

## MONATSKOMMENTAR JANUAR

31.01.2025

**Wichtige Hinweise (1/3)**

Die in dieser Publikation enthaltenen Fonds- und Marktinformationen sind zu allgemeinen Informations- sowie Werbezwecken erstellt worden. Sie ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Informationen bzw. Beratungen. Es handelt sich hierbei um eine Werbemitteilung und nicht um ein investmentrechtliches Pflichtdokument, welches allen gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt. Es handelt sich um eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale und dient lediglich der Information des Anlegers. Diese Publikation stellt keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Diese Publikation enthält nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und kann von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen.

Die hierin enthaltenen Informationen sind für die Axxion S.A., Discover Capital GmbH und Capanum GmbH und andere Unternehmen urheberrechtlich geschützt und dürfen ohne Zustimmung nicht vervielfältigt oder verbreitet werden. Für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird keine Gewähr übernommen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann.

Weder die Axxion S.A., ihre Organe und Mitarbeiter noch die Discover Capital GmbH und Capanum GmbH können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieses Monatskommentars oder seiner Inhalte oder im sonstigen Zusammenhang mit diesem Kommentar entstanden sind.

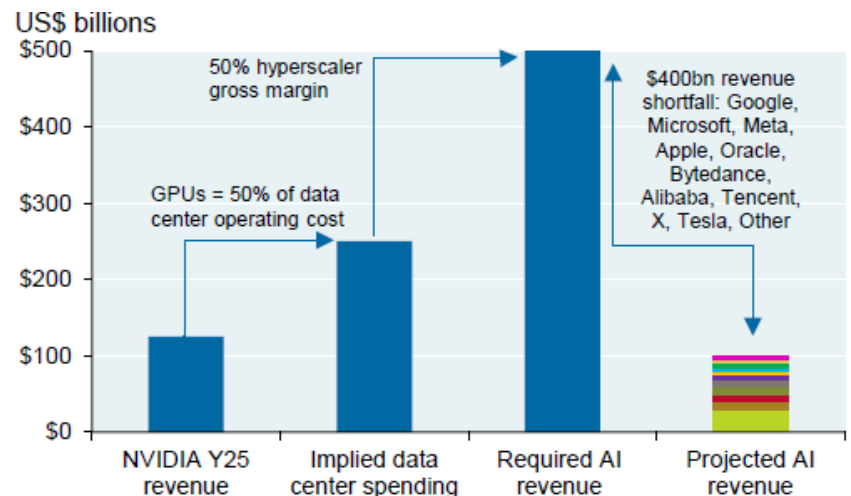
**Sehr geehrte (Mit-)Investoren,**

es war wieder einiges los an den Märkten. Vor allem als Ende des Monats ein chinesisches Techunternehmen die Welt verblüffte und mit DeepSeek ein leistungsstarkes Open-Source-AI-Modell vorstellte. Dieses benötigte angeblich nur einen Bruchteil der bisher als notwendig erachteten „Trainingskosten“, um auf sein hohes Leistungsniveau zu gelangen.

AI-Investitionen – die Risiken werden offen gelegt

Anleger bekamen dadurch einen Ausblick, was an den Märkten passieren könnte, wenn der AI-Hype Gegenwind bekommt.

Im Wesentlichen kann dieser aus zwei Richtungen kommen. Zum einen durch das bekannte Problem, sollte es den großen Anbietern nicht gelingen, sogenannte „must-have-Anwendungen zu entwickeln, für die Kunden gerne bezahlen. Folgende Grafik verdeutlicht die Herausforderung.



Quelle: J.P. Morgan, Sequoia

Alleine in diesem Jahr werden die großen Techkonzernen ca. 250 Mrd. USD für den Bau von Datenzentren ausgeben. Die Bruttomarge dieser Firmen liegt bei ca. 50%, d.h. in Zukunft muss ein zusätzlicher(!) Umsatz mit AI von 500 Mrd. USD erzielt werden, um alleine die Ausgaben für dieses Jahr zu rechtfertigen. Auf Basis der Aussage von Microsoft im letzten Quartal einen auf das Jahr hochgerechneten Umsatz von 13 Mrd. USD mit AI-Produkten zu erzielen, kommt man zu der eher großzügigen Annahme, dass der Zusatzumsatz dieser Unternehmen mit AI in diesem Jahr bei ca. 100 Mrd. USD liegt. Somit „fehlen“ aktuell 400 Mrd. USD, um alleine die geplanten Investitionen dieses Jahres zu rechtfertigen.

Während diese Ausgangslage schon Herausforderung genug ist, kam Ende des Monats noch der zweite Gegenwind mit Wucht auf. Die Überlegung nämlich, ob diese Investitionen in diesem Umfang überhaupt notwendig sind, um die erhofften Umsätze zu erzielen.

---

## MONATSKOMMENTAR JANUAR

---

### Wichtige Hinweise (2/3)

Die vollständigen Angaben zu dem Fonds sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. den wesentlichen Anlegerinformationen, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht zu entnehmen. Diese zuvor genannten Unterlagen stellen die alleinverbindliche Grundlage für den Kauf von Fondsanteilen dar. Sie sind in elektronischer ([www.axxion.lu](http://www.axxion.lu)) oder gedruckter Form in deutscher Sprache kostenlos bei der Axxion S.A., 15 rue de Flaxweiler, L-6776 Grevenmacher erhältlich. Die Capanum GmbH und die Discover Capital GmbH sind bei der Erbringung der Anlageberatung und der Anlagevermittlung als vertraglich gebundene Vermittler ausschließlich für Rechnung und unter der Haftung der PEH Wertpapier AG (nachfolgend „PEH“) tätig. Die PEH hat ihren Sitz in der Bettinastr. 57-59, 60325 Frankfurt am Main und unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht mit Sitz in der Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn. Als bankenunabhängiger Vermögensverwalter ist die PEH Mitglied der Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW).

**Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Investmentfonds unterliegen marktbedingten Kursschwankungen, die zu Verlusten, bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals, führen können. Es wird ausdrücklich auf die Risikohinweise des ausführlichen Verkaufsprospektes verwiesen.**

Die Bruttowertentwicklung (BVI-Methode) berücksichtigt bereits alle auf Fondsebene anfallenden Kosten und geht von einer Wiederanlage eventueller Ausschüttungen aus. Sofern nicht anders angegeben, entsprechen alle dargestellten Wertentwicklungen der Bruttowertentwicklung.

Diese Frage trifft einen wunden Punkt in der AI-Debatte: Bei allen Chancen ist die Dimension dieser „Wette“ inzwischen so groß, dass es auch die größten und bekanntesten Techunternehmen hart treffen würde, sollten sich wesentliche Teile davon als unnötig herausstellen. Etwas Hintergrund dazu, denn uns beschäftigt das Thema schon länger:

Im SQUAD Makro Fonds stellen Softwarefirmen wie Microsoft schon über 12 Jahre einen Investitionsschwerpunkt dar. Eines der wesentlichen Merkmale, das wir an diesen Firmen besonders mochten war, dass sie „capex-light“ waren, d.h. sie mussten im Gegensatz zu beispielsweise Automobilkonzernen keine neuen Werke bauen, wenn sie eine neue Software verkaufen wollten. Waren die Kosten für das Pressen einer CD früher schon vernachlässigbar, wurde das ganze Geschäftsmodell noch profitabler als im letzten Jahrzehnt der Trend zu Software-As-A-Service (SAAS) aufkam. Die Effizienzen wuchsen und die Profitabilität explodierte. Die Firmen generierten Milliarden an Free-Cash-Flow, der in Form von Aktienrückkaufprogrammen und Dividenden an uns Aktionäre floss.

Seit einiger Zeit verändert sich diese (heile) Welt Schritt für Schritt. Die Unternehmen geben vor allem seit 3 Jahren Milliardensummen aus, um in AI-Hardware zu investieren, damit sie, um im Bild zu bleiben, „ihr neues Auto“, in diesem Fall AI, anbieten können. Dass man investieren muss, ist natürlich klar und Fehlinvestitionen gibt es immer. Es gibt zahlreiche Beispiele aus der Vergangenheit als Techunternehmen Milliarden in letztlich gescheiterte Projekte investierten. Grundsätzlich ist das kein Problem, denn „Scheitern“ einzelner Projekte gehört einfach dazu. Die Versuche von Amazon und Microsoft eigene Mobiltelefone zu etablieren sind hier prominente Beispiele. Der Unterschied zur derzeitigen Situation ist, dass die Summen jetzt um ein Vielfaches höher sind. Sollten sich diese als unnötig herausstellen, wäre dies für die Unternehmen, nicht zuletzt wegen ihrer Bewertung, die natürlich die Hoffnung der Anleger auf sprudelnde Renditen dieser Investitionen enthalten, ein Problem.

Bemerkenswert ist zudem, dass die genannten Telefonprojekte von Seite der Analysten damals eher skeptisch begleitet wurden. In den vergangenen 24 Monaten dagegen jubelten die Analysten umso lauter je größer die angekündigten Investitionen (Ausgaben) in AI waren.

Der Nachteil: Diese Wette auf die Zukunft verschlechtert aktuell die Qualität der Unternehmensergebnisse. Die Grafik auf der nächsten Seite zeigt im Zeitablauf die Entwicklung des prozentualen Anteils des Free-Cash-Flow (FCF) am Nettogewinn am Beispiel von Microsoft. Vereinfacht gesagt ist der FCF der Teil des Gewinns, der für uns Aktionäre übrig bleibt. Sollten sich die Investitionen letztlich auszahlen, wird keiner mehr fragen. Falls nicht, gibt es angesichts der Dimension (siehe Seite 1) ein Problem.

Daher wäre es natürlich ein Schock, falls es einer kleinen chinesischen Firma mit 200 Angestellten gelungen wäre, eine ähnlich leistungsfähige AI aufzubauen wie die Spitzensysteme aus dem Silicon Valley und alles zu einem Zehntel der Kosten. Skepsis ist jedoch angebracht, denn Zahlen aus China sind grundsätzlich erst einmal mit Vorsicht zu genießen.

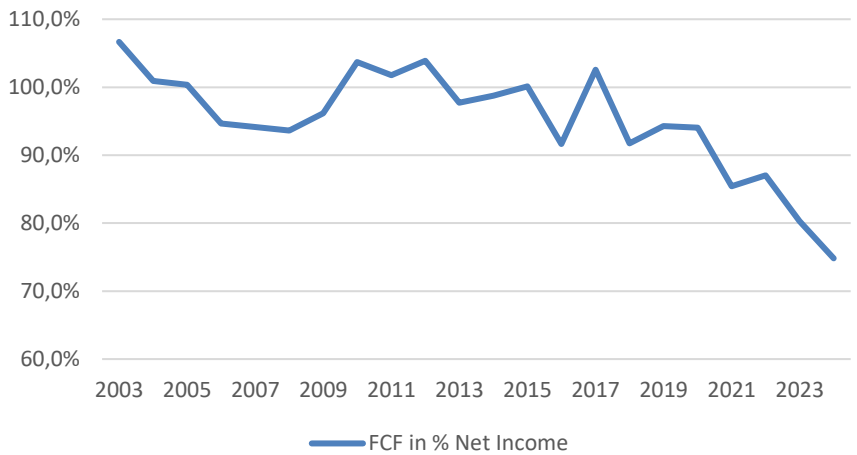
## MONATSKOMMENTAR JANUAR

## Wichtige Hinweise (3/3)

Die Nettowertentwicklung geht von einer Modellrechnung mit einem investierten Betrag von 1.000 EUR, dem max. Ausgabeaufschlag sowie einem Rücknahmeabschlag (falls vorgesehen, siehe Stammdaten) aus. Sie berücksichtigt keine anderen eventuell anfallenden individuellen Kosten des Anlegers, wie beispielsweise eine Depotführungsgebühr. Da der Ausgabeaufschlag nur im 1. Jahr und ein Rücknahmeabschlag nur bei Verkauf (der hier zum jetzigen Zeitpunkt unterstellt wird) anfällt, unterscheidet sich die Darstellung brutto/netto nur im Jahr der Fonds-Auflegung und ggf. im aktuellen Jahr. Über den „Performance- und Kennzahlenrechner“ auf der Detailansicht Ihres Fonds unter [www.axxion.lu](http://www.axxion.lu) können Sie sich Ihre individuelle Wertentwicklung unter Berücksichtigung aller Kosten berechnen lassen. Nähere steuerliche Informationen enthält der Verkaufsprospekt.

Die ausgegebenen Anteile dieses Fonds dürfen nur in solchen Rechtsordnungen zum Kauf angeboten oder verkauft werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist. So dürfen die Anteile dieses Fonds weder innerhalb der USA noch an oder für Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden.

Diese Publikation und die in ihr enthaltenen Informationen dürfen nicht in den USA verbreitet werden. Die Verbreitung und Veröffentlichung dieser Publikation sowie das Angebot oder ein Verkauf der Anteile können auch in anderen Rechtsordnungen Beschränkungen unterworfen sein.



Quelle: Capanum; Datenbasis: Bloomberg

Darüber hinaus wäre es auch nicht klug von DeepSeek zuzugeben, dass man zum Beispiel Zugriff auf die neueste Generation Hochleistungschips von Nvidia hat, denn diese unterliegen bekanntlich US-Exportrestriktionen. Und drittens nährt die Analyse der Ergebnisse den Verdacht, dass DeepSeek auf Basis der Ergebnisse von Open AI trainiert wurde. Es wäre allerdings eine besondere Ironie der Geschichte, wenn die Vertragsbedingungen von OpenAI verletzt worden wären, nachdem die Firma selbst ihre AI jahrelang mit fremden Daten aus dem Internet trainiert hat.

Für einen „Houston, We Have A Problem-Moment“ spricht dagegen, dass es schon länger Befürchtungen gibt, wie groß und nachhaltig letztlich der Vorsprung der großen Techkonzerne in diesem Bereich ist. Bereits im Jahr 2023 gelangte ein Google internes Memo mit dem Titel „*We have no moat, and neither does OpenAI*“ an die Öffentlichkeit, in dem der Autor prognostizierte, dass Open Source AI wie DeepSeek die proprietären Systeme von Google und OpenAI langfristig outperformen werde.

Langfristig wäre es aber sogar wünschenswert, wenn die Kosten hier deutlich fallen würden, würde es doch mehr Firmen Zugang zu dieser Technik ermöglichen, was Innovationen und Effizienzen fördern würde. Sollte sich herausstellen, dass man nicht die High-End-Chips von Nvidia benötigt, um ein konkurrenzfähiges Modell aufzubauen, wäre dies letztlich auch für die großen Techfirmen erfreulich, denn auf Dauer sind sogar für diese extrem profitablen „Cashgiganten“ Investitionen in dieser Höhe nicht stemmbar – zumal wenn sie sich nur langsamer als erwartet, monetarisieren lassen.

**Fazit:** Da in der Breite des Marktes bisher keine (AI-)Blase vorhanden ist – im Gegensatz zu den 90er Jahren und dem Internethype, als die Goldgräberstimmung nahezu alle Marktteilnehmer erfasste, betrifft das Thema in Summe nur Teile des Markts. Für die könnten die letzten Tage jedoch ein Wendepunkt sein, der perspektivisch zu angepassten Investitionsplänen führt. Eine Entwicklung, die – wie das Monatsergebnis des Fonds zeigt – für den SQUAD Makro nichts Schlechtes bedeuten muss.

Die Ausrichtung des SQUAD Makro Fonds zum Stichtag finden Sie in beiliegendem Factsheet.