technologie und Gesundheit** in den vergangenen 10 Jahren **fast stetig angestiegen sind**. Selbst der Corona-bedingte Konjunkturerbruch in diesem Jahr geht an beiden Branchen fast unbemerkt vorbei. Ganz anders stellt sich dagegen die Situation bei den **Value-Sektoren** dar: Sowohl bei den **Finanz- als auch bei den Industriewerten kommt es zu einem signifikanten Gewinneinbruch**. Wer auf die **zukünftigen Gewinne setzt, der setzt also weiterhin eher auf Growth- als auf Value-Aktien**, die zudem schon seit dem Jahr 2008 eine nur unbefriedigende Ertragslage zu verzeichnen hatten. Neben den Unternehmensgewinnen spielt die **Zinsentwicklung eine entscheidende Rolle** für die relative Attraktivität von Growth- gegenüber Value-Aktien. **Aus unserer Sicht spricht wenig für ein Szenario steigender Zinsen**. Alles in allem sind wir also nicht davon überzeugt, dass eine Phase einer nachhaltig besseren Wertentwicklung von Value-Aktien zu erwarten ist. **Der einzige Hoffnungsschimmer für Value ist aus unserer**

## i Ausblick

**Sicht der, dass sich die *relativen* Gewinnerwartungen gegenüber Growth zuletzt verbessert haben.** Eine derartige Entwicklung war das letzte Mal zwischen September 2016 und Juni 2017 zu beobachten; damals kam es auch zu einer temporär besseren Wertentwicklung des Value-Index.

- **Nach der technischen Korrektur** der letzten Wochen brauchen die Aktienmärkte neben guten Quartalsergebnissen aber auch weitere Katalysatoren – wie **fiskalische Anreize oder/und die rasche Einführung eines COVID-19-Impfstoffs** –, um der **Stimmung den nötigen Auftrieb zu geben**. Die Rufe nach weiterer finanzieller Unterstützung gehen natürlich weiter, aber die Politik steht dem derzeit im Weg. **Von dieser Front ist in den nächsten Wochen (Präsidentschaftswahl in den USA) eher mit Gegenwind zu rechnen**. Während aus empirischer Sicht die **Wahlen selten zu einem starken Rückgang der Aktienmärkte** geführt haben, ist die Performance der Aktienmärkte in Wahljahren im späteren Jahresverlauf tendenziell schwächer als sonst. **Viele befürchten, dass ein Sieg der Demokraten zu höheren Steuern und einem weniger aktienfreundlichen Umfeld führen würde**. Darüber hinaus kann das Risiko eines sehr knappen Ergebnisses auch zu einer längeren Phase der Unsicherheit führen (sollte der demokratische Kandidat das Rennen knapp gewinnen, dann wird dies aufgrund der speziellen Abstimmungsumstände im Jahr 2020 höchstwahrscheinlich von Trump nicht akzeptiert und Gerichte müssten sich wochenlang mit dem finalen Wahlausgang auseinandersetzen).
- Kurzfristig denken wir, dass die Situation rund um **COVID-19 und die Wahlen in den USA** die derzeit **wichtigsten und am schwierigsten zu prognostizierenden Belastungsfaktoren für die Börsen sind**. Auf der anderen Seite haben die Optionsmärkte (zum Beispiel anhand des CBOE Volatilitätsindex-Futures-Index) einen Anstieg des Risikos zum Wahltag hin – und einen Rückgang nach dem Wahltermin – bereits eingepreist. In jüngster Zeit haben sie jedoch das Risiko, dass die Volatilität hoch bleiben könnte, neu bewertet. Die aktuellen November-Kontrakte übersteigen zum ersten Mal die Oktober-Kontrakte, was die potenziellen Verzögerungen bei der Auszahlung der Stimmzettel und die Verzögerung einer Bekanntgabe aufgrund umstrittener Ergebnisse widerspiegelt. Dies deutet darauf hin, dass die Chancen auf ein nicht eindeutiges Wahlergebnis bereits eingepreist sind. **Dies bedeutet, dass der weitere Verlauf der Pandemie zum kurzfristig wichtigsten (Belastungs-)Faktor werden könnte**.



## ii Zusammenfassung Basisszenario

- **In einem Umfeld erhöhter Unsicherheit (COVID, Politik, Gewinnerwartungen, US-China-Konflikt) sollte sich die US-Dollarerholung kurzfristig fortsetzen** (EUR/USD unter technischer Hürde von 1,15 ist realistisch, bevor sich der Aufwärtstrend beim EUR fortsetzen kann), zumal die nächste, möglicherweise impulsgebende US-Fedsitzung erst Anfang November stattfinden wird.
- Die **Konsolidierung bei Technologieaktien** und auch beim aktuell «überkauften» **Gold** (negativ korreliert mit der Entwicklung des USD und nach wie vor sehr hoher Optimismus bei Anlegern) dürfte sich noch etwas fortsetzen. Zyklische Aktien und Value-Titel, die sich zuletzt ganz gut entwickelten, dürften nur dann vor einem längerfristigen Aufschwung stehen, wenn die internationale Konjunktur sich massiv beschleunigt oder die Anleihenrenditen steigen. Beides ist zurzeit aus verschiedenen Gründen nicht der Fall.
- Aufgrund **der hohen Gewichtungen in den Indizes werden etwaige weitere Korrekturen im IT-Bereich** auch die **breiten Märkte nach unten ziehen** (der Optionsmarkt, anhand des Put/Call-Ratios, gibt ebenfalls noch kein eindeutiges Kaufsignal, d.h. immer noch zu hohe Nachfrage nach Kaufoptionen im Verhältnis zu Verkaufsoptionen). Aufgrund fehlender Impulse bei Value-Titeln wird es daher schwierig, dass sich die Aktienmärkte insgesamt – zumindest bis zur US-Wahl – wesentlich nach oben bewegen.
- **Neue Tiefpunkte** bei den Aktien-Indizes **sehen wir aber derzeit nicht**. Ein technisch bedingtes Absinken auf die 200-Tage-Linie (gleitender Durchschnitt) beim S&P 500 um die 3100–3150 ist jedoch jederzeit möglich – ein interessantes Niveau, um das Aktienexposure mit Blick auf 2021 auszubauen.
- Bei **Anleihen** sind bis zum Jahresende zwar keine ausgeprägten Renditesprünge zu erwarten, doch aufgrund erhöhter Aktienvolatilität und stabil niedriger Inflation und Zinsen können sie weiterhin wertvolle Diversifikationseffekte innerhalb von Portfolios haben. **Gewisse Segmente des Unternehmensanleihen-Bereichs** sind darüber hinaus aufgrund nicht steigender Spreads **punktuell nach wie vor interessant** (mit mittelfristiger Optik selbst im Bereich von Investment-Grade-Anleihen und zwar überall dort, wo sich das Kreditrisiko nicht wesentlich verschlechtert und die Rendite auf Verfall höher ist als die Inflation).
- **Mittel- (2021) und langfristig (2-3 Jahre Horizont)** betrachtet sind wir für **Sachanlagen** wie etwa **Aktien und Gold**, trotz zwischenzeitlichen Rücksetzern, **positiv gestimmt**. **Folgende Treiber** sollten den positiven Aufwärtstrend untermauern:
  - 1 **Weltweite Fiskalprogramme (unabhängig von der politischen Gesinnung) und monetäre Stimulierungen**
  - 2 **Aktives Eingreifen westlicher Notenbanken in die Zinskurven („YCC“, Yield Curve Control)** und zunehmende **Vermengung zwischen Fiskal- und Geldpolitik** mit dem Ziel, eine tiefe Rezession in der Wirtschaft möglichst zu vermeiden
  - 3 **Negative Realrenditen** (v.a. in den USA und Europa) beflügeln mittelfristig **Goldanlagen und entwerten (real) niedrig verzinsliche Nominalpapiere (Anleihen), Cash und letztlich Papiergeld (Währungen)**. **Globale, Benchmark-sensitive Anleihen Investoren müssen immer höhere Durationen in Kauf nehmen, was deren Zinsrisiko immer höher ansteigen lässt.**

## ii Zusammenfassung Basisszenario

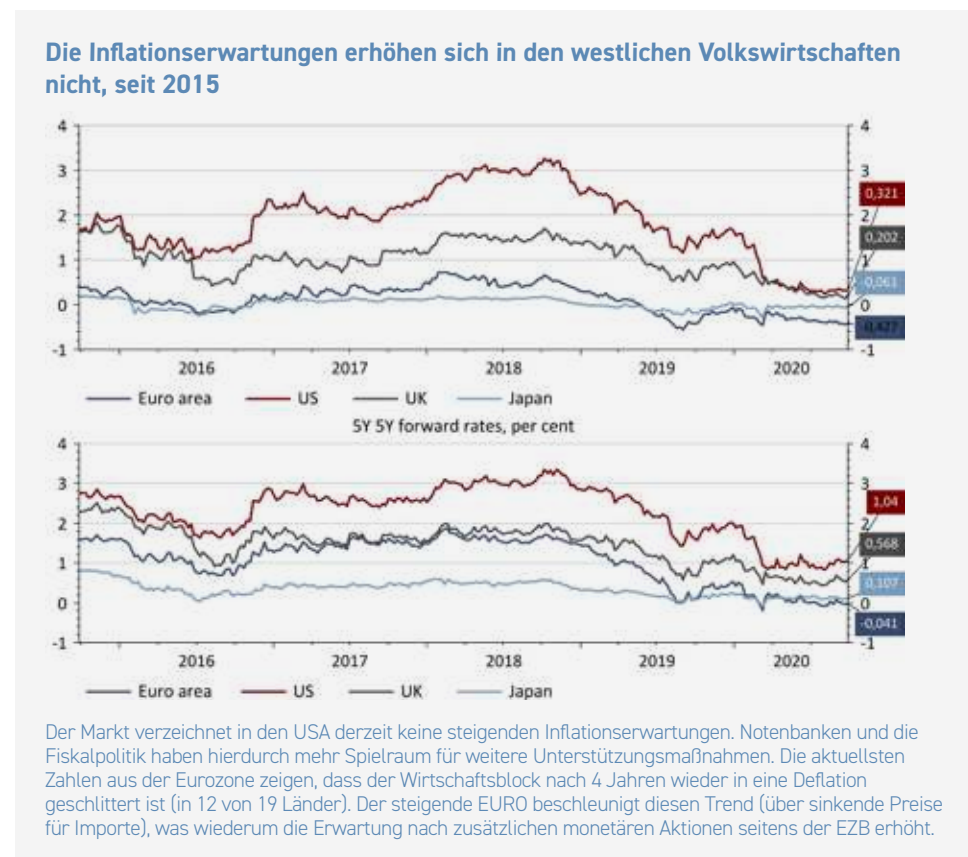
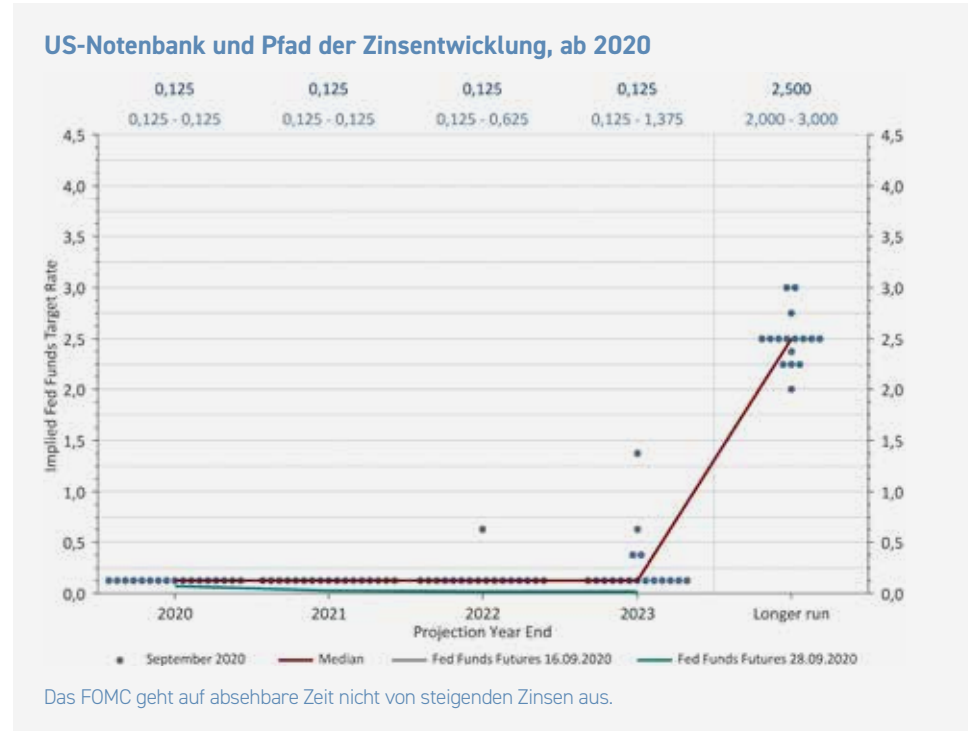
- 4 **Immens viel Liquidität steht auf der Seitenlinie und sucht Anlagealternativen.** Allein in den USA sind über USD 4,5 Bio. in Geldmarktinstrumente und Cash geparkt. Dies sind rund USD 1,5 Bio. mehr als noch per Mitte 2019 und USD 600 Mrd. über dem Höchstniveau während der Finanzkrise 2007/2008.
- 5 **„Daten sind das Öl der Zukunft“.** Obwohl einige IT-Unternehmen aus wettbewerbsrechtlichen Gesichtspunkten enorme Marktmacht haben, werden sie von der Politik auch künftig eher mit Samthandschuhen angefasst. Insbesondere wenn man den sino-amerikanischen Konflikt beobachtet, stellt man fest, dass beide Seiten ihre IT-Champions wie Assets von national-strategischer Relevanz behandeln. Dies eröffnet für Investoren weiteres Potential, bedingt aber, dass man sich in dieser zunehmend **dualen Welt, sowohl bei den Gewinnern in den USA also auch bei jenen aus China engagieren sollte. Europa fällt diesbezüglich deutlich unten ab.**

### Welche Faktoren sind aktuell die größten absehbaren Gefahren für die Märkte?

- 1 Der weitere Verlauf der **COVID-19-Pandemie**, also **neue Erkrankungswellen**, welche das schrittweise Hochfahren der Wirtschaft unterbinden könnten
- 2 **Enttäuschungen beim Wirtschaftswachstum.** Die konjunkturelle Lage muss sich auch im Q4 weiter erholen, damit die bisherigen Aktiennotierungen fundamental untermauert werden
- 3 Mögliche Enttäuschungen bei den **Q3-Unternehmenszahlen**
- 4 **Weiterer Verzug bei zusätzlichen Fiskalpaketen** in den USA
- 5 **Die US-Präsidentenwahlen im November**
- 6 Erneute politisch und wirtschaftlich bedingte **Spannungen zwischen den USA und China**

### iii Rückblick & Ausblick

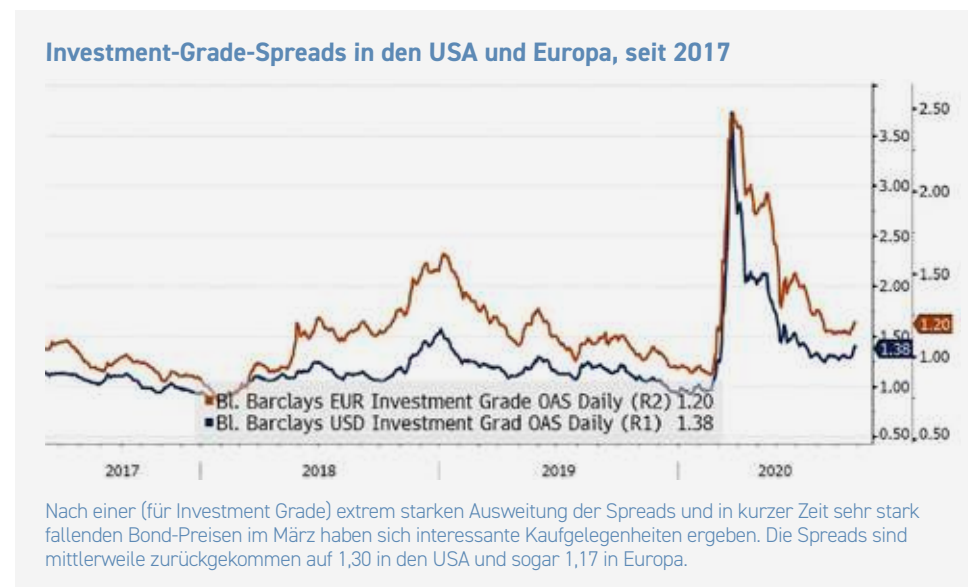
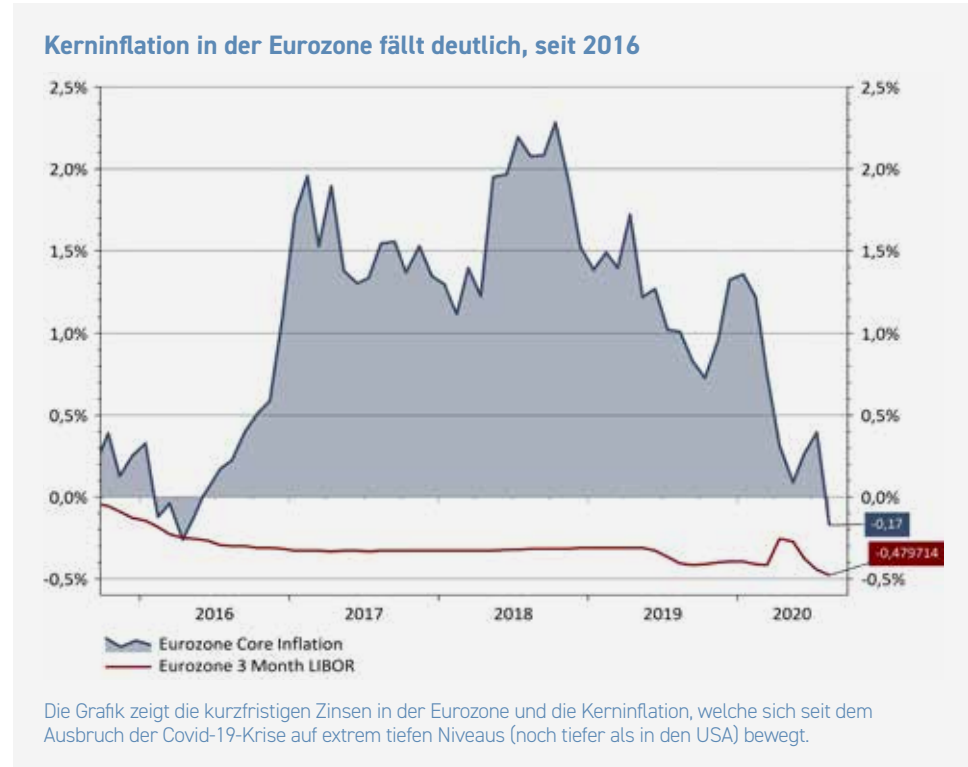
(in Charts)



Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin

### iii Rückblick & Ausblick

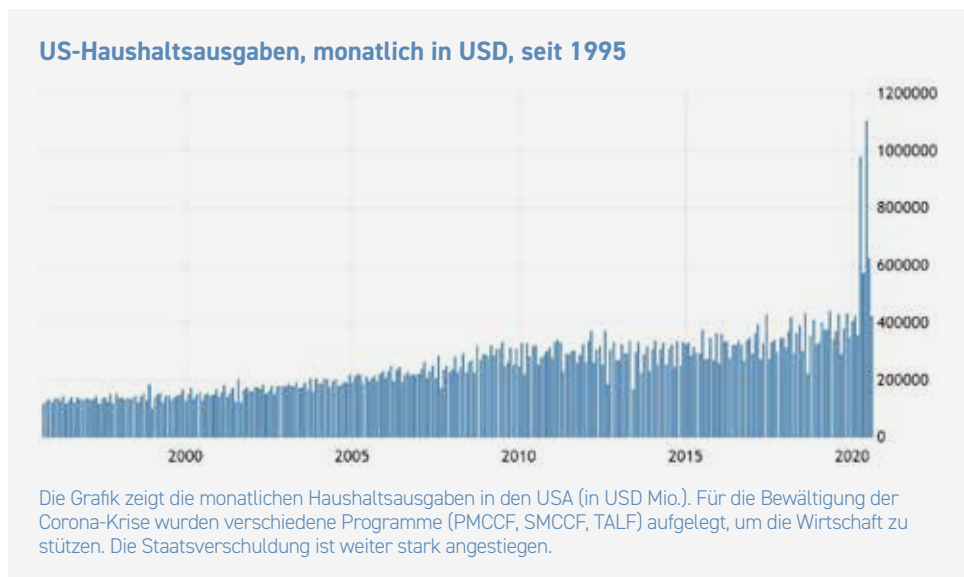
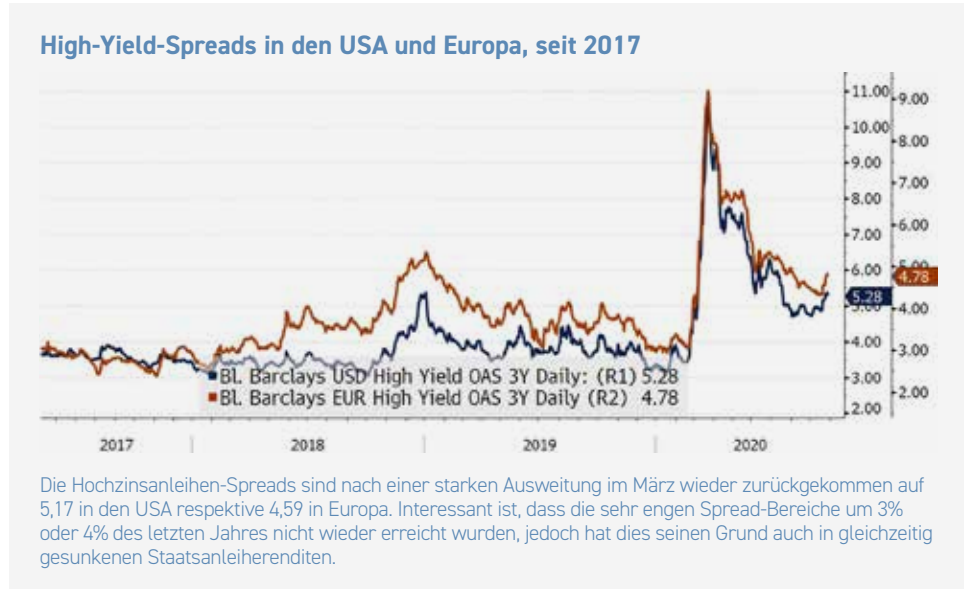
(in Charts)



Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin, Bloomberg

### iii Rückblick & Ausblick

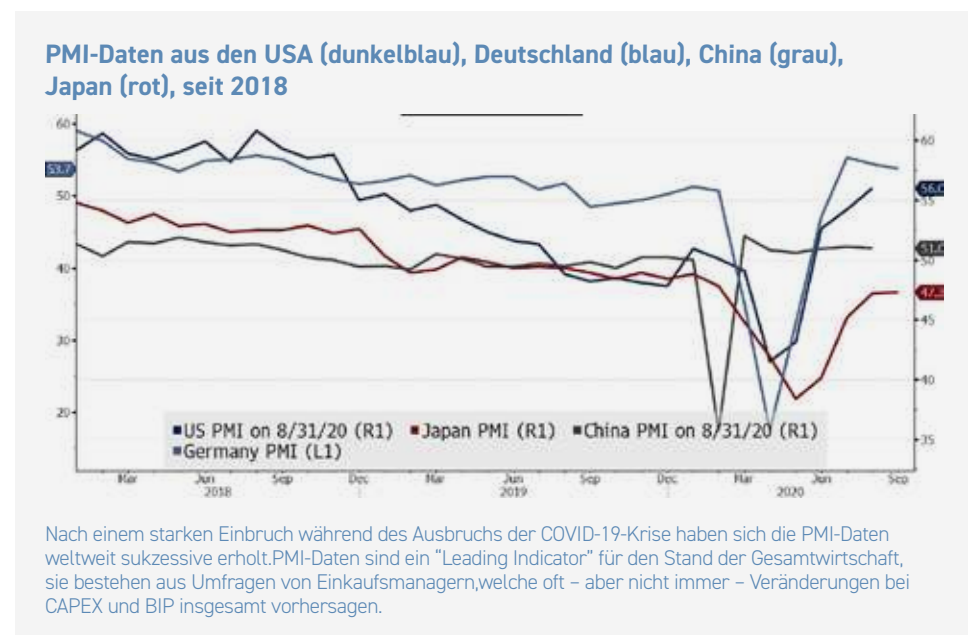
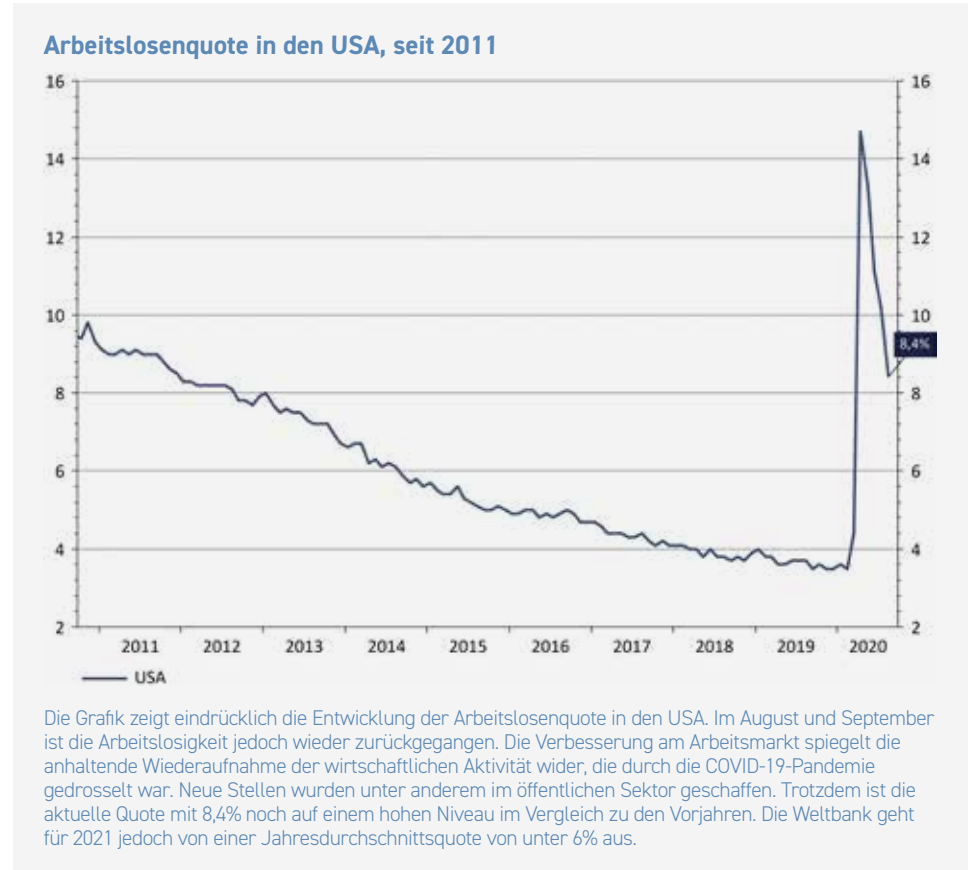
(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Trading Economics, Altrafin

### iii Rückblick & Ausblick

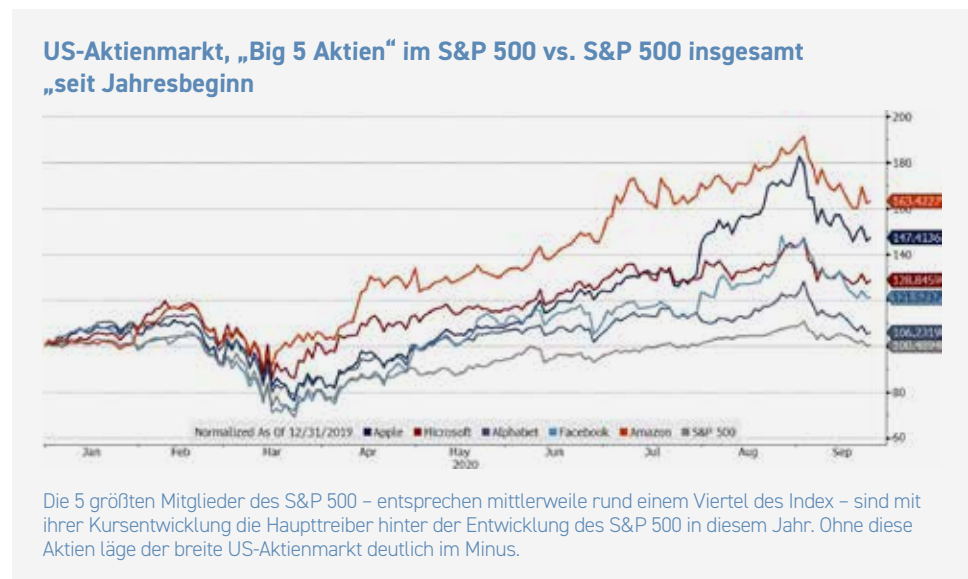
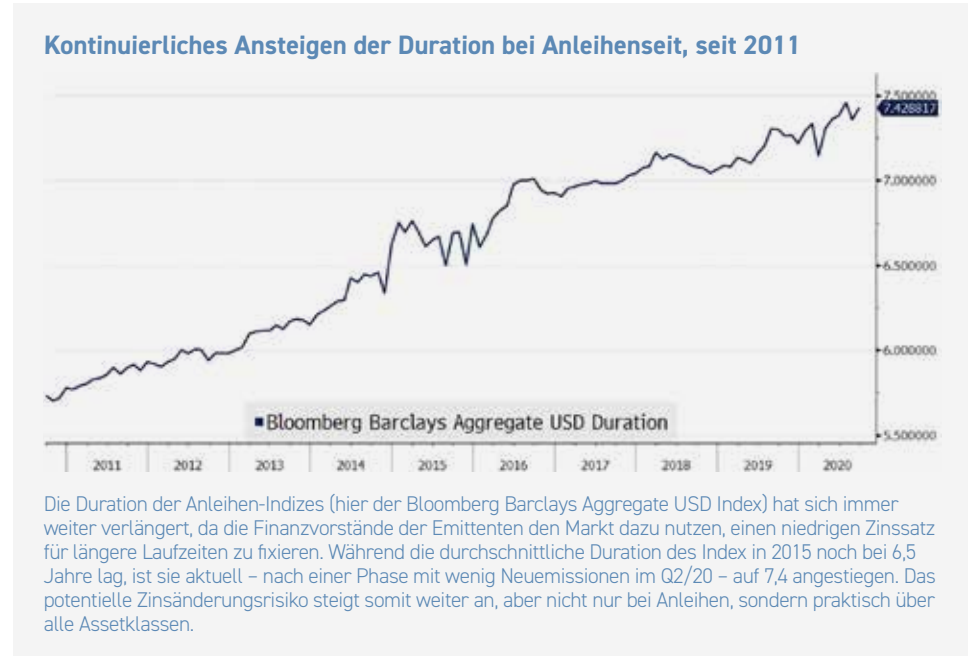
(in Charts)



Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin, Bloomberg

### iii Rückblick & Ausblick

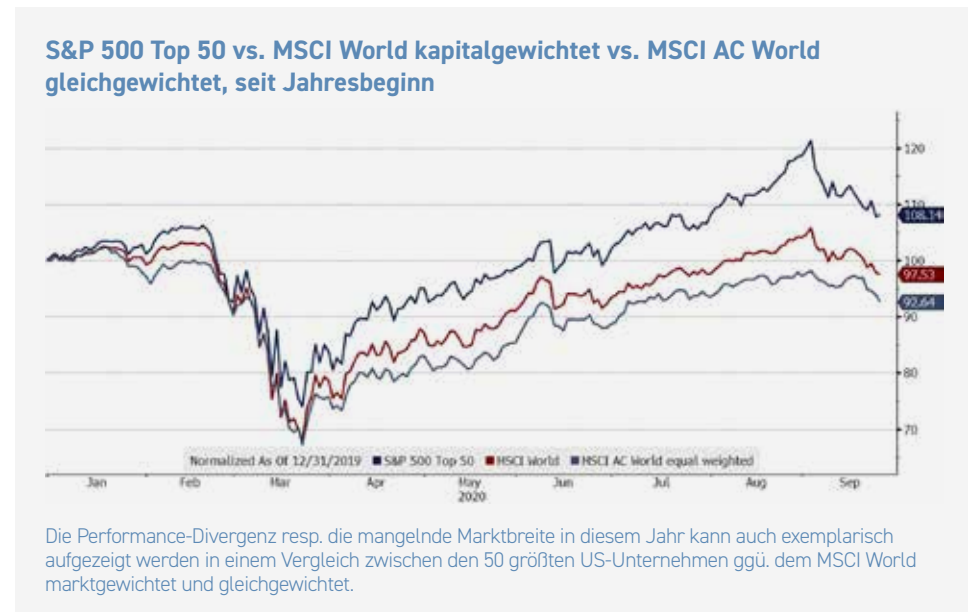
(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

### iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

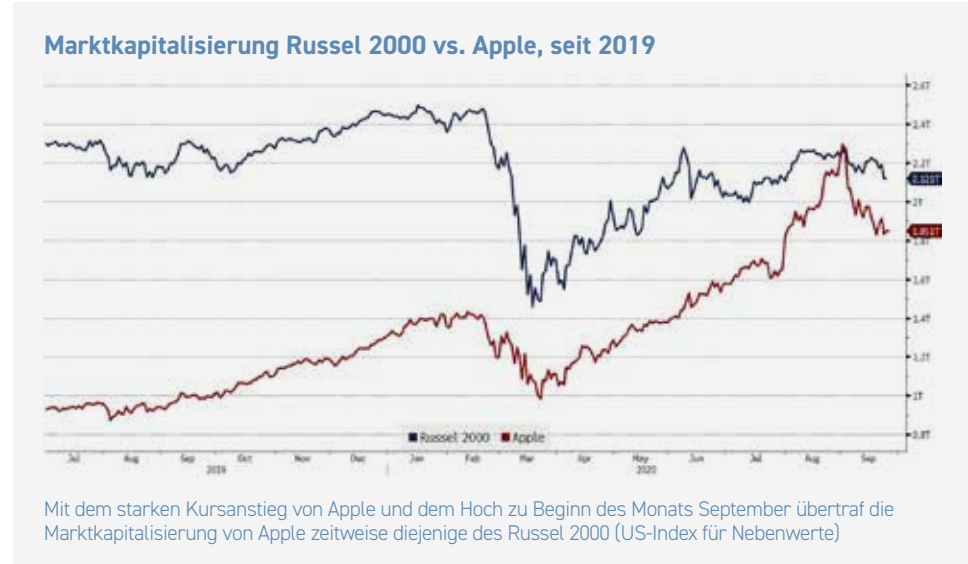


Quelle: Bloomberg, Altrafin



### iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

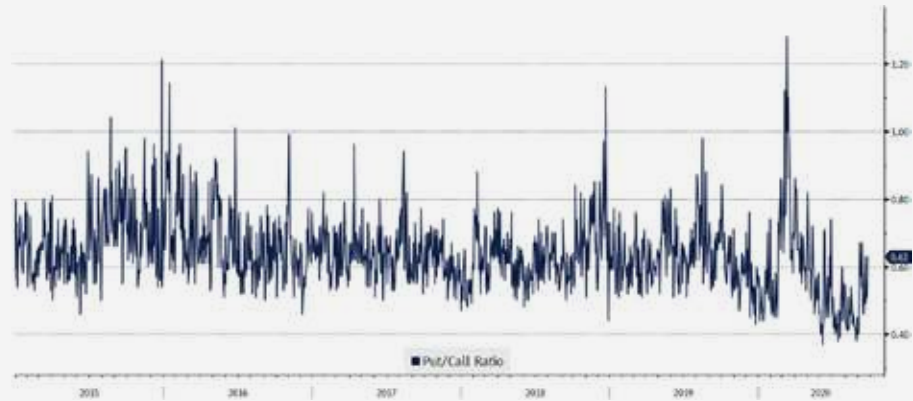


Quelle: Bloomberg, Altrafin

## iii Rückblick & Ausblick

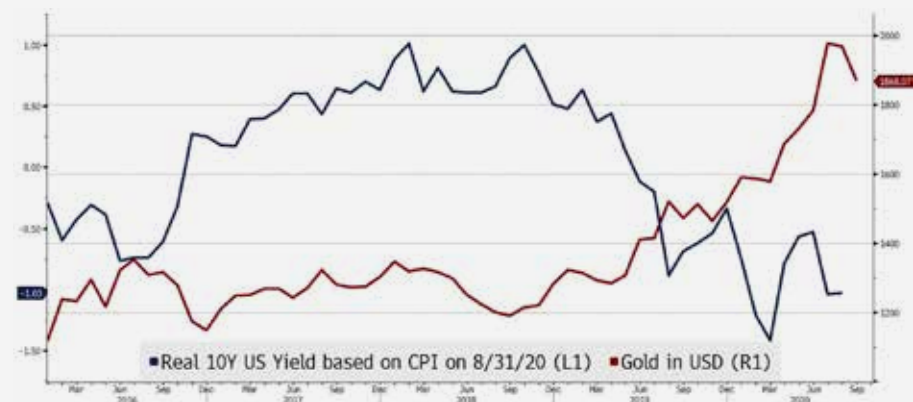
(in Charts)

### Verhältnis von Put- zu Call-Optionen, seit 2015



Die Optionsmärkte in den USA weisen auf eine eher optimistische Positionierung des Marktes hin. Im Zuge der Korrektur an den Aktienmärkten im September hat sich die Positionierung von den Höchstständen etwas abgeschwächt und neutralere Niveaus erreicht. Die Optionsmärkte geben daher noch kein eindeutiges Kaufsignal.

### Entwicklung 10-jährige US-Realrendite vs. Goldpreis, seit 2016

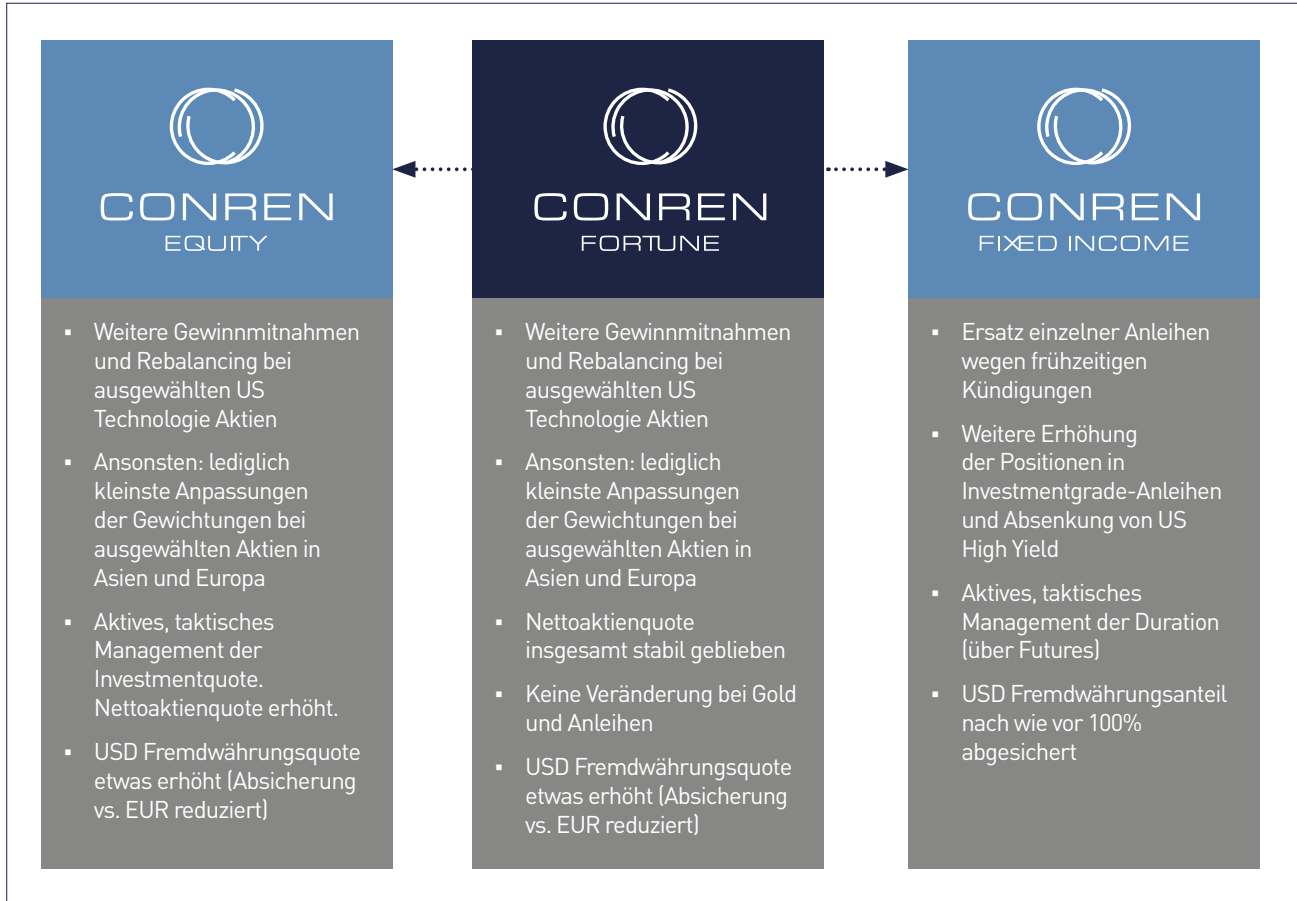


Vom starken Rückgang der Realrenditen in den USA konnte nicht zuletzt der Goldpreis enorm profitieren und erreichte dieses Jahr neue Höchstwerte mit über USD 2000 pro Unze (auf Tagesschlusskurse bezogen)

## Anlagemonitor

| «Makro»  | «Mikro»   |  | «Markt»   |
|--|---|--|---|
|  | «Absolut»   | «Relativ»  |   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>COVID-19:</b> Die Ansteckungszahlen haben sich auf weltweiter Basis noch einmal deutlich beschleunigt. Erneute lokale Lockdowns erhöhen die Gefahr für eine nachhaltige konjunkturelle Erholung.</li> <li>• <b>Konjunktur:</b> Die Dynamik der wirtschaftlichen Erholung in Europa und USA beginnt sich etwas zu verlangsamen (nicht so in China), zumal weitere Fiskalpakete nicht mehr so schnell gesprochen werden wie noch nach dem Ausbruch der Pandemie im ersten Quartal dieses Jahres. Wie die Zahlen der <b>Arbeitslosenansprüche in USA</b> gegen Ende des 3. Quartals erneut nahelegen, setzt sich die wirtschaftliche Erholung fort, jedoch in einem Tempo, das sowohl im Verhältnis zu dem, was möglich ist, als auch zu dem, was benötigt wird, zu langsam ist. Letztlich gehen wir aber davon aus, dass der Kongress seiner Verantwortung gerecht wird und <b>spätestens im 4. Quartal Maßnahmen (weiteres Fiskalpaket)</b> ergreift, um sowohl die <b>Nachfrage- als auch die Angebotsseite</b> der Wirtschaft weiter zu unterstützen.</li> <li>• Viele Marktkommentatoren und Investmentstrategen fragen sich, ob all die im <b>2020 getroffenen Maßnahmen</b> (Fiskal- &amp; Geldpolitik) <b>letztlich nicht doch zu einer stark steigenden Inflation führen</b>, was den weiteren Handlungsspielraum der Notenbanken begrenzen könnte. Für <b>Europa</b> scheint uns eine Inflationsbeschleunigung aufgrund vieler struktureller Problemfaktoren wie Überkapazitäten, Verschuldungsübergang etc. <b>auf absehbare Zeit unwahrscheinlich</b>. Aber selbst in den <b>USA</b> ist bei wichtigen Inflationsfaktoren, wie Ölpreis, Lohnsumme oder Immobilienmieten, <b>eher mit Preisdruck zu rechnen</b>. Technologische Effizienzgewinne, stotternder Transmissionsmechanismus in der Geldpolitik und insbesondere auch fehlende Nachfragempulse aufgrund der hohen Arbeitslosigkeit verhindert einen solchen Inflationsanstieg (in USA derzeit bei rund 1.1%). Mit <b>Inflationsdruck könnte eher noch aus China zu rechnen sein</b>.</li> <li>• Für den <b>weiteren (kurzfristigen) Verlauf an den Börsen</b> sind derzeit insbesondere die <b>Situation rund COVID-19</b> und die Lage rund um die <b>US Präsidentschaftswahl</b> von hoher Bedeutung.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Börsen-Erholung kommt ins Stottern.</b> Ein historisches Hoch wurde mit einem Index-Stand beim US S&amp;P 500 von 3588 am 2. Sept. 2020 erreicht. Die im <b>September stattgefundenen Kursrückgänge</b>, besonders bei den hoch bewerteten US-Techaktien (der technologieelastige NASDAQ-Index verlor seit der Spitze über 10%) ist eher als <b>gesunde, markt-technisch und weniger fundamental bedingte Konsolidierungs-korrektur zu sehen</b>.</li> <li>• <b>Bewertungsparameter</b> (KGVs, PB, etc.) für Aktien sind immer noch mit Vorsicht zu <b>interpretieren</b>. Für <b>US Aktien</b> geht man für 2020 von einem Gewinnrückgang von -19% aus. Der Konsens der Analysten für <b>EPS-Wachstum für 2021 und 2022</b> liegt derzeit bei +25,8% bzw. +15,4%, was sehr optimistisch ist.</li> <li>• <b>Rohstoffe:</b> Kurzfristige Konsolidierungskorrektur von den Höchstwerten im August beim Gold hält an (auch weil der USD etwas stärker wurde). Mittelfristig spricht aber nichts für eine Trendumkehr. Dies trifft insb. auch für <b>Goldminenaktien zu</b>.</li> <li>• <b>Staatsanleihen (USA &amp; Europa): die Renditen steigen (vgl. August) nicht mehr an</b>, d.h. sie sind nach wie vor pessimistisch was die Wachstumsaussichten betrifft.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Aktien vs. Renten:</b> Zins 2j. US-Staatsanleihen (0,13%) &lt; Div. Renditen (1,8%). Europa (ex-UK) Div. Rendite: 2,4%.</li> <li>• Bondrenditen in Deutschland immer noch über die gesamte Zinskurve negativ. Selbst 30-jährige Bundesanleihen rentieren aktuell -0.12%. Negative Realrenditen in USA und Europa beflügeln <b>mittelfristig</b> Sachwerte wie Aktien und <b>Goldanlagen und entwerten (real) niedrig verzinsende Nominalpapiere (Anleihen), Cash und letztlich Papiergeld (Währungen)</b>.</li> <li>• <b>Wann kommt endlich eine nachhaltig anhaltende Rotation von Wachstum in Value Titeln?</b> Eine Rotation bedingt <b>zwei Voraussetzungen:</b> 1. deutlich stärkerer, weltweiter Konjunktur-aufschwung als derzeit prognostiziert und 2. steigende Anleihen-renditen. Beide Punkte sprechen aktuell gegen eine solche Rotation. Der <b>einzige Hoffnungsschimmer</b> für Value ist aus unserer Sicht der, dass sich die <b>relativen Gewinn-erwartungen</b> gegenüber Growth zuletzt verbessert haben.</li> <li>• <b>Europa und USA:</b> Credit Spreads haben sich auf niedrigen Niveaus eingependelt. <b>Derzeit spricht nicht viel</b> – trotz gewissen belastenden Faktoren (COVID-19 und US Politik) – <b>für deutlich steigende Spreads (sinkende Bondpreise)</b>.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Die <b>Konsolidierung</b> bei <b>Technologie-aktien</b> und auch beim aktuell <b>«über-kaufen» Gold</b> (negativ korreliert mit der Entwicklung des USD und nach wie vor sehr hoher Optimismus bei Anlegern) dürfte sich noch etwas fortsetzen.</li> <li>• Aufgrund <b>der hohen Gewichtungen in den Indizes werden etwaige weitere Korrekturen im IT Bereich auch die breiten Märkte nach unten ziehen</b> (Optionsmarkt, anhand des Put/Call Ratios, gibt ebenfalls noch kein ein-deutiges Kaufsignal an, d.h. immer noch zu hohe Nachfrage nach Kauf-optionen im Verhältnis zu Verkaufs-optionen).</li> <li>• <b>VIX = S&amp;P 500</b> – signalisiert Vorsicht, immer noch auf erhöhtem Niveau (um die 30).</li> <li>• <b>Neue Tiefpunkte</b> bei den Aktien-Indizes <b>sehen wir aber derzeit nicht</b>. Ein technisch bedingtes Absinken auf die 200 Tage Linie (gleitender Durchschnitt) beim S&amp;P 500 um die 3100-3150 ist jedoch jederzeit möglich – ein interessantes Niveau um die Aktienexposure mit Blick auf 2021 auszubauen.</li> <li>• <b>Immens viel Liquidität steht auf der Seitenlinie und sucht Anlagelalternativen</b>. Alleine in USA sind über USD 4.5 Billionen in Geldmarktinstrumente und Cash geparkt. Dies sind rund USD 1.5 Bio. mehr als noch per Mitte 2019 und USD 600 Mrd. über dem Höchst-Niveau während der Finanzkrise 2007-2008.</li> <li>• <b>EUR/USD:</b> Die <b>Konsolidierung des US-Dollars (Aufwertung) ist noch nicht ausgestanden</b>.</li> <li>• <b>Öl / Rohstoffe:</b> Im Zuge einer sich etwas abflachenden Wachstumsdynamik und einem erstarkten USD kommen auch industrienahen Rohstoffe etwas unter Druck. Der kurzfristige Trend könnte sich auch hier fortsetzen.</li> </ul> |

## v Ausgewählte Maßnahmen CONREN Fonds



## vi CONREN's M<sup>3</sup> Erklärt

| «Wie Märkte sich verhalten sollten»<br>Fundamental-Daten   |   | «Wie Märkte sich tatsächlich verhalten»<br>Markt-Dynamik   |
|--|---|--|
| 1<br>«Makro»   | 2<br>«Mikro»  | 3<br>«Markt»   |
| Liquiditätsparameter und<br>Wirtschaftszyklen  | Bewertungsparameter   |  |
|  | «Absolut»   | «Relativ»  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Zinsen, Inflationsraten</li> <li>▪ Geldmenge, Kreditschöpfung</li> <li>▪ Währungsrelationen</li> <li>▪ ...</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ KGV</li> <li>▪ P/B</li> <li>▪ ROE</li> <li>▪ Dividenden-Renditen</li> <li>▪ Gewinn-Renditen</li> <li>▪ YTM</li> <li>▪ Duration</li> <li>▪ Kreditbonität</li> <li>▪ ...</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Dividenden- / Gewinn-Renditen vs. Anleihen-Renditen</li> <li>▪ «Kredit- / Zinsspreads» (Unternehmens- vs Staatsanleihen)</li> <li>▪ Gold/Aktien/ Anleihen-Relation</li> <li>▪ Korrelationen zw. Vermögensklassen</li> <li>▪ ...</li> </ul>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Angebots- und Nachfrageverhalten (Anleihen, Aktien, Rohstoffe)</li> <li>▪ Preis- und Volumenbewegungen</li> <li>▪ Technische Faktoren (inkl. Trendrichtung)</li> <li>▪ Marktstimmung («sentiment»)</li> <li>▪ Marktpositionierung (z.B. «put/call ratio» bestimmter Aktienindizes, Entwicklung der Volatilitäten)</li> <li>▪ ...</li> </ul> |   |  |
| <p>Das Augenmerk liegt hier auf jenen drei makroökonomische Faktoren, die u.E. auf die Entwicklung von einzelnen Vermögenswerten einen entscheidenden Einfluss haben:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Wachstum,</li> <li>2. Inflation (Zinsen) und</li> <li>3. monetäre Basis (expansive vs. restriktive Gesamtliquiditätssituation).</li> </ol>                       | <p>Hier werden sowohl «relative» wie «absolute» Bewertungsparameter herangezogen. Unterschiedliche Vermögensklassen werden sowohl einzeln (absolut) als auch im relativen Verhältnis zueinander analysiert, um insbesondere auch im historischen Zusammenhang Über-/Unterbewertungen zu eruieren. Auf aggregierter Basis werden Parameter wie Dividendenrenditen, Verhältnis von Gewinn- («earnings yield») zu Anleihenrenditen, KGVs, zyklisch adjustierte KGVs («CAPE»), etc. ausgewertet. Gleichzeitig erfolgen in einem zweiten Schritt die unternehmensspezifischen Analysen für die Wertpapierselektion anhand verschiedener Kriterien (Indices).</p> | <p>Die Ereignisse an den Anlagemärkten zeigen deutlich auf, dass sich Wertpapierpreise langfristig zwar durchaus rational im Sinne der unterliegenden ökonomischen Struktur (zum Beispiel die Gewinnentwicklungen von Unternehmen bei Aktienpreisen) entwickeln, kurz- und mittelfristig jedoch weit weniger von rationalen Entscheidungen, sondern vielmehr von nicht-rationalen Verhaltensmustern der breiten Anlegergemeinde abhängen. Diese akzentuieren Haussen und Baissen - indem Wertpapierpreise weit stärker steigen und fallen als dies die Unternehmensgewinne tun - und bestimmen damit wesentlich die Risiken und Chancen an den Märkten. Daher werden in diesem Bereich unterschiedliche markttechnische Faktoren analysiert, welche für die Richtung der Märkte relevant sein können («price &amp; volume action», «sentiment», Markt-Trendanalyse, etc.).</p> |

## vii Koordinaten

[info@conrenfonds.com](mailto:info@conrenfonds.com)

[www.conrenfonds.com](http://www.conrenfonds.com)

CONREN-Blog: <https://conrenfonds.com/conren-blog/>

CONREN Newsletter: <https://conrenfonds.com/kontakt/>

### CONREN Research GmbH, Zürich

---



**Christian von Veltheim**

[veltheim@conrenresearch.com](mailto:veltheim@conrenresearch.com)

### CONREN (Deutschland) GmbH, Heidelberg

---



Director - Head of Sales DACH

**Martin Weiß**

+49 157 / 830 22129

[weiss@conren.de](mailto:weiss@conren.de)

## viii Rechtlicher Hinweis

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken. Sie ist kein Verkaufsprospekt im Sinne des Gesetzes, sondern eine werbliche Darstellung, die der individuellen Information dient. Die Publikation darf nicht als Verkaufsangebot oder als Aufforderung zu Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren verstanden werden. Anlagen dürfen nur auf der Grundlage des aktuellen Verkaufsprospektes, des KID, des Verwaltungsreglement bzw. der Satzung sowie den jeweiligen Jahres- und Halbjahresberichte des jeweiligen Fonds getätigt werden, in dem Anlageziele, Gebühren, Chancen, Risiken und andere wichtige Fondsbelange ausführlich beschrieben sind. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt, das KID, das Verwaltungsreglement bzw. die Satzung und den jeweiligen Jahres- und Halbjahresberichten sorgfältig durch und konsultieren Sie Ihren rechtlichen und/oder steuerlichen Berater, bevor Sie eine Anlage tätigen.

Investmentfonds unterliegen dem Risiko sinkender Anteilspreise, da sich Kursrückgänge bei den im Fonds enthaltenen Wertpapieren bzw. der zugrundeliegenden Währung im Anteilspreis widerspiegeln. Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Die in diesem Dokument beschriebenen Fondslösungen, definieren sich grundsätzlich als langfristiges Anlageinstrument. Anleger sollten langjährige Wertpapiererfahrung haben und über einen langfristigen Anlagehorizont verfügen. Sollten Sie nicht über umfangreiche Kenntnisse und Erfahrungen im Bereich von Aktienanlagen, Anleihen, Fremdwährungen und Investmentfonds verfügen, raten wir dringend dazu, die Informationen in diesem Dokument und die Informationen aus dem Verkaufsprospekt unter Hinzuziehung fachlich kompetenter Beratung zu verwenden.

Die Informationen in dieser Publikation wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; der Herausgeber und/oder dessen verbundene Unternehmen und Vertragspartner übernehmen jedoch weder Haftung noch eine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Jede Haftung für die angeführten Informationen und Angaben für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung wird ausdrücklich ausgeschlossen. Die in der Publikation gemachten Aussagen können ohne Vorankündigung geändert werden. Die ggf. enthaltenen Aussagen zur Marktlage stellen unsere eigene Ansicht und die Ansicht der Altrafin Advisory AG, dem Fondsmanager der CONREN Fonds der geschilderten Umstände dar. Hiermit ist weder eine Allgemeingültigkeit noch eine Empfehlung beziehungsweise Anlageberatung verbunden. Holdings und Allokationen von Fonds können sich ändern. Gemachte Aussagen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Die Meinungen dienen dem Verständnis des Anlageprozesses und sind nicht als Anlageempfehlung gedacht. Die in diesem Dokument diskutierten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Anleger je nach deren speziellen Anlagezielen und je nach deren finanzieller Situation ungeeignet sein. Die Ausführungen gehen zudem von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Die steuerliche Behandlung hängt von den persönlichen Verhältnissen ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein. Alle Angaben in diesem Dokument erfolgen ohne Gewähr.

Die in dieser Publikation beschriebenen Produkte, Wertpapiere und Fonds sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. In verschiedenen Ländern dürfen Fonds nur angeboten werden, wenn eine Genehmigung der örtlichen Aufsichtsbehörde erlangt wurde. Diese Unterlage kann nur verteilt werden, soweit nach dem anwendbaren Recht zulässig. Insbesondere richtet sich diese Publikation weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz in den USA. In der Schweiz richtet sich die Unterlage ausschließlich an qualifizierte Anleger gemäß KAG. Bitte setzen Sie sich gegebenenfalls mit einer örtlichen Vertriebsstelle in Verbindung.

## viii Rechtlicher Hinweis

(Fortsetzung)

CONREN bietet eine Strategie, die sich in der Verwaltung langfristig ausgerichteter Familienvermögen bewährt hat: Ein aktives, vermögensverwaltendes und unabhängiges Management auf Basis eines themenbasierten Top-Down-Ansatzes. Es gibt keine Stichtags- oder Benchmarkbetrachtung (u.a. wird das Aktienexposure flexibel gesteuert). So bietet CONREN eine langfristige Absolute Return Strategie, um in jedem Umfeld langfristig Verlustrisiken zu minimieren und Kapitalzuwachs zu ermöglichen.

Der Verkaufsprospekt, das KID, das Verwaltungsreglement bzw. die Satzung, den jeweiligen Jahres- und Halbjahresbericht der CONREN Fonds können bei der IPConcept (Luxemburg) S.A. (Postanschrift: 4, rue Thomas Edison, L-1445 Luxemburg-Strassen oder im Internet: [www.ipconcept.com](http://www.ipconcept.com)) oder unter der E-Mail: [info@ipconcept.com](mailto:info@ipconcept.com) sowie bei der Vertreterin in der Schweiz kostenlos in deutscher Sprache angefordert werden. Vertreterin in der Schweiz ist IPConcept (Schweiz) AG, Münsterhof 12, 8022 Zürich. In Bezug auf die in der Schweiz vertriebenen Anteile an qualifizierte Anleger ist der Erfüllungsort sowie Gerichtsstand der Sitz der Vertreterin in der Schweiz. Zahlstelle ist die DZPRIVATBANK (Schweiz) AG, Münsterhof 12, CH-8022 Zürich. Als Vermittler für die CONREN Fonds in Deutschland tritt die CONREN (Deutschland) GmbH auf.

### © Copyright

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine komplette oder auszugsweise Vervielfältigung dieser Publikation ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen zulässig. Zuwiderhandlungen können zivil- und strafrechtliche Folgen nach sich ziehen.

| CONREN Fortune     | I<br>Institutional | R<br>Retail   | RA<br>Retail Ausschüttend |
|--------------------|--------------------|---------------|---------------------------|
| ISIN:              | LU1144074538       | LU0430796895  | LU1295763327              |
| WKN:               | A12FPK             | A0RN0S        | A140AC                    |
| Ertragsverwendung: | thesaurierend      | thesaurierend | ausschüttend              |

| CONREN Equity      | I<br>Institutional | R<br>Retail   | RA<br>Retail Ausschüttend |
|--------------------|--------------------|---------------|---------------------------|
| ISIN:              | LU0955859060       | LU0955859144  | LU1295765371              |
| WKN:               | A1W3DG             | A1W3DH        | A14Z98                    |
| Ertragsverwendung: | thesaurierend      | thesaurierend | ausschüttend              |

| CONREN Fixed Income | I<br>Institutional | R<br>Retail   | RA<br>Retail Ausschüttend |
|---------------------|--------------------|---------------|---------------------------|
| ISIN:               | LU0955859656       | LU0955859730  | LU1295768474              |
| WKN:                | A1W3DK             | A1W3DL        | A14Z99                    |
| Ertragsverwendung:  | thesaurierend      | thesaurierend | ausschüttend              |

| CONREN Generations<br>Family Business Equity | I<br>Institutional | R<br>Retail  |
|--|--------------------|--------------|
| ISIN:  | LU1910292835       | LU2084871321 |
| WKN:   | A2N9SD             | A2PVZ8       |
| Ertragsverwendung:                           | thesaurierend      | ausschüttend |