

Wir investieren in Gewinner. Das bedeutet, dass wir in starke Unternehmen investieren, die mit nachhaltigen Geschäftsmodellen, soliden Bilanzen und hohen Margen einen Mehrwert für ihre Anteilseigner schaffen. Wir halten die Risiken klein und investieren dann, wenn unser Engagement von einem positiven Ereignis beflügelt wird. Wir nennen das die Kombination aus Value und Event.

JPMorgan Chase & Co.

Die US-amerikanische Großbank JPMorgan, deren Wurzeln bis in das Jahr 1832 zurückreichen, ist gemessen an ihrer Bilanzsumme das größte Finanzinstitut der Welt. Zum 31. Dezember 2012 verantwortete sie 2.359 Mrd. USD an bilanziellen Vermögenswerten. Sie ist eine der wenigen amerikanischen Großbanken, die in der Finanzkrise 2008 nicht an den Rand des Abgrunds oder darüber hinaus geführt wurde. Das Institut machte in den Jahren 2008 bis 2011 Gewinne von 6, 12, 17 und 19 Mrd. USD. Der Erfolg ist unmittelbar mit dem Namen des CEO, James Dimon, verknüpft. Er widersetzte sich dem Trend und tätigte in den Jahren bis 2007 keine teuren Übernahmen. Stattdessen zog er sich aus strukturierten Kreditprodukten (CDO) zurück und veräußerte Hypotheken geringer Bonität (Subprime). Aus einer starken Position heraus übernahm JPMorgan mit Unterstützung der US-Regierung im Jahr 2008 die kollabierte Investmentbank Bear Stearns sowie die notleidende Sparkasse Washington Mutual. Trotz immenser Abschreibungen auf insgesamt 700 Mrd. USD an übernommenen Vermögenswerten zahlten sich beide Übernahmen aus.

Das Siegerimage währte bis zum 10. Mai 2012. An diesem Tag gab die Bank einen Verlust aus einer fehlgeschlagenen Sicherungsstrategie in Höhe von zwei Mrd. USD bekannt. Dieser erhöhte sich bis zum vollständigen Abbau gegenläufiger Kreditausfallderivate (CDS) auf

sechs Mrd. In wenigen Tagen verlor JPMorgan 40 Mrd. USD an Börsenwert. Die Bank notierte damit unterhalb ihres bereinigten Eigenkapitals ("tangible book value"). Auf diesen Betrag erzielt die Bank allerdings eine durchschnittliche Rendite von 15% p.a. Wir nutzten die Gelegenheit zum Kauf, nachdem wir das Ausmaß der Handelsposition und den einmaligen Verlust daraus abschätzen konnten.

Die Börse missachtete die Größe und Stabilität der Zahlungsströme, die JPMorgan durch Zinsen und Gebühren aus dem betreuten Kundenvermögen (18.835 Mrd. USD), aus Kundeneinlagen (1.194 Mrd.) und gewährten Darlehen (734 Mrd. USD) erzielt. Die Hypothekendarlehen haben seit der HARP-Auflage ("Home Affordable Refinance Program") im Jahr 2009 eine vorübergehende, aber doppelte Dynamik. Das staatliche Hilfsprogramm unterstützt Hausbesitzer und begrenzt die Kreditausfälle der Banken. Gleichzeitig verdienen diese üppig an der Abwicklung der Programme. Zwischen 2009 und 2012 betrugen die Aufwendungen aus Rückstellungen für Kreditausfälle 32, 17, 8 und 3 Mrd. USD. Parallel verdoppelten sich die Hypothekenerträge ("mortgage fees and related income") von 4 Mrd. auf 8 Mrd. USD.

Trotz des Handelsverlusts verdiente JPMorgan im Jahr 2012 mehr als 21 Mrd. USD. Wir profitierten von dieser erkennbaren operativen Dynamik und veräußerten unsere Aktien, nachdem die Börsenbewertung das 1,3-fache des bereinigten Eigenkapitals erreichte.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky