

# DEN MARKT IM AUGEN

SONDERAUSGABE



Die Risiken und Vorteile  
einer konzentrierten Aktienposition

J.P.Morgan



## The Agony & the Ecstasy 3.0: ein Update zu unserer konzentrierten Aktienrecherche für vermögende Familien

### Einführung

Wir haben unser erstes konzentriertes Aktienforschungspapier im Jahr 2004 geschrieben und Version 2.0 im Jahr 2014 fertiggestellt. Mein Plan war, bis 2024 auf Version 3.0 zu warten, aber ein Zusammentreffen von Markt- und Wirtschaftsfaktoren veranlasste das Team und mich, es jetzt zu aktualisieren. In diesem Artikel beginnen wir mit einem Rückblick auf wichtige Erkenntnisse aus unserer Analyse von 40 Jahren Unternehmensüberlebensrisiko in den USA. Anschließend diskutieren wir marktwirtschaftliche, makroökonomische und mikroökonomische Faktoren, die das Überlebensrisiko von Unternehmen in den kommenden Jahren beeinflussen. Der dritte Abschnitt führt einen branchenübergreifenden Rückblick auf das Scheitern von Unternehmen in den letzten zehn Jahren durch. Wir schließen mit einer Erörterung der Strategien, die konzentrierte Familien anwenden können, um ihr konzentriertes Vermögen zu diversifizieren. Um es klar zu sagen, viele der Markt- und makroökonomischen Risiken, die wir in diesem Artikel diskutieren, entsprechen nicht unseren Basisszenario-Erwartungen, wenn wir Geld für Kunden verwalten; Trotzdem müssen sie Teil der Diskussion mit konzentrierten Portfoliofamilien sein, da die Kosten, wenn wir uns irren, viel größer sind als bei diversifizierten Portfolios.

Michael Cembalest

JP Morgan Vermögensverwaltung

### Inhaltsverzeichnis

[1] Unternehmensausfallrisiko, 1980-2020: Maßnahmen und Katalysatoren	Michael Cembalest, Kirk Haldemann
[2] Marktbezogene, makroökonomische und mikroökonomische Risiken	Michael Cembalest
[3] Überprüfung des Scheiterns von Unternehmen, 2017–2020	Chris Baggini, Jake Manoukian
[4] Konzentrierte Portfoliodiversifizierungs- und Absicherungsstrategien	Kirk Haldemann

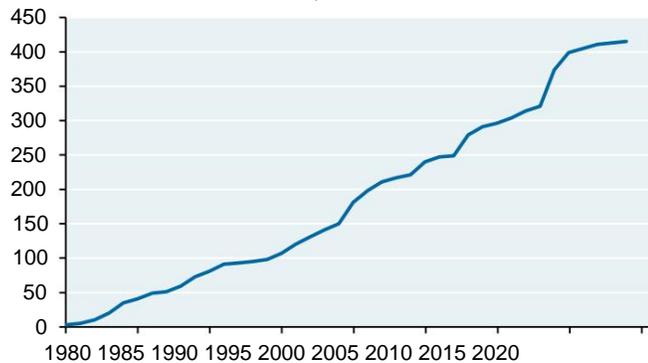
**[1] Unternehmensausfallrisiko, 1980-2020: Maßnahmen und Katalysatoren****Cembalest, Haldeman**

Die Welt ist überflutet von konzentriertem Reichtum. Die Weltbevölkerung der Milliardäre soll sich von 2013 bis 2023 fast verdoppeln, und allein in den USA gibt es rund 9.000 Zentimillionäre. Die USA rangieren durchweg auf Platz 1 der Listen der unternehmerischsten Länder, da hohe US-Werte bei Innovation und Wettbewerbsfähigkeit ihre niedrigeren Werte bei Arbeitsqualifikationen und Infrastruktur ausgleichen.

**Trotzdem ist ein Teil der unendlichen Geschichte der Wettbewerbsfähigkeit kreative Zerstörung: Viele neue Unternehmen verdrängen am Ende etablierte Unternehmen, die einst selbst führend waren.** Wir überwachen diese kreative Zerstörung auf verschiedene Weise.

Wie im ersten Diagramm unten gezeigt, gibt es ein konstantes Trommelfeuer von Unternehmen, die aufgrund von Geschäftsnot aus dem S&P 500 entfernt wurden. Darüber hinaus erlebten mehr als 40 % aller Unternehmen, die jemals im Russell 3000 Index vertreten waren, einen „katastrophalen Aktienkursverlust“, den wir als einen Kursrückgang von 70 % gegenüber Höchstständen definieren, der nicht wieder aufgeholt werden kann.

Zusammenfassung und Aktualisierung der Ergebnisse von Agony &amp; Ecstasy

**Gesamtzahl der Unternehmen, die aufgrund von Notlagen aus dem S&P 500 entfernt wurden, 1980–2019**

Quelle: Bloomberg, Factset, JP Morgan Wealth Management. 2019.

Sektor	Gesamtprozentsatz der Unternehmen mit „katastrophalen Verlusten“ 1980–2020
<b>Alle Branchen</b>	<b>44%</b>
Kommunikationsdienste	49%
Nicht-Basiskonsumgüter	48%
Konsumgüter	32%
Energie	65%
Finanzen	29%
Gesundheitsvorsorge	48%
Industrie	39%
Informationstechnologie	59%
Materialien	38%
Dienstprogramme	14%

Quelle: Factset, Bloomberg, JP Morgan Wealth Management. September 2020.

Eine andere Art, über das Konzentrationsrisiko nachzudenken: **Wie oft wäre eine Familie mit dem Besitz besser oder schlechter dran gewesen Bargeld oder der Russell 3000 Index anstelle der konzentrierten Position?** Wie aus der Tabelle hervorgeht, verzeichnete eine konzentrierte Position in einer einzelnen Aktie in etwa 40 % der Fälle negative *absolute* Renditen, in diesem Fall hätte sie eine einfache Cash-Position hinter sich gelassen. Und in etwa 2/3 der Fälle hätte eine konzentrierte Position in einer einzelnen Aktie eine diversifizierte Position im Russell 3000 Index hinter sich gelassen. Während die erfolgreichsten Unternehmen langfristig enormes Vermögen generierten, erfüllten seit 1980 nur rund 10 % aller Aktien die Definition von „Megagewinnern“.

Sektor	% der Aktien mit negativen absoluten Renditen 1980-2020	% der Aktien mit negativen Überschussrenditen vs Russel 3000 1980-2020	% der Aktien definiert als "Megagewinner" 1980-2020
<b>Alle Sektoren</b>	<b>42%</b>	<b>66%</b>	<b>10%</b>
Kommunikationsdienste	52%	70%	10%
Nicht-Basiskonsumgüter	47%	68%	11%
Konsumgüter	35%	61%	17%
Energie	63%	84%	5 %
Finanzen	33%	63%	10%
Gesundheitsvorsorge	43%	62%	fünfzehn%
Industrie	40%	68%	13%
Informationstechnologie	54%	73%	10%
Materialien	39%	69%	11%
Dienstprogramme	16%	85%	4 %

Quelle: Factset, Bloomberg, JP Morgan Wealth Management. September 2020.

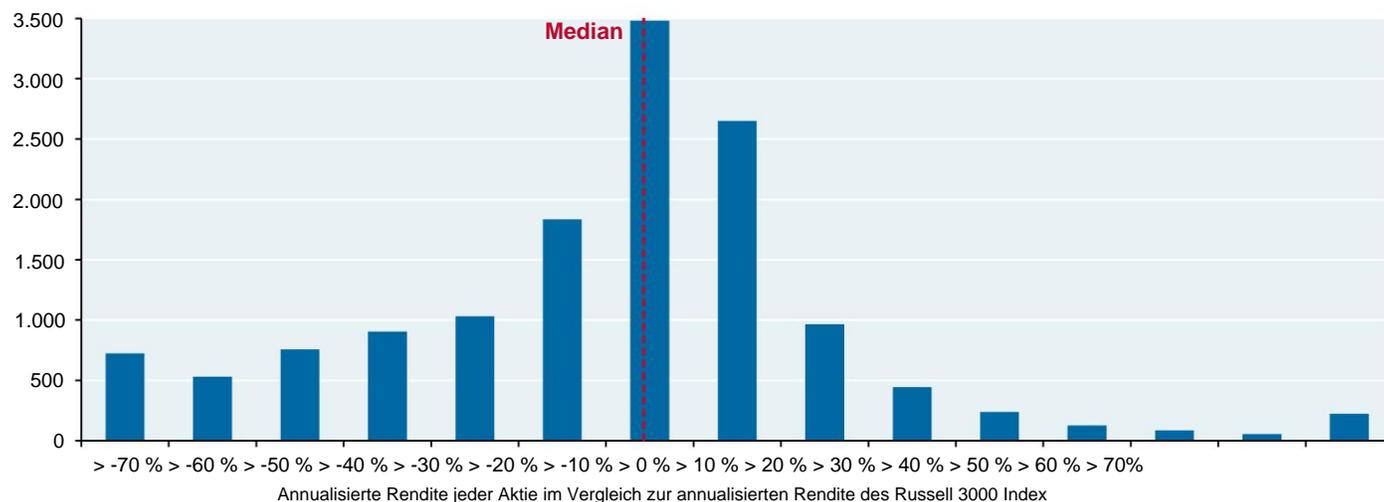
Megaw-Inneres definiert als über 500 % kumulative Kursrendite gegenüber dem Russell 3000 Index



Hier ist eine Visualisierung der Gewinner und Verlierer im Vergleich zum Russell 3000 Index. Die Gewinner generieren enorme Überrenditen, aber die Median-Aktie schneidet am Ende schlechter ab als der Russell 3000 Index.

#### Verteilung der Überschussrendite auf Lebenszeit einzelner Aktien vs. Russell 3000, 1980-2020

Anzahl der Aktien



Quelle: FactSet, Bloomberg, JP Morgan Asset Management. September 2020.

#### Was sind die Hauptgründe für das Scheitern von Unternehmen?

Während einige katastrophale Verluste im Nachhinein offensichtlich oder unvermeidlich erscheinen mögen, glaubten das Management, der Vorstand, die Research-Analysten, die Ratingagenturen und die Mitarbeiter des Unternehmens aller Wahrscheinlichkeit nach fest an seinen langfristigen Erfolg. In unseren beiden vorherigen Analysen konzentrierter Aktienrisiken haben wir festgestellt, dass die meisten Fälle von Geschäftsausfällen weitgehend außerhalb der Kontrolle des Managements lagen:

- Rohstoffpreisrisiken, die nicht abgesichert werden können
- Regierungspolitik: Änderungen der Erstattungssätze für Dienstleistungen, eine Verlangsamung der FDA-Zulassungsmuster, Bandbreiten- und andere öffentliche Privatisierungen, die den Umfang des Wettbewerbs vergrößern, Änderung der Subventionen für erneuerbare Energien, Änderungen der CO<sub>2</sub>-Steuerregelungen und Fracking-Regeln, staatlich geförderte Unternehmen mit niedrigeren Finanzierungskosten zur Verdrängung von Aktivitäten des Privatsektors, Änderungen in der Auslegung von Kartellvorschriften, Verschiebungen von Kapazitätspreisen zu Händlerpreisen (Erdgas) und Preisobergrenzen für Arzneimittelpreise von Medicare Teil B und D, die sie enger an sie anpassen internationalen Ebenen
- Hinsichtlich staatlicher Maßnahmen hat sich die Deregulierung als ebenso zerstörerisch erwiesen wie die Neuregulierung, insbesondere in Bezug auf Boom-Bust-Zyklen bei Telekommunikation, Versorgungsunternehmen und Broker-Dealern
- Ausländische Wettbewerber, deren Marktanteil durch staatliche Subventionen und Devisenmanipulation vergrößert wird. Chinas Wechselkursmanagement und Subventionen für seine Auto-, Stahl-, Solar-, Papier- und Glasunternehmen sind die wichtigsten Beispiele.
  - Verletzung geistigen Eigentums durch in- und ausländische Firmen.
  - Die Auswirkungen von Patentrellen, die US-Unternehmen schätzungsweise 20 Milliarden Dollar pro Jahr kosten
- Änderungen der Zoll- oder Handelspolitik der USA oder ausländischer Regierungen
- Betrug durch nicht leitende Angestellte, die laut SEC-Untersuchungen ca. 30 % aller Vorfälle ausmachen; oder Betrug durch Mitarbeiter oder das Management in Unternehmen, die Sie erwerben oder die Sie erwerben
- technologische Innovation, die den Verbrauchern effektiv genügend Informationen liefert, um Vermittler und Händler zu umgehen
- eine Verschiebung der Kaufkraft hin zu den Kunden der Unternehmen infolge der Konsolidierung
- ungehinderte Expansion durch Wettbewerber, die zu einem Zusammenbruch der Preissetzungsmacht führt

**[2] Marktbezogene, makroökonomische und mikroökonomische Risiken für konzentrierte Aktienfamilien****Cembalest***Marktrisiken*

Im historischen Vergleich sind die Bewertungen hoch, unabhängig davon, mit welchen Mitteln sie berechnet wurden. Die einzige Kennzahl mit Bewertungen unter dem Median basiert auf einer unhaltbar niedrigen Rendite auf 10-jährige Staatsanleihen, die unter der Inflationsrate liegt.

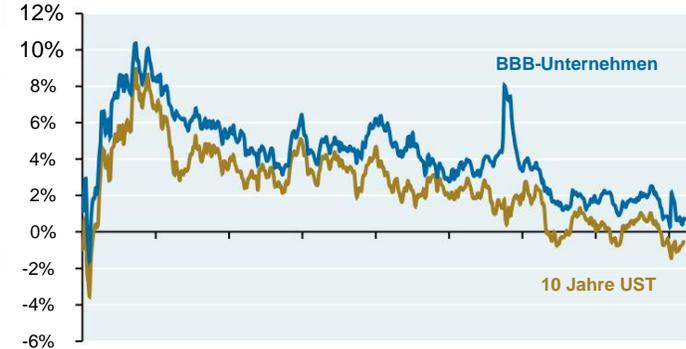
**Perzentile der Aktienbewertung (100 % = am teuersten)**

Bewertungsmetrik des S&P 500	Dezember 2019	Aktuell
	Perzentil	Perzentil
US-Marktkapitalisierung / BIP	99%	100%
Unternehmenswert / Umsatz	99%	100%
Unternehmenswert / EBITDA	93%	100%
KGV weiterleiten	88%	96%
Cashflow-Rendite	85%	96%
Preis / Buch	90%	94%
Zyklisch angepasstes KGV	89%	94%
Free Cashflow-Rendite	53%	63%
S&P Gewinnrendite - 10J UST	28%	40%
<b>Medianwert</b>	<b>89%</b>	<b>95%</b>

Quelle: Goldman Sachs Investment Research. EBITDA = Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen. 9. Februar 2021.

**Echte Renditen**

%, Rendite weniger Kerninflation



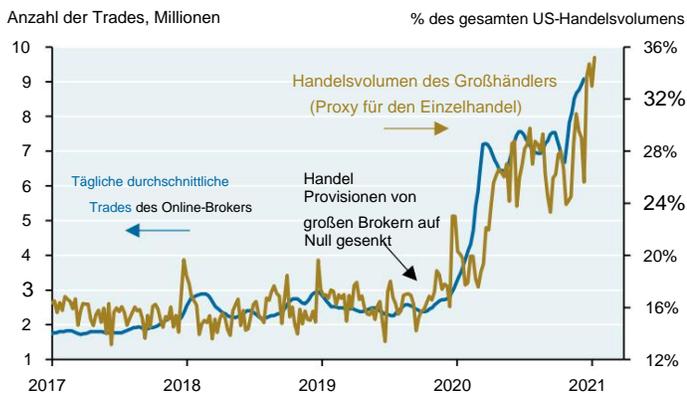
1980 1985 1990 1995 2000 2005 2010 2015 2020

Quelle: Bloomberg, BLS, JPMAM. Januar 2021.

Auch andere Zeichen deuten auf viel Optimismus hin. Hier sind drei Maße für den Optimismus der Anleger, gemessen (100 = am optimistischsten, berechnet seit 2016):

- American Association of Individual Investors, 98. Perzentil
- Investors Intelligence Advisory Sentiment, 95. Perzentil
- NAAIM Active Managers Sentiment, 99. Perzentil
- Bargeldbestände der 20 größten US-Aktienfonds, 100. Perzentil

In Bezug auf schnelle Geldflüsse meldete unser Prime-Brokerage-Team bis Ende 2020 ein sehr hohes Engagement, wobei der größte Teil des Anstiegs nach Oktober erfolgte. Es gibt auch Anzeichen dafür, dass auch Privatanleger ihr Engagement erhöht haben, wie zum Beispiel der Anstieg der durchschnittlichen Größe der täglichen Trades von Online-Brokern. Gleichzeitig ist ein gewisses Maß an Markttiefe gesunken. Diese letztgenannte Maßnahme deutet darauf hin, dass die Preise verdampfen könnten, sollte der Verkaufsdruck für eine bestimmte Aktie oder einen bestimmten Sektor plötzlich zunehmen.

**Online-Broker- und Einzelhandelsvolumen**

Quelle: Bridgewater, Credit Suisse, Bloomberg. 17. Januar 2021.

**Volumen der S&P 500 Futures-Kontrakte**

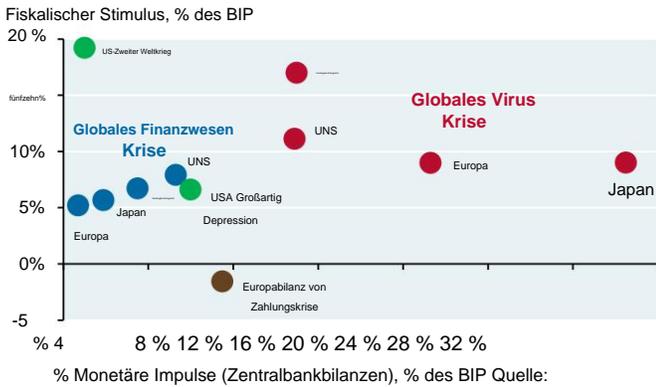
Quelle: JP Morgan Securities. 2020.



**Makroökonomische Risiken**

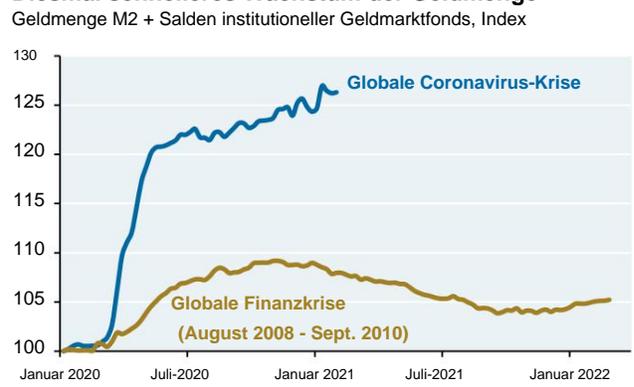
Das größte Einzelrisiko für alle Anleger: Die Fed hat einen Fehler gemacht, weiß es aber noch nicht. Wir haben die folgenden Diagramme schon einmal gezeigt, aber es lohnt sich, sie noch einmal anzusehen. Die Post-COVID-Zentralbankreize entpuppen sich als das größte geldpolitische Experiment in der Geschichte des Zentralbankwesens, ein Konzept, das erstmals im Jahr 1668 in Schweden verankert wurde. Auf fiskalische Anreize setzen die USA bereits, noch bevor zusätzliche Konjunkturpakete eingeführt werden ein großes Haushaltsdefizit, das den eventuellen Inflationsimpuls einer lockeren Geldpolitik verstärken könnte. Während das Interesse am BIP bisher niedrig war, könnte sich dies ändern, wenn die Zinsen steigen und einen Nachhall an den Aktienmärkten verursachen.

**Die Stimulus-Reaktion auf COVID setzt neue Maßstäbe**



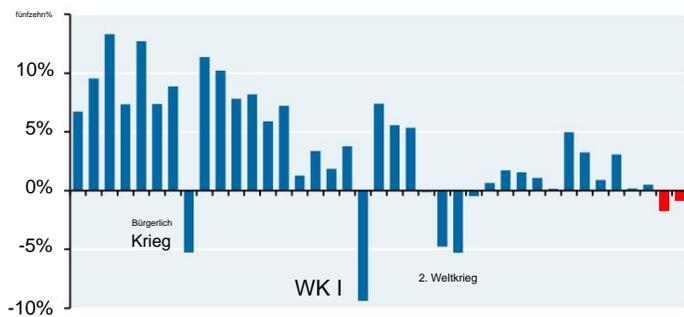
Quelle: Zentralbankquellen, OMB, St. Louis Fed, JPM Global Economic Research, JPMAM. Dezember 2020.

**Diesmal schnelleres Wachstum der Geldmenge**



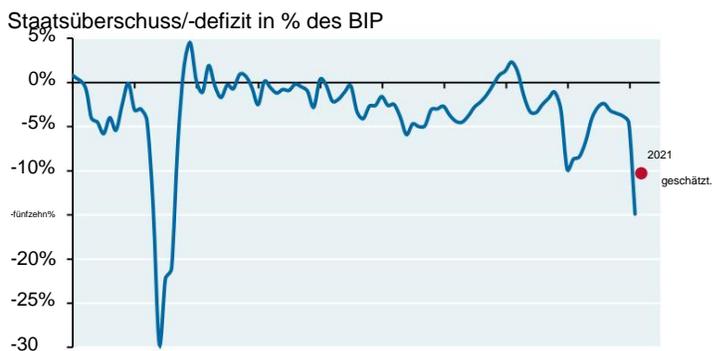
Quelle: St. Louis Fed, JP Morgan Asset Management. 1. Februar 2021.

**Niedrigste Realerträge auf Bargeld seit 1830, außer in Kriegszeiten, T-Bill/Funds-Zinssatz abzüglich Inflation, 5-Jahres-Durchschnitt**



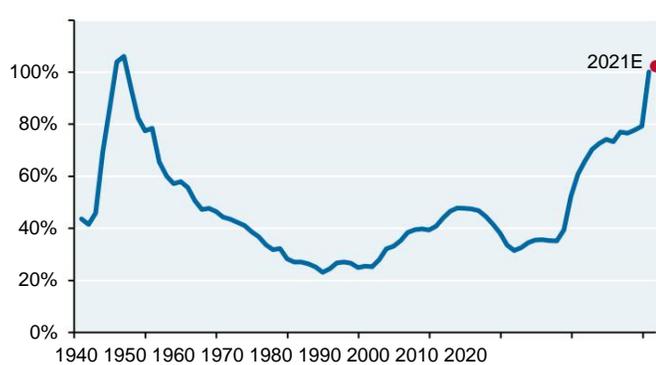
Quelle: FRB, Robert Shiller, GFD, BLS, JPMAM. Dezember 2020.

**US-Haushaltsdefizit**



Quelle: OMB, CBO. Februar 2021. Die Schätzung für 2021 schließt anstehende Konjunkturgesetze aus.

**Vom Staat gehaltene Brutto-Bundverschuldung % des US-BIP 120 %**



Quelle: CBO. Februar 2021.

**Zinslast auf Bundesschulden**



Quelle: OMB, CBO. Februar 2021.

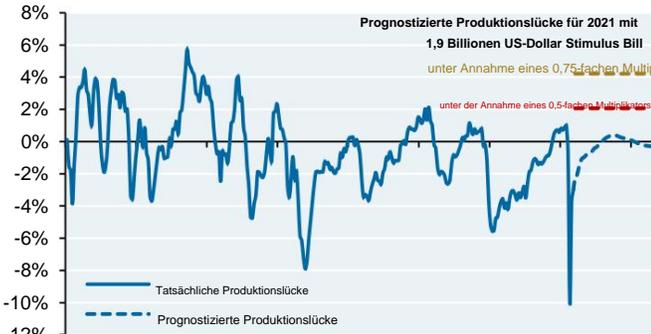


**Wie können wir uns den Fehler vorstellen, den die Fed möglicherweise macht?** Wenn es weitere 1,5 bis 2,0 Billionen US-Dollar an fiskalischen Anreizen gibt, könnte dies zu einem Anstieg des Preisniveaus beitragen. Das CBO schätzt eine „Produktionslücke“, die ein Näherungswert für die Menge an ungenutzten Kapazitäten in der Wirtschaft ist. Die Verwendung eines 0,5-fachen Multiplikators für ein neues Konjunkturprogramm dieser Größe könnte die Produktionslücke in den positiven Bereich drücken, was darauf hindeutet, dass keine freien Kapazitäten mehr vorhanden sind. Ein noch höher angenommener Multiplikator würde diese Zahl auf ein Niveau drücken, das zuletzt in den 1970er Jahren beobachtet wurde. Um es klar zu sagen, seit den 1970er Jahren hat sich viel verändert (Rückgang der gewerkschaftlich organisierten Arbeit und kostentreibende Lohninflation, zunehmende Globalisierung, Aufstieg von Industrierobotern, digitale Wirtschaft usw.). Daher erwarten wir nicht **Das Risiko für konzentrierte Aktienfamilien besteht jedoch NICHT darin, ob die Fed die Zinsen auf ein viel höheres Niveau anheben würde; Das Risiko könnte darin bestehen, ob die Fed sie überhaupt anheben würde** . Eine Rendite von 3,0 % bis 3,5 % auf 10-jährige Staatsanleihen, die im Verhältnis zur Inflation immer noch niedrig wäre, könnte zu erheblichen Verlusten am Aktienmarkt führen.

All diese Dynamiken werden sich in den nächsten 2-3 Jahren entfalten. Die fiskalischen Anreize im Jahr 2021 könnten mit einer US-Wirtschaft zusammenfallen, die bis Mitte des Jahres schneller expandiert, da die Impfraten steigen (zweites Diagramm), wodurch aufgestaute Ausgaben freigesetzt werden (drittes Diagramm). Fed-Vorsitzender Powell erklärte, dass er eine Zeit mit über dem Trend liegender Inflation tolerieren werde und dass er ignorieren werde, was er als vorübergehenden Inflationsanstieg nach COVID ansehe. Dennoch ist es angesichts der beispiellosen Art der laufenden monetären und fiskalischen Experimente unmöglich, die möglicherweise bevorstehenden Multiplikatoreffekte vorherzusagen. Morgan Stanley prognostiziert beispielsweise bereits, dass das BIP nach COVID über das Vorkrisenniveau steigen wird, was nach der Finanzkrise 2008/2009 nicht geschehen ist.

**US-Produktionslücke (Maß für freie Kapazität)**

% , tatsächliches BIP im Verhältnis zum potenziellen BIP

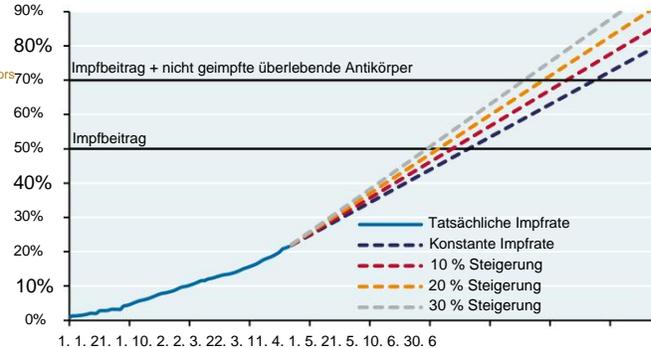


1949 1959 1969 1979 1989 1999 2009 2019 2029

Quelle: CBO, JPMAM. Q4 2020.

**In den USA geimpfte Personen und Überlebende**

Einzelne geimpfte Personen als % der US-Bevölkerung



1. 1. 21. 1. 10. 2. 2. 3. 22. 3. 11. 4. 1. 5. 21. 5. 10. 6. 30. 6

Quelle: OWID, JPMAM. 15. März 2021. Schätzungen der Impfraten basieren auf der durchschnittlichen Impfquote von sieben Tagen.

**Der Ausgabenstau wird irgendwann im Jahr 2021 freigesetzt**

J/J Veränderung in %

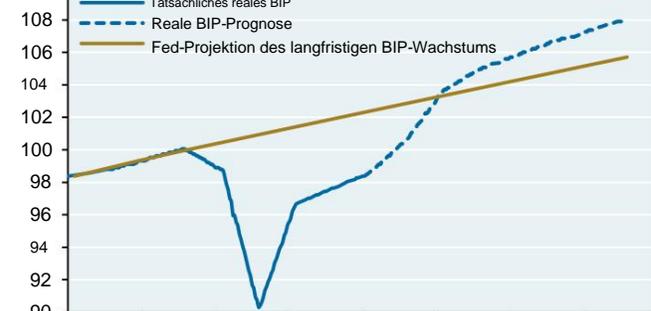


1972 1977 1982 1987 1992 1997 2002 2007 2012 2017

Quelle: Federal Reserve, BEA, JPMAM. Q4 2020. Ausgabenpotenzial: 65 % des steuerbaren Einkommens, 100 % der Transferzahlungen, 10 % des Wohnvermögens und 1,5 % des Geldvermögens.

**Das reale BIP der USA im Vergleich zu den langfristigen Wachstumserwartungen**

Index (100 = Q4 2019)



Jan '19 Jul '19 Jan '20 Jul '20 Jan '21 Jul '21 Jan '22 Jul '22

Quelle: Morgan Stanley Global Macro Strategy. Februar 2021.



### Mikroökonomische Risiken: Was ist, wenn COVID **nicht** verschwindet ?

Unser Basisszenario ist, dass sich das Leben im Jahr 2021 angesichts von Massenimpfprogrammen und verbesserten Behandlungen für Krankenhauspatienten (weniger Beatmung und verstärkter Einsatz von Steroiden und Antikoagulanzen) allmählich wieder normalisiert.

**Dieses Ergebnis ist jedoch keine ausgemachte Sache.** COVID-Varianten in Großbritannien und Südafrika haben die Wirksamkeit zugelassener und ausstehender Impfstoffe verringert. Wenn sich COVID weiter entwickelt, könnten neue Mutationen den Spike-Protein-Ansatz bestehender Impfstoffe immer weniger wirksam machen, sodass Impfstoffentwickler möglicherweise mit überarbeiteten Ansätzen von vorne beginnen müssen. Unabhängig davon, ob Regierungen Sperren verhängen oder nicht, würden Unternehmen und Unternehmen in diesem Szenario wahrscheinlich große Veränderungen in Bezug auf Konsum, Mobilität, Investitionen und Wohnsitz vornehmen.

|   | Moderne  | Pfizer   | AstraZeneca  | J&J  | Novavax  |
|---|--|--|--|--|--|
| <b>Typ</b>  | mRNA   | mRNA   | Vektor   | Vektor   | Rekombinant  |
| <b>Status</b>   | Genehmigt  | Genehmigt  | Genehmigt  | Ausstehend   | Ausstehend   |
| <b>Wirksamkeit gegenüber D614G (2020 vorherrschende Variante)</b> | 94 %; 100% vs. schwere Infektion, hosp. und Todesfälle [T]   | 95 % [T]   | 84% vs. symptomatisch<br>75% vs. asymptomatisch [T]  | 72 %; 86% vs. schwere Infektion [T]  | 95,6 % [T]   |
| <b>Wirksamkeit vs. B.1.1.7 (UK-Variante)</b>                      | 2x Reduktion der Neutralisation [V]  | "bescheidener Rückgang der Neutralisation" [V]   | 75 % vs. symptomatisch 27 % vs. asymptomatisch [T]   |  | 85 % [T], 2-fache Reduktion der Neutralisation [V]   |
| <b>Wirksamkeit vs. B.1351 (S-Afr-Variante)</b>                    | 6-fache Reduktion der Neutralisation [V]   | "2/3 Abnahme der Neutralisation" [V]   | „minimaler Schutz“ bei der Vorbeugung leichter/ mittelschwerer Erkrankungen [T]  | 64 %; 82% vs. schwere Infektion [T]  | 60 % [T]   |
| <b>Wirksamkeit gegenüber B.1.427/9 (Calif-Variante)</b>           | Effektivität halbiert  | Effektivität halbiert  |  |  |  |
| <b>Wirksamkeit vs. B.1.526 (NY-Variante)</b>                      |  |  |  |  |  |
| <b>Lagerung</b>   | Normale Kühlbedingungen  | Ultrakalte Lagerung (-94yF)  | Normale Kühlbedingungen  | Normale Kühlbedingungen  | Normale Kühlbedingungen  |
| <b>Zusätzliche Versuchsdaten</b>                                  |  | Keine COVID-bedingten Todesfälle in Studien (in den USA, Deutschland, der Türkei, Südafrika, Brasilien und Arg.) | Verhinderte 100 % der schweren Infektion, hosp. und Todesfälle in Studien in Großbritannien, Brasilien und Südafrika [T] | Verhinderte 85 % der schweren Infektionen und 100 % der Todesfälle in den USA, Versuche in LatAm und Südafrika [T] | Bei Studienteilnehmern, die den Impfstoff erhielten, wurden keine Krankenhauseinweisungen oder Todesfälle gemeldet |
| <b>Rollout-Beobachtungen</b>                                      | <p><b>Pfizer:</b> In Israel gingen die Infektionen bei über 60 Infektionen nach der ersten Injektion um 2/3 zurück; nach 2. Gabe nur noch 0,1 % Infektionsrate.<br/>UK-Studie: 75 % weniger Krankenhauseinweisungen und Todesfälle nach einmaliger Injektion; 70 % Rückgang der Infektion nach der ersten Dosis, 85 % nach der zweiten Dosis (57 % und 88 % bei Personen über 80). Studie aus Deutschland: keine neutralisierenden Antikörper bei 31 % der über 80- Jährigen im Vergleich zu 2 % der unter 60-Jährigen</p> <p><b>AstraZeneca:</b> In Schottland reduziertes Risiko einer Krankenhauseinweisung um 94 %</p> |  |  |  |  |

Hinweise: Die Wirksamkeit bezieht sich auf die Abnahme der Infektionswahrscheinlichkeit im Vergleich zu einer Placebo- oder Kontrollgruppe.

Rückgänge in der Neutralisierung werden nicht direkt in Wirksamkeitsabnahmen abgebildet. Beispielsweise wird für den Grippeimpfstoff eine 4-fache Reduktion der Neutralisierung im Allgemeinen als das Niveau angesehen, bei dem eine Neuformulierung eines neuen Impfstoffs erforderlich ist

T = klinische Studie (Forscher beobachten die Wirksamkeit der Behandlung bei Menschen); V = In-vitro-Studie (Forscher isolieren Zellen außerhalb von menschlichen Probanden)

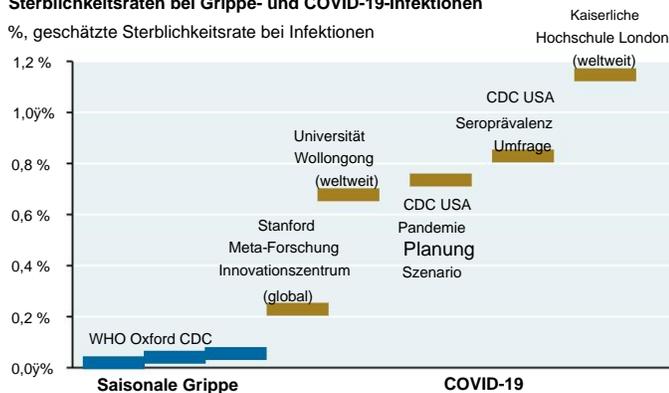
Quellen: Pressemitteilungen des Unternehmens, Duke University, University of Cambridge, University of Oxford, University of the Witwatersrand (Johannesburg), New England Journal of Medicine, Public Health/England, 2021.



**Eine länger anhaltende Pandemie ist eine erhebliche Herausforderung für die öffentliche Gesundheit und die Wirtschaft.** Wie unten gezeigt, hat COVID eine viel höhere Letalitätssrate als die Grippe und hat zu einem starken Anstieg der Todesfälle geführt. Darüber hinaus ist die Grippe nicht mit den anhaltenden Nachbeben verbunden, die bei einigen COVID-Überlebenden im Nachhinein gemeldet wurden (von denen einige in der Tabelle beschrieben sind).

#### Sterblichkeitsraten bei Grippe- und COVID-19-Infektionen

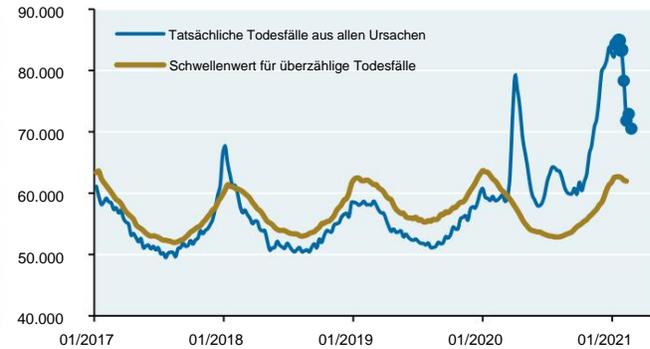
%, geschätzte Sterblichkeitsrate bei Infektionen



Quelle: CDC, WHO, Stanford, Oxford, Imperial College London, University of Wollongong. 2020.

#### Verfolgen Sie übermäßige Todesfälle durch COVID

Gesamtzahl der Todesfälle pro Woche



Quelle: CDC, JHU, JPMAM. 6. März 2021. Punkte werden anhand der neuesten JHU-Daten geschätzt.

#### Langfristige Auswirkungen auf COVID-Überlebende

In einer Studie des University College London wurden 3.700 Personen mit vermuteten oder bestätigten COVID-Symptomen befragt, die länger als 28 Tage anhielten. Einige wichtige Ergebnisse: - 96 % der Befragten berichteten über Symptome über 90 Tage hinaus und 65 % über Symptome über 180 Tage hinaus

- Die am häufigsten berichteten Symptome nach 6 Monaten waren Müdigkeit, kognitive Dysfunktion und Post-Exertion Unwohlsein (Rückfall von Symptomen, ausgelöst durch körperliche oder geistige Aktivität)
- 45 % benötigten reduzierte Arbeitszeiten

Diese Ergebnisse ähneln einer Studie an 1.700 zuvor ins Krankenhaus eingelieferten COVID-Patienten in Wuhan, von denen 76 % sechs Monate nach der Ersterkrankung Symptome berichteten. Die häufigsten Symptome in dieser Studie waren Müdigkeit, Muskelschwäche und Schlafstörungen

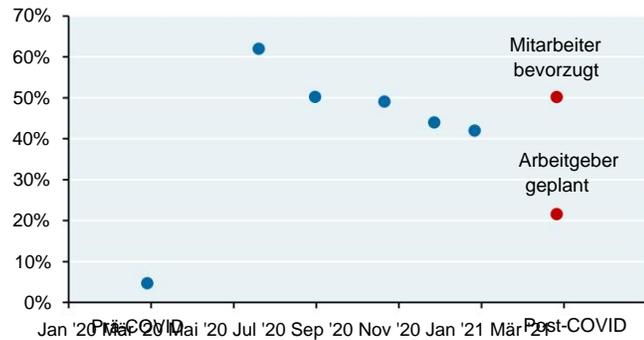
Andere beobachtete Symptome sind Lungennarben, Herzschäden, Blutgerinnsel und Depressionen



## Folgen einer Welt, in der COVID nie verschwindet: Die Arbeit von zu Hause aus wird dauerhafter. Das

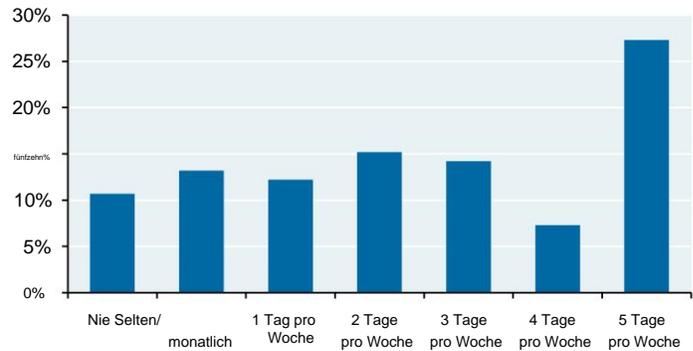
Der Wunsch der Mitarbeiter, von zu Hause aus zu arbeiten, übertrifft die Erwartungen der Arbeitgeber für eine Post-COVID-Welt deutlich<sup>1</sup>. Wie diese Lücke geschlossen wird, wird große Auswirkungen auf die Art und Weise haben, wie die US-Wirtschaft funktioniert, mit unterschiedlichen Auswirkungen auf verschiedene Sektoren.

**Auswirkungen von COVID auf Arbeitgeber- und Arbeitnehmerarbeitspläne von zu Hause aus**, % der bezahlten Tage, an denen von zu Hause aus gearbeitet wird



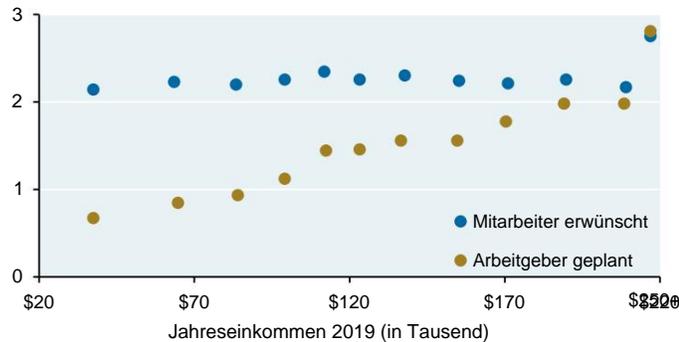
Quelle: Barrero et al., Becker-Friedman-Institut der Universität Chicago, JPMAM. Dezember 2020. Pre-COVID-Schätzung aus der Umfrage 2017-2018.

**Post-COVID-Mitarbeiter bevorzugte Tage der Arbeit von zu Hause aus**, % der Arbeitnehmer, die von zu Hause aus arbeiten können



Quelle: Barrero et al., Becker-Friedman-Institut der Universität Chicago. Dezember 2020.

**Pläne für Heimarbeit von Arbeitnehmern und Arbeitgebern im Vergleich zu Jahresverdiensten**, Anzahl der bezahlten Heimarbeitstage nach COVID



Quelle: Barrero et al., Becker-Friedman-Institut der Universität Chicago. Dezember 2020.

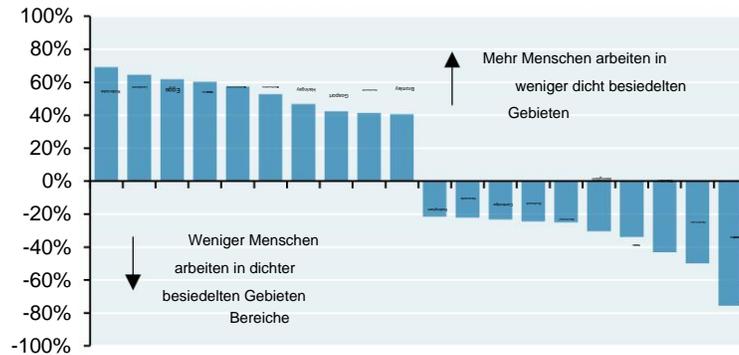
<sup>1</sup> „Warum die Arbeit von zu Hause aus bestehen wird“, Jose Maria Barrero, Nicholas Bloom und Steven J. Davis, Becker Friedman Institute an der University of Chicago. Dezember 2020



### Der „Zoomschock“

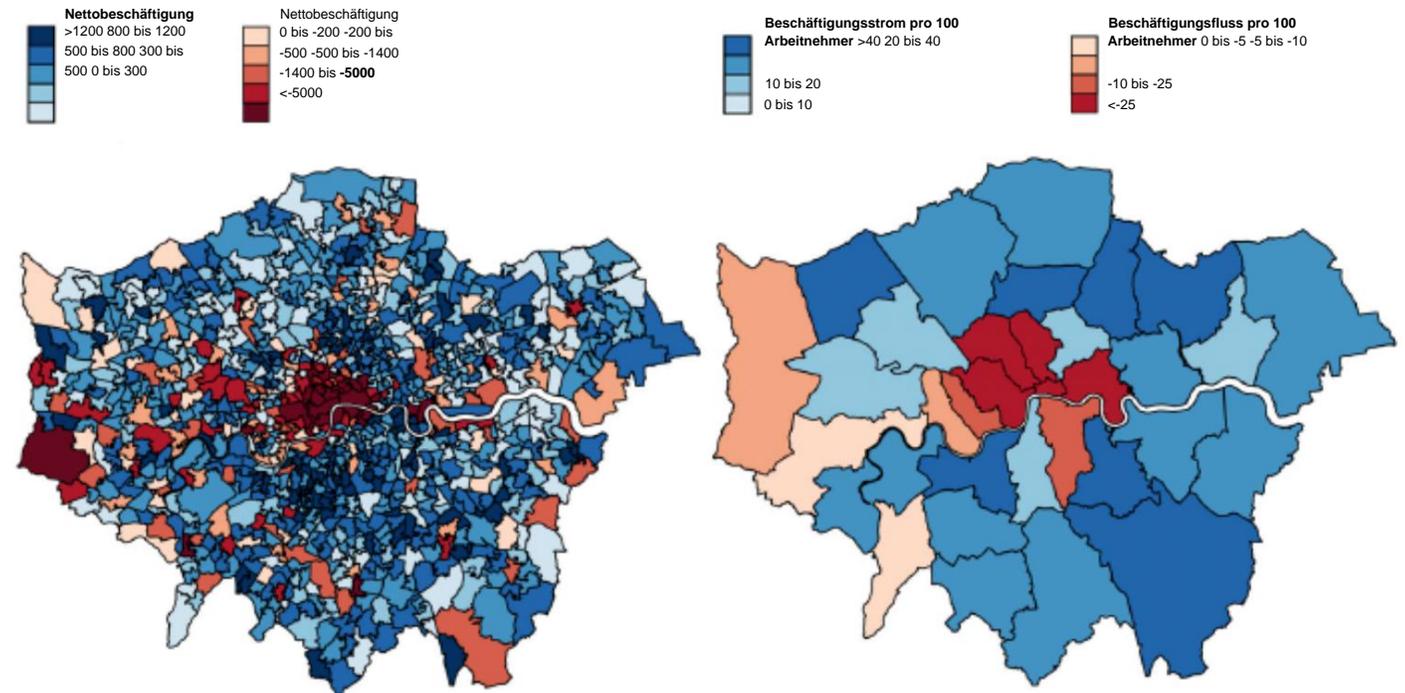
Eine Möglichkeit, den mit einer lang anhaltenden Pandemie verbundenen Schock zu veranschaulichen: die Verlagerung hin zu einer dauerhafteren Politik der Heimarbeit, die die Art und Weise, wie Volkswirtschaften strukturiert sind, grundlegend verändert. Forscher in Großbritannien nennen dies „Zoomschock“ und verwenden neuartige Methoden, um es zu schätzen<sup>2</sup>. Unter Verwendung von Heimarbeitsklassifikationen für verschiedene Jobs, die von der University of Chicago<sup>3</sup> entwickelt wurden, ~~Bezeichnet die Anzahl der Mitarbeiter in der Versiedigung Zahl der Erhebungsarbeiten pro Stunde~~ ~~in jedem Distrikt, wenn Arbeitnehmer mit der in den Schätzungen der University of Chicago angenommenen Häufigkeit Telearbeit leisten?~~ Um es ~~klarzustellen~~: Es wird nicht davon ausgegangen, dass sich das Beschäftigungsniveau ändert; es wird nicht davon ausgegangen, dass sich der ~~Arbeitgeber~~ einer Person ändert; alles, was passiert, ist eine Änderung in der Annahme, wo die Arbeit stattfindet.

Geschätzte Veränderung der Arbeitstätigkeit basierend auf der Möglichkeit, im Vereinigten Königreich von zu Hause aus zu arbeiten, prozentuale Veränderung der Anzahl der Arbeitnehmer



Fraja et al., Nottingham School of Economics. Januar 2021.

Hier ist ein detaillierterer Blick auf die Veränderungen im Beschäftigungsstrom im Großraum London.



<sup>2</sup> „Zoomschock: Die geografischen und lokalen Arbeitsmarktfolgen der Heimarbeit“, De Fraja, Matheson und Rockey, 9. Januar 2021

<sup>3</sup> „Wie viele Jobs können zu Hause erledigt werden?“, Dingel und Neiman, Journal of Public Economics, 2020



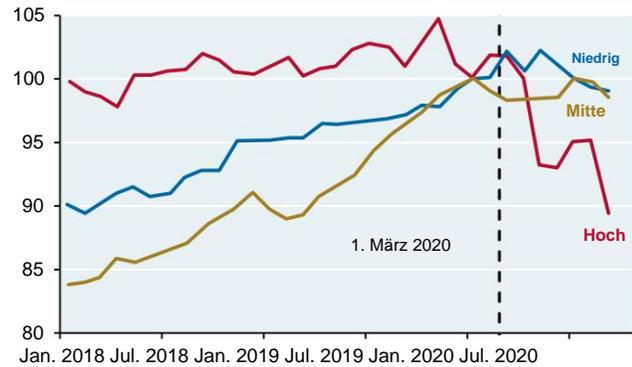
Während dies nur ein Problem für Restaurants, Bars, Bekleidungsgeschäfte und andere Geschäfte in städtischen Zentren zu sein scheint, die auf pendelnde Arbeitnehmer ausgerichtet sind, sind die Folgen und Auswirkungen viel umfassender. Hunderte Milliarden Dollar wurden in städtische Gewerbeimmobilien, Verkehrsinfrastruktur und Tausende von Unternehmen investiert, die zu ihrer Unterstützung gegründet wurden. Ich glaube nicht die ganze Bandbreite von „Zoomshock“ Konsequenzen sind noch bekannt; sie könnten auf lange Sicht erhebliche Herausforderungen für bestimmte Sektoren und Industrien schaffen.

Folgendes wissen wir bisher: Die Preise für Büroimmobilien und die Mieten für Wohnungen (Apartments) sinken in dicht besiedelten Gebieten mit mehr Heimarbeitsplätzen schneller, und je mehr eine Stadt auf Jobs angewiesen ist, die von zu Hause aus erledigt werden können, desto größer werden die in einer Zeit sehr niedriger Zinsen<sup>4</sup> seinen Preisanstieg für Wohnimmobilien belasten .

Es gibt auch einen Trend, dass Städte, deren Arbeitnehmer stärker auf öffentliche Verkehrsmittel angewiesen sind, niedrigere Bürobelegungsraten aufweisen. Aber selbst in texanischen Städten mit geringer Nutzung des öffentlichen Nahverkehrs liegt die Auslastung immer noch bei nur 35 % bis 40 %.

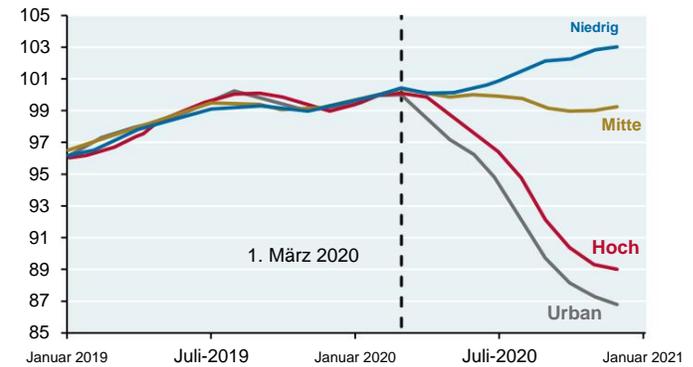
**Gewerbebüropreise nach Dichte für die 12 größten Metropolregionen** **Wohnungsmietpreise nach Dichte für die 12 größten Metropolregionen**

Monatlicher Preisindex (Januar 2020 = 100)



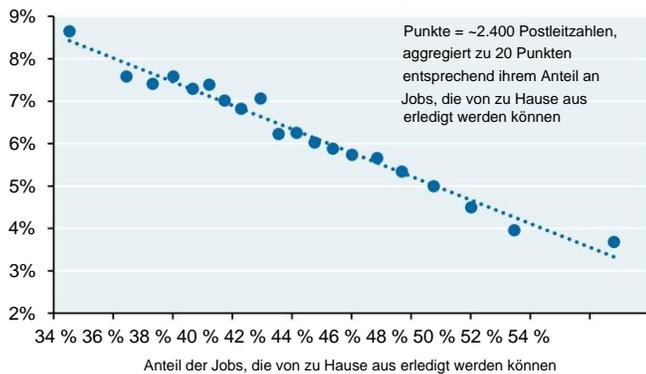
Quelle: N. Bloom, Universität Stanford. Januar 2021.

Normalisierter beobachteter Mietindex (1. Februar 2020 = 100)



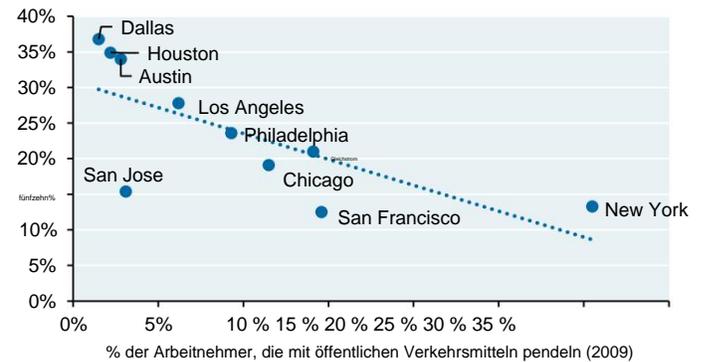
Quelle: N. Bloom, Universität Stanford. Januar 2021.

**Anteil der Jobs, die von zu Hause aus erledigt werden können, im Vergleich zu den Preisen für Wohnimmobilien, J/J Veränderung des Werts von Wohnimmobilien in %**



Quelle: N. Bloom, Universität Stanford. Januar 2021.

**Nutzung von öffentlichen Verkehrsmitteln im Vergleich zu Büronutzungsrate nach Metropolregion**



Quelle: US Census Bureau, Kastle Systems. Februar 2021.

<sup>4</sup> „Der Donut-Effekt von COVID-19 auf Städte“, Nicholas Bloom (Stanford), Januar 2021

**[3] Überprüfung des Scheiterns von Unternehmen: 2017-2020****Baggini, Manukian**

Dieser Abschnitt enthält einen kurzen Überblick über einige bemerkenswerte Geschäftsausfälle in den letzten vier Jahren bis Dezember 2020. Eine breitere Palette von geschäftlichen Notlagen in Unternehmen und Sektoren, die in den 1990er und 2000er Jahren auftraten, finden Sie [hier in unserer Version Agony & the Ecstasy 2.0](#).

**Die Blue Chips.** Selbst die Blue Chips können unter mangelnder Innovation, Unentschlossenheit, gescheiterten Fusions- und Übernahmestrategien, wackeliger Buchhaltung und Schulden leiden. Auf seinem Höhepunkt im Jahr 2000 war GE das wertvollste Unternehmen in den Vereinigten Staaten. Im Jahr 2018 befanden sich über 40 % der Aktien direkt im Besitz von Privatpersonen, was den Niedergang umso schmerzhafter macht. Kraft und Heinz sind in der amerikanischen Esskultur allgegenwärtig: Oscar Meyer, Cool Whip, Crystal Light, ganz zu schweigen von Ketchup. Die späten 2010er Jahre waren für beide Unternehmen nicht gut.

**Was ist faul in Dänemark? Der Kraftwerksbereich, der Alstom-Deal, Nachfolgeregelungen, die strategische Ausrichtung des Unternehmens, Beziehungen zu Investoren...**



Quelle: Bloomberg, Factset, WSJ. Dezember 2020.

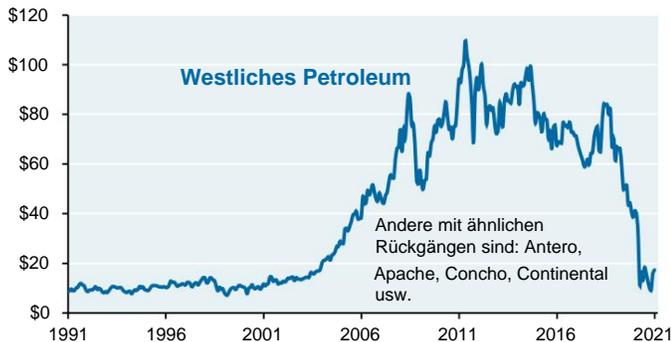
**Keine Menge A1 kann dieses Steak gut schmecken lassen. Eine Fusion war durch hohe Verschuldung, Kostensenkungen auf Kosten von Innovationen und den Wettbewerb durch „frischere, gesündere“ Optionen zum Scheitern verurteilt**



Quelle: Bloomberg, Factset, WSJ. Dezember 2020.

**Die US-Schieferbüste.** Die US-Schieferproduzenten haben die Öl- und Gasförderung revolutioniert, aber ihre Mentalität „Bohren um jeden Preis“ führte zu zu viel Öl und zu wenig Rendite für die Aktionäre. Noch bevor die COVID-19-Krise die Ölpreise einbrechen ließ und Reisen rund um die Welt stoppte, schnitten Explorations- und Produktionsunternehmen (E&Ps) in sechs der sieben Jahre, die 2019 endeten, unterdurchschnittlich ab. Um zu veranschaulichen, wie viel Wert zerstört wurde, sind die US-E&Ps gestiegen 90 % seit den US-Wahlen und der Ankündigung des Impfstoffs von Pfizer im November 2020, sind aber seit 2014 immer noch um über 75 % gesunken.

**Genau wie die Zwerge von Moria bohrten die Schieferproduzenten zu viel und weckten den Balg des Überangebots und der schlechten Aktionärsrenditen**



Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.

**Die Zahl der aktiven Bohrseln in den USA hat sich seit dem Höhepunkt von 2014 halbiert, Öldienstleistungsunternehmen sind mit ihnen zusammengebrochen**

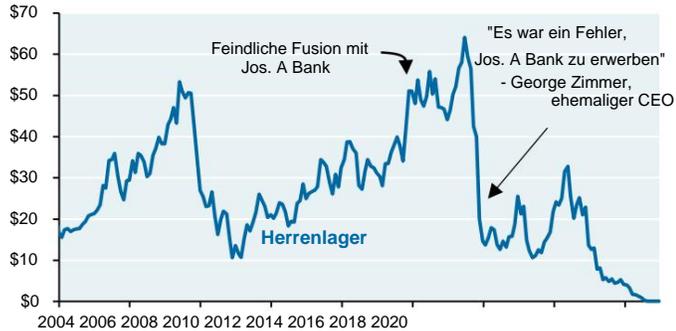


Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.



**Die Mall-Ratten.** Wie die Schieferproduzenten befindet sich auch der stationäre Einzelhandel seit Mitte der 2010er Jahre in einem anhaltenden Rückgang. Während ein Teil der apokalyptischen Erzählung übertrieben ist (der Anteil der Online-Verkäufe an den gesamten Einzelhandelsumsätzen hat sich verdoppelt, aber vor der Pandemie machten sie immer noch nur etwa 12 % des Gesamtumsatzes aus), haben die schwächsten Glieder im stationären Bereich immer noch gelitten. Diese Schwäche hat sich auf das breitere Ökosystem wie Immobilien und Private-Label-Kreditkarten ausgeweitet

**Es ist Men's Warehouse, nicht Men's Warehouse. Die Arbeit von zu Hause aus war der letzte Schlag nach einer schlecht durchdachten Fusion und lockeren Büro-Dresscodes**



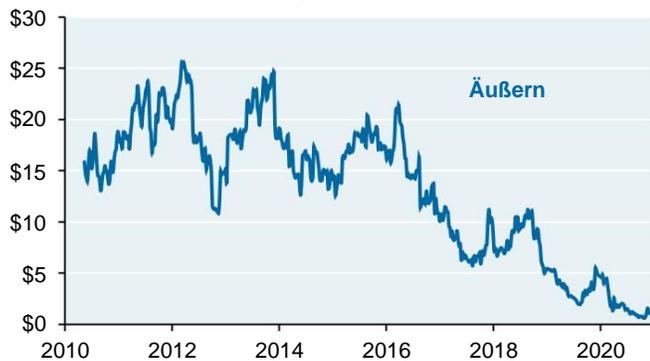
Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.

**Diamanten sind Ihr bester Freund, aber sinkender Besucherverkehr in Einkaufszentren und digitale Wettbewerber, die die Preise transparenter machen, sind keine 160 US-Dollar**



Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.

**Missmanagement bei den Lagerbeständen, Verlagerung der Verbraucher in Richtung „Fast Fashion“ und eine gescheiterte Private-Equity-Übernahme**



Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.

**Übermäßiges Vertrauen in Fusionen und Übernahmen, um das Wachstum voranzutreiben, zu viel Schulden und zu viele CEOs**



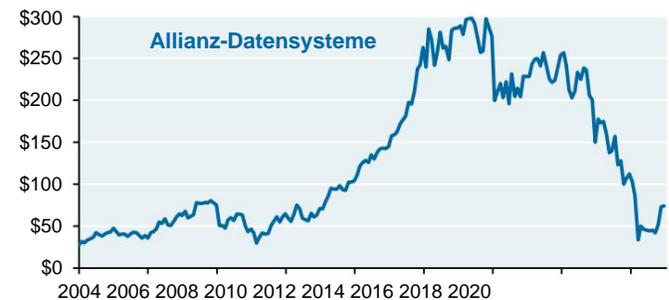
Quelle: Bloomberg, Factset, Barrons. Dezember 2020.

**Nein Mama, ich brauche keine neuen Khakis. Der Vermieter der Autobahnausfahrt konnte den säkularen Niedergang nicht überwinden.**



Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.

**Herausforderungen weg von Kartenpartnerschaften mit säkular herausgeforderten Einzelhändlern (wie J. Crew, Pier 1 und Pottery Barn). Außerdem haben sie den Zwangsverkauf ihres Marketingdienstleistungsgeschäfts verpfuscht.**

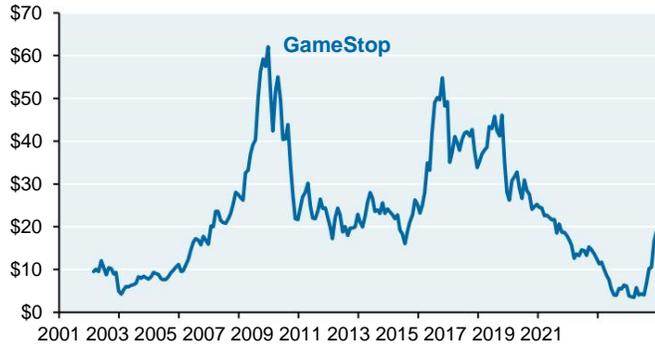


Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.



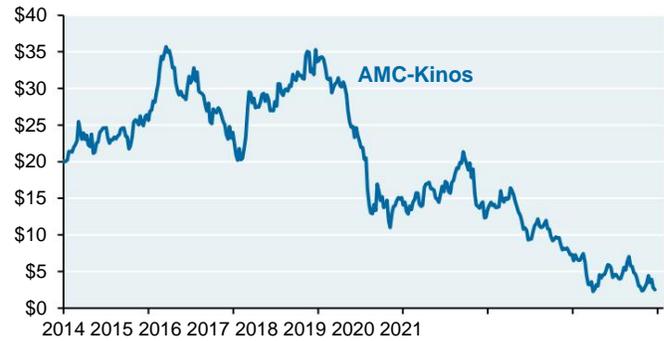
**Der Reddit #stonks.** Bevor sie während des bizarren und beispiellosen „Reddit Short Squeeze“ Ende Januar 2021 zum Mainstream wurden, waren diese Aktien aus gutem Grund beliebte Hedgefonds-Shorts. Sie wurden durch digitale Spiele, den „Amazon-Effekt“ und im Fall von AMC Theatres durch die COVID-19-Pandemie gestört. Nur die Zeit wird zeigen, ob die Reddit-Crowd oder die Hedgefonds-Shorts Recht haben, aber Ende 2020 war das Urteil klar. Diese Aktien waren katastrophale Verlierer.

**Gib es zu. Vor diesem Jahr haben Sie nicht mehr an GameStop gedacht, seit Sie mit Ihrem Kind (oder Ihren Eltern) in der achten Klasse Call of Duty gekauft haben.**



Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.

**Das Unternehmen stand kurz vor dem Bankrott, bis es während des Reddit-Short-Squeezes Kapital aufnahm. Nur die Zeit wird zeigen, ob sie sich erholen können.**



Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.

**Abgesehen vom Amazon-Effekt behandelte der Einzelhändler für Haushaltswaren die Aktionäre schlecht und versäumte es, seine Geschäfte neu zu gestalten. Im Ernst, warst du in einem Bettbad? Nicht schön. \$90**



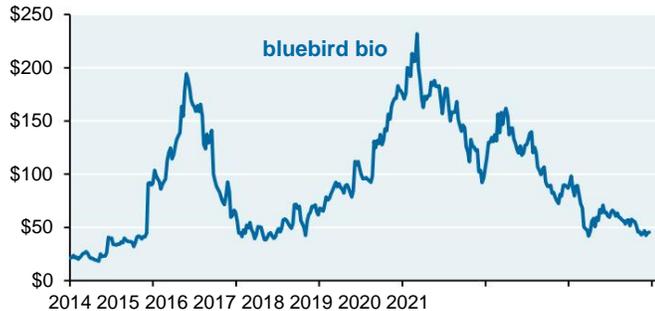
Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.



**Enttäuschungen im Gesundheitswesen.** Wir glauben, dass Investitionen in Innovationen im Gesundheitswesen langfristig attraktive Renditen generieren werden. Es gibt jedoch auch viele Beispiele für Fehler im Weltraum. Einige Fallstricke sind mangelnde Innovation, eine schlecht ausgeführte M&A-Strategie und das Versäumen von Aufsichtsbehörden und Politikern.

Tatsächlich schaffen es 90 % der Medikamente, die in klinische Studien am Menschen aufgenommen werden, nie auf den Markt.

**Mehrere Hype-Zyklen, angetrieben von 23 Analysten, die die Aktie im Jahr 2018 abdeckten (gegenüber 17 für Merck), und nichts, was sie vorzuweisen könnten. Bluebird hat im Februar 2021 die Studien für seine Gentherapiebehandlung für Sichelzellen ausgesetzt.**



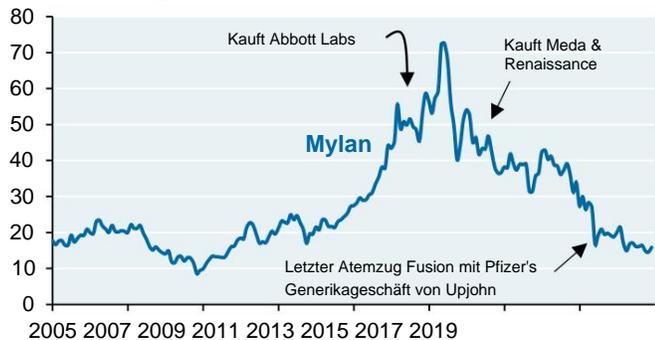
Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.

**Das Versäumnis, ein differenziertes "Star-Medikament" (Rubraca gegen Eierstockkrebs) zu entwickeln, und ein Mangel an Katalysatoren lassen die Anleger kalt.**



Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.

**15 Milliarden US-Dollar an M&A-Ausgaben über 4-5 Jahre, um den Cashflow lediglich flach zu halten, ist keine erfolgreiche Strategie, insbesondere angesichts der Konkurrenz durch Biosimilar-Medikamente.**



Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.

**Es begann mit einem Tweet, wie kam es dazu? Gegenwind für die Generika-Industrie und der Abgang von Rockstar „Growth Czar“ verhängnisvoll Perrigo**



Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.

**Eine chaotische Strecke für den Hersteller von Augenheilmitteln**

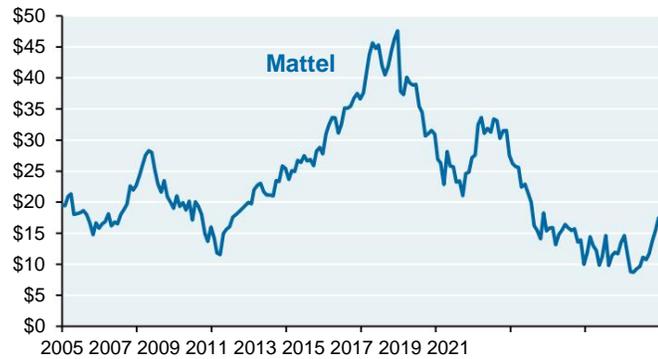


Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.



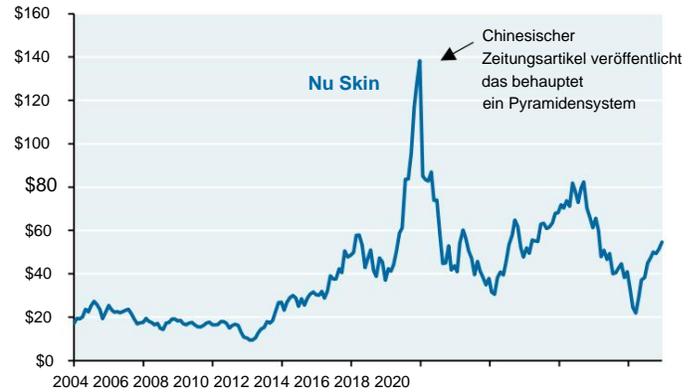
**Die Insel der Misfit Toys.** Der Aufstieg der digitalen Unterhaltung, der Konflikt mit Regulierungsbehörden, das Vertrauen in die neueste Modeerscheinung auf den Finanzmärkten und ein harter Wettbewerb können alle zur Wertvernichtung für die Aktionäre führen.

### Das Leben in Plastik war nicht so fantastisch, seit Kinder Spielzeug für Videospiele gemieden haben.



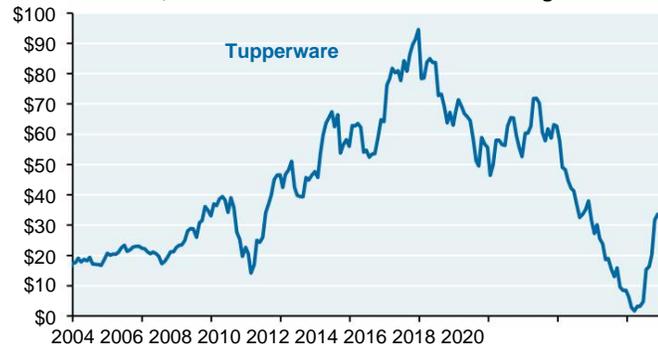
Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.

### Multi-Level-Marketing-Schema, erfüllen chinesische Regulierungsbehörden



Quelle: Bloomberg, Factset, WSJ. Dezember 2020.

**Nichts Neues über die Unfähigkeit, freien Cashflow zu generieren, und die zunehmende Hebelwirkung. Außerhalb der USA scheiterte das Vertriebsmodell, und überall scheiterte eine Hinwendung zu Kosmetika.**



Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.

**WisdomTree litt unter der Überkonzentration in abgesicherten Aktien-ETFs nach dem Dollaranstieg im Jahr 2015 (60% des verwalteten Vermögens in DXJ und HEDJ)**



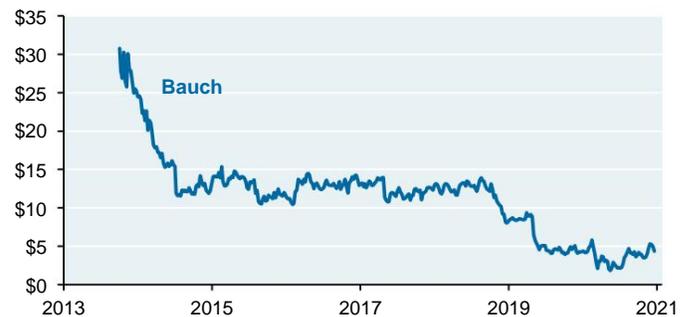
Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.

**Der Tod des Bargelds bedeutet den Tod der Geldautomaten, aber Diebold hat es auch versäumt, die schuldenfinanzierte Akquisition von Wincor Nixdorf richtig zu integrieren. \$60**



Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.

**Man kann COVID nicht für schlechtes Marketing, schlechte Verkäufe und schlechte Beziehungen zu Kreditgebern und Vermietern und die Konkurrenz durch bessere Optionen wie Jimmy John's oder Panera verantwortlich machen.**



Quelle: Bloomberg, Fakten. Dezember 2020.



#### [4] Konzentrierte Portfoliodiversifizierungs- und Absicherungsstrategien

Haldemann

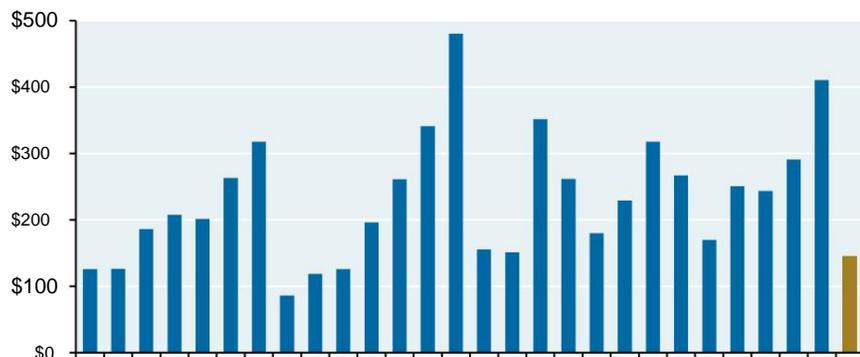
**Plötzlich war alles anders und würde es immer bleiben.** COVID-19 und die dadurch erzwungenen Sperren sind eine aktuelle Erinnerung daran, dass Kräfte, die sich unserer Kontrolle entziehen, ohne Vorwarnung selbst die widerstandsfähigsten Unternehmen und Finanzpläne lahmlegen können.

Viele von uns verbrachten das Jahr mit geschlossenen Augen und warteten auf Normalität. „Augen geschlossen“ könnte eine ziemlich gute Anlagestrategie gewesen sein. Zwölf Monate später bleibt die Unsicherheit bestehen, aber die Finanzmärkte haben sich gut entwickelt. Der Ausverkauf vom Höhepunkt bis zum Tiefpunkt dauerte einen Monat, und die Märkte erholten sich fünf Monate später vollständig – eine der schnellsten Markteinbrüche und -erholungen in der Geschichte der Aktienmärkte. Die Märkte erreichen jetzt wieder Allzeithochs.

Tatsächlich fiel die Pandemie mit einer Renaissance der Aktienemission zusammen. 2020 war das beste Jahr für Börsengänge seit 2007, und 2021 hat einen starken Start hingelegt. Derzeit gibt es über fünfhundert Einhörner (Privatunternehmen mit einem Wert von mehr als 1 Mrd. USD). Die Gründung und der Erfolg aufstrebender Unternehmen schaffen eine neue Generation von Vermögen. Diese Vermögensbildung führt auch zu einer extremen Portfoliokonzentration.

#### 2020 verzeichnete den größten globalen IPO-Wert seit 2007, 2021 startete stark

IPO-Wert bis zum angekündigten Datum, Milliarden US-Dollar



Quelle: Bloomberg. 2021. Die Daten für 2021 gelten bis zum 3. März.

**Opfer des Erfolgs.** Die Bildung einer konzentrierten Position ist oft das Ergebnis eines Unternehmensverkaufs, einer Aktien- oder Optionsvergütung von einem Arbeitgeber oder einer erfolgreichen langfristigen Investition. Unabhängig davon, wie die Position erworben wird, führt dies zu übergroßen, idiosynkratischen Risiken in einem Portfolio. Während die Position möglicherweise für eine beträchtliche Vermögensbildung verantwortlich war, erhöht sie die Wahrscheinlichkeit dramatischer Verluste und verringert die Sicherheit von Finanzplänen.

Es gibt viele Anlage- und Vermögensplanungsstrategien, die Anlegern helfen sollen, eine konzentrierte Position zu verwalten. Diese Strategien zielen darauf ab, dem Anleger zu ermöglichen, Risiken abzubauen, auf Kapital zuzugreifen und/oder die Position zu diversifizieren. Anleger wählen häufig eine Kombination aus maßgeschneiderten Strategien, um sie für ihre Anlageansicht, ihre persönlichen finanziellen Ziele, die Transaktionskosten oder Marktauswirkungen, steuerlichen Umstände sowie rechtliche und regulatorische Auswirkungen zu optimieren.

In diesem Abschnitt konzentrieren wir uns auf fünf Kategorien für den Umgang mit konzentrierten Positionen: **Verkaufen, Monetarisieren, Diversifizieren, Geben und Absicherung.**



**Verkauf es.** Ein direkter Verkauf ist der direkteste Weg, um die idiosynkratischen Risiken einer konzentrierten Aktienposition zu mindern. Verkaufsstrategien gibt es in vielen Formen und Größen. Die meisten sind ein Kompromiss zwischen Preis und Ausführungsgeschwindigkeit.

- Gestaffelter **Verkauf** beinhaltet die Erstellung eines Plans, der die Menge der zu verkaufenden Aktien, den Zeitrahmen und die qualifizierenden Preisniveaus detailliert beschreibt. Der Hauptvorteil besteht darin, dass der Abwärtsdruck durch den Verkauf großer Aktien gemildert werden kann. Es hilft auch bei der Bewältigung der Herausforderung, den besten Zeitpunkt für einen Verkauf vorherzusagen. Anleger können auch überlegen, welche Aktien verkauft werden, und ziehen es möglicherweise vor, zunächst Aktien zu verkaufen, die weniger wertgeschätzt wurden, um die Steuern zu mindern.

Ein guter Plan basiert normalerweise auf einer „Handelskostenanalyse“, um die Preisauswirkungen jedes Verkaufs auf dem Markt zu messen. Der Anleger sollte beim Handel Volumenbegrenzungen berücksichtigen, um eine unbeabsichtigte Beeinflussung des Aktienkurses zu vermeiden. Die besten Pläne sind gut definiert und festgelegt, behalten aber genügend Flexibilität, um sich an unvorhergesehene Preisschwankungen oder ungeplante Liquiditätsanforderungen anzupassen.

Führungskräfte und bestimmte Insider von in den USA börsennotierten Unternehmen können ein Format einer abgestuften Verkaufsstrategie anwenden, das als 10b5-1-Plan bezeichnet wird. Diese Pläne werden vom Insider erstellt und vom Unternehmen genehmigt, wenn der Verkäufer keine Insiderinformationen hat. Der Plan wird dann irgendwann in der Zukunft ausgeführt. Diese vorprogrammierte Strategie legt fest, wann und wie viele Aktien verkauft werden, und ist weit weniger flexibel als eine herkömmliche Verkaufsstrategie. Der Verkäufer hat keine weitere Beteiligung, sodass der Plan fortgesetzt werden kann, selbst wenn der Verkäufer Zugang zu Insiderinformationen hat.

- **Block Trades** ermöglichen es einem Investor, einen großen Teil der Aktien schnell auf dem Markt zu verkaufen. Diese Strategie kann für Anleger effektiv sein, die sehr große Positionen oder bedeutende Beteiligungen an Unternehmen mit begrenztem Handelsvolumen verkaufen. Ein Nachteil: Block Trades werden in der Regel mit einem Abschlag auf den letzten Marktpreis durchgeführt. • **Gedckte Call-Optionen** ermöglichen es einem Anleger, Aktien zu verkaufen und gleichzeitig eine Vorausprämie zu erhalten. Manche Anleger sehen das so, als würden sie dafür bezahlt, ihre Aktienposition zu verlassen. Ein Investor legt zu einem vorher festgelegten Zeitpunkt in der Zukunft einen Ausstiegspreis (Ausübungspreis) fest, der typischerweise über dem aktuellen Marktpreis liegt. Steigt die Aktie über den Ausübungspreis, kann der Käufer die Option ausüben und die Aktien zum Ausübungspreis erhalten. Der Verkäufer behält die Prämie, unabhängig davon, ob die Option ausgeübt wird oder nicht.

- **Zielpreis- Verkaufsstrategien (TPSS)** können für einen Kunden nützlich sein, der einen Ausstiegspreis zu einem höheren Preis im Auge hat. Dieses ausgeklügelte Instrument ermöglicht es dem Anleger, sich an einer Reihe von täglichen Verkäufen zu einem vorher festgelegten Zielpreis zu beteiligen, der normalerweise 5-15 % über dem aktuellen Preis liegt. Jeden Tag verkauft der Kunde einen gleichen Anteil an Aktien zum Zielpreis. Wenn die Aktie über den Zielpreis steigt, ist der Anleger zum Verkauf verpflichtet und verzichtet auf die Möglichkeit, die Aktien für mehr zu verkaufen. Die Strategie beinhaltet eine Knock-out-Klausel, wenn die Aktie unter einen bestimmten Preis fällt und vorzeitig „knocked“ werden könnte und keine weiteren Aktien zum Kursziel verkauft werden.

- **Privatunternehmensverkäufe** ermöglichen es einem Investor, Anteile an einem Unternehmen zu veräußern, das noch nicht an die Börse gegangen ist, aber erheblich an Größe zugenommen hat. Neue Gesetze auf der ganzen Welt haben es Unternehmen erleichtert, länger privat zu bleiben, und die Größe privater, durch Risikokapital finanzierter Unternehmen nähert sich 2 Billionen US-Dollar, verglichen mit 25 Milliarden US-Dollar vor nur fünfzehn Jahren. Immer mehr private Unternehmen haben die Übertragung von Aktien für bestimmte Aktionäre zugelassen. Die privaten Märkte sind nach wie vor weniger liquide als die öffentlichen Märkte, können jedoch eine praktikable Alternative für einen Anleger darstellen, der stark auf ein Privatunternehmen konzentriert ist.

Natürlich sind **Steuern** die am häufigsten genannte Begründung für das Halten einer konzentrierten Position. Der Verkauf einer Position führt zu einer einmaligen Steuerzahlung auf nicht realisierte Gewinne. Dies führt zu einer „Steuerbelastung“ im Portfolio, da der Investor weniger Dollar auf dem Markt hat, um auf seine finanziellen Ziele hinzuarbeiten. Es gibt verschiedene Planungs- und Anlagestrategien, die darauf abzielen, Anlegern zu helfen, die Auswirkungen von Steuern zu mindern, indem sie Risikominderung, Monetarisierung oder Diversifizierung bieten, ohne ein unmittelbares steuerpflichtiges Ereignis auszulösen.



**Monetarisieren Sie die Position.** Diese Strategien ermöglichen es einem Kunden, auf den Wert der konzentrierten Position zuzugreifen, ohne sie zu verkaufen. Diese Strategien können Liquidität für Diversifikations-, Wohltätigkeits- oder Lifestyle-Ziele generieren.

- **Prism-** Strategien (Principal Rate Stock Monetization) kombinieren eine Absicherung mit einem Barvorschuss im Voraus auf die abgesicherte Position. Dieser regresslose Barkredit kann für eine Vielzahl von Zwecken verwendet werden. Der Anleger hat auch den Vorteil des Risikoabbaus, da der Vorschuss unabhängig vom Aktienkurs bei Verfall vollständig durch die Aktien der Strategie zurückgezahlt werden kann. Der Anleger kann auf eine Aufwertung der Aktien verzichten, wenn die Aktie über eine definierte Aufwärtsbeteiligungsgrenze steigt.
- **Charitable Remainder Trusts** ermöglichen es dem Anleger, seine philanthropischen Bemühungen voranzutreiben, indem er Anteile in einen Trust einbringt und dafür einen jährlichen Einkommensstrom erhält. Der Trust kann die konzentrierte Position verkaufen und in ein diversifiziertes Portfolio investieren. Wenn der Trust endet, gehen alle verbleibenden Vermögenswerte an eine Wohltätigkeitsorganisation nach Wahl des Investors über.
- Auf **Sicherheiten basierende Kreditlinien** ermöglichen es einem Investor, seine konzentrierte Position als Sicherheit in einer Kreditfazilität zu verpfänden. Strategien wie diese ermöglichen es dem Anleger, auf Kapital zuzugreifen, ohne Anteile zu verkaufen. Anleger sollten bedenken, dass die Kreditaufnahme das Risiko des Portfolios tatsächlich erhöht und Situationen schaffen könnte, in denen der Kunde fallende Aktien verkaufen muss, um die Anforderungen an Sicherheiten zu erfüllen.
- **Hedge-and-Borrow** -Strategien können Hedging-Strategien wie schützende Puts und Collars kombinieren, um Sicherheiten zu stabilisieren. Da die Sicherheit zu einem Mindestwert geschützt ist, kann ein Kreditgeber höhere Liquiditätsniveaus und niedrigere Kosten anbieten als eine herkömmliche, auf Sicherheiten basierende Kreditlinie. Die Strategie hat den zusätzlichen Vorteil, dass sie das Risiko mindert, Aktien verkaufen zu müssen, wenn sie sich weigern, die Anforderungen an Sicherheiten zu erfüllen.

**Diversifizieren Sie mit einem Börsenfonds.** Ein Tauschfonds ermöglicht es Anlegern, eine konzentrierte Position gegen ein stärker diversifiziertes Portfolio einzutauschen. Traditionell entscheiden sich Anleger dafür, [1] Aktien gegen Bargeld zu verkaufen und [2] das Geld zur Diversifizierung in ein breit angelegtes Aktienportfolio zu investieren. Der Umtauschfonds überspringt den ersten Schritt und ermöglicht es dem Anleger, Anteile direkt im Austausch gegen Fondsanteile in den Fonds einzubringen, ohne dass eine Steuerpflicht entsteht. Anleger bringen unterschiedliche Anteile ein, um eine Diversifikation innerhalb des Fonds zu schaffen. Der Fonds wird anhand einer breit angelegten Benchmark verwaltet. Nach Ablauf von sieben Jahren kann der Anleger seine Fondsanteile gegen einen diversifizierten Wertpapierkorb zurückgeben, der seiner ursprünglichen Kostenbasis zugeordnet wird.

Bestimmte Anleger können erwägen, einen „Do-it-yourself“-Personal-Exchange-Fonds zu konzipieren und zu verwalten. Diese Strategie kann dem Anleger mehr Kontrolle über seine Portfolioinvestitionen ermöglichen.



**Gib es weg.** Das Verschenken von Anteilen kann es dem Anleger ermöglichen, Vermögen an geliebte Menschen oder wohltätige Zwecke weiterzugeben.

- **Direkte Geschenke an Familie und Freunde** können eine großartige Geschenkidee sein und Ihnen ermöglichen, den finanziellen Erfolg mit Ihren Lieben zu teilen. Es gibt auch Einkommens- und Übertragungssteuervorteile für Investoren, die geschätzte Positionen verschenken. Der Stipendiat verschenkt nicht nur den aktuellen Wert des Vermögens, sondern auch zukünftige Wertsteigerungen, die außerhalb des steuerpflichtigen Nachlasses des Stipendiaten wachsen und letztendlich der Erbschaftssteuer entgehen. Das Schenken an Einzelpersonen – oft Kinder – zu einem niedrigeren Steuersatz kann es ihnen ermöglichen, die Position mit geringeren Auswirkungen auf die Einkommensteuer zu verkaufen.
- **Grantor Retained Annuity Trusts (GRATs)** ermöglichen einem Grantor, eine konzentrierte Position in einen unwiderruflichen Trust einzubringen. Der Trust zahlt dem Konzessionsgeber den ursprünglichen Betrag zurück und erwirtschaftet eine vom IRS festgelegte Mindestrendite, die als 7520-Rate bekannt ist. Jedes Jahr wird eine Annuität an den Grantor zurückgezahlt. Am Ende der Treuhandlaufzeit geht ein allfälliges Restvermögen grunderwerbsteuerfrei auf den Begünstigten über.

Die Kursschwankungen einer konzentrierten Position können eine Geheimwaffe bei der Nachlassplanung sein. Wenn sich die konzentrierte Aktie sehr gut entwickelt und den Kurs von 7520 überschreitet, könnte dies zu einem erheblichen Vermögenstransfer führen. Wenn es den Satz von 7520 nicht überschreitet, würde die GRAT scheitern, aber die einzigen Verluste wären die Wertminderung der Aktien und die Kosten für die Einrichtung der GRAT.

- **Wohltätige Beiträge**, die mit einer geschätzten Aktie geleistet werden, können es einem Investor ermöglichen, seine wohltätige Wirkung zu maximieren. Da das Unternehmen, das die wertgeschätzten Aktien erhält, steuerbefreit ist, kann es effektiver sein, die Wohltätigkeitsorganisation die Position verkaufen zu lassen und den eingebetteten Gewinn auszulöschen.
- **Charitable Remainder Trusts** ermöglichen es dem Anleger, seine philanthropischen Bemühungen fortzusetzen und die Zahlung von Kapitalertragssteuern über einen Zeitraum von Jahren hinauszuschieben, indem er Anteile an einen Trust gegen einen jährlichen Einkommensstrom einbringt. Der Trust kann die konzentrierte Position verkaufen und in ein diversifiziertes Portfolio investieren. Wenn der Trust endet, gehen alle verbleibenden Vermögenswerte an eine Wohltätigkeitsorganisation nach Wahl des Investors über.



**Sichern Sie die Position ab.** Hedging ermöglicht es einem Anleger, sich gegen das Abwärtsrisiko in der Aktienposition abzusichern, ohne die Position zu verkaufen. Durch die Beibehaltung der Position erhält der Investor weiterhin Dividenden und behält sein Stimmrecht. Wichtig ist, dass die meisten Absicherungen so verwaltet werden können, dass kein steuerpflichtiges Ereignis entsteht, wodurch ein Anleger „Steuerbelastungen“ vermeiden und Vorsteuerdollar in der Anlage verzinsen kann.

- **Schützende Puts** sind eine gängige Methode, um sich gegen das Abwärtsrisiko zu schützen. Der Käufer einer Put-Option zahlt im Voraus eine Prämie für das Recht, die Aktie zu einem vorher festgelegten „Ausübungspreis“ am oder vor dem Ablaufdatum zu verkaufen. Die Strategie wird oft mit einer Versicherung verglichen, da Verluste unterhalb des Ausübungspreises von der Gegenpartei des Handels garantiert werden. Wie bei Versicherungen kann der Kauf von Put-Optionen teuer werden, da der Käufer die gesamte Prämie verliert, wenn die Option nicht ausgeübt wird.

Das Ablaufdatum und der Ausübungspreis eines schützenden Puts ist mehr Kunst als Wissenschaft. Längere Optionen sind teurer als kürzere Optionen, da der Schutz länger anhält. Optionen mit höheren Ausübungspreisen sind wie Versicherungsverträge mit kleineren Selbstbehalten. Sie schützen einen größeren Teil der Position, sind aber teurer.

- **Schützende Put-Spreads** beinhalten den Kauf einer schützenden Put-Option in Kombination mit dem Verkauf einer niedrigeren Strike-Put-Option. Das kombinierte Paket ist weniger teuer als der direkte Kauf einer schützenden Put-Option, da der Schutz begrenzt ist und der Anleger Verlusten unterhalb des niedrigeren Put-Basispreises ausgesetzt ist. Diese Strategie wird zunehmend eingesetzt, da die Kosten für Optionen mit niedrigerem Ausübungspreis (die der Anleger verkauft) auf relativer Basis teurer sind als Optionen mit höherem Ausübungspreis. Diese Dynamik, die als Schiefe bezeichnet wird, hat es schon immer gegeben, ist aber seit der GFC noch ausgeprägter geworden, da die Finanzregulierung es Market Makern erschwert hat, diese tief aus dem Geld liegenden Optionen zu verkaufen.
- **Collars** sind die am häufigsten eingesetzte Strategie zur Absicherung einer konzentrierten Position, da Anleger möglicherweise nicht den Wunsch oder die Fähigkeit haben, die Prämie für den Protective Put im Voraus auszugeben, und angesichts der großen Gewinne, die sie erzielen, in der Regel bereit sind, in Zukunft zu einem höheren Preis zu verkaufen die Position. Der Collar kann die anfänglichen Kosten des Protective Put reduzieren oder eliminieren, im Austausch dafür, dass er sich bereit erklärt, auf eine potenzielle zukünftige Wertsteigerung zu verzichten. Bei einem Collar kauft der Anleger einen Protective Put und verkauft eine Covered Call Option. Die zweite Option verpflichtet den Anleger, Aktien zu einem Ausübungspreis zu verkaufen, der in der Regel über dem aktuellen Kurs liegt. Die kombinierte Position reduziert das Abwärtsrisiko und die Aufwertung, wodurch die Bandbreite möglicher Ergebnisse eingeengt wird, solange der Collar vorhanden ist.
- **Proxy-Hedges.** Die meisten Absicherungsstrategien verwenden Derivate, die direkt mit der konzentrierten Aktie verbunden sind. Dies wirft einige Überlegungen auf. Erstens kann der Einsatz von Derivaten Verkaufsdruck auf die zugrunde liegenden Aktien ausüben. Darüber hinaus können bestimmte Aktionäre wie Insider und verbundene Unternehmen daran gehindert sein, Derivate auf die Position selbst einzugehen. Der Anteilseigner kann eine Absicherung mit einem Proxy-Vermögenswert in Betracht ziehen, von dem er erwartet, dass er die gleichen Risiken teilt oder von dem er erwartet, dass er mit der Aktienposition, die er besitzt, korrelierte Renditen erzielt. Diese Strategien werden das Risiko niemals vollständig eliminieren, da das Proxy-Asset möglicherweise nicht inline mit der konzentrierten Aktie gehandelt wird.

Jede konzentrierte Position bringt zusätzlich zu den rationaleren Faktoren wie Risiko und Belohnung ihre eigenen emotionalen Überlegungen mit sich. Aus diesem Grund ermutigen wir Investoren, mit ihrem Team einen Plan zu entwerfen, der nicht nur Anlageansichten, Transaktionskosten, Marktauswirkungen, steuerliche Umstände sowie rechtliche und regulatorische Auswirkungen optimiert, sondern auch zu den allgemeinen persönlichen finanziellen Zielen der Familie passt.

Unser Expertenteam weiß, wie man diese Tools einsetzt, und kann Ihnen und Ihrer Familie dabei helfen, die Komplexität einer konzentrierten Aktienposition zu bewältigen. Bitte wenden Sie sich an Ihr JPMorgan-Team, um eine Diversifizierungsstrategie zu entwickeln, die für Sie und Ihre Familie funktioniert.

**WICHTIGE INFORMATIONEN**

Dieser Bericht verwendet strenge Sicherheitsprotokolle für ausgewählte Daten aus Kredit- und Debitkartentransaktionen von Chase, um sicherzustellen, dass alle Informationen vertraulich und sicher behandelt werden. Alle ausgewählten Daten werden stark aggregiert und alle eindeutig identifizierbaren Informationen, einschließlich Namen, Kontonummern, Adressen, Geburtsdaten und Sozialversicherungsnummern, werden aus den Daten entfernt, bevor der Autor des Berichts sie erhält. Die Daten in diesem Bericht sind nicht repräsentativ für die gesamte Kredit- und Debitkarteninhaberpoblulation von Chase.

Die hier geäußerten Ansichten, Meinungen und Schätzungen stellen die Einschätzung von Michael Cembalest auf der Grundlage der aktuellen Marktbedingungen dar und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die hierin enthaltenen Informationen können sich von denen in anderen Bereichen von JP Morgan unterscheiden. Diese Informationen stellen in keiner Weise JP Morgan Research dar und sollten nicht als solche behandelt werden.

Die hierin enthaltenen Ansichten sind nicht als Beratung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Anlagen in irgendeiner Gerichtsbarkeit zu verstehen, noch sind sie eine Verpflichtung von JP Morgan oder einer seiner Tochtergesellschaften, sich an einer der hierin erwähnten Transaktionen zu beteiligen. Alle Prognosen, Zahlen, Meinungen oder Anlagentechniken und -strategien dienen nur zu Informationszwecken, basieren auf bestimmten Annahmen und aktuellen Marktbedingungen und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Alle hierin enthaltenen Informationen gelten zum Zeitpunkt der Erstellung als korrekt. Dieses Material enthält keine ausreichenden Informationen, um eine Anlageentscheidung zu unterstützen, und Sie sollten sich bei der Bewertung der Vorzüge einer Anlage in Wertpapieren oder Produkte nicht darauf verlassen. Darüber hinaus sollten Benutzer eine unabhängige Bewertung der rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, kreditwirtschaftlichen und buchhalterischen Auswirkungen vornehmen und zusammen mit ihren eigenen professionellen Beratern feststellen, ob eine hierin erwähnte Anlage ihrer Ansicht nach für ihre persönlichen Ziele geeignet ist. Anleger sollten sicherstellen, dass sie alle verfügbaren relevanten Informationen einholen, bevor sie eine Anlage tätigen. Es ist zu beachten, dass Anlagen mit Risiken verbunden sind, der Wert von Anlagen und deren Erträge je nach Marktbedingungen und Steuerabkommen schwanken können und Anleger möglicherweise nicht den vollen investierten Betrag zurückerhalten. Sowohl die frühere Wertentwicklung als auch die Renditen sind keine zuverlässigen Indikatoren für aktuelle und zukünftige Ergebnisse.

Erwähnte nicht verbundene Unternehmen dienen nur zu Informationszwecken und sollten nicht als Billigung oder Sponsoring von JP Morgan Chase & Co. ausgelegt werden.

oder seine verbundenen Unternehmen.

**Für Kunden von JP Morgan Asset Management:** JP Morgan Asset Management

ist die Marke für das Vermögensverwaltungsgeschäft von JPMorgan Chase & Co. und seinen Tochtergesellschaften weltweit.

Soweit gesetzlich zulässig, können wir Telefongespräche aufzeichnen und elektronische Kommunikation überwachen, um unseren gesetzlichen und behördlichen Verpflichtungen und internen Richtlinien nachzukommen. Personenbezogene Daten werden von JP Morgan Asset Management gemäß unseren Datenschutzrichtlinien unter <https://am.jpmorgan.com/global/privacy> erhoben, gespeichert und verarbeitet.

**BARRIEREFREIHEIT**

Nur für die USA: Wenn Sie eine Person mit einer Behinderung sind und zusätzliche Unterstützung beim Anzeigen des Materials benötigen, rufen Sie uns bitte unter 1-800-343-1113 an, um Unterstützung zu erhalten.

Diese Mitteilung wird von den folgenden Unternehmen herausgegeben: In den

Vereinigten Staaten von JP Morgan Investment Management Inc. oder JP Morgan Alternative Asset Management, Inc., beide reguliert durch die Securities and Exchange Commission; in Lateinamerika, nur für die beabsichtigte Verwendung durch die lokalen JP Morgan-Einheiten, je nach Fall; in Kanada, nur zur Verwendung durch institutionelle Kunden, von JPMorgan Asset Management (Canada) Inc., einem in allen kanadischen Provinzen und Territorien mit Ausnahme des Yukon registrierten Portfoliomanager und Exempt Market Dealer, der auch in britischer Sprache als Investmentfondsmanager registriert ist Columbia, Ontario, Quebec und Neufundland und Labrador. Im Vereinigten Königreich von JPMorgan Asset Management (UK) Limited, das von der Financial Conduct Authority zugelassen ist und reguliert wird; in anderen europäischen Jurisdiktionen von JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. Im asiatisch-pazifischen Raum („APAC“) von den folgenden Emittenten und in den jeweiligen Jurisdiktionen, in denen sie hauptsächlich reguliert sind: JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited, oder JPMorgan Funds (Asia) Limited oder JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited, die jeweils von der Securities and Futures Commission of Hong Kong reguliert werden; JPMorgan Asset Management (Singapur) Limited (Co. Reg. No.

197601586K), wobei diese Anzeige oder Veröffentlichung nicht von der Monetary Authority of Singapore überprüft wurde; JPMorgan Asset Management (Taiwan)

Begrenzt; JPMorgan Asset Management (Japan) Limited, das Mitglied der Investment Trusts Association, Japan, der Japan Investment Advisers Association, der Type II Financial Instruments Firms Association und der Japan Securities Dealers Association ist und von der Financial Services Agency reguliert wird (Registrierungsnummer „Kanto Local Finance Bureau (Firma für Finanzinstrumente) Nr. 330“); in Australien nur an Großkunden gemäß Definition in Abschnitt 761A und 761G des Corporations Act 2001 (Commonwealth), von JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) (AFSL 376919). Für alle anderen Märkte in APAC nur an die beabsichtigten Empfänger.

**Für Kunden der JP Morgan Private Bank:****BARRIEREFREIHEIT**

JP Morgan ist bestrebt, unsere Produkte und Dienstleistungen zugänglich zu machen, um die Finanzdienstleistungsanforderungen aller unserer Kunden zu erfüllen. Bitte wenden Sie sich bei Problemen mit der Zugänglichkeit an das Private Bank Client Service Center unter 1-866-265-1727.

**JURISTISCHE PERSON, MARKE UND VORSCHRIFTEN**

In den **Vereinigten Staaten** werden Bankeinlagenkonten und damit verbundene Dienstleistungen wie Giro-, Spar- und Bankkredite von **JPMorgan Chase Bank, NA**-Mitglied FDIC, angeboten.

**JPMorgan Chase Bank, NA** und ihre verbundenen Unternehmen (zusammenfassend „**JPMCB**“) bieten im Rahmen ihrer Treuhand- und Treuhanddienstleistungen Anlageprodukte an, zu denen bankverwaltete Anlagekonten und Depots gehören können. Andere Anlageprodukte und -dienstleistungen wie Makler- und Beratungskonten werden über **JP** angeboten.

**Morgan Securities LLC („JPMS“)**, ein Mitglied von **FINRA** und **SIPC**. **Annuitäten** werden über die Chase Insurance Agency, Inc. (CIA) zur Verfügung gestellt, eine lizenzierte Versicherungsagentur, die als Chase Insurance Agency Services, Inc. in Florida tätig ist. JPMCB, JPMS und CIA sind verbundene Unternehmen unter der gemeinsamen Kontrolle von JPM. Produkte nicht in allen Staaten verfügbar.

In **Luxemburg** wird dieses Material von **JP Morgan Bank Luxembourg SA (JPMBL)** mit eingetragenem Sitz im European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxemburg herausgegeben. RCS Luxemburg B10.958. Zugelassen und reguliert von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und gemeinsam beaufsichtigt von der Europäischen Zentralbank (EZB) und der CSSF. JP Morgan Bank Luxembourg SA ist gemäß dem Gesetz vom 5. April 1993 als Kreditinstitut zugelassen. Im **Vereinigten Königreich** wird dieses Material von **JP Morgan Bank Luxembourg SA, Zweigniederlassung London**, mit Sitz in 25 Bank Street, Canary Wharf, herausgegeben. London E14 5JP. Zugelassen und reguliert von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und gemeinsam beaufsichtigt von der Europäischen Zentralbank (EZB) und der CSSF. Gilt als von der Prudential Regulation Authority zugelassen. Unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und eingeschränkter Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Einzelheiten zum „Temporary Permissions Regime“, das es im EWR ansässigen Firmen erlaubt, für einen begrenzten Zeitraum im Vereinigten Königreich tätig zu sein, während sie eine vollständige Genehmigung anstreben, sind auf der Website der Financial Conduct Authority verfügbar. In **Spanien** wird dieses Material von **JP Morgan Bank Luxembourg SA, Sucursal en España**, mit Sitz in Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spanien, vertrieben. JP Morgan Bank Luxembourg SA, Sucursal en



España ist unter der Nummer 1516 im Verwaltungsregister der Bank von Spanien registriert und wird von der spanischen Wertpapiermarktcommission (CNMV) überwacht. In **Deutschland** wird dieses Material von der **JP Morgan Bank Luxembourg SA, Niederlassung Frankfurt, mit** eingetragenem Sitz im Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt, Deutschland, vertrieben, die gemeinsam von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der Europäischen Zentralbank beaufsichtigt wird (EZB) und in bestimmten Bereichen auch von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beaufsichtigt. In **Italien** wird dieses Material von **JP Morgan Bank Luxembourg SA – Niederlassung Mailand** mit Sitz in Via Cordusio 3, 20123 Mailand, Italien, vertrieben und von der Bank of Italy und der Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) reguliert.

In den **Niederlanden** wird dieses Material von **JP Morgan Bank Luxembourg SA, Niederlassung Amsterdam**, mit eingetragenem Sitz im World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, Niederlande, vertrieben. JP Morgan Bank Luxembourg SA, Niederlassung Amsterdam ist von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) zugelassen und reguliert und wird gemeinsam von der Europäischen Zentralbank (EZB) und der CSSF in Luxemburg beaufsichtigt; JP Morgan Bank Luxembourg SA, Niederlassung Amsterdam, ist außerdem von der De Nederlandsche Bank (DNB) und der Autoriteit Financiële Markten (AFM) in den Niederlanden zugelassen und beaufsichtigt. Registriert bei der Kamer van Koophandel als Zweigniederlassung der JP Morgan Bank Luxembourg SA unter der Registrierungsnummer 71651845. In **Dänemark** wird dieses Material von der **JP Morgan Bank Luxembourg, Copenhagen Br**, Filiale der JP Morgan Bank Luxembourg SA mit Sitz in Kalvebod Brygge 39 vertrieben -41, 1560 København V, Dänemark. JP Morgan Bank Luxembourg, Copenhagen Br, Filiale der JP Morgan Bank Luxembourg SA ist von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) zugelassen und reguliert und wird gemeinsam von der Europäischen Zentralbank (EZB) und der CSSF beaufsichtigt. JP Morgan Bank Luxembourg, Copenhagen Br, Filiale der JP Morgan Bank Luxembourg SA unterliegt ebenfalls der Aufsicht von Finanstilsynet (dänische FSA) und ist bei Finanstilsynet als Zweigniederlassung von JP Morgan Bank Luxembourg SA unter Code 29009 registriert. In **Schweden** ist dieses Material vertrieben von **JP Morgan Bank Luxembourg SA, Stockholm Bankfilial**, mit Sitz in Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Schweden. JP Morgan Bank Luxembourg SA, Stockholm Bankfilial ist von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) zugelassen und reguliert und wird gemeinsam von der Europäischen Zentralbank (EZB) und der CSSF beaufsichtigt. Die JP Morgan Bank Luxembourg SA, Stockholm Bankfilial unterliegt ebenfalls der Aufsicht der Finansinspektionen (Swedish FSA). Registriert bei Finansinspektionen als Zweigniederlassung der JP Morgan Bank Luxembourg SA In **Frankreich** wird dieses Material von der **JPMorgan Chase Bank, NA („JPMCB“)**, Zweigniederlassung Paris vertrieben, die von der französischen Bankenaufsichtsbehörde Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution reguliert wird Autorité des Marchés Financiers. In der **Schweiz** wird dieses Material von **JP Morgan (Suisse) SA vertrieben**, die in der Schweiz von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) reguliert wird.

In **Hongkong** wird dieses Material von **JPMCB, Niederlassung Hongkong, vertrieben**. JPMCB, Zweigniederlassung Hongkong, wird von der Hong Kong Monetary Authority und der Securities and Futures Commission of Hong Kong reguliert. In Hongkong verwenden wir Ihre personenbezogenen Daten nicht mehr kostenlos für unsere Marketingzwecke, wenn Sie dies wünschen. In **Singapur** wird dieses Material von **JPMCB, Niederlassung Singapur, vertrieben**. Die Niederlassung von JPMCB, Singapur, wird von der Monetary Authority of Singapore reguliert.

Handels- und Beratungsdienste sowie diskretionäre Anlageverwaltungsdienste werden Ihnen von JPMCB, Zweigniederlassung Hongkong/Singapur (wie Ihnen mitgeteilt), bereitgestellt. Bank- und Depotdienste werden Ihnen von der JPMCB Singapore Branch zur Verfügung gestellt. Der Inhalt dieses Dokuments wurde von keiner Aufsichtsbehörde in Hongkong, Singapur oder anderen Gerichtsbarkeiten überprüft. Es wird empfohlen, in Bezug auf dieses Dokument Vorsicht walten zu lassen. Wenn Sie irgendwelche Zweifel über den Inhalt dieses Dokuments haben, sollten Sie unabhängigen professionellen Rat einholen. Für Materialien, die Produktwerbung gemäß dem Securities and Futures Act und dem Financial Advisers Act darstellen, wurde diese Werbung nicht von der Monetary Authority of Singapore überprüft. JPMorgan Chase Bank, NA ist ein nationaler Bankenverband, der nach den Gesetzen der Vereinigten Staaten gegründet wurde, und als Körperschaft ist die Haftung der Anteilseigner beschränkt.

In Bezug auf Länder in **Lateinamerika** kann die Verbreitung dieses Materials in bestimmten Gerichtsbarkeiten eingeschränkt sein. Wir können Ihnen Wertpapiere anbieten und/oder verkaufen bzw andere Finanzinstrumente, die möglicherweise nicht gemäß den Wertpapier- oder anderen Finanzaufsichtsgesetzen Ihres Heimatlandes registriert sind und nicht Gegenstand eines öffentlichen Angebots sind. Solche Wertpapiere oder Instrumente werden Ihnen nur auf privater Basis angeboten und/oder verkauft. Jegliche Mitteilung von uns an Sie in Bezug auf solche Wertpapiere oder Instrumente, einschließlich, aber nicht beschränkt auf die Zustellung eines Prospekts, Term Sheets oder anderer Angebotsunterlagen, ist von uns nicht als Angebot zum Verkauf oder Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren oder Instrumenten gedacht in jeder Gerichtsbarkeit, in der ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung rechtswidrig ist. Darüber hinaus können solche Wertpapiere oder Instrumente bei einer späteren Übertragung durch Sie bestimmten aufsichtsrechtlichen und/oder vertraglichen Beschränkungen unterliegen, und Sie sind allein dafür verantwortlich, solche Beschränkungen festzustellen und einzuhalten. Soweit sich dieser Inhalt auf einen Fonds bezieht, darf der Fonds in keinem lateinamerikanischen Land ohne vorherige Registrierung der Wertpapiere dieses Fonds in Übereinstimmung mit den Gesetzen der entsprechenden Gerichtsbarkeit öffentlich angeboten werden. Das öffentliche Angebot von Wertpapieren, einschließlich der Anteile des Fonds, ohne vorherige Registrierung bei der brasilianischen Börsenaufsichtsbehörde CVM ist vollständig verboten. Einige in den Materialien enthaltene Produkte oder Dienstleistungen werden derzeit möglicherweise nicht von den brasilianischen und mexikanischen Plattformen bereitgestellt.

JPMorgan Chase Bank, NA (JPMCBNA) (ABN 43 074 112 011/AFS-Lizenznummer: 238367) wird von der Australian Securities and Investment Commission und der Australian Prudential Regulation

Behörde. Das von JPMCBNA in Australien bereitgestellte Material ist nur für „Großhandelskunden“ bestimmt. Für die Zwecke dieses Absatzes hat der Begriff „Wholesale-Kunde“ die in Abschnitt 761G des Corporations Act 2001 (Cth) festgelegte Bedeutung. Bitte informieren Sie uns, wenn Sie derzeit kein Großhandelskunde sind oder in Zukunft kein Großhandelskunde mehr sein sollten.

JPMorgan Chase Bank, NA (JPMCBNA) (ABN 43 074 112 011/AFS-Lizenznummer: 238367) wird von der Australian Securities and Investment Commission und der Australian Prudential Regulation Authority reguliert. Das von JPMCBNA in Australien bereitgestellte Material ist nur für „Großhandelskunden“ bestimmt. Für die Zwecke dieses Absatzes hat der Begriff „Wholesale-Kunde“ die in Abschnitt 761G des Corporations Act 2001 (Cth) festgelegte Bedeutung. Bitte informieren Sie uns, wenn Sie derzeit kein Großhandelskunde sind oder in Zukunft kein Großhandelskunde mehr sein sollten.

JPMS ist ein registriertes ausländisches Unternehmen (Übersee) (ARBN 109293610), das in Delaware, USA, eingetragen ist. Gemäß den australischen Lizenzierungsanforderungen für Finanzdienstleistungen erfordert die Ausübung eines Finanzdienstleistungsgeschäfts in Australien einen Finanzdienstleister wie JP Morgan Securities LLC (JPMS). Eine australische Finanzdienstleistungslizenz (AFSL) besitzen, es sei denn, es gilt eine Ausnahmeregelung. **JPMS ist von der Verpflichtung, eine AFSL gemäß dem Corporations Act 2001 (Cth) (Act) in Bezug auf Finanzdienstleistungen zu halten, die es Ihnen anbietet, befreit und wird von der SEC, FINRA und CFTC nach US-Gesetzen reguliert, die sich von den australischen Gesetzen unterscheiden**. Das von JPMS in Australien bereitgestellte Material ist nur für „Großhandelskunden“ bestimmt. Die in diesem Material bereitgestellten Informationen sind nicht dazu bestimmt und dürfen weder direkt noch indirekt an andere Personengruppen in Australien verteilt oder weitergegeben werden. Für die Zwecke dieses Absatzes hat der Begriff „Großkunden“ die in Abschnitt 761G des Gesetzes festgelegte Bedeutung. Bitte informieren Sie uns unverzüglich, wenn Sie derzeit kein Großhandelskunde sind oder zu einem späteren Zeitpunkt aufhören, ein Großhandelskunde zu sein.

Dieses Material wurde nicht speziell für australische Anleger erstellt. Es:

- Kann Verweise auf Dollarbeträge enthalten, die keine australischen Dollar sind;
- Kann Finanzinformationen enthalten, die nicht in Übereinstimmung mit den australischen Gesetzen oder Praktiken erstellt wurden;
- Risiken im Zusammenhang mit der Anlage in auf Fremdwährungen lautende Anlagen dürfen nicht berücksichtigt werden; und
- Behandelt australische Steuerfragen nicht.