

Bonn, im Juli 2026

Sehr geehrte Partnerinnen und Partner,

der Anteilspreis des Partners Funds (WKN: A0RAAW) lag zum 30. Juni 2026 bei 228,86 Euro. Im ersten Halbjahr 2026 erzielte der Fonds nach Kosten eine Wertentwicklung von – 7,73 %.¹ Der DAX erzielte im gleichen Zeitraum + 2,06 %.²

Jahr	Partners Fund (1)	DAX (2)	Differenz (1–2)
2015 (9 Monate)	+ 1,48 %	– 10,22 %	+ 11,70 %
2016	+ 16,27 %	+ 6,87 %	+ 9,40 %
2017	+ 20,24 %	+ 12,51 %	+ 7,73 %
2018	+ 0,76 %	– 18,26 %	+ 19,02 %
2019	+ 3,67 %	+ 25,48 %	– 21,81 %
2020	+ 30,47 %	+ 3,54 %	+ 26,93 %
2021	+ 38,21 %	+ 15,79 %	+ 22,42 %
2022	– 33,35 %	– 12,35 %	– 21,00 %
2023	+ 19,61 %	+ 20,31 %	– 0,70 %
2024	+ 4,77 %	+ 18,85 %	– 14,08 %
2025	+ 11,90 %	+ 23,01 %	– 11,11 %
2026	– 7,73 %	+ 2,06 %	– 9,79 %

per annum	+ 7,70 %	+ 6,76 %	+ 0,94 %
absolut	+ 130,45 %	+ 108,89 %	+ 21,56 %
Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.			

Damit liegt der Fonds nun seit mehr als vier Jahren hinter dem DAX. Niemanden stören diese Zahlen mehr als mich. Aber gestört und beirrt sein sind zwei verschiedene Dinge.

Beirrt bin ich nicht. Die Unternehmen im Fonds entwickeln sich wie erhofft. Ihre Geschäfte laufen im Schnitt vernünftig, bei vielen sogar ausgezeichnet. Ehrlicherweise bin ich aber schon ein wenig ratlos. So weit auseinander wie heute lagen die Geschäfte und die Kurse selten.

Es ist ein ungewöhnliches Bild: Die Erträge der Unternehmen wachsen, die Kurse fallen. Wie oder wann sich dieser Widerspruch löst, kann ich nicht vorhersagen. Doch ich bin überzeugt: Solange unsere

¹ Seit dem Jahresbericht 2018 wird die Performance-Berechnung für das Partners Fund nach der sogenannten BVI-Methode dargestellt. Die Unterschiede der prozentualen Rendite und der Fondspreis-Veränderung sind durch Auszahlungen im Zusammenhang mit Steuern zu erklären.

² Der DAX wird seit Auflage als Vergleichsindex herangezogen. Auch wenn er alles andere als perfekt ist, bietet er Kontinuität, berücksichtigt Dividenden und ist für viele unserer Partner ein vertrauter Bezugspunkt. Natürlich gilt: Entscheidend ist, welchen Index Sie selbst als relevanten Maßstab für Ihre eigene Geldanlage wählen.

Unternehmen sich im Schnitt weiter so entwickeln wie bisher, wird langfristig ein gutes Ergebnis die Folge sein.

Die Gründe für die Turbulenzen sind zahlreich: Die großen Indizes werden von einer Handvoll amerikanischer Technologiekonzerne getragen. Strukturelle Marktveränderungen ziehen die Liquidität aus kleineren Unternehmen. Und vor allem ein Thema überlagert zurzeit alle Kurse: Künstliche Intelligenz (KI). Ganze Branchen werden pauschal zu KI-Verlierern erklärt – ohne genauen Blick auf die Gegebenheiten.

Der Partners Fund hält zahlreiche Software- und Internetunternehmen. Meiner Einschätzung nach ist rund die Hälfte des Portfolios von diesen Schwankungen direkt betroffen. Zusammen mit der Konzentration auf wenige und vor allem kleinere und mittlere Unternehmen wirkt dies wie ein Verstärker. Was der Markt einzelnen Unternehmen antut, schlägt fast ungefiltert auf den Fondspreis durch. Zurzeit nach unten. In besseren Zeiten nach oben.

Ich habe die vergangenen Monate deshalb für eine Übung genutzt – ein „Zero-Based-Budgeting“ fürs Portfolio. Dabei fängt man bei auf einem weißen Blatt Papier an und begründet jede Position neu. Nichts gilt als gesetzt. Ich habe also jedes Unternehmen noch einmal geprüft, als sähe ich es zum ersten Mal. Besonders genau mit Blick auf KI und die Zukunftsaussichten. Das Ergebnis in Kurzform: Mit der heutigen Zusammenstellung des Portfolios bin ich sehr zufrieden.

Die Kurse erzählen aber derzeit eine andere Geschichte als die Geschäfte. Ein Beispiel aus dem ersten Halbjahr, welches ich für besonders gut halte: **Multiply** hat seinen Gewinn aus dem laufenden Geschäft im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr um rund 45 % gesteigert – großartig! Gleichzeitig verlor die Aktie zeitweise bis zu 35 % ihres Kurses. Das ist, als bekäme man für eine Eins im Zeugnis eine Ohrfeige.

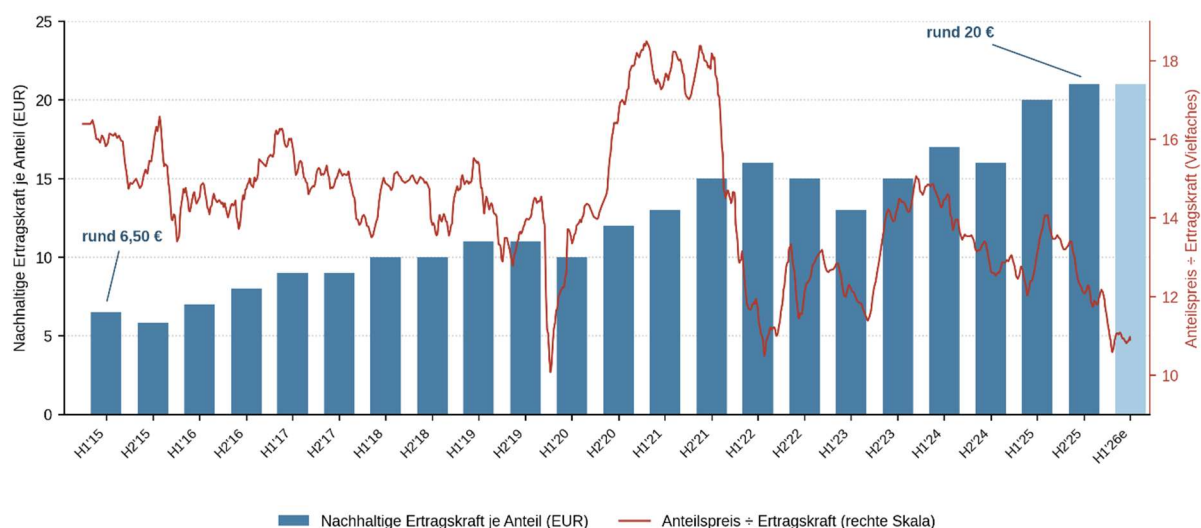
Woran also messe ich, ob der Fonds nicht vom Kurs abgekommen ist? Nicht am täglichen Kurszettel, sondern an der kombinierten nachhaltigen Ertragskraft der Unternehmen im Portfolio. Vereinfacht gesagt: dem Ertrag je Fondsanteil, den unsere Unternehmen verdienen würden und ausschütten könnten, wenn sie ab heute nicht mehr in ihr Wachstum investierten. Ich habe Ihnen dieses Konzept im Jahresbericht 2020 vorgestellt und zuletzt 2022 aktualisiert.

Damals schrieb ich: „*[Die nachhaltige Ertragskraft] ist eine Schätzung meinerseits und beruht auf Daten und Annahmen, welchen Ertrag ein Unternehmen heute erzielen würde, sollte es ab diesem Zeitpunkt überhaupt nicht mehr in zukünftiges Wachstum investieren. In der Theorie könnte es dann den nachhaltigen Ertrag als Dividende ausschütten, würde aber im Umkehrschluss fortan nicht mehr wachsen können. Die nachhaltige Ertragskraft und die Kursentwicklung der Aktien der Unternehmen sollten über einen längeren Zeitraum Hand in Hand gehen.*

Es ist noch einmal anzumerken, dass diese Kennzahl ein robustes, aber zugleich auch ein theoretisches Konstrukt ist. Zum einen bereinige, normalisiere und schätze ich Einflussgrößen für das Ergebnis. Zum anderen habe ich keine Kontrolle über das Investitionsverhalten der Unternehmen. Die Annahme, dass ein Unternehmen „ab jetzt“ nicht mehr investieren wird, habe ich bisher nur äußerst selten in der Praxis gesehen.

Dennoch dient mir diese Methodik als Fixstern und ist Teil einer breiteren Philosophie, um über die Bewertung und vor allem die Reinvestitionsmöglichkeiten der betreffenden Unternehmen nachzudenken. Die Verbindung aus heutiger Ertragskraft und zukünftigem Wachstum determiniert den Wert eines Unternehmens. Wachstum benötigt Investitionen. Diese Investitionen stehen ihrerseits nicht für eine Ausschüttung als Dividende zur Verfügung.“

Die folgende Grafik zeigt die Entwicklung der durchgerechneten nachhaltigen Ertragskraft seit Auflage des Fonds:



Diese Grafik ist der wesentliche Grund für meine Zuversicht. Die nachhaltige Ertragskraft je Anteil ist seit Auflage des Fonds meiner Einschätzung nach von rund 6,50 Euro auf heute etwas über 20 Euro pro Anteil gestiegen – sie hat sich mehr als verdreifacht. Ein Wachstum von rund 11 % pro Jahr, durch Corona, Zinswende und KI-Turbulenzen hindurch. Und vor allem sind darin auch zahlreiche herbe Rückschläge schon verrechnet – etwa bei **Tucows**, **Naked Wines** oder **JustEat Takeaway** die für die Ertragskraft abträglich waren. Ohne diese Effekte lägen die Erträge und das jährliche Wachstum heute ein paar Prozentpunkte höher.

Die Kurse der Aktien der Unternehmen und damit durchgerechnet der Fondspreis ist im selben Zeitraum aber deutlich langsamer gewachsen. Sprich: die Bewertung ist insgesamt gesunken. Die Folge zeigt die rote Linie: Gemessen an seiner Ertragskraft ist das Portfolio heute so günstig bewertet wie selten zuvor seit der Auflage im Jahr 2015. Die Gewinne unserer Unternehmen wachsen, während ihre Kurse fallen – und beim überwiegenden Teil der Unternehmen gibt es, wie im letzten Bericht vorgestellt, handfeste positive und strukturelle Veränderungen im Geschäft.

An meiner Arbeitsweise ändert diese Phase deshalb nichts. Ich kann nur eine Handvoll Unternehmen mit der nötigen Tiefe verfolgen – und ich besitze lieber viel von dem, was ich wirklich verstehe, als ein bisschen von allem. Hier kann ich nur um etwas weitere Geduld bitten. Ich bin fest davon überzeugt, dass uns bessere Zeiten bevorstehen. Würde der Fonds morgen geschlossen und würde ich ausschließlich mein eigenes Geld anlegen: Ich würde exakt dasselbe Portfolio wieder wählen.

Dass diese Einschätzung nicht nur meine eigene ist, zeigt ein Ereignis aus dem ersten Halbjahr. Jemand hat sich eines unserer Unternehmen genau angesehen – und macht ernst. **DCC** ist seit Jahren fester Bestandteil des Fonds. Das Unternehmen hat ein unverbindliches Übernahmeangebot erhalten – von einem Konsortium um den Finanzinvestor **KKR**. Das Timing ist klug gewählt. Der gebotene Preis ist aus meiner Sicht viel zu niedrig. Einige Aktionäre sehen das ähnlich. Bei einigen größeren Aktionären formiert sich leiser Widerstand.

Dem Management mache ich dabei keinen Vorwurf. Nach vielen Jahren der Frustration über die niedrige Bewertung verstehe ich, dass es einen potenziellen Verkauf abnickt. Genau das ist die

Kehrseite eines Marktes, in dem gute Unternehmen jahrelang unter Wert notieren. Irgendwann klingelt jemand an der Tür und nimmt sie einem zum Schnäppchenpreis aus dem Depot.

Nach viereinhalb Jahren hinter dem Markt muss ich mir aber natürlich eine Frage stellen: Mache ich hier strukturell etwas falsch? Meine Antwort lässt sich mit der Grafik oben beantworten: Einen strukturellen Fehler macht nicht, wer vernünftig wachsende Unternehmen zu schwachen Kursen geduldig hält. Den strukturellen Fehler macht, wer sie zu diesen Kursen hergibt – oder sie sich zu billig abkaufen lässt.

Die Unternehmen im Partners Fund

Von den 14 Unternehmen, in die der Fonds zum 30.06.2026 investiert ist, liste ich an dieser Stelle wie gewohnt die zehn größten Positionen in alphabetischer Reihenfolge auf:

- Associated British Foods
- DCC
- Intred
- Moltiply Group
- Roper Technologies
- CHAPTERS Group AG
- IMCD
- Midwich Group
- Naked Wines
- Tucows

Diese zehn Unternehmen entsprechen rund 85 % des Fondsvermögens. Das größte dieser Unternehmen hat eine Marktkapitalisierung von rund 40 Milliarden Euro, das kleinste von rund 50 Millionen Euro. Die meisten größeren Positionen (**CHAPTERS Group, DCC, Moltiply, Naked Wines, Tucows**) sind seit vielen Jahren ein fester Bestandteil des Fonds.

Die zentralen Anlagegrundsätze des Partners Fund haben sich nicht geändert und werden sich auch künftig nicht ändern. Ich halte bei der Empfehlung potenzieller Investments ausschließlich an folgenden Kriterien fest:

1. Ist das Geschäftsmodell des Unternehmens verständlich?
2. Hat das Unternehmen einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil?
3. Handelt das Management rational, integer und begreift es seine Aktionäre als Partner?
4. Ist der Preis, der für die Aktien des Unternehmens bezahlt wird, attraktiv?

Veränderungen in den Top 10

Der rote Faden in diesem Halbjahr war: „*Das Bessere ist der Feind des Guten*“.

Mit **IMCD** und **Roper Technologies** sind zwei Unternehmen neu ins Portfolio gekommen und direkt in die Top 10 aufgerückt. Beide verfolge ich seit vielen Jahren, doch ihre Bewertung war mir stets zu teuer.

Das änderte sich in diesem Halbjahr auf zwei sehr unterschiedliche Arten: Bei IMCD öffneten der Krieg im Iran und die damit verbundene allgemeine Verunsicherung im Chemie-Sektor ein Fenster für den Kauf. Bei Roper Technologies war es die pauschale Abstrafung von allem, was mit Software zu tun hat. In beiden Fällen brachte die Angst der anderen die Preise dorthin, wo ich mit großer Freude zugriff.

Solche Käufe bedeuten, sich bewusst in den vorherrschenden Schmerz hineinzulehnen: Wer inmitten fallender Kurse kauft, muss damit rechnen, dass die Kurse zunächst weiter fallen. Das gilt besonders in

Zeiten, in denen bestehende Kurstrends – „Momentum“, wie Fachleute sagen – so stark wirken wie selten zuvor. Dieses Risiko gehe ich dennoch bewusst ein: Unternehmen von dieser Qualität sind zu solchen Preisen nur selten zu bekommen.

Um Mittel für diese Käufe freizumachen, wurden die Aktien von **Ferguson** und **Fuchs SE** verkauft. Diese Entscheidung ist mir nicht leichtgefallen: Beide sind ausgezeichnete Unternehmen. Aber manchmal ist das Bessere der Feind des Guten – und die Gelegenheiten bei IMCD und Roper waren aus meiner Sicht die selteneren.

Virgin Wines ist durch einen gesunkenen Aktienkurs aus den Top 10 herausgefallen, bleibt aber unverändert Teil des Portfolios.

Roper Technologies

Da es sich bei Roper Technologies um eine neue und zugleich größere Position handelt, möchte ich das Unternehmen an dieser Stelle ausführlicher vorstellen. Roper ist eine US-amerikanische Dachgesellschaft (Holding), unter der heute rund 30 voneinander unabhängige Unternehmen angesiedelt sind.

Vor gut vierzig Jahren stellte Roper vor allem Industriepumpen her. Seitdem hatte das Unternehmen genau drei Vorstandsvorsitzende – und eine bemerkenswerte Geschichte. Derrick Key formte ab 1991 aus dem Pumpenhersteller eine Gruppe von Marktführern in Nischen und steigerte den Umsatz von 70 auf fast 600 Millionen US-Dollar. Brian Jellison verkaufte ab 2001 Schritt für Schritt die Geschäfte, die viel Kapital benötigten und stark von der Konjunktur abhingen. Er kaufte dafür vermehrt Softwareunternehmen, die kaum Kapital für den Betrieb benötigen. Der Börsenwert stieg in seiner Amtszeit von rund einer Milliarde auf ca. 30 Milliarden US-Dollar an. Neil Hunn, seit 2018 im Amt, hat diesen Wandel vollendet: Die meisten verbliebenen Industriegeschäfte wurden abgegeben, rund 20 Milliarden US-Dollar wurden in den Zukauf weiterer Softwarefirmen investiert.

Heute erzielt Roper fast 9 Milliarden US-Dollar Umsatz, davon rund 80 % mit Software. Kontinuität und Wandel schließen sich hier also nicht aus – Roper ist das seltene Beispiel eines Unternehmens, das beides über Jahrzehnte verbindet.

Das Geschäftsmodell ist einfach erklärt: Jede der rund 30 Tochtergesellschaften beherrscht eine spezielle Nische – zumeist mit Software, ohne die bei ihren Kunden das Geschäft stillstehen würde. Mit **Deltak** planen und verrechnen Beratungs- und Ingenieurfirmen ihre Projekte – die meisten davon Auftragnehmer der öffentlichen Hand, wo jede Stunde penibel nachgewiesen werden muss. Über **DAT**, den mit Abstand größten Frachtmarktplatz der USA, finden Spediteure Ladungen für ihre Lkw – und Verlader Lkw für ihre Ladungen. Mit **Strata** planen über 2.000 amerikanische Krankenhäuser ihre Budgets und behalten ihre Kosten im Griff.

All diese Lösungen kosten die Kunden wenig im Verhältnis zu ihrem Nutzen und sind tief in die täglichen Arbeitsabläufe verwoben. Ein Wechsel wäre teuer und riskant und brächte unterm Strich wenig Ersparnis – entsprechend treu sind die Kunden. Die Tochtergesellschaften führen ihre Geschäfte vollständig eigenständig; die kleine Zentrale in Florida konzentriert sich im Kern auf eine einzige Aufgabe: zu entscheiden, wohin das verdiente überschüssige Kapital reinvestiert wird.

Und genau darin liegt die eigentliche Stärke. Die Gewinne – zuletzt rund 2,5 Milliarden US-Dollar, also eine Gewinnspanne von fast 30 % – flossen historisch im Wesentlichen in den Kauf weiterer Nischen-Marktführer. Die Bilanz kann sich sehen lassen: Die Erträge wuchsen in den letzten zwanzig Jahren stetig um rund 12 % pro Jahr – ebenfalls durch Finanzkrise, Corona und Zinswende hindurch.

Wegen dieser hohen, stetigen und vor allem wachsenden Erträge und der ausgezeichneten Qualität der Einzelteile war Roper an der Börse regelmäßig hoch bewertet. Das 30-Fache des Jahresgewinns war in den vergangenen Jahren eher die Regel als die Ausnahme.

Warum kann der Partners Fund ein solches Unternehmen nun zu einem vernünftigen Preis kaufen? Die Antwort lautet: „*Künstliche Intelligenz*“.

Alles, was mit Software zu tun hat, wird an der Börse derzeit in einen Topf geworfen und reihenweise zum Verlierer erklärt. Die Kurse vieler Softwareaktien sind im Gleichschritt gefallen – ganz gleich, wie sich die Geschäfte tatsächlich entwickeln. Roper hat binnen eines Jahres fast die Hälfte seines Börsenwerts verloren und steht auf einem Kursniveau von 2018. Die Geschäftszahlen erzählen eine andere Geschichte: Seit 2018 haben sich die Gewinne fast verdoppelt. Im ersten Quartal 2026 wuchsen Umsatz und Gewinn stabil um 11 %, die Prognose für das Gesamtjahr wurde angehoben.

Abweichend von der aktuellen Stimmung am Markt halte ich Roper darüber hinaus sogar für einen Gewinner dieser neuen Technologie – warum ich dies für Software-Geschäftsmodelle grundsätzlich so sehe, beschreibe ich im nächsten Abschnitt. Speziell bei Roper kommt hinzu: Die Töchter sind groß genug, um ausreichend in KI investieren zu können – und zugleich klein genug, um die Technologie flexibel zu begrüßen. Bei 30 Unternehmen lässt sich der Überblick behalten, und was eine Tochter lernt, können die anderen übernehmen. Bei allen Tochtergesellschaften lässt sich nachvollziehen, dass KI schon jetzt aktiv und zügig in die Produkte eingebaut wird.

Zwei Beispiele: DAT hat die Vermittlung einer Fracht, die früher zahlreiche Telefonanrufe erforderte, vollständig automatisiert – möglich macht dies ein Datenschatz, der um ein Vielfaches größer ist als der des nächsten Wettbewerbers. Und Strata, die Finanzplanungssoftware für amerikanische Krankenhäuser, sagt seit diesem Frühjahr auf Basis der täglich einlaufenden Falldaten das Jahresergebnis einer Klinik laufend voraus – eine Arbeit, für die Controller bislang Tage oder Wochen brauchten.

Die stark gefallen Bewertungen für Softwareunternehmen haben noch eine zweite, positive Seite: Sie machen Roper das Einkaufen weiterer Unternehmen leichter. In den vergangenen Jahren waren die Preise für gute Softwareunternehmen stark in die Höhe getrieben worden; hier ist die Stimmung nun spürbar abgekühlt. Für einen regelmäßigen Käufer mit voller Kasse und jahrzehntelanger Übung bedeutet das: eine größere Auswahl an möglichen Zielen zu deutlich besseren Preisen – und damit künftig höhere Renditen auf jeden investierten Dollar. Und sollte kein Zukauf attraktiv genug sein, gibt es neuerdings eine naheliegende Alternative: die eigene Aktie.

Erstmals seit über zwanzig Jahren hat Roper einen nennenswerten Teil seines Kapitals in den Rückkauf eigener Aktien gesteckt – über zwei Milliarden US-Dollar in den letzten zwölf Monaten, zu historisch niedrigen Bewertungen. Dass das Management nun die eigene Aktie für die attraktivste Investition hält, spricht Bände über die Bewertung.

Bei Kursen um 330 US-Dollar pro Aktie wurde Roper mit etwa dem 14-Fachen des erwarteten Jahresgewinns gehandelt – so niedrig wie zuvor nur 2002 und 2009 in Zeiten größter Unsicherheit. Rechnet man ein moderates Wachstum aus eigener Kraft und vernünftig reinvestierte Gewinne hinzu, ergibt sich ein erwartetes Gewinnwachstum im deutlich zweistelligen Prozentbereich.

Bleibt die Entwicklung des Geschäfts so stabil, wie ich sie einschätze, dann halte ich es für fast ausgeschlossen, dass man auf diesem Kursniveau als Aktionär dauerhaft kein Geld verdient.

Zusammen mit der **CHAPTERS Group** besitzen wir somit nun zwei Unternehmen, die ihrerseits viele verschiedene Software-Unternehmen akquirieren und besitzen. Alles in allem ein breit gestreutes Portfolio von fast hundert Tochtergesellschaften. Das Risiko eines einzelnen Produkts oder einer einzelnen Nische fällt damit kaum noch ins Gewicht.

Was bleibt, ist die grundsätzliche Frage, was Künstliche Intelligenz mit Software-Geschäftsmodellen insgesamt macht – für unsere Unternehmen Risiko und Chance zugleich. Auf ein gutes Ende zu hoffen, wäre mir zu wenig: In diese Frage fließt bei beiden Unternehmen wie auch bei mir persönlich viel Arbeit, und wir sind nah genug am Geschäft, um die Entwicklung begleiten zu können.

Künstliche Intelligenz: Claude, ChatGPT und Co.

Ich erinnere mich noch gut daran, wie ich 1995 zum ersten Mal mit einem Browser das Internet nutzte. Das Erlebnis war spektakulär wie gleichzeitig bescheiden: Webseiten bauten sich quälend langsam auf, der Telefonanschluss war dauerbelegt – sehr zur Freude der übrigen Familienmitglieder –, und echte Anwendungen gab es zunächst kaum. Trotzdem war es offensichtlich: Hier tat sich eine große unbekannte Welt auf, etwas fundamental Neues hatte das Licht der Welt erblickt.

Genau dieses Gefühl hatte ich wieder, als ich Ende 2022 zum ersten Mal **ChatGPT** nutzte – und noch einmal deutlich stärker, seit ich vor rund sechs Monaten begonnen habe, intensiv mit **Claude** zu arbeiten. Angefangen habe ich, wie wohl die meisten, mit einer Google-ähnlichen Suche. Inzwischen programmiere ich selbst – „Vibe Coding“, wie es inzwischen heißt –, erstelle interne Datenbanken und habe autonome Lösungen entwickelt, die regelmäßig und selbstständig Recherchearbeit für mich erledigen – Dinge, die vor einem Jahr für mich schlicht undenkbar waren.

Ich empfinde es als eindrucksvoll, was mittlerweile möglich ist: Wer täglich mit diesen Systemen arbeitet, entwickelt ein klares Gespür dafür, was heute schon geht und was eben noch nicht – und lernt nebenbei, was es kostet: Abgerechnet wird nach Verbrauch und Nutzung, in sogenannten „Token“. Meine Kreditkarte kann bestätigen, dass hinter dieser Technologie ein sehr reales Geschäftsmodell steht.

Nach den eigenen Erfahrungen mit Internet und Mobiltelefon und aus dem Studium der Wirtschaft und Geschichte allgemein ist mir vor allem eines bewusst: Dieses Thema steht noch am Anfang. Wo wir in fünf oder fünfzehn Jahren stehen werden, weiß ich nicht – und ich behaupte: Niemand weiß es genau. Absehbar ist für mich, dass immer komplexere Aufgaben künftig selbstständig von Maschinen und zu minimalen Kosten erledigt werden können.

Für unsere Investments ist das jedoch gar nicht die entscheidende Frage. Entscheidend ist vor allem, wie ernst Unternehmen in unserem Portfolio dieses Thema nehmen und heute anfangen sich darauf einzustellen. 1995 musste niemand vorhersehen, dass wir das Internet einmal alle in der Hosentasche

tragen würden. Wer es damals aber als Spielerei abtat, hatte schon kurze Zeit später ein ernsthaftes Problem. Natürlich: Einzelne Verlierer wie die Schreibmaschine oder die Farbfilmkamera waren früh zu erkennen. Wer dauerhaft gewinnen würde, war dagegen selbst zehn Jahre nach meinem ersten Internet-Erlebnis, im Jahr 2005, noch nicht vollständig klar.

Kaum ein Thema hat mich dabei in den vergangenen zwölf Monaten so beschäftigt wie die Frage, was Künstliche Intelligenz für die Unternehmen in unserem Portfolio bedeutet. An der Börse ist das Urteil bereits gefällt: Was beispielsweise Software im Geschäftsmodell hat, wurde pauschal abgestraft. Ich halte dieses Pauschalurteil für falsch – aus einem einfachen Grund.

Der Wert von Software lag noch nie alleine „*im Code, der geschrieben wurde*“. Kunden haben nie für eine Anzahl an Programmzeilen bezahlt, sondern dafür, dass jemand ihre spezifischen Probleme löst und ihnen damit Wert liefert. Wenn KI das Schreiben von Programmcode nun dramatisch beschleunigt und vergünstigt, wird das Problem des Kunden dadurch nicht wertlos – es wird nur vor allem schneller lösbar. Wir treten in eine Zeit ein, in der Probleme in Wochen statt in Jahren gelöst werden können. Das ist zunächst eine gute Nachricht für alle, die das Lösen von Problemen für Kunden ernst nehmen. Und es ist eine sehr schlechte Nachricht für Unternehmen, die ihre Kunden mit mittelmäßigen Lösungen als Geiseln betrachten.

Natürlich ist KI kein Allheilmittel, und nicht jedes Softwareunternehmen wird gewinnen. Sicher ist aber, dass wir in zehn Jahren sehr viel mehr Software benutzen werden als heute. Meine Schlussfolgerung lautet: Es kommt wie immer auf den Einzelfall an. Es wird Gewinner und Verlierer geben. Etwas mehr Zeit in dieser Umwälzung haben wahrscheinlich Systeme, die tief in den Arbeitsabläufen der Kunden verankert sind; deren Daten die Grundlage bilden, in dem die Wahrheit des Unternehmens verankert ist: das sogenannte „*System of Record*“. Solche Systeme ersetzt niemand leichtfertig, nur weil Programmieren billiger geworden ist. Gewinnen wird aber sicherlich, wer den Nutzen für den Kunden im Blick behält und KI wirksam zum Wohle derselben einsetzt. Genau daran messe ich unsere Unternehmen.

Spannend wird, wie sich dieses ganze Thema auf den Rest der Wirtschaft auswirkt. Besonders gebannt schaue ich dabei, was die großen Technologiekonzerne – **Microsoft, Google, Amazon, Meta**, die sogenannten „Hyperscaler“ – derzeit tun. Viele hundert Milliarden Dollar fließen jedes Quartal (!) in Rechenzentren und Computerchips. Und vor allem die Chip-Hersteller und ihre Zulieferer erzielen dabei aktuell Gewinnspannen, wie man sie sonst nur aus illegalen Geschäften vermutet – ein untrügliches Zeichen dafür, dass eine gigantische Nachfrage auf ein äußerst knappes Angebot trifft.

Allein **NVIDIA** verkaufte im ersten Quartal 2026 Computerchips für über 80 Milliarden US-Dollar – und verdiente daran operativ 53 Milliarden, eine Gewinnmarge von 65 %. Mehr als die Hälfte dieses Umsatzes entfiel auf nur drei Kunden. Historisch verlief das Geschäft dieser Industrie regelmäßig in scharfen Wellen von Auf und Ab. Derzeit werden die Unternehmen an der Börse aber so bewertet, als wären heutige Umsätze und Margen ein Dauerzustand. Selbst drittklassige Firmen dieser Branche haben sich in den letzten Monaten im Kurs vervielfacht, ohne dass ihre Erträge entsprechend gesprungen wären.

Diese Investitionswelle wächst sich dabei zu einem der größten Booms der Wirtschaftsgeschichte aus. Sichtbar wird das an einer Zahl, die an der Börse als gesichertes Wachstum gefeiert wird: dem vertraglich zugesagten Auftragsbestand („Remaining Performance Obligation“) der großen Cloud-

Anbieter. Dieser Bestand ist auf über zwei Billionen US-Dollar für die größten vier Unternehmen angewachsen – dies entspricht rund 15.000 US-Dollar je US-Haushalt.

Diese Verpflichtungen kann man aber nicht nur als sicher geglaubten Umsatz betrachten, sondern auch als ein konzentriertes Risiko: Er entfällt auf eine kleine Handvoll KI-Firmen, die diese Unsummen investieren müssen und ihre Rechnungen bislang vor allem mit frischem Investorengeld bezahlen. Eine Kreislaufwirtschaft, die bisher wunderbar funktioniert. Doch ein versprochener Umsatz ist nur so viel wert wie der Kunde, der ihn am Ende bezahlen muss.

Dabei ist es für die Großen völlig rational, in diesem Boom ganz vorne mitzuspielen – frei nach dem berühmten Zitat des Citibank-Chefs kurz vor der Finanzkrise 2007: *„Solange die Musik spielt, muss man tanzen.“* Sie sind die Einzigen, die diese enormen Investitionen tragen können. Funktioniert die Technologie nicht wie erhofft oder finden sich mittelfristig zu wenige zahlende Endkunden, haben sie *„nur etwas Geld“* verbrannt, nicht ihre Wettbewerbsposition – ärgerlich, aber verkraftbar. Ist die Technologie aber tatsächlich weltverändernd, können sie es sich schlicht nicht leisten, nicht dabei zu sein – zumal alle Wettbewerber tanzen. Für die zweite und dritte Reihe gilt diese Gleichung nicht: Dort wird sich zeigen, wer keinen Stuhl mehr hat, wenn die Musik aufhört zu spielen.

Unklar ist für mir bisher, ob die für Hunderte Milliarden US-Dollar entwickelten Spitzenmodelle – die sogenannten „Frontier-Modelle“ – ihren Vorsprung dauerhaft halten oder vergleichsweise schnell und günstig kopiert werden können. Die einhellige Meinung, abgeleitet aus den Internet- und Software-Geschäftsmodellen, lautet: Am Ende bekommt der Gewinner den gesamten Kuchen (*„the winner takes it all“*) – begründet mit Netzwerk- und Größenvorteilen. Ich habe dazu keine abschließende Meinung. Sollte es aber anders kommen, als heute alle glauben, wird es bemerkenswerte Nebenwirkungen geben, wenn die Musik einmal aufgehört hat zu spielen.

An der Börse existieren derzeit zwei Welten nebeneinander. In der einen herrscht ausgelassene Party-Stimmung: Es fließen unbegrenzte Mittel in Chips und Rechenzentren, und Kurse vervielfachen sich, bisher ohne entsprechende Gewinne. In der anderen – unserer – wachsen die Gewinne solider Unternehmen über die Zeit, während ihre Kurse fallen, weil sie im vermeintlich falschen Sektor stehen.

Ich weiß nicht, wann sich diese Schere schließt. Ich weiß aber, in welcher der beiden Welten ich investiert sein möchte: dort, wo man für jeden Euro Kaufpreis mehr Gewinn und mehr Substanz bekommt als je zuvor seit Auflage des Fonds. Geduld ist an der Börse selten bequem. Aber sie ist – das hat mich das vergangene Jahrzehnt gelehrt – eine der letzten verlässlichen Renditequellen, die einem langfristigen Anleger geblieben sind.

Vielen Dank für Ihr Vertrauen.

Herzliche Grüße aus Bonn, Ihr

Mathias Saggau

Disclaimer:

Dies ist eine Marketing-Anzeige: Bitte lesen Sie den Prospekt des AIF das Informationsdokument des AIF und das KIID/KID, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Die MSA Capital GmbH ist im Rahmen der Anlageberatung gem. § 2 Abs. 2 Nr. 4 WpIG ausschließlich auf Rechnung und unter der Haftung der **NFS Netfonds Financial Service GmbH**, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg tätig. Die NFS ist ein Wertpapierinstitut gem. § 2 Abs. 1 WpIG und verfügt über die erforderlichen Erlaubnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **Die MSA Capital GmbH ist im Partners Fund in den Klassen I und R investiert.**