

Intrinsic Fund (ISIN DE000A2N68Z3)
Jahresbericht 2024 des Subadvisors CL Capital GmbH

Liebe Mitinvestoren,

die Performance des Intrinsic Fonds betrug im Jahr 2024 nach allen Gebühren +18,5%. Damit lag der NAV zum 30.12.2024 bei 192,9€. Der DAX erzielte im Jahr 2024 eine Rendite von +18,9%. Seit Auflage des Intrinsic Fonds am 29.03.2019 erzielte der Fonds eine annualisierte Performance nach allen Gebühren von +12,1%. Der DAX legte im selben Zeitraum um durchschnittlich +10,0% pro Jahr zu.

Der Jahresbericht 2024 des Intrinsic Fonds gibt zunächst einen Überblick zur Portfoliostruktur und der Performance. Anschließend erläutere ich, warum der Verzicht auf kurzfristige Selbstoptimierung langfristig häufig zu besseren Resultaten führt. Mehrere Unternehmen im Portfolio des Intrinsic Fonds verfolgen diese Strategie, indem sie Preise niedrig halten und die Kundenzufriedenheit optimieren. Damit bauen sie nachhaltige Wettbewerbsvorteile auf und stellen langfristiges Wachstum sicher. Kunden des britischen Zahlungsdienstleisters Wise sparten im Jahr 2024 1,8 Milliarden Pfund an Bankgebühren. Das Unternehmen gibt eigene Effizienzgewinne kontinuierlich in Form sinkender Preise an seine Kunden weiter. Ich glaube, dass das Unternehmen noch viele Jahre lang Marktanteile von Banken gewinnen wird und habe im Herbst 2024 den Kauf von Anteilen empfohlen.

Portfoliostruktur und Performanceüberblick zum 30.12.2024

Portfoliostruktur

NAV zum 30.12.2024	192,9€
Zahl der Investments	12
Gewichtung größtes Investment	15,0%
Gewichtung fünf größte Investments	60,9%
Gewichtung Kasse	0,0%

Alphabetische Auflistung der fünf größten Einzelpositionen des Intrinsic Fonds

(im Halbjahresbericht 2024 finden Sie eine Übersicht der Investmentthesen zu den fünf Unternehmen)

Fomento Económico Mexicano (FEMSA)

Hostelworld

MercadoLibre

Spotify

VEF

Performanceüberblick

Zeitraum	Intrinsic (1)	Dax (2)	Delta ¹ (1)-(2)
2019 (9 Monate)	9,2%	15,0%	-5,8%
2020	25,2%	3,6%	21,7%
2021	24,5%	15,8%	8,7%
2022	-35,0%	-12,4%	-22,6%
2023	47,1%	20,3%	26,8%
2024	18,5%	18,9%	-0,4%
Seit Auflage	92,9%	72,7%	20,2%
Seit Auflage p.a.	12,1%	10,0%	

Die fünf größten Portfoliositionen sind seit Mitte 2022 unverändert. Im August 2024 ebnete FEMSA durch die Akquisition von Delek für 385 Millionen US-Dollar den Weg für die Expansion seiner OXXO Convenience Geschäfte in den amerikanischen Markt. Nach Brasilien erschließt sich damit ein zweiter vielversprechender Markt, der die Eröffnung weiterer OXXOs über Jahrzehnte hinweg beflügeln könnte. MercadoLibre und Nubank reinvestieren derzeit einen erheblichen Teil ihrer Gewinne in neue Produkte, um weitere Marktanteile zu gewinnen. Die Beteiligungen von VEF wie Creditas, Konfio oder Juspay beschleunigten 2024 ihr Umsatzwachstum bei gleichzeitig steigenden Gewinnen. Ungeachtet dieser erfreulichen operativen Fortschritte entwickelten sich lateinamerikanische Aktien im vergangenen Jahr rückläufig. Im Gegensatz zum MSCI World, der 2024 erneut von steigenden Bewertungen amerikanischer Unternehmen profitierte, verzeichneten sowohl der brasilianische Leitindex IBOVESPA mit -11% als auch der mexikanische IPC Index mit -14% im globalen Vergleich einen deutlichen Rückgang. Infolgedessen sind die Bewertungen der genannten Unternehmen zum Jahresende noch attraktiver geworden, was mich optimistisch auf die zu erwartende Entwicklung in den kommenden Jahren blicken lässt.

Im Herbst verbrachte ich fünf Wochen in Mexiko-Stadt, um die Investmentthesen der zuvor genannten Unternehmen zu validieren. In diesem Zeitraum besuchte ich zahlreiche börsennotierte Unternehmen - darunter die Investments FEMSA, MercadoLibre und VEF - und führte Gespräche mit deren Wettbewerbern sowie der mexikanischen Bankenaufsicht. Zudem traf ich die Gründer von nicht-börsennotierten Finanztechnologieunternehmen wie Clip, Klar, Plata oder Uala. Während der sehr empfehlenswerten Mexican Tech Week hatte ich eine Woche lang die Gelegenheit, Unternehmer und Investoren bei diversen Präsentationen und Networking Events kennenzulernen. Unsere Investments vereint, dass sie als Herausforderer etablierter Großbanken den Fokus auf die Kundenzufriedenheit legen. MercadoLibre, Nubank und die Beteiligungen von VEF besitzen durch ihre technologischen Vorteile eine kosteneffizientere Struktur als Großbanken und geben Effizienzgewinne in Form von günstigen Preisen an ihre Kunden weiter.

¹ Rundungsdifferenzen sind möglich.

Auf eine kurzfristige Gewinnmaximierung wird verzichtet, um weiter in Produktentwicklungen und Kundenzufriedenheit zu investieren, langfristiges Gewinnwachstum zu sichern und somit ein besseres Ergebnis für alle Stakeholder zu schaffen. Die Logik dieses Prinzips wurde mir bereits während meines Studiums in einer Vorlesung zur Spieltheorie bewusst.

Der Verzicht auf kurzfristige Selbstoptimierung führt langfristig meistens zu positiveren Ergebnissen

Ich bin in einem Umfeld aufgewachsen, in dem sich Personen meistens nicht kurzfristig selbst optimierten. Sie erkannten, dass dieses Verhalten langfristig zu stabileren Beziehungen und besseren Ergebnissen für alle Beteiligten führt. Diese Intuition bestätigte sich während meines Studiums auch wissenschaftlich. Die Spieltheorie untersucht Verhaltensweisen häufig durch sogenannte Ultimatum-Spiele² und deren Variationen. Im Ultimatum-Spiel bestimmt eine Person (Anbieter) die Aufteilung eines Geldbetrages zwischen sich und einer zweiten Person (Empfänger). Die zweite Person kann das Angebot annehmen oder ablehnen – im letzteren Fall gehen beide leer aus. Rein rational betrachtet müsste der Empfänger jeden Betrag größer Null akzeptieren. In der Praxis hingegen werden zu niedrige Beträge abgelehnt, da sie als unfair empfunden werden – typischerweise, wenn weniger als 20-30% angeboten werden.³ Wer sich also zu stark selbst optimiert, riskiert am Ende, mit leeren Händen dazustehen.

Eine Variation dieses Spiels ist das Trust-Spiel. Hier wird der vom Anbieter zugeteilte Betrag verdreifacht und der Empfänger entscheidet anschließend, wie viel er zurückgibt. Rational handelnd müsste der Empfänger das gesamte Geld für sich behalten, was den Anbieter dazu veranlassen würde, gar nichts abzugeben. In der Praxis zeigt sich jedoch ein anderes Muster: Der Anbieter reicht meist 40-60% weiter und der Empfänger gibt von dem verdreifachten Betrag seinerseits 40-50% zurück. Wird das Spiel mehrfach gespielt, profitieren also beide Spieler davon, kurzfristig auf Gewinn zu verzichten. Dieses Prinzip spiegelt sich in der operativen Strategie der neuen Portfolioposition Wise wider: Das Unternehmen verzichtet bewusst auf kurzfristige Gewinnmaximierung und akquiriert aufgrund niedriger Gebühren stetig neue Kunden. Das daraus resultierende Wachstum führt zu operativen Effizienzen, die in Form von Preissenkungen an die Nutzer weitergegeben werden. So konnte Wise im Jahr 2024 – bei einem Umsatz von 1,2 Milliarden und einem Gewinn von 350 Millionen britischen Pfund (GBP) - seinen Kunden Gebühren in Höhe von 1,8 Milliarden GBP sparen.

Wise revolutioniert grenzüberschreitende Geldüberweisungen

Im Jahr 2008 überweist der Este Kristo Käärman 10.000 Pfund von Großbritannien nach Estland, um seinen dortigen Immobilienkredit zu tilgen. Einige Tage später traut er seinen Augen nicht: Irgendwo auf dem Weg scheinen 500 Pfund verloren gegangen zu sein. Nachdem ihm seine Bank keine zufriedenstellende Antwort liefert, recherchiert er selbst und findet heraus, dass sein Geld kurzerhand einen neuen Eigentümer gefunden hat - seine Bank. Neben einer Transaktionsgebühr erhebt sie einen versteckten Aufschlag von etwa 5% auf den tatsächlichen Wechselkurs, wodurch zusätzliche Kosten von 500 Pfund entstanden. Kurze Zeit später trifft Kristo den Esten Taavet Hinrikus auf einer Londoner Party. Taavet lebt ebenfalls in London, erhält sein Gehalt aber in Euro

² Die Ausgangsstudie „An experimental analysis of ultimatum bargaining“ stammt aus 1982 von Güth, Schmittberger & Schwarze.

³ Die Beträge sind je nach Experimentdesign, kulturellem Kontext oder Höhe des absoluten Betrages etwas unterschiedlich.

und muss es zu ebenso hohen Gebühren in britische Pfund umtauschen. Kurzerhand vereinbaren die beiden einen Deal: Kristo überweist seine überschüssigen Pfund in London an Taavet und dieser gleicht den Betrag in Estland mit einer Euro Überweisung auf Kristos Konto aus. So können sie ihre Liquidität in eine andere Währung transferieren, ohne dass Geld dabei tatsächlich Währungsgrenzen überschreitet und sparen jeweils die hohen Wechselkurskosten ihrer Banken. Hierin liegt bis heute der Kern des Geschäftsmodells von Wise.

In den folgenden Monaten schließen sich immer mehr Freunde dem Wechselsystem an. Aufgrund der steigenden Nachfrage bauen Kristo, der Mathe und Computerwissenschaften studierte, und Taavet, der erster Mitarbeiter bei Skype war, ein Testprodukt für Transaktionen im GBP/EUR Währungskorridor. Zum Start im Jahr 2011 schreibt ein befreundeter TechCrunch Reporter einen Artikel über ihren Dienst⁴ und Minuten nach der Veröffentlichung überweist ein erster Kunde 2.000 GBP, um sie sich in Euro auszahlen zu lassen (damals noch unter dem Namen „Transferwise“, aus dem im Jahr 2021 „Wise“ wurde). Vierzehn Jahre später zählt Wise jährlich 15 Millionen Kunden mit Einlagen von über 16 Milliarden Pfund und einem Transaktionsvolumen von 140 Milliarden GBP pro Jahr. Damit ist Wise nach JPMorgan und Citibank wahrscheinlich der drittgrößte Zahlungsdienstleister für grenzüberschreitende Geldüberweisungen weltweit. Der Erfolg von Wise basiert auf der Umgehung des veralteten Korrespondenzbankensystem, das langsam, teuer und intransparent ist.

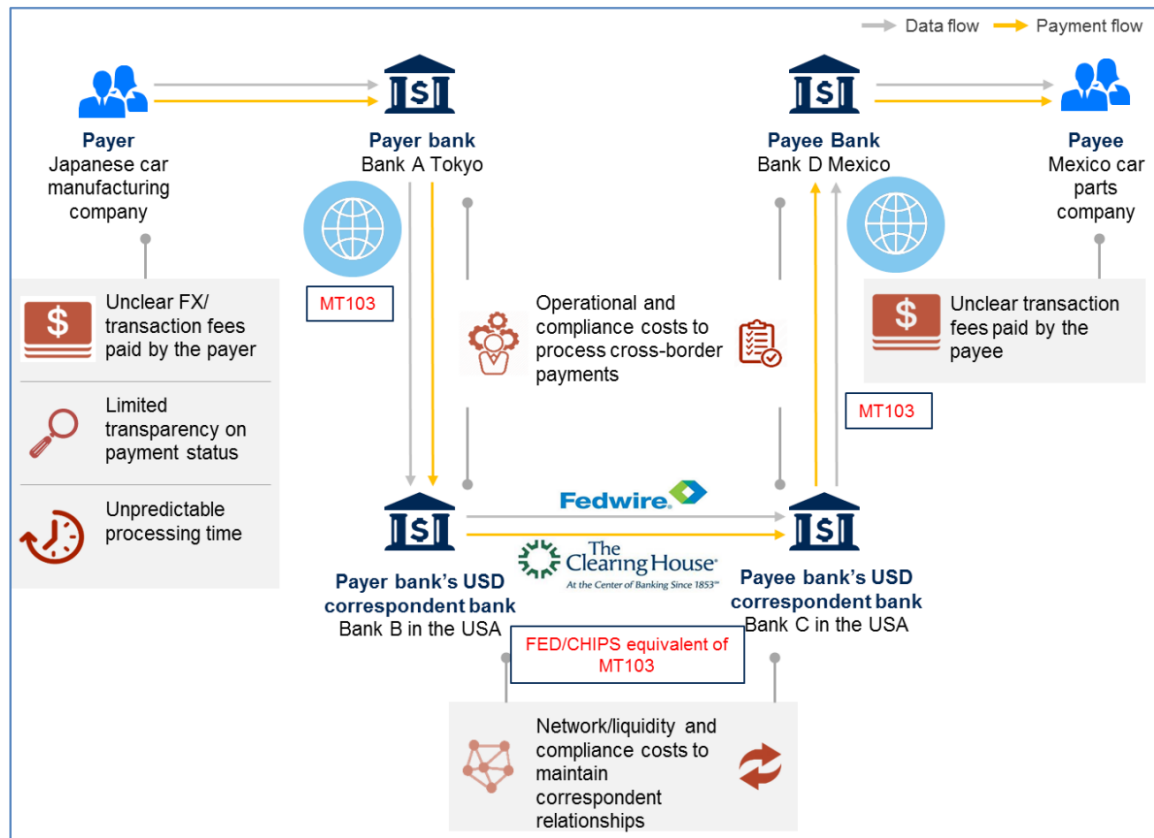
Das Korrespondenzbankensystem: Eine Infrastruktur aus dem Mittelalter

Im Mittelalter wurden Zahlungen in Gold und Silber physisch transportiert – ein aufwendiges und riskantes Verfahren, das mit dem wachsenden internationalen Handel zunehmend unpraktikabel wurde. Bereits im 14. Jahrhundert begannen Banken deshalb, sich gegenseitig über Landesgrenzen hinweg Konten zu eröffnen (sogenannte „Nostro“ - mein Konto bei dir - und „Vostro“ - dein Konto bei mir - Konten). Diese Strukturen ermöglichten es Kunden, internationale Zahlungen über ihre Banken abzuwickeln, ohne dass Geld dabei physisch Landesgrenzen überqueren musste. Dies markierte den Beginn des Korrespondenzbankensystems, dem heute rund 10.000 Banken angehören. Um Zahlungsnachrichten weltweit zu standardisieren, wurde 1973 das Swift Netzwerk (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) gegründet, dessen Standards bis heute für internationale Banküberweisungen maßgeblich sind.

Die folgende Grafik⁵ zeigt die oft komplexe Abwicklung einer grenzüberschreitenden Zahlung: Ein japanisches Unternehmen möchte Geld an einen mexikanischen Zulieferer überweisen. Da die japanische Bank des Unternehmens keine direkte Verbindung zu einer mexikanischen Bank hat, wird die Zahlung zunächst an eine amerikanische Partnerbank geleitet. Auch diese Partnerbank hat keinen Kontakt mit der Hausbank des mexikanischen Zulieferers. Allerdings steht die amerikanische Bank mit einer anderen amerikanischen Bank in Verbindung, die wiederum eine Geschäftsbeziehung mit der Hausbank des Zulieferers führt. Insgesamt sind also vier Banken involviert, wodurch die Transaktion Zeit kostet und Gebühren auf jeder Stufe anfallen. Das Resultat: Internationale Überweisungen kosten normalerweise zwischen 3-6% des überwiesenen Geldbetrages, dauern oft mehrere Tage und sind in ihrer Nachverfolgbarkeit intransparent.

⁴ <https://techcrunch.com/2011/01/24/transferwise-wants-to-be-the-skype-of-currency-exchange/>.

⁵ Aus dem Swift Working Paper „The Future of Correspondent Banking Cross Border Payments“ - https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3261168.



Insbesondere Menschen mit geringen finanziellen Mitteln und kleinere Unternehmen leiden unter der Ineffizienz des Korrespondenzbankensystems. Auch Regulatoren kritisieren das bestehende System, da Anti-Geldwäsche und „Know your Customer“ (KYC) Vorgaben durch die Intransparenz und die Vielzahl involvierter Parteien schwer umsetzbar sind. Immer mehr Banken ziehen sich daher aus dem System zurück, was die Ineffizienz weiter verstärkt. Wise bietet eine kostengünstige, schnelle und transparente Alternative zum Korrespondenzbankensystem. Während Banken Gebühren von 3-6% erheben, kostet eine Überweisung bei Wise im Schnitt nur 0,6%. 65% der Transaktionen erreichen sofort und 95% innerhalb von 24 Stunden den Empfänger und Wise zeigt seinen Nutzern transparent die Gebühren an. Das spiegelt sich im Net Promoter Score (NPS) von 65 wider – ein für die Branche außergewöhnlich hoher Wert. Die zugrundeliegende Infrastruktur basiert auf dem eingangs beschriebenen Mechanismus, den Kristo und Taavet einst entwickelten.

Wise hält auf lokalen Konten bei Partnerbanken in 160 Ländern laufend 200 bis 300 Millionen Pfund vor und bündelt die Nachfrage seiner Nutzer. Durch das Netzwerk von 15 Millionen jährlichen Kunden kann Wise Geldsendungen zusammenführen, ohne dass Geld die Landesgrenzen überschreitet. Kosten entstehen erstens durch Liquiditätsbedarf, der über die bestehenden lokalen Reserven hinausgeht. Dazu prognostiziert Wise die benötigte Liquidität und transferiert entsprechend Geld in die jeweiligen Währungen. Um die Kosten für diese Überweisungen zu senken, integriert sich Wise zunehmend in lokale Zentralbanksysteme und reduziert so die Abhängigkeit von Partnerbanken. Zweitens entstehen Kosten durch die Absicherung von Währungsrisiken. Zusammen lagen diese beiden Kostenfaktoren zuletzt bei lediglich 0,2% des Zahlungsvolumens, weit niedriger als die Kosten des Korrespondenzbankensystems. Mit seiner Kombination aus Direktintegrationen in Zentralbanksysteme, lokalen Bankkonten und einem globalen Kundennetz hat Wise eine bislang einzigartige Infrastruktur geschaffen. Dennoch hält das

Unternehmen aktuell am Markt für internationale Überweisungen erst einen Anteil im einstelligen Prozentbereich.

Der globale Markt für internationale Transaktionen umfasst heute gut 190 Billionen US-Dollar. Davon entfallen etwa 150 Billionen US-Dollar auf Interbankenzahlungen – ein niedrig-margiger Bereich, den Wise voraussichtlich in nächster Zeit nicht adressieren wird. Die verbleibenden 40 Billionen US-Dollar entfallen zu circa 80% auf große Unternehmen, die bei ihren Banken meist günstige Konditionen erhalten. Der relevante Markt für Wise liegt in den grenzüberschreitenden Überweisungen von Konsumenten sowie kleineren Unternehmen, die oft hohe Bankgebühren zahlen. Im Konsumentenbereich schätze ich den adressierbaren Markt auf 1,5 Billionen US-Dollar, wovon die Hälfte auf Geldsendungen von Personen, die außerhalb ihres Heimatlandes leben, entfällt. Die andere Hälfte unterteilt sich in eine Vielzahl von Anwendungsfällen, darunter das Bezahlen von Gütern oder Dienstleistungen auf Reisen, Online-Einkäufe in Fremdwährungen, internationale Studiengebühren oder das Investieren von Geld auf ausländischen Konten. In diesem Bereich hält Wise momentan einen Marktanteil von etwa 8%.

Kleine Unternehmen überweisen jährlich rund 10 Billionen US-Dollar international. Davon besteht ein großer Teil aus Käufen von Waren von ausländischen Zulieferern. Ausländische Dienstleistungen wie das Beauftragen von Freelancern für IT-Services schätze ich auf etwa 20% des Marktes. Während Wise seinen adressierbaren Markt kontinuierlich erweitert, halte ich vor allem diese 20% des Marktes für relevant. Wise besitzt in diesem Segment erst einen Marktanteil von 2%. Zusammengefasst würde das einen adressierbaren Markt von 3-4 Billionen US-Dollar bedeuten. Meine Rechnung passt zu einer Präsentation von Kristo in 2012⁶, in der er den adressierbaren Markt auf 3 Billionen Euro schätzt. Sicherlich hat sich seitdem das Marktpotenzial durch das gewachsene Produktangebot von Wise vergrößert, weshalb Wise den adressierbaren Markt heute auf etwa 10 Billionen US-Dollar beziffert. Selbst unter meiner konservativeren Annahme bestehen für Wise gute Chancen, noch lange Marktanteile zu gewinnen. Ein zentraler Erfolgsfaktor dafür ist die konsistente Unternehmenskultur, die Wise seit seiner Gründung aufgebaut hat.

Die Unternehmenskultur von Wise als Gegenentwurf zu den Werten vieler Großbanken

Kristo und Taavet waren so enttäuscht von dem Verhalten ihrer Banken, dass sie bewusst eine gegensätzliche Unternehmenskultur aufbauten. Während Großbanken oft versuchen, den kurzfristigen Gewinn pro Kunde mittels hoher Gebühren zu maximieren, setzt Wise auf das Gegenteil: Langfristige Kundenzufriedenheit durch eine (1) kostengünstige, (2) schnelle und (3) transparente Dienstleistung. Jede Unternehmensentscheidung zielt darauf ab, Preise für die Kunden zu senken. Schon im Jahr 2013 verglich Kristo die eingesparten Gebühren mit der Anzahl an Porsche-Sportwagen, die sich Banker dadurch nicht leisten können. 2015, als Wise erstmals eine Bewertung von über einer Milliarde US-Dollar erreichte, wurde er bei CNBC nach der Bedeutung dieser Schwelle gefragt. Seine Antwort: *“There is a different number that we hold very high and that we are really proud of: We are proud of saving 200 million US-Dollars in bank fees to our customers.”*⁷ Kristo, der heute 18% der Anteile und 49% der Stimmrechte hält, bekommt im Einklang mit dieser Philosophie lediglich ein Gehalt von 200.000 Pfund und verzichtet auf jegliche Boni und Aktienzuteilungen.

⁶ Marktannahme ab 0:20: <https://www.youtube.com/watch?v=FakuvHs44ew>.

⁷ Ab Minute 01:05: https://www.youtube.com/watch?v=l_zsFNxRBLk.

Ein weiterer Kern der Wise Unternehmenskultur liegt in der dezentralen Organisationsstruktur der über 5500 Mitarbeiter, die eine hohe Entwicklungsgeschwindigkeit ermöglicht. Wise besteht aus funktionsübergreifenden Teams, die innerhalb ihrer Aufgabenfelder autonom agieren. Quartalsweise werden Ziele mit dem Top Management abgestimmt, danach verfügen die Teams über alle Ressourcen und Entscheidungsbefugnisse, um beispielsweise über neue Produkte oder Markteintritte zu entscheiden. Auch im dritten Aspekt hebt sich Wise von seinen Wettbewerbern ab: Während Banken häufig Gebühren im Kleingedruckten verstecken, zeigt Wise seinen Kunden die Transaktionsgebühren transparent an und erhebt keinen Aufschlag auf den offiziellen Wechselkurs. Für eine Marketingaktion demonstrierten 2016 Wise Mitarbeiter in London nahezu nackt gegen versteckte Gebühren mit dem Motto „Nothing to hide“.⁸ Außergewöhnlich war auch die Neugestaltung der Finanzberichterstattung im vergangenen Jahr.

Aufgrund gestiegener Zinsen erzielt Wise hohe Einnahmen auf Kundeneinlagen, von denen langfristig 80% an die Kunden zurückfließen sollen. Aus regulatorischen Gründen ist das momentan jedoch nur teilweise möglich, was kurzfristig zu stark steigenden Gewinnen aus Zinseinnahmen führte. Daher bereinigt Wise seit letztem Jahr seine Gewinne, um die operative Entwicklung präziser darzustellen. Während Unternehmen Anpassungen oft nutzen, um Ergebnisse positiver erscheinen zu lassen, geht Wise den umgekehrten Weg: Die Adjustierung senkt den ausgewiesenen Gewinn – ein seltenes Beispiel für steigende Transparenz im Finanzreporting. Doch die Unternehmenskultur besitzt ebenfalls ihre Herausforderungen: Der strikte Kostenfokus bedeutet, dass Wise wenig in Marketing investiert, obwohl dies das Wachstum beschleunigen könnte. Zudem führt die hohe Autonomie der Entwicklerteams dazu, dass Entscheidungen des Top Managements nicht unbedingt sofort umgesetzt werden, falls Teams andere Prioritäten setzen. Dennoch überwiegen aus meiner Sicht die positiven Aspekte der Wise Unternehmenskultur deutlich.

Ein weiterer Wettbewerbsvorteil liegt in der Aktionärsstruktur. Dank des frühen Erfolgs konnte sich Wise seine Investoren gezielt aussuchen – und lehnte sogar ein Angebot von Andreessen Horowitz ab, da es mit einem Umzug ins Silicon Valley verbunden gewesen wäre.⁹ Während börsennotierte Großbanken für Preissenkungen zur Steigerung der Kundenzufriedenheit Kritik von ihren Aktionären ernten, unterstützen die meisten Wise Investoren diese Strategie. Die kontinuierlichen Preissenkungen setzen einen Kreislauf aus Marktanteilsgewinnen, Effizienzsteigerungen und weiter sinkenden Preisen in Gang, der den Abstand zu traditionellen Banken weiter vergrößert. Zudem baut Wise mit direkten Integrationen in Zentralbanksysteme einen zusätzlichen strukturellen Wettbewerbsvorteil auf.

Das Lösen komplexer Probleme führt zu nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen

“Do something that most people think is hard. When you tell someone what you’re starting, their reaction should be, “Are you sure you want to do that? That’s too hard.”...If you try something easy, there will be five other companies doing the same thing two months later.” – David Velez, Founder Nubank

Mehrere Unternehmen im Intrinsic Fonds haben durch das Lösen komplexer Probleme nachhaltige Wettbewerbsvorteile geschaffen. Spotify überzeugte die großen Musiklabels, ihre Inhalte kostenlos

⁸ Blogartikel mit Video zu der Marketingaktion: <https://wise.com/gb/blog/last-week-we-got-naked-in-the-city-of-london-heres-the-video>.

⁹ In einer späteren Runde investierten sie dann doch und nahmen in Kauf, dass der Unternehmenssitz in Europa blieb.

anbieten zu dürfen. Nubank startete 2014 mit einer Kreditkarte als erstes Produkt. Wise integriert sich mühsam in globale Zentralbanksysteme. Bei einem Markteintritt eröffnet Wise zunächst ein Konto bei einer Partnerbank, um dort Liquidität für Kunden vorzuhalten und Zahlungen für sie abzuwickeln. Nach und nach akquiriert Wise dann lokale Lizenzen, beispielsweise um größere Überweisungen tätigen zu können. Inzwischen besitzt das Unternehmen etwa 65 solcher Lizenzen weltweit. Erreicht ein Markt ein gewisses Volumen, strebt Wise eine Integration in das dortige Zentralbanksystem an, um Kosten und Überweisungsdauer weiter zu senken.

Mit Hilfe dieser Integrationen konnten die Kosten in Großbritannien für eine Transaktion von 0,7% auf unter 0,1% reduziert werden. Nicht überall sind die Einsparungen gleich hoch, doch sie bringen Wise dem Ziel näher, internationale Überweisungen kostenlos abzubilden. Zudem ermöglichen Zentralbankintegrationen eine fast sofortige Abwicklung vieler Transaktionen, was die Kundenzufriedenheit steigert. Kristo erklärte vor einigen Jahren, wie das „NPS 11“ Konzept bei Kunden einen „Wow“ Effekt auslösen soll. Die Skala des NPS reicht bei einer Kundenbefragung eigentlich nur bis 10 – Wise stellt sich die Frage was nötig wäre, um eine 11 zu erreichen. Transaktionsgeschwindigkeit ist dabei ein wichtiger Faktor und die sechs Zentralbankintegrationen sind ein wichtiger Schritt dorthin.¹⁰ Ich glaube, Wise entwickelt hier eine Kompetenz, die kaum ein anderes Unternehmen besitzt. Wettbewerber müssen entscheiden, ob sie diesen mühsamen Weg ebenfalls beschreiten oder eine einfachere Lösung wählen. Die gute Nachricht ist: Diese Alternative existiert - in Form des Wise Plattform Produktes. Über Schnittstellen stellt Wise seine Infrastruktur auch anderen Banken zur Verfügung.

Der nächste Schritt in der Wachstumsphase: Das Öffnen der Wise Infrastruktur

“Everybody understands that we are going to end up becoming an API business at Wise. In a 5 to 10 year period the majority of our customers won’t be using our apps, they will be coming from banks (...) There is a very fun part around how the consumer business and the B2B business work with each other. No bank would ever integrate Wise, would ever use our infrastructure, if our consumer business didn’t exist. Our consumer business sets the expectations in the market of: It’s gonna be cheap, it’s gonna be easy to use. Our consumer business has taken something like 10-20% of some of the major banks in the UK’s volume” – Nilan Peiris, Chief Product Officer Wise

Wise gliedert sich heute in drei Geschäftsbereiche: Privatkunden, Unternehmen und das Plattformgeschäft. Letzteres steht derzeit zwar nur für einen einstelligen Prozentsatz des jährlichen Zahlungsvolumens von 140 Milliarden Pfund, könnte jedoch zum zentralen Wachstumstreiber des Unternehmens werden. Möglicherweise wird man in 10 Jahren sagen, dass die ursprünglichen Produkte von Wise nur die Auftaktzeremonie für das Plattformgeschäft waren. Mit ihnen nimmt Wise nach und nach den Banken die profitabelsten Kunden ab und hat dadurch eine nur schwer kopierbare Infrastruktur geschaffen. Da Banken aufgrund der Ineffizienz des Korrespondenzbankensystems meist nicht mit den Preisen von Wise konkurrieren können und internationale Überweisungen häufig nicht zu ihrem Kerngeschäft zählen, erscheint eine Partnerschaft mit Wise getreu dem Motto „If you can’t beat them, join them“ die logische Folge.

¹⁰ Es bestehen Integrationen mit Zentralbanken von Australien, Europa, Großbritannien, Japan, Singapur und Ungarn – Integrationen in die Zentralbanksysteme von Brasilien und Japan werden gerade aufgebaut.

Wie zuvor beschrieben, liegen die Infrastrukturkosten von Wise bei nur 0,2%. In einer Bankpartnerschaft entfallen zudem für Wise die KYC-Kosten, sodass es den Banken günstigere Preise als seinen B2C-Kunden anbieten kann. Selbst bei Preisgleichheit mit dem Wise B2C Preis bleibt der Bank also ein profitabler Spielraum für einen attraktiven Gewinn und sie kann höhere Preise verlangen – sofern die Gebühren transparent kommuniziert werden. Heute sind bereits über 90 Bankpartner an die Wise Infrastruktur angebunden. Zunächst setzten Finanztechnologieunternehmen wie Google Wallet, Monzo, N26 oder zuletzt Nubank auf Wise. Mittlerweile kommen immer etabliertere Banken hinzu, wie die größte Bank Indonesiens Bank Mandiri oder auch eine der größten koreanischen Banken Shinhan Bank. Die Dynamik der neuen Partnerschaften hat sich Ende 2024 nochmals beschleunigt. Erst wurde Standard Chartered als Kunde gewonnen und kurz darauf folgte eine Partnerschaft mit Morgan Stanley. Die Qualität dieser Bankpartner bestärkt meine Überzeugung, dass Wise in diesem Segment weiteres Wachstum erzielen wird.

Seit 2018 gibt Wise zudem Debitkarten aus und hat bereits über 11 Millionen Karten im Umlauf – ein dynamisch wachsendes Geschäftsfeld. Debitkarten standen im letzten Jahr für vier Milliarden Pfund der gesamten grenzüberschreitenden Zahlungen von Wise. Sie erzielten 250 Millionen Pfund Umsatz im letzten Jahr, womit das gesamte Zahlungsvolumen der Debitkarten bei etwa 20 Milliarden GBP gelegen haben dürfte.¹¹ Das bedeutet, dass Kunden von Wise ihre Debitkarten überraschend häufig auch für lokale Einkäufe nutzen und sich dadurch weitere Umsatzpotenziale ergeben. Das steigende Zahlungsvolumen stärkt auch die Resilienz gegenüber potenziellen Risiken. Stablecoins stellen eine der größten Herausforderungen dar, da sie einfache grenzüberschreitende Transaktionen ermöglichen. Allerdings sind die Wechselkosten von Fiat-Währung zu Stablecoins derzeit noch so hoch, dass sie keine ernsthafte Alternative zur Wise Infrastruktur darstellen. Zudem müssten Regierungen Kontrollrechte über ihre Währungen abgeben – ein Szenario, das ich in absehbarer Zeit für unwahrscheinlich halte. Kristo sprach bereits 2013 über mögliche Auswirkungen der Blockchain auf Wise und betont weiterhin, dass Wise jede Technologie nutzt, um günstigere Überweisungen zu ermöglichen. Stablecoins könnten also langfristig auch Teil der Wise Infrastruktur werden.

Die Größe von Wise hilft auch im Wettbewerb mit anderen Unternehmen. Nennenswert sind Remitly, Revolut oder Western Union im Bereich der Geldsendungen, Airwallex oder Payoneer im Unternehmensgeschäft und Currencycloud¹² oder Banking Circle im Plattformgeschäft. Mein Fazit ist, dass bis heute kein Wettbewerber eine vergleichbare Kombination aus Größe, Infrastruktur und dem Fokus auf den Endkunden darstellen kann. Ein Vergleich mit Western Union macht das deutlich: Mit 100 Milliarden US-Dollar Zahlungsvolumen ist Western Union ähnlich groß, doch die durchschnittliche Gebühr auf Geldsendungen lag im dritten Quartal mit 3,6% etwa sechsmal höher als bei Wise. Ausgehend von 5% vor fünf Jahren ist die Gebühr jedes Jahr gesunken. Würde Western Union die Gebühren um 20% auf 2,8% senken, wäre der Zahlungsdienstleister unprofitabel – und dennoch fünfmal teurer als Wise. Trotz deutlich niedrigerer Preise erwirtschaftet Wise beeindruckende Finanzkennzahlen und ist seit 2017 profitabel.

Der Hauptgrund dafür: Jedes Produkt und jeder Währungskorridor ist so kalkuliert, dass Wise eine Gewinnmarge von 13-16% vor Steuern erzielt. Würde Wise es schaffen, internationale Überweisungen kostenlos abzuwickeln, würde diese Marge immer noch aufgeschlagen werden. Momentan liegt die Gewinnmarge auf Konzernebene über dieser Zielmarke bedingt durch das „Problem“, Zinsen nicht an die

¹¹ Je nach Annahme zur Interchange Gebühr für grenzüberschreitende und lokale Transaktionen sowie der geographischen Verteilung der Debitkartennutzer.

¹² Wurde im Jahr 2021 von Visa gekauft.

Kunden zurückgeben zu können. Zudem muss Wise für seine Neukunden kaum Geld investieren. Denn bis heute kommen 70% der Wise Kunden durch Empfehlungen von Bestandskunden, was die niedrige Marketingkostenquote von 3% erklärt. Falls Sie Auslandsüberweisungen tätigen, kann ich Ihnen Wise nur empfehlen. Hinzukommt, dass viele Banken bis heute noch immer keine Guthabenzinsen auf Geschäftskonten zahlen - vielleicht ist Wise daher auch für Sie eine interessante Alternative. Ich bin selbst zufriedener Kunde und dieser Brief ist ein gutes Beispiel dafür, wie Wise ohne hohe Marketingausgaben potenzielle Neukunden erreicht.

Wise dürfte im Gesamtjahr rund 1,4 Milliarden Pfund Umsatz erzielen - etwa 1 Milliarde Pfund aus dem B2C-Geschäft, 300 Millionen Pfund aus dem B2B Bereich für kleinere Unternehmen und einen niedrigen zweistelligen Millionen Betrag aus dem Plattformgeschäft.¹³ Die Zinseinnahmen, die Wise einzubehalten plant, werden circa 150 Millionen GBP betragen. Ich rechne damit, dass das Zahlungsvolumen weiter steigen wird, das Wachstum sich aber ausgehend von den 25% pro Jahr etwas verlangsamt. Preissenkungen sollten die durchschnittliche Gebühr unter 0,5% senken. Der Umsatz aus den Interchange Gebühren der Debitkarten liegt annualisiert bereits bei 400 Millionen Pfund und wächst momentan mit 40% pro Jahr. Die Einlagen wachsen mit 25%, allerdings werden die Zinseinnahmen weniger stark steigen, da Wise künftig voraussichtlich einen größeren Teil an seine Kunden weitergeben kann. Das Unternehmen hat gut eine Milliarde Aktien ausstehen, einen Aktienkurs von etwa 11 GBP¹⁴ und eine Nettokassenposition von einer Milliarde Pfund. Damit beläuft sich der Gesamtunternehmenswert auf zehn Milliarden Pfund. Ich halte es für realistisch, dass Wise in einigen Jahren einen Gewinn von über einer Milliarde Pfund erwirtschaften kann. Ein Exit Multiple von 20 scheint für ein Unternehmen dieser Qualität angemessen. Inklusive des bis dahin generierten Cashflows erwarte ich für das Investment in Wise im Durchschnitt eine zweistellige prozentuale Kurssteigerung pro Jahr.

Wie im Sommer 2024 angekündigt, wurde der Intrinsic Fonds von der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV in Bonn hin zur Monega KAG mbH in Köln als Kapitalverwaltungsgesellschaft und zur NFS Netfonds AG in Hamburg als Haftungsdach zum Ende des Geschäftsjahres 2024 übertragen. Alle wesentlichen Eigenschaften wie Investmentstrategie oder Kosten sind unverändert geblieben. Sie können ab morgen diesen und alle vorherigen Investorenbriefe auch auf meiner Website www.clcapital.de direkt einsehen. Die Berater der „sonstigen Teilgesellschaftsvermögen“ haben sich entschlossen, enger zusammenzuarbeiten, um Synergien zu schaffen, Kompetenzen zu bündeln und sich gemeinsam weiterzuentwickeln. Ein Bestandteil dieser Zusammenarbeit ist die Pflege unserer Tradition regelmäßiger Treffen mit den Investoren der Fonds und unseren Partnern. Dabei bleibt die Godesburg in Bonn-Bad Godesberg unser bewährter Veranstaltungsort. Wir freuen uns daher, Sie zu unserem jährlichen Investorentreffen am 24. Mai 2025 einzuladen. Als Investor im Fonds werden Sie im Frühjahr eine persönliche Einladung mit weiteren Details erhalten.

Ich wünsche Ihnen eine gute erste Jahreshälfte 2025,
Clemens Lotz

¹³ Das Plattformgeschäft steht für ca. 5% des Zahlungsvolumens mit einen niedrigeren Preispunkt als der B2C und B2B Bereich.

¹⁴ Der durchschnittliche Einstiegskurs des Intrinsic Fonds liegt bei 6,8 GBP.

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 CL 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).

English: **This is Marketing advertisement:** Please read the AIF prospectus, the AIF information document, and the KIID/KID before making a final investment decision. CL Capital GmbH operates within the scope of investment advice pursuant to § 2 (2) No. 4 WpIG exclusively on behalf and under the liability of NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg. NFS is a securities institution pursuant to § 2 (1) WpIG and holds the necessary licenses from the Federal Financial Supervisory Authority (BaFin).