



CONREN
FONDS

CONREN Marktkommentar Ausblick 2020

Besuchen Sie uns auf www.conrenfonds.com



Inhalt

	Seite
i Rückblick & Ausblick	3
ii Zusammenfassung Basisszenario 8	
iii Chart-Sammlung: Rückblick & Ausblick in Charts	12
iv CONREN's M3 Makro, Mikro, Markt auf einen Blick	21
v CONREN's M3-Ampeln Makro, Mikro, Markt	22
vi Ausgewählte Maßnahmen CONREN Fonds	25
vii CONREN's M3 erklärt	26
viii Koordinaten	27
ix Rechtlicher Hinweis	28

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.

- Auf das Börsen-Krisenjahr 2018 folgt das **hervorragende Börsenjahr 2019 (Asset-Reflation auf breiter Front bei niedriger Volatilität)** – die Fed-Wende macht es möglich. Dieser ist die Hausse im vergangenen Jahr zu verdanken.
- Diese erfreuliche Entwicklung ist natürlich im Zusammenhang mit 2018 zu sehen, inklusive der Paniksituation an den weltweiten Börsen gegen Ende 2018.
- **Die guten Endergebnisse für 2018 sollten aber keinesfalls darüber hinwegtäuschen, wie anspruchsvoll das Jahr für aktive Investoren, wie uns, war.** Es blieb ein Wechselbad der Gefühle: Zum Start des Jahres waren viele Marktteilnehmer noch in Panik, dann der technische Rebound, danach immer bessere Stimmung, eine erste, größere Korrektur kam im Mai, gefolgt von einem schwierigen August, in dem überall nur noch über eine tiefe globale Rezession und Handelskrieg geschrieben und geredet wurde; beides galt als quasi sicher, Jahresprognosen wurden von verschiedensten Seiten nach unten korrigiert und Investmentquoten parallel heruntergefahren. Wir haben durch das Jahr hinweg zahlreiche Analysen und Auswertungen hierzu erstellt. Dazu kamen intern wie extern eine Vielzahl von Diskussionen zum Marktausblick; auch mit vielen unserer Kunden. Am Ende haben wir aber das richtige Rezept für 2018 gefunden. Dieses Rezept sollte auch für die auf uns zukommenden undurchsichtigen Zeiten das Richtige sein.
- **Nach der Baisse im Dezember folgte im Januar 2019 die durch die Fed-Wende eingeleitete technische Gegenbewegung, welche sich nach und nach zu einer breiten Erholung mauserte.** Auf „TINA“ folgte „FOMO“. Länger andauernde Verlustphasen blieben im vergangenen Jahr selten und begrenzt. Nur im August blitzte angesichts schwacher Konjunkturzahlen und US/China-Handelskriegsrhetorik ein wenig Marktangst auf. Vor allem Anleihenmärkte zeichneten (und zeichnen aktuell weiterhin) ein negativeres Wachstumsbild für die Zukunft auf. Ansonsten kannten die Märkte nur eine Richtung. Praktisch sämtliche Vermögensklassen wurden von der erneuten Liquiditätsschwemme nach oben getrieben.
- **Die „Erfolgsformel 2018“ war, Verluste im Herbst zu limitieren und im Dezember nicht der Marktpanik zu folgen. Das „Erfolgsmodell 2019“ war es, flexibel und letztlich konstruktiv zu sein:** Abzuwarten, wie weit die US-Fed und EZB gehen werden, sich nicht allzu stark von der Politik (Handelskriegsrhetorik, Brexit) ablenken zu lassen und die Investitionsquote dynamisch auszurichten.
- **Wir befinden uns in der längsten Konjunkturaufschwungsphase der neueren Wirtschaftsgeschichte:** Diese dauert nunmehr 129 Monate an. Durchschnitt war zuvor 39 Monate. Der zweitlängste Aufschwung dauerte 120 Monate (ab 1991), der drittlängste 106 Monate. Der amerikanische Aktienindex S&P 500 hat in dieser Rekordlänge über 350% zugelegt – höher war seit 1945 nur der Höhenflug anlässlich der Dot-Com-Blase (Beginn 1991 bis März 2000) mit über 400%.

- **Vor diesem Hintergrund können wir uns über immer lauter werdende neue und alte „Krisenpropheten“ freuen. Der „größte Crash aller Zeiten“ stehe uns angeblich bevor.** Natürlich gibt es eine Vielzahl von berechtigten Bedenken (Niedrigstzinsen verzerren unser Wirtschaftssystem, der Schuldenstand ist extrem hoch, Populismus, die US-Fed muss am Geldmarkt intervenieren etc.), aber es gibt auch durchaus positive Faktoren: Millionen neuer Konsumenten in den Emerging Markets, Digitalisierung, Wachstums- und Innovationsimpulse durch Technologien im Bereich der Künstlichen Intelligenz, Energierevolution, Fortschritte in der Medizin und Medizintechnik etc. Wird es irgendwann eine neue Krise geben? Klar, das wissen wir alle, das gehört zum Wirtschafts- und Börsensystem dazu. (...und derjenige Crash-Prophet, der sein neuestes Buch als letzter vor der Krise veröffentlicht, gewinnt natürlich).
- Sicher ist aber auch, dass wir als verantwortungsvolle und undogmatisch agierende Investoren nicht ängstlich sein dürfen. Wir müssen realistisch und konstruktiv sein, dazu flexibel und uns mitunter schnell auf Entwicklungen in der Wirtschaft, der Börse und der Politik einstellen. Gerade im aktuellen, von vielen Unsicherheiten geprägten Umfeld müssen wir mit erhöhter Vorsicht und „einem Fuß auf der Bremse“ agieren. Unser wichtigstes Ziel ist es aber mittel- bis langfristig, das heißt über den Zyklus hinweg, Vermögen nachhaltig aufzubauen und damit Kaufkraft zu sichern. Dies bedeutet trotz aller kurzfristigen Unsicherheiten und Risiken letztlich immer auch, konstruktiv-optimistisch zu bleiben und jene Investmentopportunitäten aufzuspüren, die in Summe zum Erreichen der vorgegebenen Ziele beitragen können.

i Ausblick

- **Die Rezessionsangst hat weiter nachgelassen.** Die Wachstumszahlen und die Entwicklung der Unternehmensgewinne sind zwar keineswegs berauschend, aber wir sind zurück in einem Goldilocks-Makroumfeld: niedriges Wachstum, niedrige Zinsen und Inflation bei expansiver Geldpolitik.
- **Wie geht es nun weiter?** Auf das Krisenjahr folgte ein Rekordjahr für die Aktienmärkte. Die Zentralbanken haben eine 180-Grad-Kehrtwende hingelegt (ihre Karten sind aber erst einmal ausgereizt), der Handelskrieg ist erst einmal auf Eis gelegt (von einer langfristigen Lösung ist man aber noch weit weg, selbst wenn Phase 1 oder 2 unterzeichnet werden ...). **Woher können neue Impulse kommen? Gleichzeitig sind Bewertungen wesentlich höher (steigende Kurse bei sinkenden Erträgen) und die Volatilität wiederum sehr niedrig.** Dazu kommen einige Warnsignale: wie die Liquiditätskrise am US-Geld- (Repo-) Markt oder die nicht in Fahrt kommende Sektorrotation (von konservativen Qualitätsaktien in „High Beta“, in zyklische, in „Value“-Aktien). Zudem geben die Anleihenmärkte (auch wenn seit August 2019 ein ganzes Stück zurückgekommen ein pessimistischeres Zukunftsbild ab – sowohl bei Staatsanleihen als auch bei Corporate Bonds (IG/HY) oder Leveraged Loans. Auch Manager und Konsumenten in den USA sind sich nicht einig: Konsumenten sehen die aktuelle Situation als sehr positiv an (Konsumenten sind kein Frühindikator, sondern nachlaufend). Manager hingegen sind wesentlich pessimistischer und schätzen die Zukunft als noch „schlechter“ ein – keine gute Basis für Investitionsausgaben (diese sind in der Regel ein guter Frühindikator für einen selbsttragenden Aufschwung).
- **Politische Gefahren:**
 - **Iran** mit entsprechenden Auswirkungen auf den gesamten Mittleren Osten und die Öl-Versorgung. Ersteres hat in der Regel begrenzte Auswirkung auf die Märkte. Zweiteres ist in den Zeiten von Fracking und einer energieexportierenden USA sowie angesichts des Produktionsspielraums der OPEC-Länder wesentlich leichter zu verkraften. Dazu steht der Iran bereits unter einem weitreichenden Embargo und fördert aktuell lediglich 600.000 Barrel Öl pro Tag. Durch die Straße von Hormus werden allerdings 20% des weltweiten Ölverbrauchs per Schiff befördert – die Sicherheit des Seeweges könnte der Iran in Frage stellen.
 - Der **Populismus** greift weiter um sich und bedroht Komponenten von Marktwirtschaft und Globalisierung, dazu zählt in gewissen Teilen auch die möglicherweise erhebliche Belastung der (notwendigen, aber in der Ausführung nicht immer durchdacht wirkenden) Klimawandelbekämpfung.
 - Gefahr und Chance: **Trump wird alles tun, um wiedergewählt zu werden, und eine brummende Wirtschaft ist bekanntermaßen fast eine Wiederwahlgarantie** (vor allem wenn die Gegenkandidaten aus amerikanischen Augen eher sozialistische Wahlprogramme haben).
- **An dieser Stelle sei die Vielzahl positiver und struktureller Trends noch einmal herausgestellt: Millionen neue Konsumenten in den Emerging Markets, Digitalisierung, Künstliche Intelligenz, Energierevolution, niedrige Finanzierungskosten etc.**

i Ausblick

- **Warnsignale aus dem Repo-Markt:** Die Liquiditätskrise auf dem US-Markt für kurzfristige Finanzierungen (Kreditnehmer hinterlegen Wertpapiere, die sie dann später mit Zinsen zurückkaufen – daher „Repo“ für „Repurchase“ oder Rückkauf) hält an. Repo- und US-LIBOR/OIS Spreads sind weiter stark erhöht. Der Stress in diesem Markt gilt als ein Indikator für Stress im gesamten Finanzsystem. Doch die US-Notenbank Fed sollte in der Lage sein, das erst einmal zu managen. Es droht keine unmittelbare Gefahr. Gleichzeitig ist es durchaus beängstigend, dass die NY-Fed USD 500 Mrd. im letzten Jahr bereitstellen musste. Auch wenn wir uns seit geraumer Zeit der Verschlechterung der Kreditqualität und Markttiefe bewusst sind. Das Ende des Kreditzyklus könnte durchaus das Ende dieses Rekordaufschwungs von Volkswirtschaft und Börse einläuten – wird aber mit Sicherheit im Fall der Fälle verstärkend wirken.
- **Zentrale Fragen für die Vermögensanlage in 2020 aus unserer Sicht:**
 1. **Werden wir eine ausreichende Erholung beim Wachstum von Volkswirtschaften und Unternehmensgewinnen sehen, um die aktuellen Bewertungen und weitere Kurssteigerungen zu rechtfertigen, und wann?**
 2. **Wird es endlich zu einer Sektorrotation kommen?**
 - a. Weniger: Quality, defensive Titel
 - b. Mehr: High Vola/Beta, Value, zyklische Titel
 3. **Wie sicher sind konservative Qualitätsaktien auf diesen Bewertungsniveaus und den Flows der letzten Monate und Jahre noch? Sind sie noch ein Safe Haven?**
 4. **Kurzfristig: Wie ist die Stimmung?**

Alle diese Fragen beziehen sich auf Szenarien im Rahmen von Goldilocks („nicht zu heiß und nicht zu warm“). **Ein Ausbrechen aus Goldilocks, nach oben oder nach unten, würde eine Zeitenwende und damit komplett neue (bzw. wieder alte) Denke und Herangehensweise in der Anlagestrategie und Umsetzung bedeuten.**

Ergo: Wir bleiben, bei aller gebotener Vorsicht, konstruktiv-optimistisch. Die Lage ist makroökonomisch nicht schlecht. Wir können in den nächsten Monaten, in 2020 durchaus positive Überraschungen bei Wachstumszahlen und Unternehmensgewinnen sehen. Vor dem Hintergrund von Goldilocks, TINA und FOMO scheinen höhere Kurse am Ende des Jahres, trotz der aktuell recht hohen Bewertungen, möglich – natürlich aber nicht Kurssteigerungen wie im vergangenen Jahr. Die nun recht positive Stimmung macht Märkte aber für Korrekturen anfällig, auch wenn noch keine Euphorie und kein Überinvestment in Aktien auszumachen sind.

i Ausblick

Gehen wir nach unserer M3-Arbeitsweise sortiert einmal durch:

Makro

- Die Konjunktur wächst weniger stark, vor allem die Zahlen aus der produzierenden Industrie haben uns Sorgen bereitet. Allen voran in China und Deutschland (der Export-Lokomotive Europas). **Die Erwartung des Marktes ist, dass nach Ende des Handelskrieges auch die Konjunkturzahlen wieder besser werden.**
- **Die USA bleiben der wichtigste Markt.**
 - **Wachstum schwächt sich trotz massiver Staatsausgaben ab** (Trump fährt hohes Budgetdefizit), steht aber immerhin bei ca. 2% p.a.
 - **Konsumenten-Sentiment nach wie vor sehr hoch** (allerdings mit „Besser-wird-es-nicht-Stimmung“), auch weil
 - **niedrigste Arbeitslosenquote seit den 70ern**
 - **Häusermarkt gesund** (Hypothekenanträge steigen, Zinsen wieder niedriger – 20-Jahres-Hypothekenzins in 2019 von über 5% auf 4% gefallen)
 - **Die Verschuldung bleibt bei Unternehmen und Staaten extrem hoch.** Nicht aber bei Konsumenten – relativ zu ihrem verfügbaren Einkommen haben US-Konsumenten ihre Schulden seit der Finanzkrise abgebaut und sind in etwa auf dem Stand von 2002.
 - **Stundenlöhne stiegen jüngst mit 4%.** Löhne und Gehälter machen einen größeren Anteil am BIP aus (spiegelbildlich schlecht für Unternehmensgewinne und damit Investitionen)
 - **Stimmung**
 - Non-Manufacturing-Stimmung verbessert / bleibt über 50, Arbeitsplätze werden geschaffen
 - Verarbeitendes Gewerbe stabilisiert sich / unter 50 – die nächsten Monate werden entscheiden – dann ohne Trade-War und die Fed-Zinssenkungen als Effekt
 - Produktivität zeigt höchstes Wachstum seit der Finanzkrise mit fast 2%

i Ausblick

- **China:**
 - **Die Partei zieht die Zügel weiter an.** Die Kontrolle steigt. Das ist mittel- und langfristig vielleicht die größte Gefahr für die chinesische Volkswirtschaft und damit aber auch für die Weltkonjunktur. Auf kürzere Frist ist die Möglichkeit, direkt einzugreifen, hilfreich bei Krisenbekämpfung und Wirtschaftsstimulierung. Insbesondere Krisenherde wie faule Kredite (vor allem bei Staatsunternehmen) oder zu hohe Immobilienpreise lassen sich so in China besser managen als im Westen.
 - **Das Wachstum schwächt sich ab, ist aber nach wie vor hoch.** Auch die hohe Verschuldung (Gesamtverschuldung in Prozent vom BIP etwa so hoch wie im Westen) lässt sich bei höheren Wachstumszahlen besser verkraften.
 - **Den Handelskrieg mit den USA spürt China durchaus.** China findet aber auch Alternativen: So importiert China seit Anfang 2018 z.B. wesentlich mehr Lebensmittel aus Brasilien – von praktisch Null auf 2,5 Mrd. CNY. Insgesamt sollten sich die Effekte aus einer Beruhigung im Handelskrieg mit den USA in den nächsten Monaten positiv auf das Wachstum auswirken.
- **Europa**
 - **Europa bleibt, als konjunkturelles Schlusslicht,** vom Wachstum in den USA und in China abhängig. Die Beruhigung im Handelskrieg sollte helfen.
 - **In Deutschland zeigen sich Zeichen einer Stabilisierung – auch in den produzierenden Gewerben; die nächsten Monate werden entscheiden – dann ohne Trade-War und mit EZB-Effekt.**
 - **UK: Brexit-Unsicherheit** aufgeschoben und nicht aufgehoben; Johnson hat und wird die Staatsausgaben populistisch massiv erhöhen.
- **Notenbanken:**
 - nach 180-Grad-Wende wieder auf der Seite der Anleger. Aber wie viel Impuls kann kurzfristig hier noch kommen? Wir denken, dass die Maßnahmen der letzten 12 Monate nicht zu unterschätzen sind und ihre Wirkung noch nicht voll entfaltet haben (Zinssenkungen wirken z.B. mit 12-18 Monaten Verzögerung; es wurde in den letzten Monaten vor allem in den USA massiv Liquidität in den Markt gepumpt). Aber Notenbanken werden nun erst einmal nicht mehr die Markterwartungen im Alleingang aufhellen können. Nun müssen die volkswirtschaftlichen Daten und dann die Unternehmensgewinne anziehen und so Vertrauen schaffen.
 - Schweden schwimmt dabei gegen den globalen Strom: Zinsen zum 2. Mal angehoben (von -0,5% auf nun 0% und damit keine Negativzinsen mehr (erst einmal)).
 - Erwartung der Märkte: Nun endlich soll die Politik übernehmen und das Wachstum stützen: erhöhte Ausgaben und (noch) mehr Schulden.
 - **Sind die Notenbanken nun mit ihren Möglichkeiten am Ende? Die Antwort ist ein klares Nein.** Eine direkte Finanzierung von Staaten, Investments in andere Vermögenswerte, wie Aktien, das Streichen von Staatsschulden etc. sind in den heutigen Zeiten keineswegs mehr undenkbar, wären aber natürlich ein neues

i Ausblick

Level. Japan zeigt hier einen Teil des möglichen Pfades auf. Es ist also keinesfalls ein sicheres, baldiges „Game Over“ für dieses seit der Finanzkrise mikroökonomisch gesehen recht ungesunde System.

- **Inflationserwartungen** (wichtigste Voraussetzung für Goldilocks) bleiben niedrig: Implizite fünfjährige Termin-Breakeven-Inflationsrate:
 - USA: leicht über 2%
 - UK: leicht über 1%
 - Europa und Japan weit unter 1% (BRD: aktuelle Headline- unter 1%, aber Kern-Inflationsrate – ohne Nahrungsmittel, Energie, Alkohol und Tabak – steigt auf unter 1,5%)

Mikro

- **In diesem Bullenmarkt (seit März 2009) hat der amerikanische Aktienindex S&P 500 den Rest der Welt nachhaltig outperformed.** Allerdings sind in den USA auch die Unternehmensgewinne wesentlich stärker gestiegen. Tech-Unternehmen, die Trumpsche Steuerreform, der geringere BIP-Anteil von Arbeitskosten, niedrige Zinsen bei wesentlich höherem Leverage haben hierzu maßgeblich beigetragen. Dazu sind aber auch die Multiples (auf die erwarteten Unternehmensgewinne) wesentlich stärker gestiegen als im Rest der Welt. Massive Aktienrückkäufe haben hierbei einen nicht zu unterschätzenden Einfluss.
- **Bewertungen:**
 - **Ein ganzes Stück gestiegen:** Kurse hoch und Gewinnerwartungen runter
 - **USA: Historisch vs. RoW nach wie vor teuer**
 - **RoW im Vergleich zu den USA wesentlich günstiger, aber historisch nun nicht mehr billig/nun** auch über dem langfristigen Durchschnitt
 - Branchen: siehe letzter Quartalsreport
 - **Entwicklung Unternehmensgewinnerwartung:**

	USA	EUROPA
EPS - WACHSTUM ANFANG 2019	10%	10%
EPS - WACHSTUM ENDE 2019	2%	-1%
FUR 2020 ERWARTETES EPS - WACHSTUM	10% (von 12% Anfang 2019)	9%
FUR 2021 ERWARTETES EPS - WACHSTUM	11% (von 10% Anfang 2019)	8%

i Ausblick

Markt

- In den letzten Wochen: Aktienkurse hoch, Anleihen-Renditen hoch, Stimmung besser. Nun erst einmal Einigung im Handelskrieg und mehr Brexit-Sicherheit -> „**Risk-on-Phase**“.
- **Große Werte treiben Indizes.** In Europa gewannen 2019 die Zykliker überproportional.
- **Die Stimmung für Aktien ist nun durchweg positiv, aber noch nicht euphorisch.** In der 2. Jahreshälfte haben wir erste Anzeichen gesehen, dass wir von „**TINA**“ zu „**FOMO**“ upgraden. Märkte sind damit für Korrekturen anfällig.
- **US-Aktienrückkäufe:** Märkte sind süchtig danach? Geht es weiter? Was braucht es dafür? Niedrige Zinsen, gesunde Bilanz, Incentive, Goldilocks ...Insgesamt haben wir also nach wie vor ein für Aktienrückkäufe günstiges Umfeld. Allerdings sind die Zinsspreads für Unternehmen nicht so niedrig wie Aktienmarktanstieg und Stimmung vermuten lassen würden und einige Unternehmensbilanzen sind nicht mehr unbefleckt (vor allem wenn der Kreditzyklus drehen sollte ein Problem).
- **Immer weniger börsennotierte Aktien:** Aktienrückkäufe (in den USA vor allem, aber auch in Japan, nicht in Europa), Delisting durch PE, M&A, ZB-Käufe (in Japan), wenige IPOs.
- **Markterwartung: höherer fiskalischer Stimulus und bessere Wachstums- und Unternehmensgewinnaussichten.**
- **EUR/USD: Es spricht vieles für weniger USD-Stärke / für den Euro.** Zwar immer noch schwächere Wachstumsaussichten in Europa, aber Wachstumsdifferenz nimmt ab. Fed hat mehr Spielraum als EZB / wird mehr Liquidität bereitstellen. Zinsdifferenz sollte sich verringern. „Flight to Safety“ (in den USD) lässt nach / könnte drehen. Seit längerem extrem negatives Sentiment / hohe Short-Positionen für den EUR. Trump will schwächeren USD. Nur das derzeit nach wie vor positive „Carry“ zugunsten des USD führt noch zu einer USD-Nachfrage und somit noch nicht zu einer imminenten Abwertung der Weltreservewährung.
- **Gold: Hoher Optimismus** (wenn auch etwas zurückgekommen) und hohe Netto-Long-Positionen. Nachfrage aus China und Indien niedriger. Aber: Negativzinsen / expansive Notenbanken unterstützen weiter. Zentralbanken bleiben Netto-Käufer.
- **Staatsanleihen bleiben trotz vermeintlich hoher Bewertung gefragt.** Schlechtere Wachstumsaussichten im Zusammenhang mit potentiell weiteren Stimuli der US-Fed werden die Anleihenrenditen durchaus wieder fallen lassen. Der „Bottoming out“-Prozess in dieser Anlageklasse ist wahrscheinlich noch nicht zu Ende.
- **Rohstoffe:** 2018 extrem gelitten und nun, nach 2019, wieder mit Hoffnung – aber noch im strukturellen Bärenmarkt und ein Stück von den Hochs von 2017 entfernt.

ii Zusammenfassung Basisszenario

Zusammenfassung Basisszenario

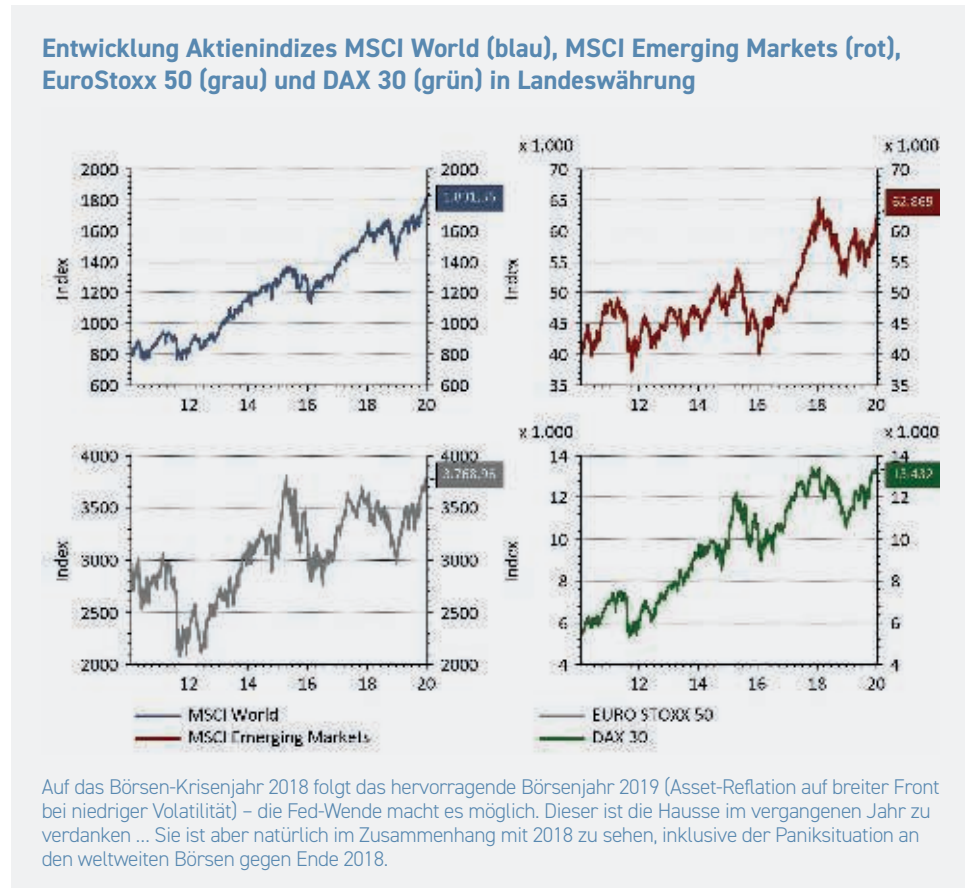
- „Goldilocks-Makroumfeld“ (jedoch mit weniger Momentum) besteht für alle Vermögensklassen fort.
- **Größte Wahrscheinlichkeit hat für uns das Szenario mit höheren Kursen zum Jahresende.** Die Stimmung hellt sich auf, ist aber nach wie vor nicht euphorisch (trotz neuer Höchstkurse), Notenbanken haben global aufgedreht, politische Risiken werden nicht mehr als unmittelbare Gefahren für Wirtschaften und Börsen gesehen ...
- ... allerdings besteht die **Gefahr, dass** Märkte, angesichts der positiven Neuigkeiten in Bezug auf die US-chinesischen Handelsdiskussionen und den Brexit-Stillstand, zu viel Positives eskompieren und die **Stimmung nun nachhaltig steigt.**
- ... dazu werden ein **stärkerer fiskalischer Stimulus und bessere Wachstums- und Unternehmensgewinnaussichten erwartet.**
- **Das globale Makro-Bild bleibt insgesamt betrachtet positiv,** auch wenn sich das Wirtschafts- und Gewinnwachstum abschwächt. So lange der Handelskrieg nicht eskaliert, die Inflation niedrig bleibt und Notenbanken Markterwartungen in Bezug auf Zinsen und Liquidität nicht (zu sehr) enttäuschen, bleibt das voraussichtlich so.

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

- 1 **Geldpolitische Fehler**, also eine zu rasche Straffung (Geldmenge & Kreditverknappung), sind jedoch aktuell nicht mal mehr in den USA eine Gefahr.
- 2 **HY Spreads Explosion** (nur bei merklich langsamerem Wirtschaftswachstum wahrscheinlich; in den nächsten Monaten voraussichtlich kein Thema)
- 3 **Platzen des Kreditbooms in China** (bleibt allein aus innenpolitischen Gründen und wegen des schwebenden Handelskriegs mit den USA in den nächsten 6 Monaten unwahrscheinlich)
- 4 **Handels-/Währungskrieg**
- 5 **Politische Risiken:** USA (Trump), Brexit, Frankreich, Italien, Syrien, Iran. Mehrheitlich an den Börsen eskompitiert. Kurzfristige Ausschläge jederzeit möglich, doch i.d.R. haben „politische Börsen kurze Beine“.
- 6 **Schuldenberg an Unternehmensanleihen**, die zwischen 2019 und 2021 fällig werden, und die Gefahr einer Herabstufungswelle bei Investmentgrade-Anleihen. Diese Refinanzierungswelle ist beim aktuellen Zinsniveau, Goldilocks-Umfeld und der wiederbelebten Jagd nach Rendite sowie einer expansiven US-Fed schaffbar. Wiederaufleben von Inflation(serwartungen), aktuell keine Anzeichen zu erkennen

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

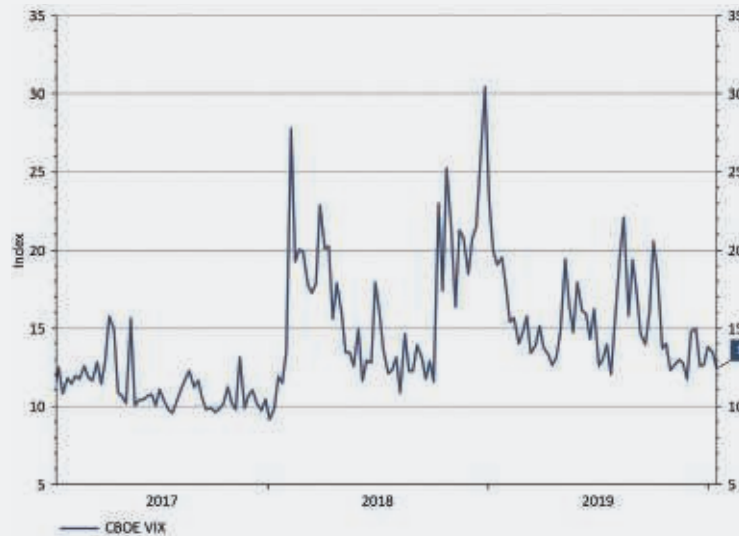


Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

Entwicklung des VIX – Volatilitätsindex auf den amerikanischen Aktienindex S&P 500



Die guten Endergebnisse für 2019 / 2018 sollten aber keinesfalls darüber hinwegtäuschen, wie anspruchsvoll diese für aktive Investoren, wie uns, waren. Es blieb ein Wechselbad der Gefühle: Zum Start 2019 waren viele Marktteilnehmer noch in Panik, dann der technische Rebound, danach immer bessere Stimmung, eine erste, größere Korrektur kam im Mai, gefolgt von einem schwierigen August, in dem überall nur noch über eine tiefe globale Rezession und Handelskrieg geschrieben und geredet wurde. Am Ende haben wir aber das richtige Rezept gefunden. Dieses Rezept sollte auch für die auf uns zukommenden undurchsichtigen Zeiten das Richtige sein.

Entwicklung der Renditen von US-Staatsanleihen: 2 Jahre (hellblau), 5 Jahre (rot), 10 Jahre (grau), 30 Jahre (dunkelblau) seit Ende 2009

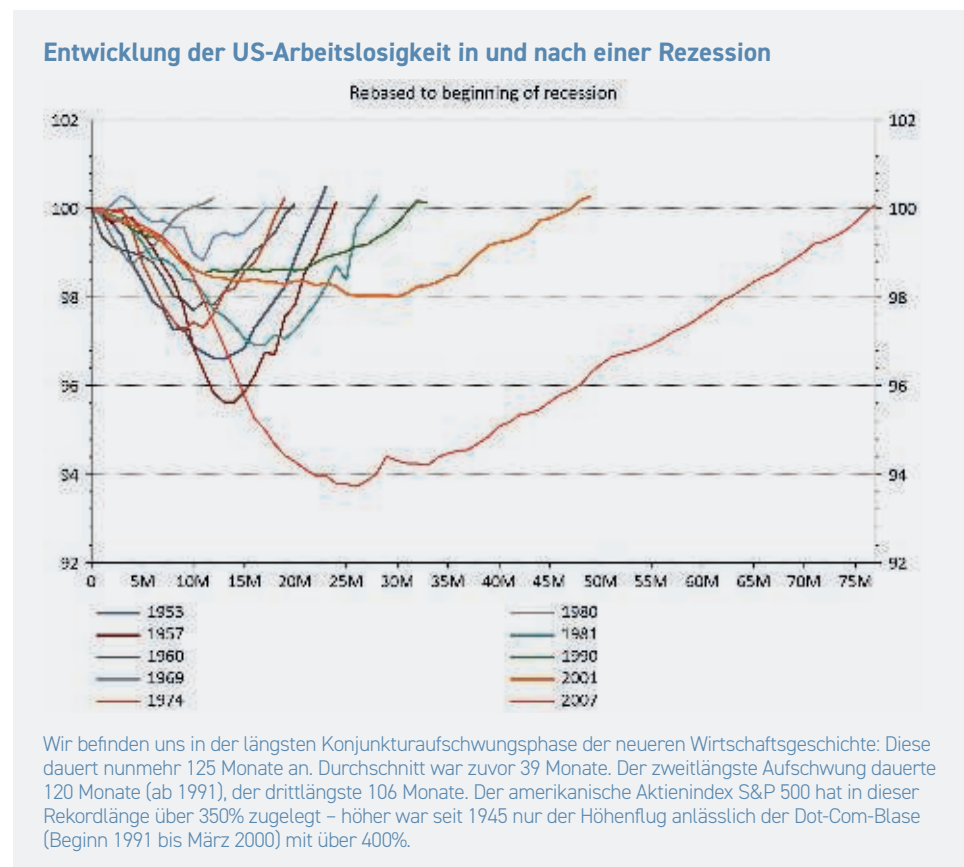
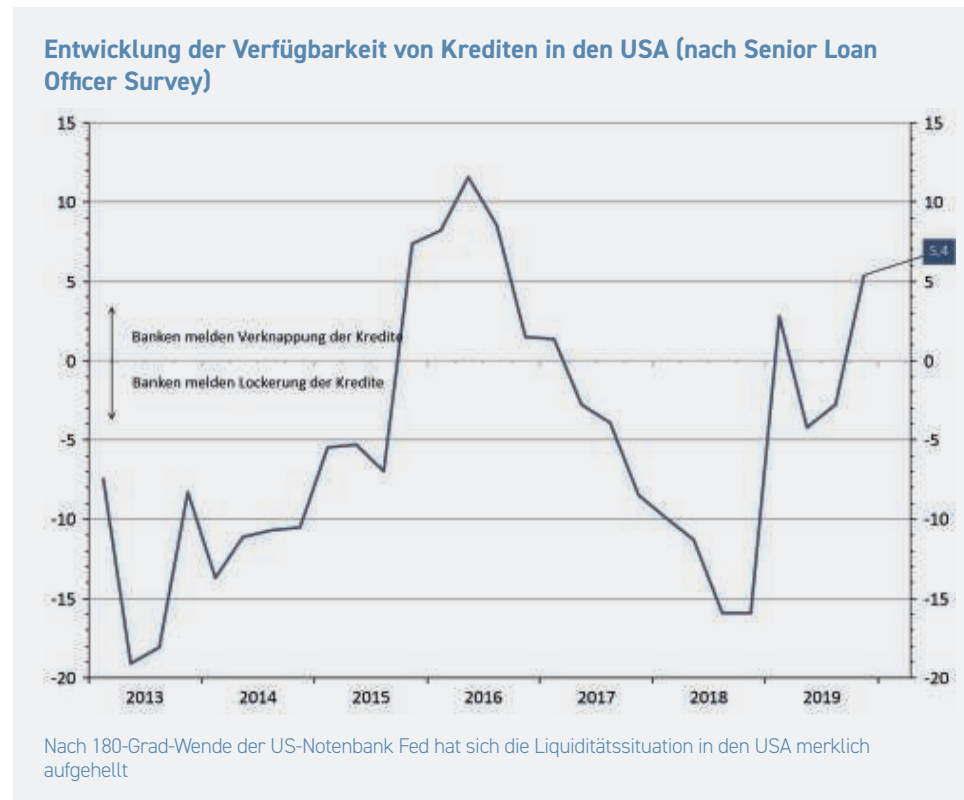


Die Anleihenmärkte (wenn auch seit August 2019 ein ganzes Stück zurückgekommen) zeichnen ein pessimistischeres Zukunftsbild – sowohl bei Staatsanleihen (oben) als auch Corporate Bonds (IG/HY) oder Leveraged Loans. Renditen von Staatsanleihen sind keineswegs wieder auf Vor-August-Niveaus – wie Aktienindizes.

Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

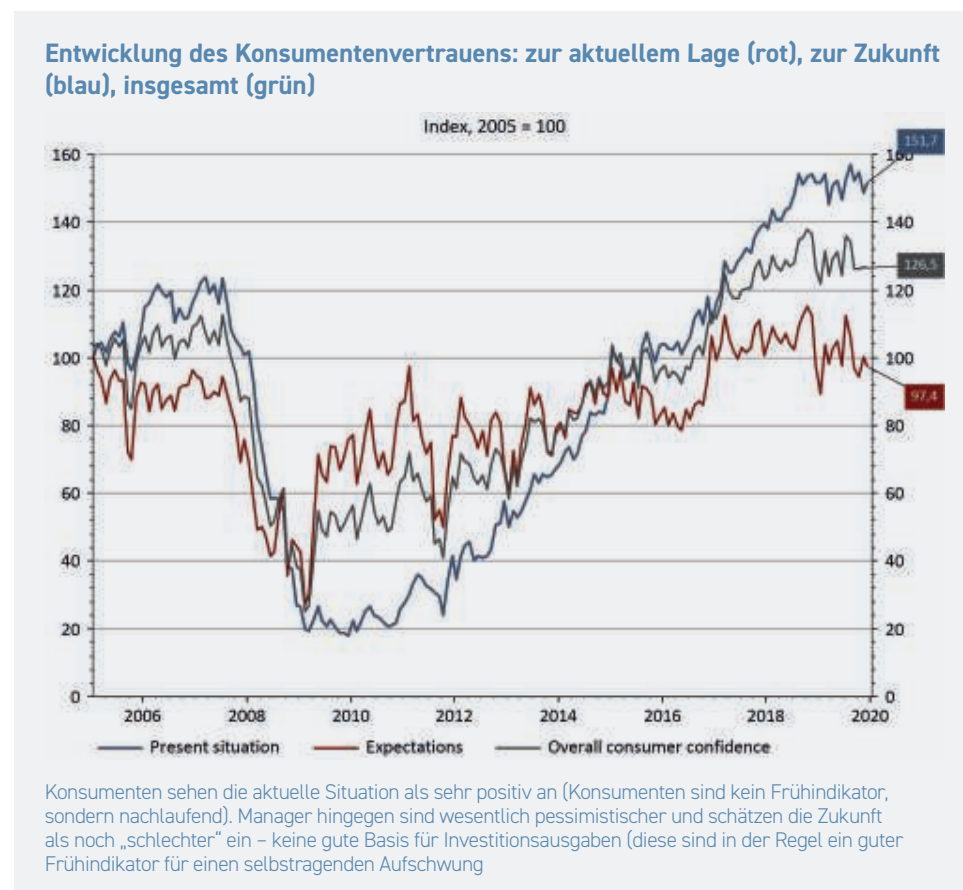
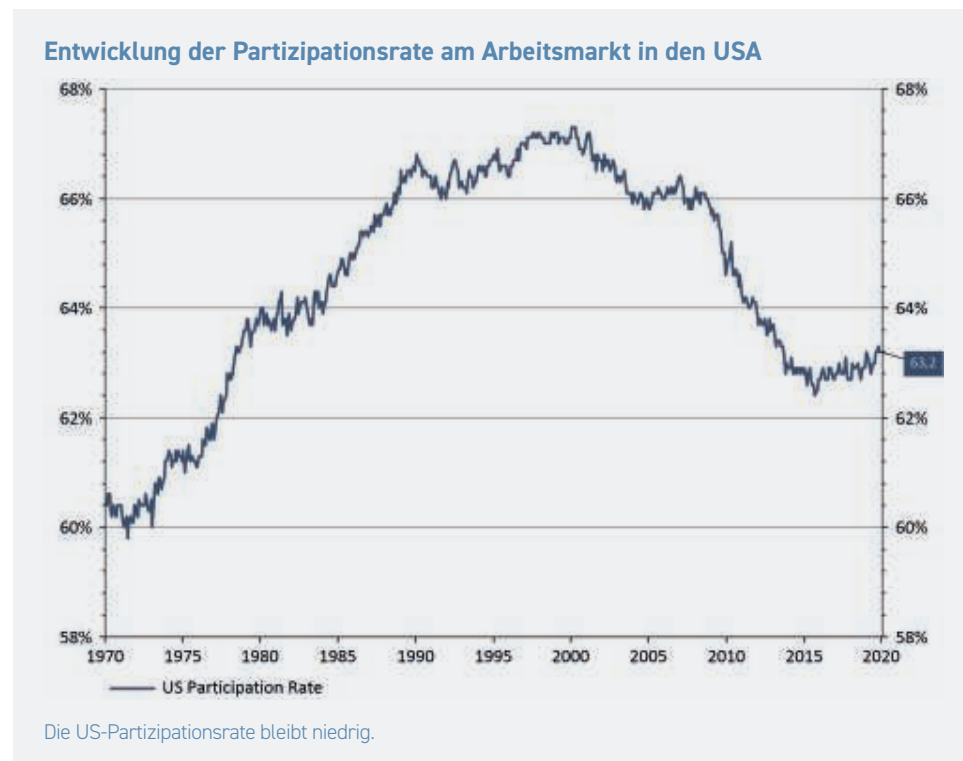
(in Charts)



Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

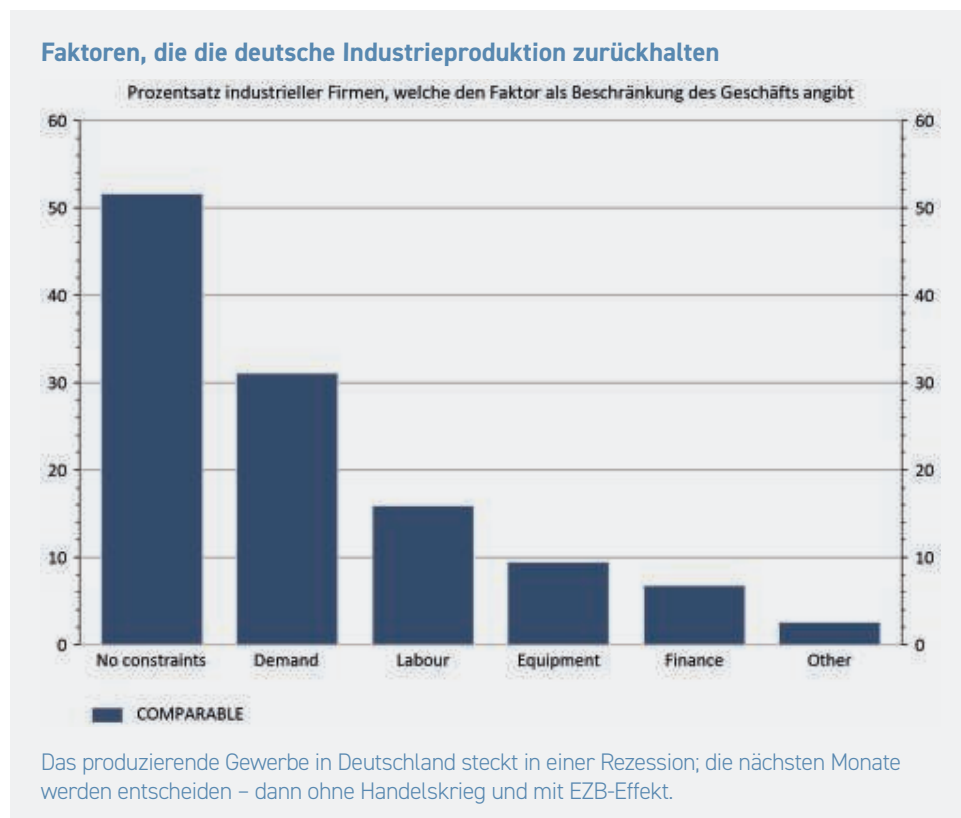
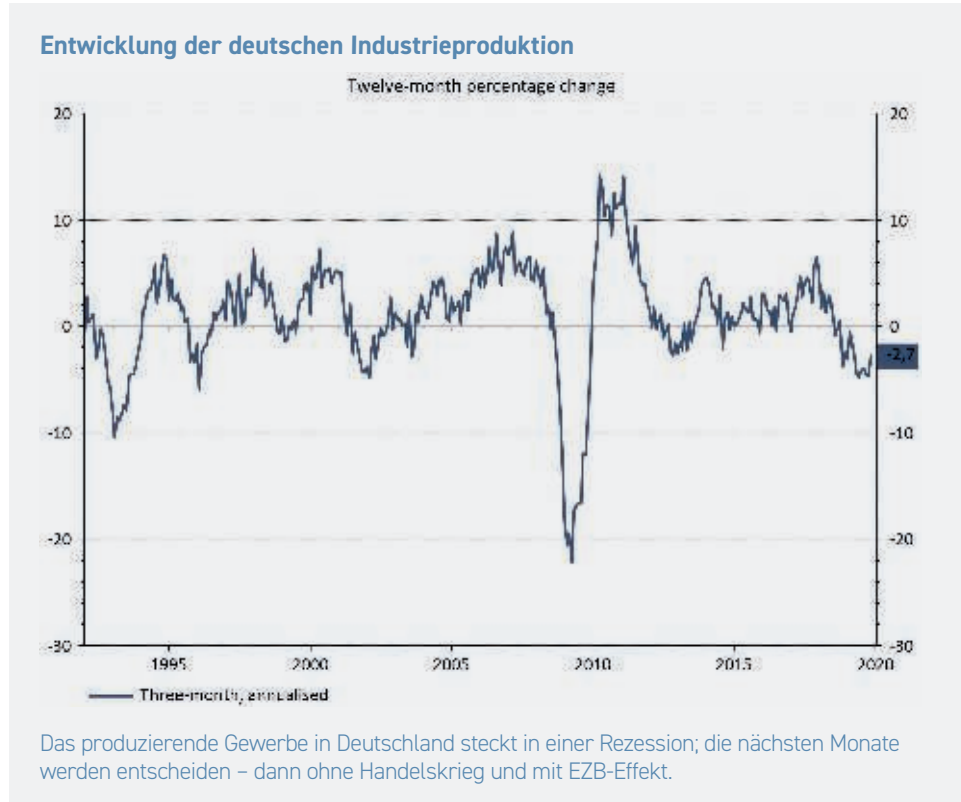
(in Charts)



Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

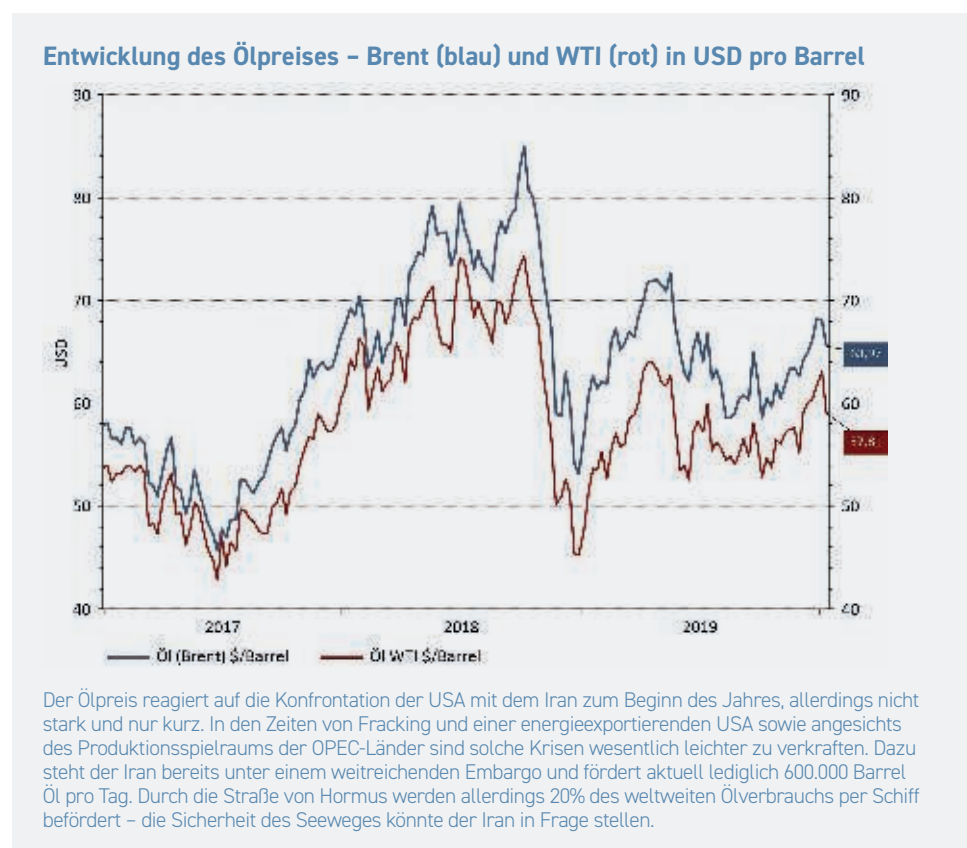
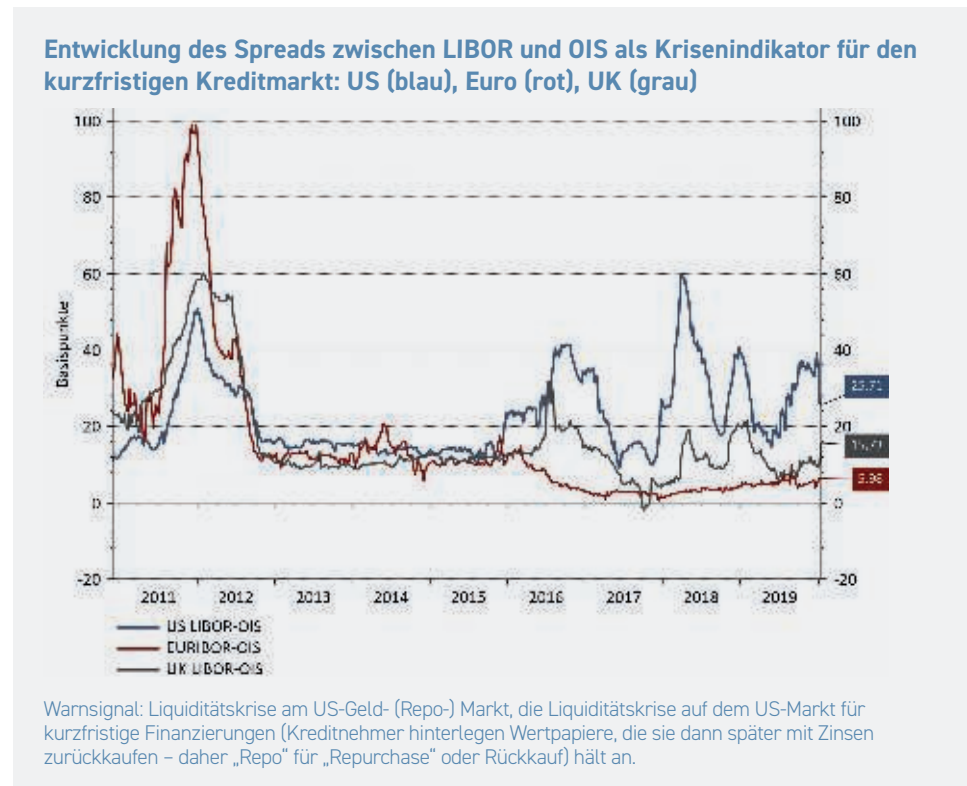
(in Charts)



Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

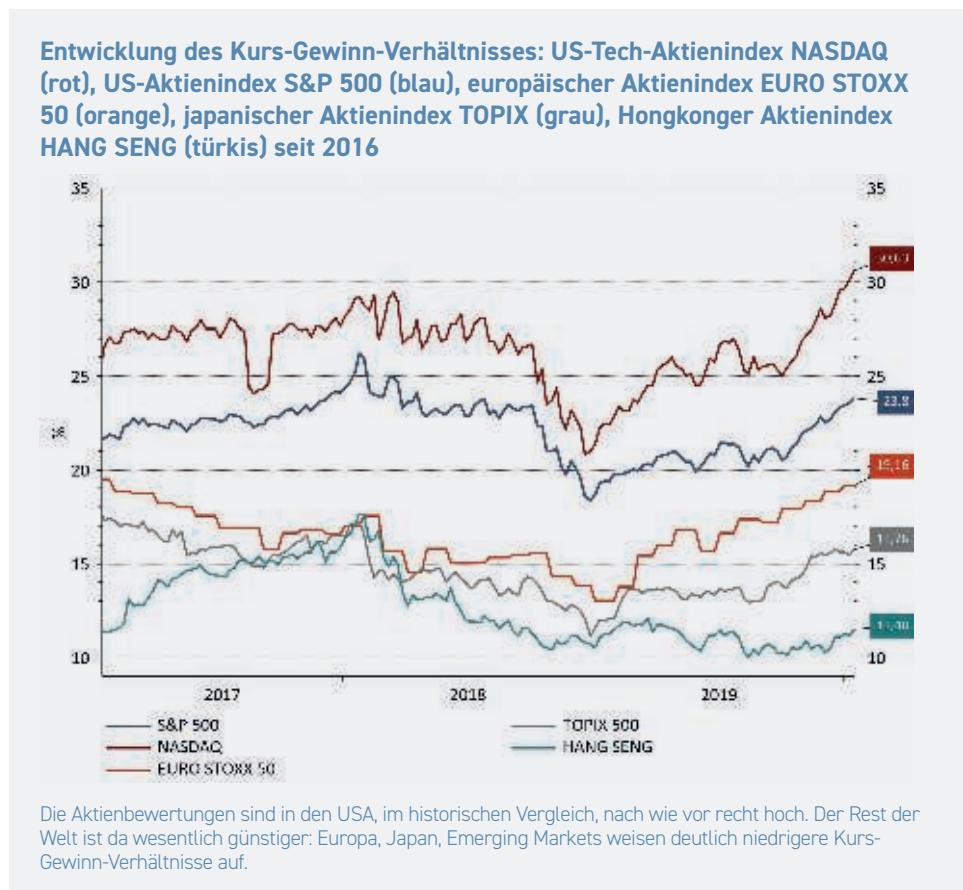
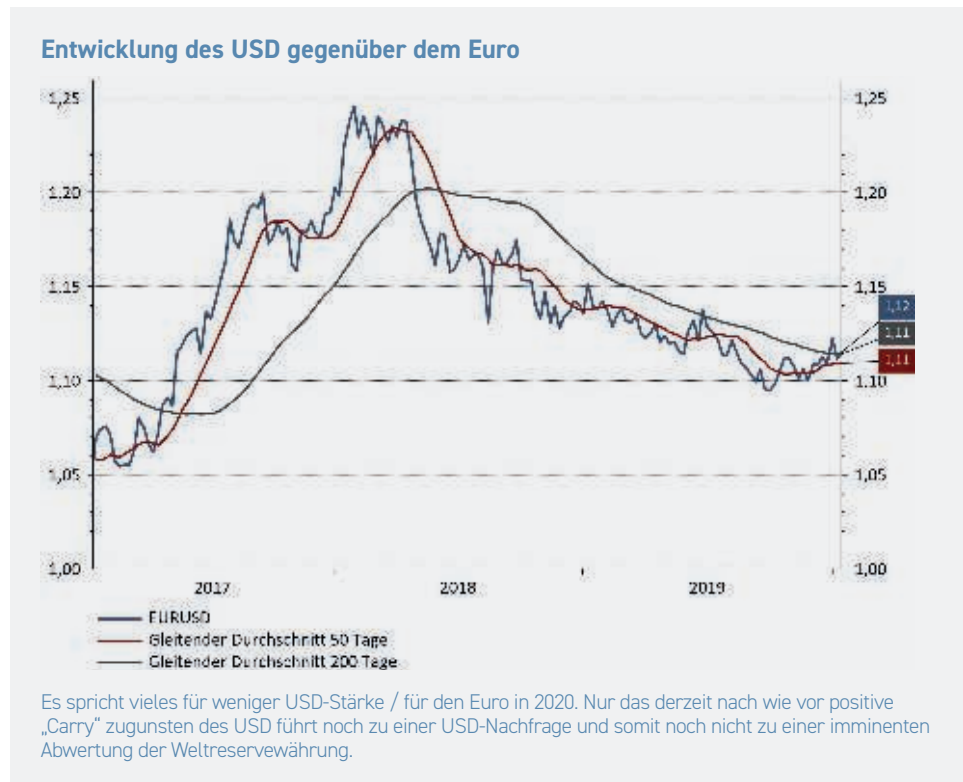
(in Charts)



Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)



Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin

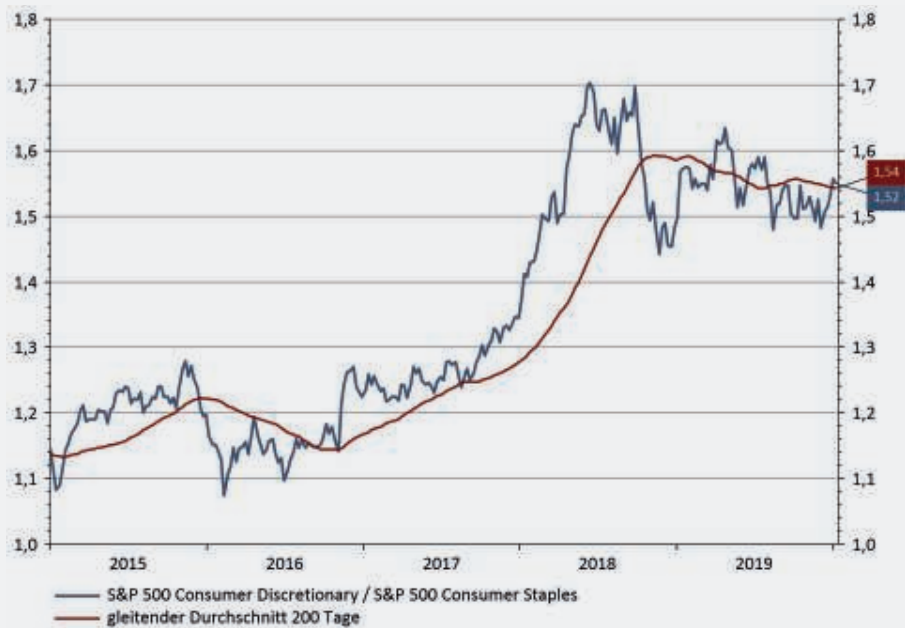
iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

Übersicht zum aktuellen Bewertungsniveau bei Aktien

US Stock Market Index Valuation measures	World	US	EU	DE	FR	IT	SP	NL	CH	UK	JP	CHN	EM
P/E Ratio (trailing)	19.40	24.60	17.80	15.70	24.20	14.40	14.50	19.60	25.80	17.30	16.20	12.60	16.80
(Long-term Average)*	19.01	19.54	15.37	15.94	15.28	17.24	15.01	16.26	17.60	15.67	17.01	10.71	13.54
P/E Ratio 12m Forward	16.22	19.18	14.85	14.06	15.92	12.31	13.41	18.62	18.29	13.59	14.85	10.98	14.28
(Long-term Average)*	15.56	15.81	13.43	14.62	13.91	14.98	12.91	12.75	14.60	13.27	24.88	11.74	13.20
Price/Book ratio	2.30	3.86	1.74	1.79	1.99	1.33	1.60	2.42	2.48	1.46	1.35	1.72	1.75
(Long-term Average)*	2.13	2.79	1.79	1.85	1.77	1.57	1.80	1.83	2.07	2.05	1.82	1.57	1.76
Enterprise Value / EBITDA	10.67	13.06	10.65	8.46	11.05	10.78	12.60	12.86	12.14	9.57	7.00	8.82	9.99
(Long-term Average)*	10.48	10.11	9.67	7.19	10.26	9.34	11.74	9.26	13.31	10.61	9.12	8.42	14.03
Dividend Yield %	2.37	1.77	3.13	2.76	2.66	3.45	3.93	2.33	2.68	3.99	2.26	3.89	3.24
(Long-term Average)*	2.24	2.15	3.06	2.95	3.10	3.14	3.58	3.19	2.13	3.62	1.26	3.30	2.50

Sektorenbetrachtung: Entwicklung von Nicht-Basiskonsumgütern vs. Basiskonsumgütern im US-Aktienindex S&P 500

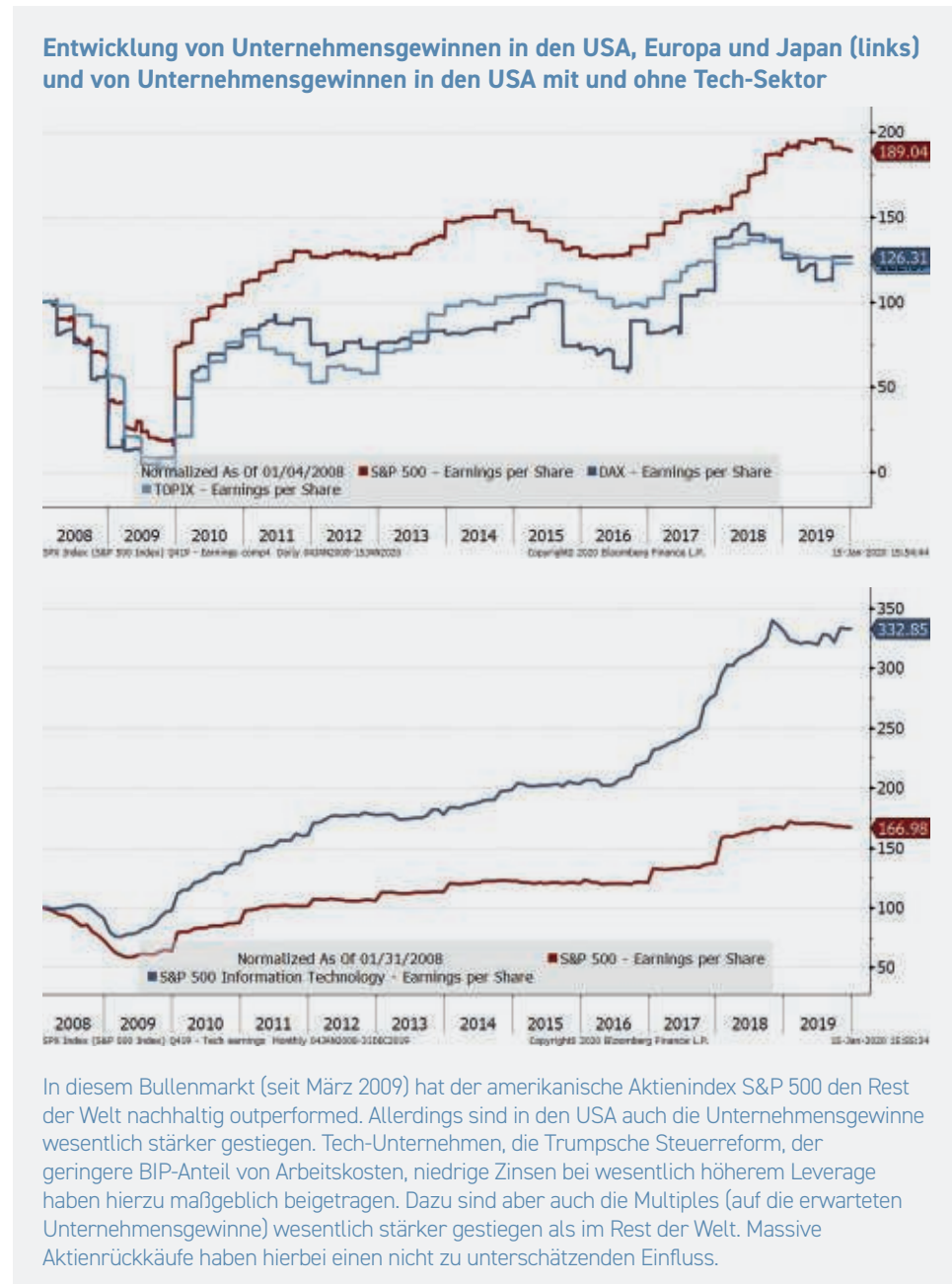


Der Markt glaubt noch nicht so richtig an mehr Wachstum und höhere Gewinne. Die Sektorenrotation (von konservativen Qualitätsaktien in „High Beta“, in zyklische, in „Value“-Aktien) kommt nicht so richtig in Fahrt.

Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)



Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin

Investment Monitor Altrafin

«Makro»	«Mikro»		«Markt»
	«Absolut»	«Relativ»	
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Goldilocks-Makroumfeld für alle Vermögensklassen herrscht weiter vor: niedriges Wachstum, niedrige Zinsen & Inflation, expansive Geldpolitik -> damit weiter TINA ▪ Schwächt sich Wachstum weiter ab? Europa (1+% in 2019), China (6+%) und USA (2+%). Hochpunkt im Wirtschafts- und Unternehmensgewinnzyklus erst einmal erreicht. ▪ Industrieproduktion in techn. Rezession. Konsumenten (Sparquote steigt) und Arbeitsmärkte in den USA (auf Rekord-Tief), in China und auch Europa positiv. Wachstum von Investitionen (CAPEX) in USA und Europa bleibt schwach (in Europa negativ). ▪ Hohe Verschuldung bei Staaten & Unternehmen nach 10 Jahren billigen Geldes. Verschuldung relativ zum BIP weltweit bei 300% (im Vergleich 2009 bei 225%). ▪ Politische Unsicherheit rückt aktuell in den Hintergrund: USA, USA/China, Brexit, Hongkong, Mittlerer Osten ... Populismus bedroht Marktgesetze und Welthandel. Wahlkampf (für 2020) und Impeachment in den USA. ▪ Fiskalischer Stimulus: ja in den USA (Demokraten & Rep. nach Wahlen?, sehr hohes Defizit), ja (nicht voll, aber immer mehr) in China (Stabilität wichtigeres Ziel), ja in UK, jein in Europa (D bewegt sich ein wenig) ▪ Inflation bleibt niedrig: USA, China, Europa – aber: Zölle, niedrige Arbeitslosigkeit, Lohnwachstum ▪ Notenbanken nun fast alle (inkl. EM) wieder expansiv: Zinsen (Wirkung 12-18 Monate verzögert) & QE (USA 60 Mrd. pro Monat, EZB 20 Mrd.); US-Fed kündigt Zinssenkungspause an ▪ US-Fed muss am Geldmarkt intervenieren 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ USA: Historisch und vs. RoW nach wie vor teuer. US KGV: 21,0 (trailing) /16,7 (12 months forward) ▪ RoW auch im historischen Vergleich wesentlich günstiger: KGVs (trailing/forward) Europa 14,9/12,6, Japan 13,4/12,7 und EM 14,9/12,6. ▪ Bewertungen insg. höher (Kurse hoch /Gewinnaussichten runter) ▪ Rohstoffe: in 2018 extrem gelitten und nun, nach 2019, wieder mit Hoffnung – aber noch im strukturellen Bärenmarkt und ein Stück von den Hochs von 2017 entfernt. ▪ Unternehmensanleihen: hohe Verschuldung bei US- und EM-Unternehmen. Immer schlechtere Konditionen & Liquidität. ▪ EM hoffen auf höheres Wachstum, weniger Handelskriegsrhetorik. Schwächerer USD würde helfen. Günstigste Bewertungen im Verhältnis zum potentiellen Wachstum. ▪ US-Staatsanleihen haben sich seit Sommer maßgeblich erholt – zeigen allerdings nach wie vor einen wesentlich negativeren Blick auf Wachstumsaussichten als Aktien. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aktien vs. Renten: Zins 2j. US-Staatsanleihen (1,6%) < Dividendenrenditen (1,8%). Europa (exUK) D-Rendite: 3,0%. ▪ Japan: neues Fiskalprogramm, monetäre Lockerung, niedrige Aktienbewertungen (aber Mehrwertsteuererhöhung). Sensitiv zu Yen & Handelskrieg (hohe Exporte nach USA & China, Safe-Haven-Währung) – negative Gewinnwachstumserwartungen könnten also revidiert werden. ▪ Europa: Chance einer Konjunkturstabilisierung bei niedrigeren Aktienbewertungen. Wenige große Tech-Werte & autolastig. Banken (mit europäischen Staatsanleihen in den Bilanzen und niedrige/flache Kurve). Gewinn bei höherem globalem Wachstum, einer Handelskriegspause – dazu nun mehr Brexit-Klarheit. ▪ Höhere Aktienbewertungen in den USA historisch „normal“ – allerdings nicht in diesem Ausmaß – aber wesentlich höheres Wachstum. ▪ Credit Spreads sind ein ganzes Stück zurückgekommen, zeigen aber nicht die gleiche positive Entwicklung wie Aktien auf: US-HY: 3,6% (Tief in 2018: 3,2%)/ US-IG: 1,0% (Tief in 2018: 0,9%). ▪ Spread 2j. US- vs. deutsche Staatsanleihen: 1,6% vs. -0,6% 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ In den letzten Wochen: Aktienkurse hoch, Anleiherenditen hoch, Stimmung besser. Nun erst einmal Einigung im Handelskrieg und mehr Brexit-Sicherheit -> „Risk-on-Phase“. ▪ Stimmung für Aktien nun durchweg positiv, aber noch nicht euphorisch. Erste Anzeichen für von „TINA“ zu „FOMO“. Märkte damit für Korrekturen empfindlich. ▪ VIX = S&P 500 – Vola im Risk-on-Move wieder extrem niedrig: 12,5 – 13,5; Tief in 2017 bei unter 10. ▪ Große Werte treiben Indizes. In Europa gewinnen in 2019 die Zykliker überproportional. ▪ US-Tech/ NASDAQ bleiben Outperformer (die FANGs+M machen nunmehr über 16% des S&P 500 aus und die Marktkapitalisierung von Apple + Microsoft ist höher als die des gesamten Russell 2000 Index). ▪ US-Aktienrückkäufe stützen US-Aktien. In Europa (etwas) und Japan (etwas mehr) steigen sie von niedrigen Niveaus. ▪ Immer weniger börsennotierte Aktien: Aktienrückkäufe, Delisting durch PE, M&A, ZB-Käufe (in Japan), wenige IPOs. ▪ EUR/USD: vieles spricht für weniger USD-Stärke / für den Euro: Wachstumsdifferenz nimmt ab. Fed hat mehr Spielraum als EZB / wird mehr Liquidität bereitstellen. Zinsdifferenz sollte sich verringern. „Flight to Safety“ (in den USD) lässt nach/könnte drehen. Seit längerem extrem negatives Sentiment / hohe Short-Positionen für den EUR. Trump will schwächeren USD. ABER: derzeit positiver „Carry“ zugunsten des USD. ▪ Gold: Preise kommen nach extremem Anstieg (noch stärker in Euro) zurück. Hoher Optimismus (wenn auch etwas zurückgekommen) und hohe Netto-Long-Positionen. Nachfrage aus China und Indien niedriger. Aber: Negativzinsen / expansive Notenbanken unterstützen weiter. Zentralbanken bleiben Netto-Käufer. ▪ Öl: aufgrund USA-Iran-Konflikt zum Anfang des Jahres massiv gestiegen. Es werden Vergeltungsschläge auf Ölproduktionen im Nahen Osten oder gar eine Einschränkung des Öl-Verkehrs in der Straße von Hormus befürchtet.

v M3-Ampeln MAKRO

(Liquiditätsparameter und Wirtschaftszyklen)

Fazit

- Wachstum (+) & Inflation (-) (Goldilocks herrscht erst einmal auf niedrigerem Niveau weiter vor)
- Kreditzyklus (+/-), Geld- (+/-) & Fiskalpolitik (+)



Aktien USA
Aktien Europa
Aktien Japan
Aktien Emerging
Markets (Asien)
Credit
Gold



Inflationsgeschützte
Anleihen

Globales Wachstum schwächer, aber intakt. In den USA keine Rezession in den nächsten 12 Monaten (Services und Housing immer noch positiv/ok). China stimuliert vorsichtig und wächst weiter mit 5%+. Aktuelle Notenbankpolitik lässt in der Wirkung nach (vor allem in Europa), kann den Zyklus aber maßgeblich verlängern. Viele politische Unsicherheiten erst einmal überwunden.

v M3-Ampeln MIKRO

(Bewertungsparameter)

Fazit

- Gewinndynamik (-) & -spannen (-)
- Relativ: Bewertungen Aktien (+) vs. Anleihen (-)



Aktien Europa
Aktien Japan
Aktien Emerging
Markets (Asien)
(ausgewählte) Aktien
USA



Schwellenländeranleihen
Credit (USA)
Staatsanleihen USA



Staatsanleihen (v. a.
Europa und Japan)
Credit Europa

Bewertungen nach Rallye und Gewinnrücknahmen höher. In den USA im historischen Vergleich und im Vergleich zum RoW hoch. In Europa, Japan und EM aber in weiten Teilen in Ordnung. Hohe Divergenz zwischen verschiedenen Regionen und Sektoren bleibt bestehen.

v M3-Ampeln MARKT

(Angebot-/Nachfrageverhalten, Markttechnik, Markt-«Sentiment»)

Fazit

- Markttechnik kurzfristig: positive Stimmung, aber noch keine Euphorie, Markt wartet auf neue Impulse/erwartet höheren fiskalischen Stimulus und bessere Wachstums- und Unternehmensgewinnaussichten.
- Leverage in den USA hoch (-), hohe Aktienrückkäufe in den USA (+), Sektorenrotation möglich, ETF-Flüsse wichtiger, volatilitätsgetriebene Modelle akzentuieren Korrekturen



Aktien Europa
Aktien Emerging
Markets
Aktien Japan
EM-Währungen
JPY
EUR



Aktien USA
Credit-Märkte USA
USD
Gold
Staatsanleihen USA



Staatsanleihen Europa

Kurzfristig: Märkte sind etwas überkauft. Insgesamt aber, trotz gestiegener Kurse und neuer Hochs in den USA, keine euphorische Stimmung. Hochs in den USA, keine zu optimistische oder gar euphorische Stimmung.

vi Ausgewählte Maßnahmen CONREN Fonds



vii CONREN's M³ Erklärt

«Wie Märkte sich verhalten sollten» Fundamental-Daten		«Wie Märkte sich tatsächlich verhalten» Markt-Dynamik
1 «Makro»	2 «Mikro»	3 «Markt»
Liquiditätsparameter und Wirtschaftszyklen	Bewertungsparameter	
	«Absolut»	«Relativ»
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Zinsen, Inflationsraten ▪ Geldmenge, Kreditschöpfung ▪ Währungsrelationen ▪ ... 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ KGV ▪ P/B ▪ ROE ▪ Dividenden-Renditen ▪ Gewinn-Renditen ▪ YTM ▪ Duration ▪ Kreditbonität ▪ ... 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dividenden- / Gewinn-Renditen vs. Anleihen-Renditen ▪ «Kredit- / Zinsspreads» (Unternehmens- vs Staatsanleihen) ▪ Gold/Aktien/ Anleihen-Relation ▪ Korrelationen zw. Vermögensklassen ▪ ...
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Angebots- und Nachfrageverhalten (Anleihen, Aktien, Rohstoffe) ▪ Preis- und Volumenbewegungen ▪ Technische Faktoren (inkl. Trendrichtung) ▪ Marktstimmung («sentiment») ▪ Marktpositionierung (z.B. «put/call ratio» bestimmter Aktienindizes, Entwicklung der Volatilitäten) ▪ ... 		
<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"> 1. Wachstum, 2. Inflation (Zinsen) und 3. monetäre Basis (expansive vs. restriktive Gesamtliquiditätssituation). 	<p>Hier werden sowohl «relative» wie «absolute» Bewertungsparameter herangezogen. Unterschiedliche Vermögens-klassen 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 & volume action», «sentiment», Markt-Trendanalyse, etc.).</p>

viii Koordinaten

info@conrenfonds.com

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



Andreas Lesniewicz

lesniewicz@conrenresearch.com

CONREN (Deutschland) GmbH, Heidelberg



Director - Head of Sales DACH

Martin Weiß

+49 157 / 830 22129

weiss@conren.de

ix 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.

ix 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) oder unter der E-Mail: 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 Institutional	R Retail	RA Retail Ausschüttend
ISIN:	LU1144074538	LU0430796895	LU1295763327
WKN:	A12FPK	A0RN0S	A140AC
Ertragsverwendung:	thesaurierend	thesaurierend	ausschüttend
CONREN Equity	I Institutional	R Retail	RA Retail Ausschüttend
ISIN:	LU0955859060	LU0955859144	LU1295765371
WKN:	A1W3DG	A1W3DH	A14Z98
Ertragsverwendung:	thesaurierend	thesaurierend	ausschüttend
CONREN Fixed Income	I Institutional	R Retail	RA Retail Ausschüttend
ISIN:	LU0955859656	LU0955859730	LU1295768474
WKN:	A1W3DK	A1W3DL	A14Z99
Ertragsverwendung:	thesaurierend	thesaurierend	ausschüttend