



Konjunktur und Kapitalmärkte

1. Quartal 2010



EDITORIAL

Verbesserter Anlegerschutz 2010

Seit dem 1. Januar 2010 müssen Banken jedes Beratungsgespräch detailliert protokollieren. Die vom Kunden geäußerten Wünsche und die bankseitig angebotenen Dienstleistungen und Produkte werden dokumentiert. Vor der Umsetzung des aus der Beratung resultierenden Geschäfts muss das Protokoll vom Kunden unterschrieben werden. Mit der neuen Regelung will der Gesetzgeber für eine bedürfnisgerechte Beratung sorgen. Im Streitfall lässt sich exakt nachvollziehen, ob der Kunde tatsächlich die wunschgemäße Beratung erhalten hat. Vor allem sollen grobe Fehlberatungen seitens der Bank nachgewiesen werden können. So wird den zunehmenden Tendenzen zum provisionsorientierten Produktverkauf Einhalt geboten.

Auswirkungen in der Praxis

Häuser wie die CONRAD HINRICH DONNER BANK, die streng nach dem Grundsatz des „Best Advice“ beraten, begrüßen diese Neuerung, denn sie müssen an ihrem Beratungsansatz nichts Grundsätzliches ändern. Allerdings ergeben sich für das tägliche Bankgeschäft einige nicht zu unterschätzende Probleme. So ist es – gerade in der Zusammenarbeit mit vermögenden Kunden – üblich, Aktiengeschäfte telefonisch abzuwickeln, wodurch eine zeitnahe Umsetzung des Kundenwunsches gewährleistet ist. Da die Kurse von Aktien auch kurzfristig größeren Schwankungen unterliegen, kann eine Verzögerung des Geschäftes durch die Erstellung und Bestätigung des Beratungsprotokolls zu hohen Verlusten oder großen entgangenen Gewinnen führen. In unserem Hause haben wir für diese Situation eine pragmatische Lösung gefunden.

Beratungshonorar gegen Produktprovision

Der Problematik einer produktorientierten Beratung kann aber auch durch ein anderes Vergütungssystem begegnet werden. Schon seit längerem sind viele Banken bestrebt, eine auf Honoraren basierende Beratungsvergütung zu etablieren. Der Kunde zahlt ein vorab definiertes Entgelt, welches unabhängig von einem möglichen Geschäftsabschluss veranschlagt wird. Auf diese Weise ist eine objektive, produktunabhängige Beratung gewährleistet.

Die bisherigen Erfahrungen haben allerdings gezeigt, dass dieses Vergütungsmodell bei vielen Kunden nur auf

begrenzte Akzeptanz stößt. Daher sind einige Banken von diesem Modell auf die klassische provisionsabhängige Beratung zurückgeschwenkt. Gerade vermögende Kunden haben jedoch den Vorteil der Honorarberatung zu schätzen gelernt, weshalb die CONRAD HINRICH DONNER BANK schon seit Jahren diese Form der Vergütung bevorzugt. Wir sind nach wie vor von diesem Ansatz überzeugt und verstehen uns als unabhängiger Berater unserer Kunden.

Die Vermögensverwaltung wird zum Problemlöser

Die Vermögensverwaltung ist eine klassische Honorardienstleistung. Hier werden exakte Rahmenbedingungen für die Wertpapieranlage eines Kunden, zum Beispiel eine maximale Aktienquote oder der Ausschluss bestimmter Anlageklassen, individuell abgesteckt. Die konkreten Anlageentscheidungen werden danach produktunabhängig von unseren Portfoliomanagern getroffen. Die Vergütung erfolgt auf Basis des durchschnittlich verwalteten Vermögens und entspricht einem vorab vereinbarten Satz. Der Kunde wird laufend und zeitnah über die Transaktionen innerhalb seines Depots informiert, er muss nicht jedem einzelnen Kauf oder Verkauf eigens zustimmen. Auf diese Weise kann eine tagesaktuelle Betreuung des Vermögens unserer Kunden gewährleistet werden. Auf veränderte Marktbedingungen reagieren wir schnell und im Sinne der Kunden, um Chancen zu nutzen und Risiken zu begrenzen.

Ein weiterer Vorteil für den Kunden und die Bank ist der Verzicht auf die Erstellung eines Beratungsprotokolls für jedes einzelne Wertpapiergeschäft. Das bringt eine erhebliche Reduzierung des Verwaltungsaufwandes auf beiden Seiten mit sich.

Für weitere Informationen zum Beratungsprotokoll und zur Vermögensverwaltung sprechen Sie gerne Ihren Kundenberater an.

Carsten Mumm, CFA

INHALT

EDITORIAL	1
WERTENTWICKLUNG ÜBERSICHT.....	2
KONJUNKTUR	3
ASSET ALLOCATION.....	5
AKTIENMÄRKTE.....	6
RENTENMÄRKTE	8
ANLAGE SPEZIAL – Schwellenländer	10

WERTENTWICKLUNG ÜBERSICHT

Wertentwicklung ausgewählter Indizes, Währungen und Rohstoffe (total return* in %)						
	Kurs 31.12.2009	2009	2008	2007	2006	2005
Aktien-Indizes**						
DAX	5957,43	23,85%	-40,37%	22,29%	21,98%	27,07%
MDAX	7507,04	34,01%	-43,21%	4,89%	28,63%	36,01%
TecDAX	817,58	60,84%	-47,82%	30,18%	25,46%	14,71%
Stoxx 50	2585,34	29,85%	-40,72%	3,24%	14,25%	24,94%
Euro Stoxx 50	2964,96	26,92%	-41,83%	10,41%	18,92%	25,24%
Stoxx 600	253,89	33,50%	-43,33%	2,95%	21,55%	27,47%
DowJones Industrials	10428,05	22,68%	-31,93%	8,88%	19,04%	1,72%
S&P 500	1115,1	26,46%	-37,00%	5,49%	15,79%	4,91%
Nasdaq 100	2269,15	54,63%	-41,57%	19,24%	7,28%	1,90%
Nikkei	10546,44	20,98%	-41,11%	-10,23%	7,91%	41,51%
TOPIX	907,59	7,52%	-40,74%	-11,25%	2,86%	44,86%
MSCI World (USD)	1168,47	30,59%	-40,40%	9,69%	20,72%	10,08%
MSCI Emerging Markets	43130,25	78,29%	-53,50%	39,52%	32,20%	33,36%
Renten-Indizes**						
REXP	375,62	4,92%	10,15%	2,51%	0,27%	4,08%
JPM Gov. Bond Index Germany	110,08	1,84%	12,36%	1,98%	-0,17%	5,19%
JPM Emerging Markets Bond Index	466,59	28,18%	-10,91%	6,28%	9,88%	10,73%
Währungen***						
US-Dollar je Euro	1,4348	2,71%	-4,32%	10,57%	11,46%	-12,71%
Britisches Pfund je Euro	0,8885	-8,11%	31,64%	9,01%	-1,94%	-2,95%
Japanischer Yen je Euro	133,57	5,39%	-22,28%	3,78%	12,52%	0,48%
Rohstoffe						
Gold (US-Dollar je Feinunze)	1096,00	25,51%	5,07%	31,04%	22,96%	18,02%
Brent-Rohöl (US-Dollar je Barrel)	77,40	113,58%	-61,37%	57,84%	1,90%	45,83%

* Indexperformance zuzüglich angefallener Kupons / Dividenden

** Indizes - wenn nicht anders angegeben - in jeweiliger Landeswährung

*** Gewinn / Verlust aus Sicht eines Euro-Investors

Quelle: Thomson Datastream, Bloomberg



KONJUNKTUR

Die Erholung setzt sich weltweit fort

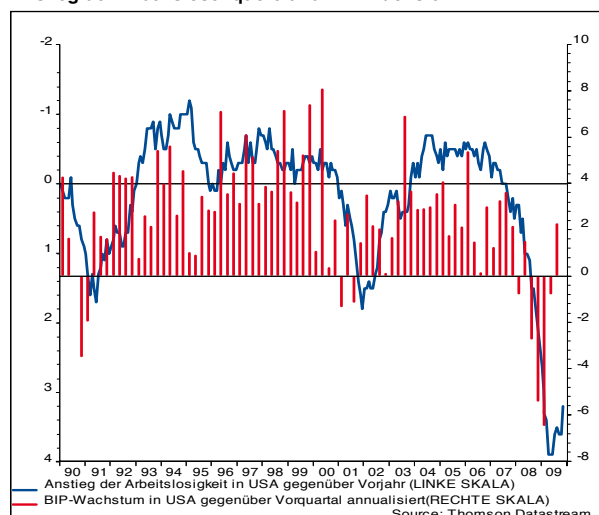
Im ersten Halbjahr letzten Jahres erreichte die weltweite Rezession ihren Höhepunkt. Seitdem deuten nicht mehr nur die globalen Frühindikatoren eine Erholung an, sondern die Weltwirtschaft wächst tatsächlich. Dieser Aufschwung wird von den Emerging Markets angeführt, was deren wachsende Bedeutung unterstreicht, zumal ihr Wachstum wie in China und Indien eben nicht von Rohstoffpreisen oder exzessiver Exportförderung abhängt. Seit dem dritten Quartal 2009 gewinnt die Erholung an Qualität, da erstmals seit der Finanzkrise die USA und Europa positive Wachstumsraten beisteuern. Die Diskussionen um die Zahlungsfähigkeit Dubais und die Bonität Griechenlands hatten dann auch kaum Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Dennoch zogen sie großes Medieninteresse auf sich und verunsicherten nicht wenige Finanzinvestoren. Anscheinend ist das Vertrauen in den Aufschwung noch gering und ein erneuter Rückschlag wird jederzeit für möglich gehalten. Eine solche Erwartungshaltung ist für diese Phase des Konjunkturzyklus nicht ungewöhnlich, da unter dem Eindruck der Krise die Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Entwicklung angezweifelt wird. Zur Zeit ist die Hauptsorge, dass die Erholung sich als Strohfeuer erweist, das nur den Konjunkturpaketen zu verdanken ist. Dem steht jedoch entgegen, dass in den USA erst 30% der Mittel für die Konjunkturmaßnahmen abgerufen wurden. Davon wurde der Großteil der Gelder für Steuersenkungen genutzt. Die konjunkturwirksamen direkten Investitionsprogramme der US-Regierung werden erst im Laufe dieses Jahres umgesetzt. Doch trotz der guten Chancen auf einen selbsttragenden Aufschwung ist die Rückkehr zum Trendwachstum nach der Finanzkrise eine große Herausforderung.

Die USA werden voraussichtlich mit einem Wirtschaftswachstum von 2,7% die Erholung der Industriestaaten anführen. Europa folgt mit deutlich geringerer Dynamik und das BIP-Wachstum wird bei ca. 1% erwartet. Als Exportnation sollte Deutschland dieses Jahr besonders von dem anziehenden Welthandel profitieren und das Wirtschaftswachstum wird wahrscheinlich über dem in Europa liegen. Die Inflation sollte dieses Jahr in Europa bei 1,2% liegen und in den USA aufgrund des höheren Wachstums bei 2,1%. Auch bei größeren positiven Überraschungen der Wachstumsdynamik sollten die Inflationsraten nicht weiter ansteigen, da die Überkapazitäten noch zu hoch sind.

USA vor substantieller Verbesserung

Der Häusermarkt ist eine wichtige Größe der amerikanischen Volkswirtschaft, steht er doch für rund 30% des Vermögens der privaten Haushalte und für gut 25% der Bankenaktiva. Diese Größenordnungen verdeutlichen, wie ein Platzen der Blase am Immobilienmarkt die Finanzkrise mit auslösen konnte. Nach Preisrückgängen für Eigenheime von ca. 30% beginnt dieser Markt sich zu stabilisieren. Der Case-Shiller-Index – ein Index, der die Hauspreisentwicklung in 20 US-Metropolen misst – stieg bereits zum fünften Mal in Folge. Die Nachfrage nach Immobilien könnte auch nach dem Wegfall der Subventionen für Immobilienkäufe anhalten, da die Hauspreise im Verhältnis zum Einkommen so günstig sind wie seit 30 Jahren nicht mehr. Für die Banken sind dies positive Signale für eine Ausweitung der Kreditvergabe. Sie wurden zwar über verschiedene Unterstützungsmaßnahmen mit ausreichend Liquidität ausgestattet, doch die Unsicherheit über den Wert ihrer auf Immobilien basierenden Aktiva ließ sie bei der Kreditvergabe mit besonderer Vorsicht handeln. Den Haushalten nutzen die anziehenden Häuserpreise unmittelbar. Ihren Schulden steht nun ein höheres Vermögen gegenüber und sie müssen ihre Sparanstrengungen nicht verstärken. Wichtiger für den Konsum, der tragenden Säule der amerikanischen Wirtschaft, ist jedoch der Arbeitsmarkt. Bei der aktuell hohen Arbeitslosigkeit zögern die Haushalte größere Anschaffungen hinaus, was entsprechende Folgen für den Konsum hat. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass der Anstieg der Arbeitslosenquote in einem festen Verhältnis zum Rückgang des BIPs stand. In der Finanzkrise stieg die Arbeitslosigkeit jedoch deutlich stärker, als es dieser Zusammenhang erwarten ließ.

Anstieg der Arbeitslosenquote und BIP-Wachstum



Eine Erklärung hierfür könnte der Pessimismus der Arbeitgeber sein, die während der Krise zu schnell zu viele Arbeitnehmer entließen. Bei einer anhaltenden Wirtschaftserholung sollte diese Fehleinschätzung korrigiert werden und die Arbeitslosigkeit wieder sinken. Für dieses Szenario spricht, dass die Unternehmen die Produktion ausweiten sollten: Die Nachfrage, auch wenn sie im Zuge der Krise gesunken ist, kann nicht mehr aus den bald geräumten Lagern bedient werden. Und die amerikanischen Unternehmen haben den wahrscheinlich größten Investitionsstau seit über 50 Jahren aufgebaut. Das Aufschieben der Investitionen sollte dieses Jahr ein Ende nehmen und eine steigende Investitionstätigkeit sollte positive Impulse geben. In den USA sollten sich demnach dieses Jahr eine Reihe wichtiger Wirtschaftsfaktoren substantiell verbessern.

Europa hängt von der Weltkonjunktur ab

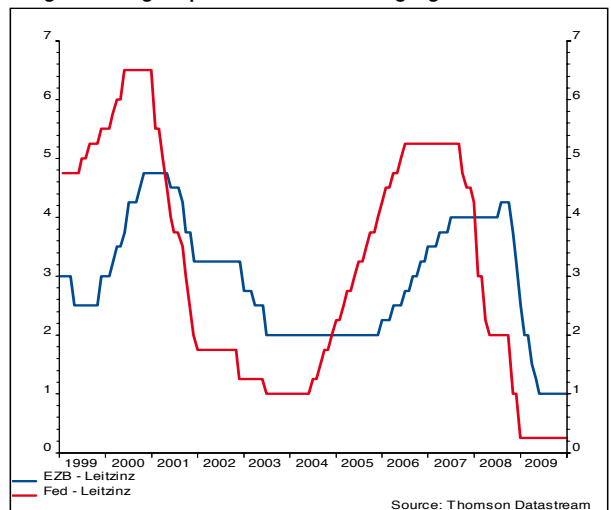
Die Sorge um die langfristige Zahlungsfähigkeit Griechenlands verdeutlicht, was passiert, wenn ein Land der europäischen Währungsunion die Einhaltung der Stabilitätskriterien für den Euro vernachlässigt. Im äußersten Falle wird die Währungsunion einen Staatsbankrott Griechenlands verhindern, doch ist dies für Griechenland keine erstrebenswerte Alternative zu eigenen Anstrengungen, da eine solche Hilfsmaßnahme für den Empfänger mit unangenehmen Auflagen verbunden sein wird. Das Pochen auf die Einhaltung der Stabilitätskriterien im Falle Griechenlands wirkt dabei wie ein Signal auf andere Länder mit Konsolidierungsproblemen, zur Haushaltsdisziplin zurückzufinden. Dies ist um so wichtiger, da die Einnahmenseite der Staaten bei einem erwarteten Wachstum von knapp mehr als 1% nur langsam ansteigen wird. Positive Impulse für die europäische Konjunktur gehen hauptsächlich von einem steigenden Welthandel aus und, ähnlich wie in Amerika, von den geräumten Lagern. Der Arbeitsmarkt war, anders als in den USA, auf Grund flexibler Arbeitszeitregelungen und staatlicher Maßnahmen nicht so stark von der Finanzkrise betroffen. Teilweise wurden dabei auch weniger produktive Arbeitskräfte gehalten, die die Unternehmen zunehmend belasten. Dieses Jahr sind daher für den Arbeitsmarkt noch weitere Einschnitte möglich und entsprechend sollte der Konsum nur moderat wachsen. Auch die Unternehmensinvestitionen werden sich eher langsam erholen. Die niedrig erwarteten Wachstumsraten in Europa führen nur zu einem mäßigen Anstieg des Vertrauens der Unternehmer. Als wenig hilfreich erweist sich in diesem Zusammenhang, dass die Banken in Europa mit den Abschreibungen ihrer toxischen Papiere

den amerikanischen hinterherhinken und deutlich zögerlicher Kredite vergeben. Die Kreditrichtlinien sind noch restriktiv und laut EZB ist mit einer Dynamik des Kreditwachstums erst drei bis vier Quartale nach einer Lockerung der Kreditrichtlinien zu rechnen.

Leitzinsen bleiben niedrig

Mitten in der Finanzkrise drohten die Finanzmärkte zu kollabieren. In dieser außergewöhnlichen Situation entschlossen sich die Fed und die EZB zu Sondermaßnahmen, um die Liquidität solventer Banken sicherzustellen. Nachdem sich die Lage am Finanzmarkt wieder beruhigt hat, lassen beide Zentralbanken diese Maßnahmen allmählich auslaufen. Davon unberührt bleibt die Politik des niedrigen Leitzinses, deren Ziel es ist, mittelfristig einen deutlichen Konjunkturaufschwung einzuleiten. In den USA sind die Konjunkturaussichten zwar positiv, dennoch hat die Fed signalisiert, bei dem geringen Inflationsrisiko den Leitzins noch weitere 6 Monate bis zu einem Jahr unverändert zu lassen, um nach einer solchen Krise den Aufschwung nicht zu gefährden. Die EZB wird möglicherweise noch später als die Fed die Zinsen anheben, da die schwächere wirtschaftliche Dynamik in Europa und der starke Euro einen geringeren Inflationsdruck ausüben. Schon in einer weniger ernsten Phase hielten Fed und EZB längere Zeit an einem niedrigen Leitzins fest.

Längere Niedrigzinsphasen auch in der Vergangenheit



Spätestens mit der ersten Zinsanhebung der Fed sollte sich der US-Dollar gegenüber dem Euro auch wieder erholen.

Sascha Veit, CIIA



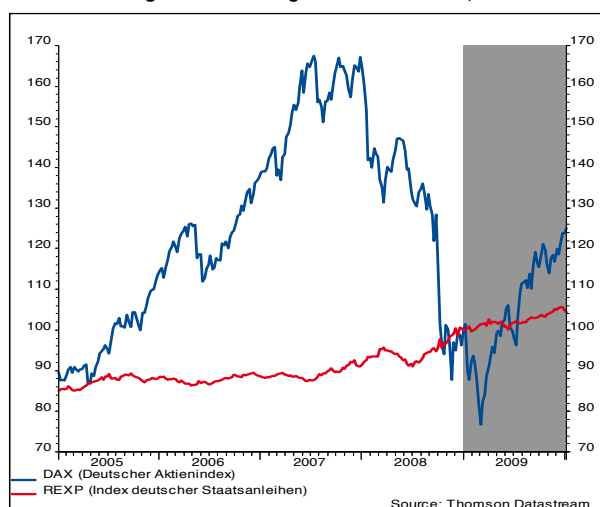
ASSET ALLOCATION

Ein unerwartet starkes Aktienjahr geht zu Ende

2009 wird per Saldo als ein sehr gutes Aktienjahr in Erinnerung bleiben. Nach einem durchwachsenen Beginn wurde das zweite Halbjahr durch eine fortschreitende Aufhellung der konjunkturellen Situation vieler Volkswirtschaften geprägt. Dabei fielen die gemeldeten Daten fast durchweg positiver aus, als es Anfang 2009 – auf dem Höhepunkt der Finanz- und Wirtschaftskrise – für möglich gehalten wurde. Die sehr negativen Erwartungen bzgl. der Wachstumsraten der Staaten und der Gewinnaussichten der Unternehmen mussten im Jahresverlauf teilweise nach oben korrigiert werden. Selbst die bestehenden Unsicherheiten bezüglich der weiteren konjunkturellen Entwicklung konnten der sich bessenden Stimmungslage nicht entgegenwirken. So hat der DAX (Index deutscher Standardaktien) nach einem Verlust am Anfang des Jahres in Höhe von über 20% seit seinem Tiefpunkt im März einen Kursgewinn in Höhe von mehr als 60% zu verzeichnen. Auf Jahressicht verbleibt damit eine positive Rendite in Höhe von 23,85%.

Ungewöhnlich war im vergangenen Jahr auch das Geschehen an den internationalen Märkten für Staatsanleihen. So konnte ein Portfolio von Bundesanleihen mit einer mittleren Restlaufzeit – gemessen am REXP – eine Wertentwicklung in Höhe von 4,92% verzeichnen. Eine 5-jährige deutsche Staatsanleihe erzielte sogar 5,40%. Mit Blick auf die theoretisch inflationstreibende enorme Ausweitung der Geldmenge wären eher fallende Notierungen zu erwarten gewesen.

Wertentwicklung einzelner Anlageklassen seit 01/09, rebasiert



Dividendenrendite schlägt Verzinsung von Anleihen

2010 dürfte die Situation für Anleger eher noch schwieriger werden. Es ist kaum zu erwarten, dass die Kursgewinne an den Aktienmärkten noch einmal ein Ausmaß annehmen werden wie im vergangenen Jahr. Gleichzeitig sind die Zinsen von Staatsanleihen auf historisch niedrigen Niveaus und drohen angesichts möglicher Zinserhöhungen durch die Notenbanken und potenzieller Inflationsgefahren tendenziell eher zu steigen. Auf bestehenden Anleihepositionen würden sich dadurch Kursverluste ergeben. Weiter sinkende Zinsen sind aus den gleichen Gründen eher unwahrscheinlich.

Ein Blick auf die laufende Rendite verschiedener Anlagen kann eine Orientierung bei der Anlageentscheidung geben. Während eine 10-jährige Bundesanleihe zur Zeit mit 3,31% rentiert, liegt die durchschnittliche Dividendenrendite der DAX-Unternehmen bei 3,45%. Die aktuelle Verzinsung von Anleihen von Staaten oder Unternehmen mit einer nicht erstklassigen Bonität liegt teilweise noch höher. Allerdings haben diese im Vergleich zu Aktien ein nur sehr begrenztes Kurssteigerungspotenzial. Damit sind aus unserer Sicht auch in den kommenden Monaten Aktien die zu favorisierende Anlageklasse. Trotz der Möglichkeit zwischenzeitlicher Korrekturen dürfte eine weitere Verbesserung der Konjunkturaussichten zu steigenden Notierungen führen.

Aktienorientierten Anlegern empfehlen wir daher weiterhin eine Übergewichtung der Aktienquote, die aber durch eine Strategie zur Realisierung von aufgelaufenen Gewinnen abgesichert werden sollte. Alternative risikoorientierte Anlagen stellen weiterhin eine wichtige Beimischung in einem risikoarmen Portfolio dar.

Ausgehend von einem Portfolio mit einem mittleren Risikoprofil (Gewichtung von jeweils 50% Aktien und Renten) empfehlen wir die folgende Depotstruktur:

Aktuelle Struktur der Anlageklassen*		
Anlageklasse	Aktuelle Gewichtung	Veränderung ggü. Q4/09
Aktien	70%	0%
Renten	10%	0%
Alternative Investments	20%	0%
Liquidität	0%	0%
Gesamt:	100%	

Stand: 08.01.2010; *für Anleger mit mittlerem Risikoprofil

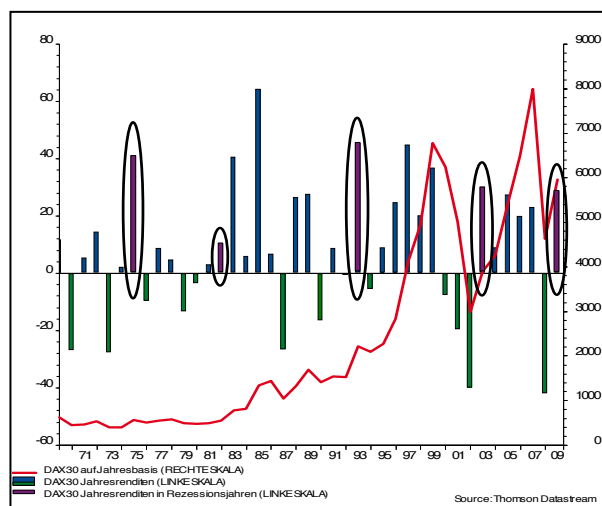
Carsten Mumm, CFA

AKTIENMÄRKTE

Was der Blick zurück für die Zukunft lehrt

Der Aktienjahrgang 2009 an den deutschen, aber auch an vielen internationalen Börsen geht als einer der besten in die Geschichte des abgeschlossenen Jahrzehnts ein. Dies ist umso bemerkenswerter, da die entwickelten Industriestaaten sich der schwersten Rezession seit dem zweiten Weltkrieg ausgesetzt sehen. Angesichts der damit einhergehenden Folgen einer hohen Staatsverschuldung und steigenden Arbeitslosenzahlen erscheint diese Entwicklung vielen Beobachtern zum Teil völlig unverständlich, ist allerdings keineswegs ungewöhnlich. Der Blick zurück bestätigt diese Feststellung. Die folgende Grafik (Deutsche Aktien steigen in der Rezession) belegt, dass in den vergangenen vier Jahrzehnten der DAX-Index in den vom statistischen Bundesamt festgestellten Rezessionsjahren ausnahmslos deutlich angestiegen ist. Was der Rückblick weiterhin lehrt, ist die Tatsache, dass mit Ausnahme der Entwicklung in den 1970er Jahren die folgenden vier Jahre nach einer Rezession in Deutschland zusammengenommen von deutlichen Kurszuwächsen geprägt sind. Die aus der Rückschau gewonnenen Erkenntnisse sollten bei der Positionierung zu Beginn des neuen Jahrzehnts nicht ausser Acht gelassen werden.

Deutsche Aktien steigen in der Rezession



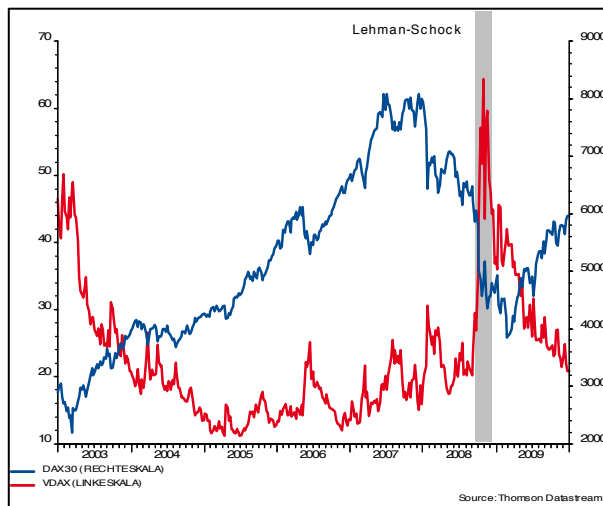
Chancen für weitere Kursgewinne ...

Die Entwicklung im Jahr 2009, in dem keiner der 10 Supersektoren des DJ Stoxx 600 mit einer negativen Kursentwicklung aufwartete, wird sich kaum wiederholen lassen. Kursaufschläge von über 72% per Jahresultimo für den DJ Stoxx Basic Materials (Grundstoffe) sind und bleiben eine Ausnahme. Niedrige Kursniveaus als Folge

der Finanzkrise zu Jahresbeginn einerseits und die starke Exponierung dieser Industrie in Schwellenländern andererseits erklären diesen Kursverlauf. Vor diesem Hintergrund lohnt es sich zu fragen, ob die von uns in den vergangenen drei Quartalen für den Kursaufschwung ins Feld geführten Argumente noch genug Potenzial haben, um auch weiterhin als Treiber für die Aktienmärkte zu wirken. Drei Indikatoren rücken dabei in unser Blickfeld: der VDAX als die vom Terminmarkt erwartete Schwankungsbreite für den DAX-Index, Rohstoffpreise und Frachtraten sowie die Entwicklung des Gewinnrends für den DJ Stoxx 600.

Die Entwicklung im VDAX bestätigt die Rückkehr des Anlegervertrauens. Mit einem Stand von 22,43 zu Jahresbeginn 2010 hat sich das Niveau innerhalb der vergangenen 12 Monate erneut nahezu halbiert. Eine Stabilisierung im Bereich zwischen 15 und 25 Indexpunkten erscheint uns möglich und wäre ein weiterer Beleg für die Rückkehr zur Normalität an den Kapitalmärkten nach dem Lehman-Schock 2008.

Rückgang im VDAX bestätigt wiedergewonnenes Anlegervertrauen

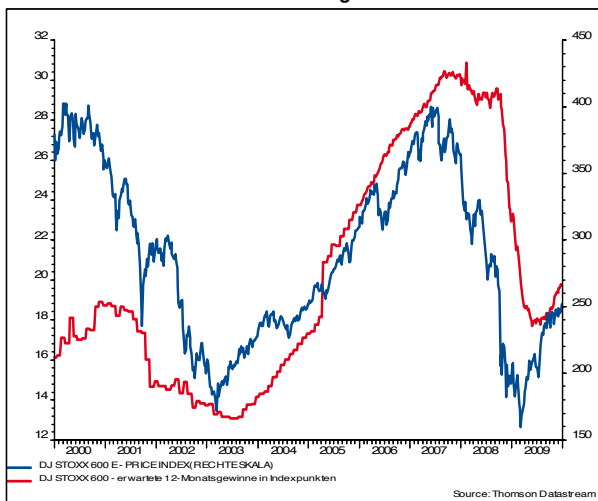


Die Beobachtung der Rohstoffpreise und Frachtraten bestätigt unsere Annahme, dass die Weltwirtschaft weiterhin auf Erholungskurs ist. Im vierten Quartal 2009 erreichten Rohstoffpreise – gemessen am CRB Continuous Commodity Index – sowie der Baltic Dry Index, der die Verschiffungskosten bestimmter Rohstoffe abbildet, neue Jahreshöchststände. Parallel zu dieser Tendenz haben führende, weltweit operierende Unternehmen der Grundstoffbranche ihre Umsatzprognosen für 2010 angehoben. Diese Entwicklung sollte im Jahresverlauf auch weitere Industrien erfassen und sich in den Unter-



nehmensgewinnen niederschlagen. Wir ziehen dafür – wie auch in der vorigen Ausgabe des Anlagebriefs – den Trend für die in 12 Monaten erwarteten Gewinne der im DJ Stoxx 600 enthaltenen Unternehmen heran. Die nachstehende Grafik (Der Gewinntrend im DJ Stoxx 600 steigt wieder) verdeutlicht, dass sich im zweiten Halbjahr 2009 eine Gegenbewegung zum Abschwung im Vorjahr herausgebildet hat. Diese Entwicklung wird einen weiteren Trend begünstigen: Anleger werden ein höheres Niveau der Verhältniskennzahlen von Kursen zu Unternehmensgewinnen (KGV) und zu Buchwerten (KBV) akzeptieren.

Der Gewinntrend im DJ Stoxx 600 steigt wieder



... aber nicht ohne Risiken

Die Aktienmärkte werden 2010 für einen unerwarteten Rückschlag der Konjunktur oder aber auch für geopolitische Risiken anfällig bleiben. Eines der größten Risiken für die Aktienmarktentwicklung könnte allerdings von den internationalen Notenbanken unter Führung der Fed in den USA und der Europäischen Zentralbank herrühren. Der Abkehr von der Nullzinspolitik der Fed kommt dabei besondere Bedeutung zu. Der US-Dollar mutierte zur zinsgünstigen Refinanzierungswährung für weltweite Anlagen in risikobehafteten Vermögenswerten. Welchen Umfang diese Geschäfte eingenommen haben, ist von uns nicht zu beziffern. Die Schwäche des US-Dollars gegenüber dem Euro seit dem zweiten Quartal 2009 und die stark steigenden Aktienkurse in Euroland lassen erahnen, wie kraftvoll diese zusätzliche Liquidität auf die Aktienmärkte wirken kann. Schwellenländer dürften von dieser Entwicklung 2009 überdurchschnittlich profitiert haben. Es darf daher nicht überraschen, wenn es aufgrund von Zinsanhebungen oder der Abschöpfung von

Liquidität durch die Notenbanken zu einer Kurskorrektur an den Aktienmärkten kommen wird. Der Vorbereitung und der Kommunikation dieser Maßnahmen durch die führenden Zentralbanken der Welt kommt im Jahresverlauf besondere Bedeutung zu.

Aktien zu Jahresbeginn übergewichten

An unserer Positionierung seit Mai vergangenen Jahres halten wir unverändert fest: Aktien werden bis auf das maximal zulässige Maß übergewichtet. Ein Abbau dieser Positionierung steht für den Fall, dass die Jahreschlusskurse oder zwischenzeitlich erreichte Jahreshöchstkurse für internationale Standardaktien deutlich unterhandelt werden, auf der Tagesordnung. Die verstärkte Berücksichtigung von Aktien aus dem Sektor Grundstoffe bleibt bis auf weiteres bestehen. Auch bei den thematischen und regionalen Beimischungen unserer Portfolios sehen wir keinen Handlungsbedarf. Vielmehr erwarten wir, dass unseren Anlagen in den USA in den kommenden Quartalen eine besondere Bedeutung zukommen wird. Mit rund 14% des Portfolios stellen diese Investments den größten regionalen Block außerhalb des Euroraums dar. Bereits die Währungsentwicklung im Dezember des vergangenen Jahres führte im Vergleich zu unseren Anlagen in Europa zu einer deutlich höheren Wertentwicklung. Ein stärkerer Dollar infolge einer Zinsanhebung in der zweiten Jahreshälfte durch die Fed würde Vermögensverluste für europäische Anleger durch mögliche Kursrückgänge amerikanischer Aktien abfedern.

Aktuelle Struktur des Aktienportfolios*		
Gattung	Aktuelle Gewichtung	Veränderung ggü. Q4/09
Deutsche Standardaktien	15%	0%
Europäische Standardaktien	65%	0%
Amerikanische Standardaktien	10%	0%
Beimischung USA - Spezial	2%	0%
Beimischung USA - Technologie	2%	0%
Beimischung Schwellenländer	2%	0%
Beimischung Infrastruktur	2%	0%
Beimischung Gesundheit	2%	0%
Liquidität	0%	0%
Gesamt:	100%	

Stand: 08.01.2010 *siehe Beitrag Asset Allocation Seite 5

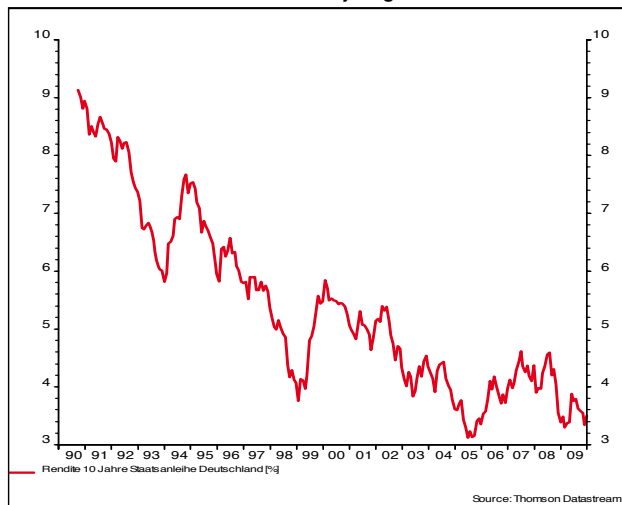
Karsten Dabelstein

RENTENMÄRKTE

Wann steigen die langfristigen Renditen?

Seit nunmehr 20 Jahren fallen die langfristigen Zinsen in Deutschland. Ausgehend von einer ca. 9%igen Rendite p.a. im Jahr 1990 wurde in diesem Jahr ein Niveau von unter 3,0% p.a. erreicht. Aktuell rentieren 10-jährige Bundesanleihen mit 3,1% p.a. In Zeiten stark steigender Staatsverschuldung passt dieses Renditetief nicht in das erwartete Bild. Für Aktien lässt sich ein eindeutiger Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Kursentwicklung für Dividendenpapiere herstellen. Dieses Phänomen gilt aber nicht für Staatsanleihen. Rezessionsjahre gehören zu den ertragreichen Anleihejahren, aber nicht zu den Spitzenjahren. Korrekturen bei Zinspapieren erfolgten in der Vergangenheit innerhalb eines wirtschaftlichen Aufschwungs. Somit ist zukünftig mit steigenden Renditen zu rechnen, offen bleibt aber der Zeitpunkt, wann dieses geschieht.

Kontinuierlicher Renditeverfall bei 10-jährigen Bundesanleihen



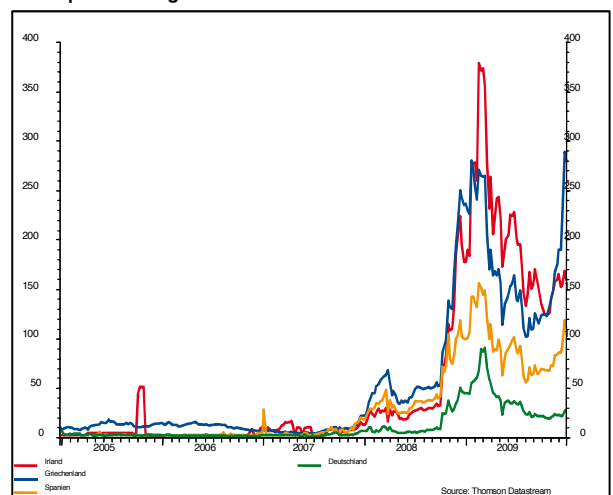
Auch die anziehende Inflation oder eine andere Zinspolitik sind Gründe für einen Renditeanstieg. Die Konsumentenpreise sind im vergangenen Jahr in Deutschland um 0,9% gestiegen. Diese Veränderung ist eher ein Basiseffekt und auf die deutlichen Preisrückgänge 2008 zurückzuführen als auf ein reales Preiswachstum durch Nachfrage. Die Notenbanken signalisieren auch weiter eine lockere Geldpolitik mit dem Wissen, dass sie die freigesetzten Geldmengen wieder reduzieren müssen. Es werden zwar erste Strategien für einen Ausstieg aus der Politik des billigen Geldes diskutiert, doch mit konkreten Maßnahmen, wie zum Beispiel einer Anhebung der Leitzinsen in den Industrienationen, ist frühestens in der zweiten Jahreshälfte 2010 zu rechnen. In der Summe

sind die Argumente für höhere Zinsen noch schwach. Auf der anderen Seite stehen die Staaten, die ihre Schulden refinanzieren müssen. Für 2010 wird mit einem Emissionsvolumen an Euro-Staatsanleihen in Höhe von 1.000 Mrd. Euro gerechnet. Bis dato konnten derartige Volumina ohne Zinsaufschläge platziert werden. Die Kernländer Europas werden auch weiterhin ohne Risikoaufschläge platzieren können. Dies gilt aber nicht für Staaten mit Bonitätsverschlechterungen (vergl. PIGS). Dieser Umstand wird mittelfristig zu höheren Renditen führen. Der Durchschnitt der Analystenprognosen für 10-jährige Bundesanleihen liegt 2010 bei 3,75%. Von heute aus betrachtet führt dies zu Kursverlusten, welche die Höhe eines Jahreskups übersteigen. Ergo sind Anleihen mit kürzerer Laufzeit 2010 attraktiv. In diesem Anleihebereich fallen die Kursverluste geringer aus.

PIGS – die neuen Problemkinder aus dem Süden

Wie bereits erwähnt ist die Zeit, in der alle europäischen Staaten beste Bonitäten genossen, vorbei. Waren die Renditeunterschiede im Jahr 2007 nahezu nicht vorhanden, präsentiert sich das aktuelle Bild komplett verändert. Bei der Auswahl der Emittenten ist in Zukunft noch stärker zu differenzieren. Staaten mit hoher Verschuldung und schwacher Haushaltsdisziplin müssen deutlich mehr für ihre Schulden zahlen. Oft werden südeuropäische Staaten damit in Zusammenhang gebracht.

Risikoprämien engen sich unterschiedlich ein



Der Begriff PIGS steht für Portugal, Italien/Irland, Griechenland und Spanien. Diese Staaten leiden besonders unter der Finanzkrise. Zu Beginn des Jahres 2009 wuchsen die Spreads aller PIGS deutlich an. Vor allem die kritische Lage des irischen Staates führte zu Auf-



schlägen von ca. 400 Basispunkten. Heute sind diese Spreads auf ein Niveau von 150 Basispunkten zurückgefallen. Diese Prämie ist aber im Vergleich zu den vorherigen Jahren historisch hoch. Dagegen konnte Griechenland von diesem Trend nicht profitieren. Die Renditeaufschläge für die hellenischen Anleihen befinden sich aktuell auf einem vergleichbaren Niveau wie zum Höhepunkt der Lehman-Krise. In den letzten Wochen haben alle namhaften Rating-Agenturen ihre Wertung für das Land gesenkt und zusätzlich einen negativen Ausblick gegeben. Grund für die Herabstufung ist die desolante Haushaltslage und die sich beschleunigende Staatsverschuldung. Alle für das Jahr 2009 gegebenen Finanzprognosen sind negativ übertroffen worden. Die Aufschläge anderer südeuropäischer Staaten oder Irlands wurden erneut in Mitleidenschaft gezogen, haben sich aber nicht so extrem wie der Griechenlands entwickelt. In diesem Jahr ist mit einer moderaten Einengung der Aufschläge zu rechnen. Sie wird aber nicht wahllos erfolgen und deutlich langsamer als in der Vergangenheit voranschreiten. Ein vollständiger Zahlungsausfall bleibt aber auch nach den jüngsten Nachrichten aus heutiger Sicht unwahrscheinlich. Die Währungsunion wird im Falle einer drohenden Staatsinsolvenz alles Notwendige unternehmen, um einen derartigen Reputationsschaden von der Gemeinschaftswährung abzuwenden.

Unternehmensanleihen bleiben interessant

Das in den letzten Monaten viel diskutierte Thema der Kreditklemme haben kapitalmarktfähige Unternehmen durch eine wahre Emissionsflut von neuen Anleihen für sich gelöst. Noch nie haben so viele Unternehmen Geld vom Kapitalmarkt aufgenommen. Ohne Berücksichtigung von Bankanleihen haben die europäischen Unternehmen 2009 ca. 250 Mrd. Euro (Quelle: Commerzbank) aufgenommen. Diese Anleihen erfreuten sich zunehmender Beliebtheit. Mit Blick auf 2010 dürfte sich das Volumen um ca. 50 Mrd. Euro auf 200 Mrd. Euro zurückentwickeln. Auch die nun wieder normalisierten Spreads lassen die neuen Anleihen optisch weniger attraktiv als 2009 aussehen. Die Emittenten werden zusätzlich versuchen, aufgrund der niedrigen Zinsen eher länger laufende Emissionen zu begeben. Aus unserer Sicht sollten aber wegen der noch nicht vollständig ausgestandenen Krise eher bonitätsstarke Titel mit einer kürzeren Restlaufzeit im Depot Berücksichtigung finden.

Anleihen aus Schwellenländern im Fokus

Die Schwellenländer haben sich in der aktuellen Finanz-

marktkrise deutlich besser geschlagen als in der Asienkrise in den 1990er Jahren. Grund hierfür sind die hohen Devisenreserven, die der globale Wirtschaftsaufschwung in die Kassen dieser Länder gespült hat. Diese Reserven könnten als Schutz gegen einen sich abschwächenden Währungskurs eingesetzt werden. Auch die dortigen Staatsanleihen konnten einen wesentlichen Teil ihrer Kursverluste 2008 wettmachen. Da schon 2010 viele der Schwellenländer wieder ein höheres Wirtschaftswachstum als die Industrienationen aufweisen, werden sich auch in diesem Jahr die Aufschläge im Vergleich zu deutschen Staatsanleihen auf einem moderaten Pfad zurückbilden.

Immer wiederkehrender Tenor der Diversifikation

Gerade für Anleihen wird das Jahr 2010 viele Unwägbarkeiten bereithalten. Anleger sollten nicht auf die Ergebnisse 2009 schauen, um eine Strategie für die kommenden 12 Monate festzuzurren. Die Ergebnisse werden selbst bei einer optimalen Allokation absolut niedriger ausfallen. Daher ist eine gezielte Streuung einzelner Anleiheinstrumente unerlässlich. Neben deutschen Staatsanleihen sollten unten aufgeführte Anlageklassen ebenfalls berücksichtigt werden. Insbesondere Wandel- und Unternehmensanleihen profitieren von guten Wirtschaftsnachrichten und dem sich verbessernden Kapitalmarktumfeld. Hochzinsanleihen und Anleihen aus Schwellenländern bilden das „Salz in der Suppe“. Aber wie bei Aktien gilt auch für Anleihen der Grundsatz der stetigen Beobachtung, damit auf Kursverluste frühzeitig reagiert werden kann.

Aktuelle Struktur des Rentenportfolios unter Berücksichtigung der aktuellen Asset Allocation*			
Gattung	Duration	Aktuelle Gewichtung	Veränderung ggü. Q4/09
Deutsche Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit	1,8	50%	0%
Pfandbriefe	3,0	10%	0%
Unternehmensanleihen	4,3	10%	0%
Wandelanleihen	4,3	10%	-10%
Hochzinsanleihen	4,5	10%	0%
Schwellenländeranleihen	4,5	10%	+10%
Gesamt:	2,5	100%	

Stand: 08.01.2010 *siehe Beitrag Asset Allocation Seite 5
Sebastian Sobetzki, CIIA

ANLAGE SPEZIAL – Schwellenländer

Aus aktuellem Anlass

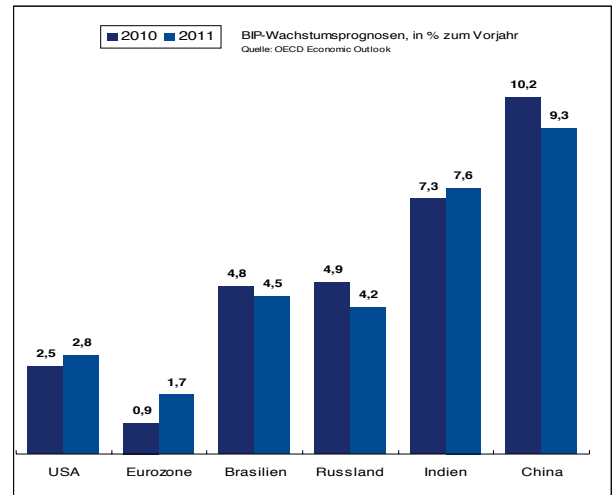
Beim Blick zurück auf die internationale Kapitalmarktentwicklung im Jahr 2009 gehört ein Segment zu den klaren Gewinnern: Aktien und festverzinsliche Wertpapiere aus Schwellenländern zeigen eine deutlich bessere Wertentwicklung als ihre Pendanten aus den entwickelten Volkswirtschaften. Diese Beobachtung ist keineswegs neu und gerade deshalb lohnt es sich, die Hintergründe dieser Entwicklung etwas näher zu betrachten. Bei unseren Ausführungen konzentrieren wir uns in erster Linie auf die BRIC-Staaten Brasilien, Russland, Indien und China.

Die Weltbank und der internationale Währungsfonds (IWF) kategorisieren jeweils zehn Länder als Schwellenländer. Dazu zählen Brasilien, China, Indien, Malaysia, Mexiko, die Philippinen, Russland, Südafrika, Thailand und die Türkei. Allein aus diesem Kreis gehören sieben Staaten der Gruppe der zwanzig wichtigsten Industrie- und Schwellenländer (G-20) an. Diese Institution dient seit 1999 als Forum für die Kooperation und Konsultation in Fragen des internationalen Finanzsystems. Zwölf Jahre zuvor hatte einer der bedeutendsten Anbieter für Vergleichsindizes, MSCI (Morgan Stanley Capital International), einen Vergleichsindex für Aktienmärkte in Schwellenländern aus der Taufe gehoben. Der MSCI Emerging Markets Index zählt bis heute zu den meist beachteten Aktienbarometern weltweit.

Was treibt das Interesse der Investoren?

Die Vermengung von verschiedensten Faktoren treibt die Kapitalmärkte von Brasilien, Russland, Indien, China und Co. in das Rampenlicht internationaler Anleger. Rohstoffreichtum einzelner Regionen, ein günstiges demographisches Umfeld oder die Weiterentwicklung von Produktionsstätten zu Dienstleistungszentren lassen auch in Zukunft ein überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum von Schwellenländern erwarten. So schätzt die OECD das Wachstum des Bruttoinlandsproduktes (BIP) im Jahr 2010 für Brasilien mehr als viermal höher als das in der Eurozone. Die nachfolgende Grafik (BIP-Wachstum im Vergleich) zeigt, dass die Wachstumserwartungen für die übrigen BRIC-Staaten zum Teil noch stärker zulegen werden und auch 2011 ein große Lücke zwischen den Wachstumsraten in Euroland und den aufgeführten Schwellenländern liegen wird.

BIP-Wachstum im Vergleich



Analystenschätzungen zufolge wird der Anteil von Schwellenländern am weltweiten Bruttoinlandsprodukt von 34% (2008) bis zum Jahr 2020 auf 43% steigen. Lasteten Anfang der 1990er Jahre noch große Budgetdefizite von mehr als 10% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) auf Brasilien oder mehr als 8% auf der indischen Volkswirtschaft, so sind diese 2008 auf eine Quote von unter 2,5% zurückgeführt worden. Auch wenn diese Niveaus 2009 und wohl auch 2010 aufgrund staatlicher Ausgabenprogramme nicht gehalten werden dürften, wird doch deutlich, dass gerade Schwellenländer in den vergangenen zwei Jahrzehnten finanzpolitischen Spielraum gewonnen haben. Diese Flexibilität kann in wirtschaftlich schwierigen Zeiten, wie beispielsweise nach der jüngsten Finanzmarktkrise, gezielt eingesetzt werden, um die Wirtschaft zu stabilisieren.

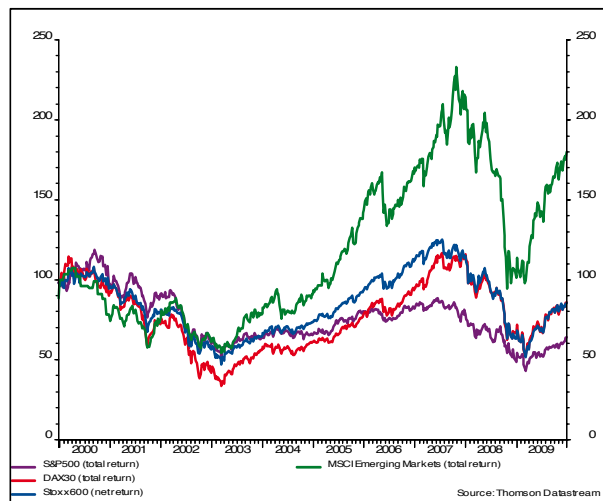
Für einen global orientierten Anleger ergeben sich daher im Aktien- und Anleihebereich zusätzliche Diversifizierungs- sowie Ertragschancen. Dabei darf nicht übersehen werden, dass Finanzmärkte in Schwellenländern tendenziell einer höheren Schwankungsbreite unterliegen als die Märkte in entwickelten Volkswirtschaften. Auch gilt es, die Anfälligkeit von Überbewertungen von Vermögensklassen, eine mögliche politische Instabilität aufgrund sozialer Spannungen oder den Umgang mit natürlichen Ressourcen zu beobachten und kritisch zu begleiten. Dies ändert aber nichts an unserer grundsätzlichen Einschätzung, dass Aktien und Anleihen aus Schwellenländern fester Bestandteil eines international diversifizierten Portfolios sein sollten.



Welchen Mehrwert bieten Aktienanlagen ...

In unserem Anlagebrief für das dritte Quartal 2009 beschäftigten wir uns im Editorial mit dem verlorenen Jahrzehnt für Aktienanleger. Wie auch die nachstehende Grafik (Mehr Wert in 10 Jahren: Aktien in Schwellenländern) zeigt, bleibt selbst nach der rasanten Erholung der Aktienmärkte 2009 für einen Anleger, der Ende 1999 in deutsche Standardaktien (DAX-Index) investierte, unterm Strich bestenfalls eine „schwarze Null“. Gemessen am S&P 500 verlor ein Kapitalanleger – in Euro gerechnet – sogar mehr als 30% seines Vermögens.

Mehr Wert in 10 Jahren: Aktien in Schwellenländern



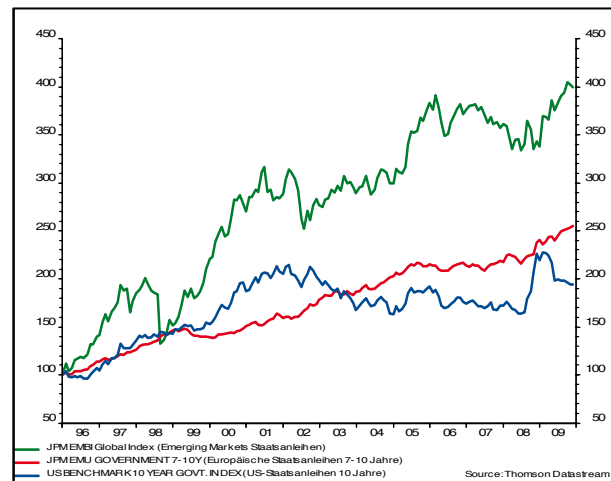
Der MSCI Emerging Markets Index hat sich im Vergleichszeitraum nahezu verdoppelt. Aktien aus den BRIC-Ländern vereinigen auf sich ein Indexgewicht von mehr als 50%. Der Kurssturz vom Höhepunkt des Aktienbooms 2007 bis zu Beginn des vergangenen Jahres mutet auch für den Bereich der Schwellenländer dramatisch an. Eine Untersuchung der Jahresrenditen relativiert jedoch die Situation. Der MSCI Emerging Markets Index verlor zwar 2008 rund 11% mehr als beispielsweise der DAX-Index, aber schon im Folgejahr setzt sich die relative Stärke gegenüber den etablierten Aktienmärkten fort. Während deutsche Standardaktien um 20% zulegten, brachte es der Vergleichsindex für Schwellenländer auf einen Anstieg um mehr als 70%. In acht der letzten zehn Jahre konnten Schwellenländer eine Überrendite zu den aufgeführten Vergleichsindizes aufweisen.

... und Rentenanlagen in Schwellenländern?

Beim Blick auf die Entwicklung des JPM EMBI Global Index, einer der weltweit führenden Vergleichsindizes für Staatsanleihen in Schwellenländern, drängt sich die

Frage auf, ob der seit 1995 anhaltende Trend einer Überrendite gegenüber Staatsanleihen aus den USA oder Europa nicht vor dem Ende steht.

Anleihen in Schwellenländern vs. deutsche und US-Staatsanleihen



Berücksichtigt werden sollte dabei, dass die obige Grafik (Anleihen in Schwellenländern vs. deutsche und US-Staatsanleihen) nahe dem Höhepunkt der Mexikokrise Mitte der 1990er Jahre beginnt. Die Gewichtung von Anleihen aus Mexiko und Brasilien mit rund 25% überzeichnet die Entwicklung zusätzlich. Ein Trend ist in dieser Zeit ungeachtet dessen bemerkenswert: Die 39 Staaten, die aktuell in diesem Index Berücksichtigung finden, verbesserten ihr durchschnittliches S&P Rating von „B“ auf „BB+“. Diese Entwicklung konnte auch nicht durch die Finanzkrisen der letzten zwei Jahrzehnte in Asien, Russland, Argentinien und Brasilien oder durch den Lehman-Schock im vergangenen Jahr aufgehalten werden. Kapitalanleger werden diese Qualitätsverbesserung auch in Zukunft nicht ignorieren.

Aktien und Anleihen aus Schwellenländern bieten unserer Meinung nach eine gute Möglichkeit, Risiken in den jeweiligen Vermögensklassen zu diversifizieren und zusätzliche Ertragspotenziale zu heben. Dabei sollte unbedingt jede Depotposition mit einer maximalen Verlustgrenze versehen werden. Risikomanagement ist auch bei Kapitalanlagen in Schwellenländern eine unerlässliche Komponente für den Anlageerfolg.

Karsten Dabelstein

CONRAD HINRICH DONNER BANK AG

Ballindamm 27
20095 Hamburg

✉ Postfach 101729
20011 Hamburg
Telefon (040) 30217-0
Internet: www.donner.de

Redaktion:

E-Mail: Produkte@donner.de
Telefax (040) 30217-5399

Karsten Dabelstein	(040) 30217-5291
Jörg Laser (V.i.S.d.P.)	(040) 30217-5560
Carsten Mumm, CFA	(040) 30217-5565
Sebastian Sobetzki, CIIA	(040) 30217-5563
Sascha Veit, CIIA	(040) 30217-5213

„DONNER & REUSCHEL – Privatbank seit 1798“
ist eine Marke der CONRAD HINRICH DONNER
BANK, die diese Leistung erbringt.

Die Informationen und Meinungen in dieser Publikation wurden von der Conrad Hinrich Donner Bank AG (im Folgenden: „Donner Bank“) oder einem mit ihr verbundenen Unternehmen erstellt. Die darin enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die die Donner Bank für verlässlich hält. Die Grafiken stammen von Datastream/Bloomberg/Reuters und div. Brokern. Die BIP- und Inflations-schätzungen stammen von Consensus Economics. Eine Gewähr für die Richtigkeit des Inhalts und der vollständigen Darstellung aller wesentlichen Gesichtspunkte kann nicht übernommen werden. Ebenso erfolgen abgegebene Meinungen Dritter ohne Obligo der Donner Bank.

Diese Veröffentlichung dient lediglich informatorischen Zwecken. Die hier abgegebenen Bewertungen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen bzw. Erwartungen sind stichtagsbezogen und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Donner Bank ist in diesen Fällen weder verpflichtet, diese Veröffentlichung zu modifizieren noch über derartige Veränderungen zu informieren.

*Soweit auf diesen Seiten die Performance einzelner Finanzinstrumente oder Finanzindizes für die Vergangenheit ausgewiesen wird, ist damit keine Prognose oder Garantie für die Zukunft verbunden.

Diese Publikation stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Eine Anlageentscheidung sollte die spezifischen finanziellen Gegebenheiten und wertpapierspezifischen Erfahrungen im Rahmen einer individuellen Anlageberatung berücksichtigen. Diese Informationen richten sich ausschließlich an Interessenten, die ihren gewöhnlichen Aufenthaltsort in der Bundesrepublik Deutschland haben.

Die Offenlegung von Interessenkonflikten nach den Maßgaben des § 34b WpHG erfolgt, sofern existent, im Anschluss an den Text der Veröffentlichung. Im Übrigen sind die für diese Publikation verantwortlichen Autoren in keiner Weise am Handlungsergebnis der Bank beteiligt.

Die Inhalte dieser Veröffentlichung oder Teile hieraus dürfen ohne schriftliche Genehmigung der Donner Bank weder vervielfältigt, vertrieben noch veröffentlicht werden.

