

Intrinsic Fonds (ISIN DE000A2N68Z3)

Halbjahresbericht 2025 des Subadvisors CL Capital GmbH

Liebe Mitinvestoren,

die Performance des Intrinsic Fonds betrug im ersten Halbjahr 2025 nach allen Gebühren +4,8%. Damit lag der NAV zum 30.06.2025 bei 202,08€. Der DAX erzielte im Halbjahr 2025 eine Rendite von +20,1%.¹ Seit Auflage des Intrinsic Fonds am 29.03.2019 erzielte der Fonds eine annualisierte Performance nach allen Kosten von +11,9%. Der DAX legte im selben Zeitraum um durchschnittlich +12,4% pro Jahr zu.

Der Halbjahresbericht 2025 des Intrinsic Fonds gibt zunächst einen Überblick über die Portfoliostruktur und die Performance. Anschließend beschäftige ich mich mit der Frage, wann Experten oder Generalisten die besseren Entscheidungen treffen. Experten besitzen Vorteile, wenn eine Disziplin klare Regeln besitzt und schnelle Rückmeldung zu einer getroffenen Entscheidung erfolgt. Generalisten treffen oft bessere Entscheidungen in unstrukturierten Disziplinen, indem sie Erfahrungen aus verschiedenen Bereichen miteinander verbinden. Investieren ist eine solche unstrukturierte Disziplin, in der Generalisten häufig Erkenntnisse aus einer Industrie auf eine andere übertragen können. Ein Beispiel dafür ist der digitale Werbekanal Retail Media, dessen Potenzial mir erstmals bei der Analyse von MercadoLibre bewusst wurde. Die daraus entstandenen Erkenntnisse haben seitdem viele weitere Investmententscheidungen beeinflusst.

Portfoliostruktur und Performanceüberblick zum 30.06.2025

Portfoliostruktur

NAV zum 30.06.2025	202,08€
Zahl der Investments	15
Gewichtung größtes Investment	13,7%
Gewichtung fünf größte Investments	59,4%
Gewichtung Kasse	0,1%

Alphabetische Auflistung der fünf größten Einzelpositionen des Intrinsic Fonds

Fomento Económico Mexicano (FEMSA)

Hostelworld

MercadoLibre

Nu Holdings (Nubank)

VEF

¹ Ich halte einen globalen Aktienindex wie den MSCI All Country World Index für eine geeignetere Benchmark, die Nutzung wäre jedoch mit hohen Lizenzzahlungen verbunden.

Performanceüberblick

Zeitraum	Intrinsic Fonds (1)	Dax (2)	Delta (1)-(2)
2019 (9 Monate)	9,2%	15,0%	-5,8%
2020	25,2%	3,6%	21,6%
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%
2025	4,8%	20,1%	-15,3%
Seit Auflage	102,1%	107,4%	-5,3%
Seit Auflage p.a.	11,9%	12,4%	-0,5%

Im ersten Halbjahr 2025 gab es eine Veränderung innerhalb der fünf größten Portfoliopositionen. Erstmals befindet sich die brasilianische Digitalbank Nubank unter den fünf größten Positionen, während der schwedische Audiostreaminganbieter Spotify nicht mehr dazugehört. Spotify zeigt exemplarisch, wie stark Aktienkurse kurzfristig schwanken können, und welche Investmentmöglichkeiten sich daraus ergeben. Der durchschnittliche Einstiegskurs des Intrinsic Fonds liegt bei 175 US-Dollar, die günstigsten Aktien wurden im November 2022 zu 73 US-Dollar gekauft. Zu diesem Zeitpunkt befand sich die gesamte Position etwa um 50% im Minus. Knapp drei Jahre später stand der Aktienkurs zum Stichtag bei 767 US-Dollar. Aufgrund des deutlichen Kursanstiegs und meiner damit gesunkenen Renditeerwartung, habe ich die Position reduziert und Spotify macht heute noch gut 6% des Portfolios aus. Gleichzeitig bot der diesjährige Kursrückgang bei Nubank Gelegenheit zum weiteren Ausbau der Position zu durchschnittlichen Kursen von 11,3 US-Dollar.

Mit der operativen Entwicklung der fünf größten Investments bin ich weiterhin zufrieden. FEMSA, MercadoLibre, Nubank und die Beteiligungen von VEF wachsen nachhaltig - einzig Hostelworld hat zum Halbjahr stagnierende Umsätze und leicht rückläufige Gewinne verzeichnet. Im Juni habe ich CEO, CFO und CTO von Hostelworld in Dublin getroffen. Nach Jahren des Wachstums investiert Hostelworld derzeit gezielt in neue Produkte, die das soziale Netzwerk rund um die Buchungsplattform ausbauen. Das Gespräch hat mich bestärkt, dass aktuell die Grundlagen für weiteres Wachstum gelegt werden. Erfreulich ist, dass drei der fünf größten Positionen im ersten Halbjahr 2025 eigene Aktien zurückgekauft haben. FEMSA hatte damit bereits im Jahr 2024 begonnen, während die schwedische Investmentholding VEF vor einigen Wochen und Hostelworld im Juni mit den Rückkäufen begannen. In allen drei Fällen bin ich überzeugt, dass diese Rückkäufe zu attraktiven Bewertungen erfolgen und den Wert pro Aktie weiter erhöhen.

Vor meiner jährlichen Reise zur Hauptversammlung von Berkshire Hathaway in Omaha habe ich im April vier Wochen aus New York heraus gearbeitet. In dieser Zeit traf ich unter anderem das Management mehrerer Investments des Intrinsic Fonds, besuchte eine Lateinamerika Konferenz und die New York

Fintech Week. Dabei wurde mir erneut bewusst, wie sehr Reisen dabei helfen, Zusammenhänge besser zu verstehen. Gespräche mit Menschen, mit anderen Perspektiven; Einblicke in Geschäftsmodelle, die sich jenseits von Ländergrenzen unterschiedlich entwickeln und der Austausch mit Investoren, mit anderen Blicken auf die Welt, helfen neue Zusammenhänge zu erkennen. Passend dazu habe ich in New York das Buch „Range“ von David Epstein gelesen. Epstein beschreibt, wie wichtig es ist, Fähigkeiten, Konzepte und Erfahrungen aus verschiedenen Bereichen zu verknüpfen und in welchen Situationen Experten oder Generalisten bessere Entscheidungen treffen.

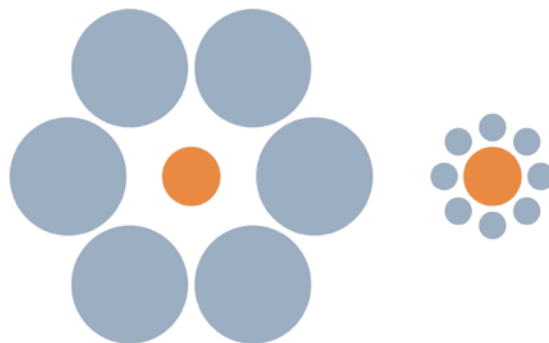
Kontext ist in einer sich dynamisch entwickelnden Umgebung entscheidend

Ein gängiger Mythos besagt, dass frühe Spezialisierung der Schlüssel zu Exzellenz in einer Disziplin ist. Oft wird die Regel der 10.000 Stunden zitiert, die man benötige, um in einer Disziplin zum Experten zu werden. Spezialisierung kann allerdings auch Nachteile haben. Charlie Munger wird häufig ein Zitat zugeschrieben, das ursprünglich von Maslov stammt:

„I suppose it is tempting, if the only tool you have is a hammer, to treat everything as if it were a nail“

Maslov beschreibt in seinem Buch „The Psychology of Science“ die Gefahren von zu starker disziplinärer Fixierung und wie gerade Wissenschaftler dazu neigen, bei neuen Fragestellungen in ihren vertrauten Denkmustern zu verharren, statt neue Methoden zuzulassen. Epstein differenziert in seinem Buch zwischen „strukturierten“ und „unstrukturierten“ Lernumgebungen. In der strukturierten Lernumgebung – etwa im Schach oder Golf - existieren klare Regeln und auf jede Entscheidung erfolgt unmittelbar Feedback. In diesen Disziplinen sind Experten im Vorteil, da sie Muster exakt lernen und effizient wiederholen können. Anders verhält es sich in unstrukturierten Lernumgebungen wie der Politik, der medizinischen Diagnostik oder dem fundamentalen Investieren: Hier fehlen eindeutige Regeln und das Feedback zu einer Entscheidung kann Jahre benötigen. In solchen Lernumgebungen sind Generalisten oft im Vorteil, weil sie flexibel zwischen unterschiedlichen Denkmodellen wechseln und Erkenntnisse aus verschiedenen Disziplinen miteinander verknüpfen können. Dadurch gelingt es, Entscheidungen in einen breiteren Kontext zu stellen, während Experten eher Gefahr laufen, das große Ganze zu übersehen. Interessanterweise deuten Experimente darauf hin, dass sich unser Gehirn in den letzten Jahrzehnten stärker in Richtung eines generalistischen Denkansatzes entwickelt hat.

Schauen Sie sich das Bild für einen Moment an: Welcher der beiden orangenen Kreise erscheint größer?



Eindeutig der rechte Kreis - oder? Tatsächlich nicht. Unser Gehirn fällt in diesem Experiment auf die sogenannte „Ebbinghaus Täuschung“ hinein, denn beide Kreise sind exakt gleich groß. Viele von Ihnen

werden dieses Phänomen bereits kennen. Besonders interessant ist jedoch das Ergebnis, wenn man das Bild Menschen zeigt, die bislang keinen Kontakt zur modernen Welt hatten: Sie erkennen sofort, dass beide orangenen Kreise gleich groß sind. Ihnen fehlt der Impuls, die orangenen Kreise im Verhältnis zu den äußeren Kreisen zu interpretieren und unterliegen deshalb nicht der optischen Täuschung. In einer traditionellen, statischen Welt spielte Kontext eine geringere Rolle; Spezialisierung auf wenige, klar umrissene Aufgaben – eine „strukturierte Lernumgebung“ – genügte. Erst in unserer dynamischen, vielschichtigen Welt hat unser Gehirn gelernt, Situationen im Kontext zu betrachten und ist deshalb anfälliger für solche optischen Täuschungen.

Fundamentale Investmententscheidungen müssen im Spannungsfeld unterschiedlichster Faktoren getroffen werden – von Unternehmenskultur und Qualität des Geschäftsmodells über Kapitalallokationsfähigkeiten und Reinvestitionsmöglichkeiten bis hin zu technologischen oder regulatorischen Risiken. Gerade hierin liegt aus meiner Sicht eine der Stärken generalistisch geprägter Investoren. Sie können auf einen breiten Erfahrungsschatz zurückgreifen und Parallelen zwischen verschiedenen Industrien erkennen, die dabei helfen, künftige Entwicklung besser abzuschätzen. Besonders deutlich wurde mir dies bei der Analyse des Einflusses des digitalen Werbekanals Retail Media auf den lateinamerikanischen E-Commerce Händler MercadoLibre. Die Bedeutung von Retail Media reicht weit über die einzelne Investmentthese hinaus und spielt auch in anderen Branchen und Geographien eine zentrale Rolle. Mittlerweile schätze ich, dass Retail Media im weiteren Sinne auf etwa 70% des Portfolios des Intrinsic Fonds Einfluss nimmt. Deshalb möchte ich im Folgenden erläutern, was Retail Media ausmacht und Beispiele geben, wie es die Entwicklung unserer Portfoliounternehmen prägt.

Retail Media – Werbeprospekte der digitalen Welt

„Amazon finally reveals the size of its massive ad business“ lautet eine Schlagzeile aus dem Februar 2022 als Amazon erstmals seine Werbeumsätze gesondert ausweist.² Für das Jahr 2021 werden beeindruckende 31 Milliarden US-Dollar Werbeumsätze berichtet. Damit ist Retail Media endgültig im Fokus der Investoren angekommen. Wachsende Werbeumsätze durch Retail Media sind häufig der dritte Schritt in der Entwicklung eines E-Commerce Geschäftsmodells, das in ähnlichen Schritten aufgebaut wird:

1. Aufbau differenziertes Produktsortiment und Kundenbasis,
2. Hohe Investitionen, (zum Beispiel in eigene und schnellere Logistik) zur Steigerung der Kundenzufriedenheit,
3. Monetarisierung, beispielsweise durch Retail Media.

Retail Media sind Werbeangebote von Handelsunternehmen wie Amazon, MercadoLibre oder Zalando, bei denen Marken ihre Produkte gezielt auf der Plattform des Händlers anbieten können, basierend auf dem Einkaufsverhalten der Endkonsumenten. Die Grundidee, Werbung möglichst nah am Verkaufspunkt zu platzieren, ist nicht neu - hat aber durch den E-Commerce eine neue Dimension erreicht. Während im stationären Einzelhandel klassische In-Store-Werbung oder Rabattaktionen dominierten, sind es online vor allem Display Anzeigen, bezahlte Produktplatzierungen und zunehmend auch Videoinhalte, mit denen Marken ihre Zielgruppen erreichen.

² <https://www.axios.com/2022/02/03/amazon-size-ad-business>



3

Dieses Schaubild zeigt, wie Retail Media typischerweise ausgespielt wird. Handelsplattformen (Publisher) wie Zalando benötigen eine Software, um ihre Werbeplätze effizient zu verwalten. Diese Software ist an eine „Sell-Side-Plattform“ (SSP) angebunden, also eine Verkaufsplattform für das Werbeinventar. Über diese SSP wird das Werbeinventar automatisiert und in Echtzeit möglichst vielen Werbekunden zugänglich gemacht. Eine SSP wiederum ist entweder über eine „Ad exchange“ oder direkt mit einer „Demand-Side-Plattform“ (DSP) verbunden, die es Werbetreibenden (Advertiser) ermöglicht, Werbeplätze automatisiert einzukaufen. In diesem System unterscheidet man zwischen „Walled Gardens“ und dem „Open Web“. „Walled Gardens“ wie Google, Youtube, Instagram, Facebook oder Amazon kontrollieren den Zugang zu ihrem riesigen Werbeinventar und setzen dafür auf eigene DSPs. Werbetreibende können daher ausschließlich über die DSPs von Alphabet, Meta oder Amazon Werbeplätze buchen und die Plattformen vereinnahmen einen großen Teil der Werbemarge selbst.

Im „Open Web“ hingegen können verschiedene unabhängige DSPs und SSPs parallel auf die Werbeplätze bieten. Ein Beispiel könnte sein, dass die Werbeagentur von Samsung eine Werbekampagne schalten möchte und dazu einen Auftrag an mehrere DSPs gibt, darunter auch der größten unabhängigen DSP „The Trade Desk“. The Trade Desk wiederum könnte über seine Geschäftsbeziehung zu der SSP „Magnite“ geeignete Werbeplätze identifizieren. Magnite wäre dann vielleicht an die Webseiten von Otto angebunden und würde die Samsung Kampagne dort über Display Ads oder Videos ausspielen. Von einem Werbebudget von 100 Euro behält die DSP in der Regel etwa 20% ein und leitet 80 Euro weiter. Die SSP zieht davon meist rund 10% ab, sodass etwa 72 Euro beim Publisher ankommen. E-Commerce Händler besitzen dabei einen großen Vorteil: Dank ihrer detaillierten Einblicke in Such- und Kaufverhalten ihrer Kunden, können sie Werbung gezielt an besonders relevante Zielgruppen ausspielen. Das gewährleistet eine attraktive Rendite auf das eingesetzte Werbebudget. In den letzten Jahren hat sich Retail Media deshalb zu einem der am stärksten wachsenden Segmente im digitalen Werbemarkt entwickelt.

Der globale Werbemarkt umfasst jährlich rund eine Billion US-Dollar, von denen mittlerweile etwa 70% auf den digitalen Bereich entfallen. Die verbleibenden 30% des traditionellen Werbemarktes werden immer noch von TV (linear und Streaming) mit etwa 60% Anteil bestimmt – also rund 150-200 Milliarden US-Dollar pro Jahr. Im digitalen Segment mit einem Volumen von 700 Milliarden US-Dollar dominieren Werbung in sozialen Medien und Suchmaschinen mit jeweils rund 200 Milliarden US-Dollar. Retail Media folgt direkt dahinter und erzielt jährlich bereits rund 130 Milliarden US-Dollar an Werbeeinnahmen. Amazon steuert mit einem Werbeumsatz von 56 Milliarden US-Dollar im Jahr 2024 fast 40% zum weltweiten Retail Media Markt bei. Während der gesamte digitale Werbemarkt im Jahr 2025 um 8% wachsen und der

³ <https://adjo.io/glossary/supply-side-platform-ssp/>

traditionelle Werbekanal um 3% schrumpfen soll, ist Retail Media mit einem erwarteten Wachstum von über 12% hingegen der am dynamischsten wachsende Werbekanal. Was genau macht Retail Media nun für viele digitale Händler so interessant?

Die Antwort ist einfach: Die Ebitmarge im Bereich Retail Media liegt häufig bei über 60%. Ich bin überzeugt, dass gut positionierte E-Commerce Händler in diesem Segment noch viele Jahre wachsen können. Erstens könnte die E-Commerce Penetration - heute je nach Land erst bei 10 bis 30% - langfristig auf über 50% steigen. Dieses strukturelle Marktwachstum führt zu einer größeren Zahl an E-Commerce Kunden, an die Retail Media Angebote ausgespielt werden können. Zweitens erhöht das schrittweise Auslaufen von Third-Party-Cookies den Wert der eigenen Kundendaten von Handelsplattformen, wie der Einkaufshistorie oder dem Suchverhalten. Attraktiv ist für Werbetreibende zudem, dass sie bei Handelsplattformen den Endkunden direkt am digitalen Einkaufsregal treffen, wo er kurz vor einer Kaufentscheidung steht. Und drittens ist Retail Media deshalb interessant, weil die Wirksamkeit der Werbebudgets präzise gemessen werden kann. Die bekannte Aussage aus der Werbeindustrie „Die Hälfte des Geldes, das ich für Werbung ausbebe, ist hinausgeworfen – ich weiß nur nicht, welche Hälfte.“ gilt hier nicht. Ursprünglich hatte ich den Einfluss von Retail Media auf die Finanzzahlen von MercadoLibre analysiert, inzwischen umfasst diese Betrachtung zahlreiche weitere Portfoliounternehmen des Intrinsic Fonds sowie Unternehmen auf meiner Watchlist. Das Übertragen gewonnener Erkenntnisse auf verwandte Geschäftsmodelle erlaubt es mir, strukturelle Chancen frühzeitig zu erkennen. Im nächsten Abschnitt möchte ich die Bedeutung von Retail Media anhand von drei Beispielen aus dem Intrinsic Portfolio näher erläutern.

Wie sich Retail Media auf die Investments des Intrinsic Fonds auswirkt

MercadoLibre

Schon in meinen frühen Gesprächen mit MercadoLibre beeindruckte mich eine Statistik: Internetnutzer in Lateinamerika verbrachten nahezu genauso viel Zeit auf Google und den Meta-Plattformen wie auf allen relevanten E-Commerce Seiten zusammen - dennoch flossen rund 90% der digitalen Werbeausgaben an Alphabet und Meta. Bereits damals formulierte das Management von MercadoLibre das Ziel, langfristig zur drittgrößten digitalen Werbeplattform Lateinamerikas aufzusteigen. Um die Größe der Retail Media Umsätze einzuordnen, vergleicht man üblicherweise die Werbeeinnahmen mit dem Gesamtbruttowarenwert (GMV), der über eine Handelsplattform abgewickelt wird. Bei Amazon entsprachen die Werbeerlöse von 56 Milliarden US-Dollar im Jahr 2024 geschätzt über 6% des GMV. MercadoLibre nannte im vierten Quartal 2021 erstmals explizite Zahlen zu seinem Werbegeschäft, als es gerade die Grenze von 1% des GMV überschritten hatte und einen jährlichen Umsatz von 200-250 Millionen US-Dollar erzielte. Inzwischen haben sich die Umsätze etwa vervierfacht und lagen im Jahr 2024 bei runde einer Milliarde US-Dollar oder bei 2% des GMV.

Bereits diese Zahl legt nahe, dass MercadoLibre noch viel Potenzial für weiteres Wachstum im Werbegeschäft besitzt. Wie Amazon hat auch MercadoLibre eine eigene DSP aufgebaut und erzielt entsprechend attraktive Margen. Darüber hinaus geht das Unternehmen zunehmend Werbepartnerschaften jenseits der eigenen Plattform mit externen Partnern wie Disney ein, um seinen Werbekunden ein umfassenderes Angebot zu ermöglichen. Ich halte es für realistisch, dass MercadoLibre den Anteil der Werbeeinnahmen am GMV in den kommenden Jahren auf bis zu 5% steigern kann. Dies entspräche einem zusätzlichen Gewinnpotenzial von etwa 2 Milliarden US-Dollar, womit allein dieser Bereich eine Gewinnverdopplung für MercadoLibre bedeuten würde.

FEMSA

Femsa ist ein Beispiel dafür, wie sich Retail Media über mehrere Geschäftsbereiche eines Unternehmens hinweg entfalten kann. Die Convenience Geschäfte OXXO profitieren schon lange vom klassischen Retail Media Geschäft, da Lieferanten OXXO für sogenannte Handelsförderungen wie prominente Regalplatzierungen oder Promotion-Stände bezahlen. Seit einiger Zeit hat FEMSA das Angebot ausgebaut und in mehr als 3.300 OXXO-Filialen digitale Bildschirme installiert, auf denen Marken gezielt Kunden ansprechen können. Zusätzlich testet FEMSA auch neue Retail Media Formate wie In-Store-Audiowerbung oder weitere Werbeflächen an den Kassen. In einem Podcast erklärt der Head of Retail Media, wie mittlerweile basierend auf Wetter- oder Kundendaten relevante Werbung ausgespielt werden kann.⁴ Die bisherigen Ergebnisse sind vielversprechend: Marken, die diese Retail Media Lösungen nutzen, erzielen im Schnitt ein Umsatzwachstum von 8%. Weiter ausgebaut wird das Ökosystem durch die Finanzapplikation Spin, mit knapp 10 Millionen aktiven Nutzern und das Treueprogramm Premia mit rund 27 Millionen aktiven Teilnehmern. Die daraus gewonnenen Transaktionsdaten ermöglichen FEMSA, immer präzisere Zielgruppenansprachen für Markenpartner anzubieten und legen den Grundstein für weiter wachsende Werbeerlöse im gesamten digitalen Produktportfolio.

Spotify

Auch wenn Spotify kein Einzelhändler ist, haben meine Erfahrungen aus dem Retail Media Bereich dazu beigetragen, die zukünftige Finanzentwicklung des Unternehmens besser einschätzen zu können. In meinem Investorenbrief zum Gesamtjahr 2021 schrieb ich:

„Mit dem Aufbau des sogenannten „Two-sided Marketplace“ hat Spotify eine Plattform entwickelt, die den Labels bei der gezielten Vermarktung ihrer Künstler hilft. Beispielsweise bietet Spotify den Labels Tools an, um auf einzelne Songs oder Künstler durch Pop-ups in der App aufmerksam zu machen und deren Bekanntheit zu steigern. Wenn ein beworbener Song dann abgespielt wird, muss Spotify eine geringere Lizenzgebühr an die Labels zahlen. Statistiken zeigen, dass sich derartige Investitionen in die gezielte Vermarktung von Songs oder Künstlern für die Musiklabels lohnen.“

Dieses Prinzip weist eine große Ähnlichkeit zu den Mechanismen von Retail Media auf. Spotify nutzt zunehmend die umfangreiche Datenbasis der „Transaktionshistorie seiner Nutzer“ – also dem Abspielen von Songs – um Musiklabels gezielte Vermarktungsmöglichkeiten für ihre Songs zu bieten. Für Streams, die aus solchen Kampagnen resultieren, muss Spotify niedrigere Lizenzzahlungen an die Labels leisten. Auch deshalb ist die Bruttomarge im Premiumsegment seit 2022 von 28% auf nunmehr 33% gestiegen. Die Erkenntnis, dass die Monetarisierung des direkten Endkundenzugangs ein strukturelles Erlöspotenzial birgt, lässt sich somit nicht nur im klassischen Handel, sondern auch auf digitale Plattformen wie Spotify übertragen. Aus der im letzten Jahr bekanntgegebenen, umfassenden Partnerschaft mit der DSP „The Trade Desk“ verspreche ich mir weitere Impulse, um das Werbegeschäft anzukurbeln.

Diese Unternehmen sollten beispielhaft also auch in den kommenden Jahren von Retail Media Angeboten profitieren. Allerdings kann sich Retail Media auch negativ auf ein Geschäftsmodell auswirken. Drei Punkte erscheinen mir besonders nennenswert:

⁴ Retail Media Moguls: FEMSA's Retail Media Revolution: Latin America's Bold New Network – mit Juan Restrepo.

1. Verschlechterung der Kundenerfahrung
2. Abnehmender Fokus auf das Kerngeschäft
3. Mangelnde Sensibilität beim Schutz persönlicher Daten

Zum ersten Punkt wird Amazon häufig als Negativbeispiel genannt. Mittlerweile ist oft kaum ersichtlich, welche Listings werbefinanziert sind und Kunden müssen zunehmend suchen, um relevante Ergebnisse zu finden. Verschlechtert sich die Nutzererfahrung spürbar, werden Käufer zur Konkurrenz abwandern. Der zweite Punkt betrifft die Gefahr, dass ein Händler durch den starken Fokus auf Werbeeinnahmen seine Kernkompetenz – ein attraktives Produktsortiment – aus dem Blick verliert. Ein nachhaltiges Werbegeschäft gelingt nur, wenn die Plattform relevant für Endkunden bleibt. Besonders kritisch ist, dass sich eine nachlassende Sortiments- oder Servicequalität zu Beginn nicht in den Zahlen bemerkbar macht, da profitable Werbeumsätze die Schwächen im Kerngeschäft überdecken können. Für den dritten Punkt biete der Fall des amerikanischen Einzelhändlers Target ein warnendes Beispiel. Target hatte seine Kundendaten so detailliert analysiert, dass das Unternehmen Schwangerschaften teilweise früher erkannte als die Kundinnen selbst. Das führte zu einer irritierender Werbeansprache und Target passte nach intensiver Kritik seine Marketingstrategie an. Es muss also sichergestellt werden, dass Daten ausreichend anonymisiert und ethische Grenzen gewahrt werden.

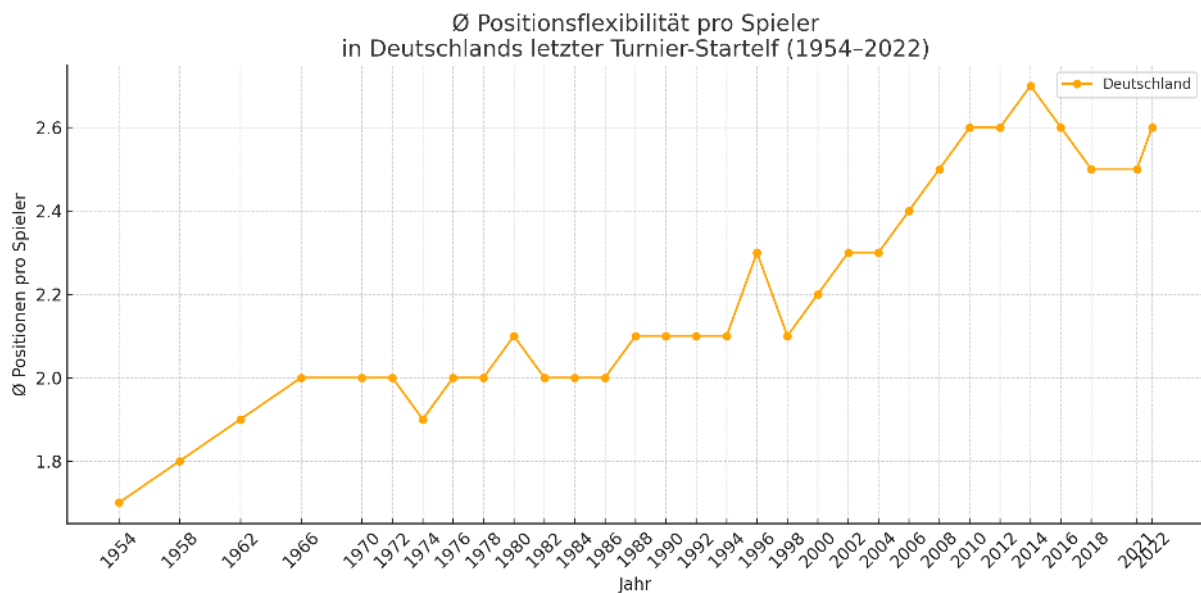
Die genannten Risiken sind auch für die Unternehmen relevant, in die der Intrinsic Fonds investiert ist. Stand heute sehe ich jedoch keine Anzeichen dafür, dass diese Unternehmen eine übermäßig aggressive Expansion im Bereich Retail Media vorantreiben. MercadoLibre setzt weiterhin klar auf Kundenzufriedenheit und eine hohe Conversion Rate, statt kurzfristig die Werbeerlöse zu maximieren. Das Management hat mehrfach bewiesen, die nachhaltige Entwicklung des Unternehmens über die kurzfristige finanzielle Optimierung zu stellen. Zahlreiche Gespräche mit ehemaligen Mitarbeitern haben das bestätigt. FEMSA befindet sich mit seinen Retail Media Aktivitäten noch ganz am Anfang. Auch hier hat die Eigentümerfamilie in den vergangenen Jahrzehnten stets den Fokus auf die langfristige Wertsteigerung gelegt und nicht versucht kurzfristig Margen zu optimieren. Bereits heute hat FEMSA einen Qualitätsfaktor eingeführt, um die Relevanz der Werbung zu messen. Entsprechend glaube ich, dass sie auch im Bereich Retail Media die richtige Balance finden werden. Bei Spotify hat meine Analyse und der Austausch mit ehemaligen Mitarbeitern bestätigt, dass die datengetriebene Unternehmenskultur das Nutzer Engagement in den Mittelpunkt stellt. Die „Werbeangebote“ der Labels werden nur ausgespielt, wenn sie für den Hörer relevant sind. In Summe bin ich daher zuversichtlich, dass Retail Media überwiegend positive Effekte für die Unternehmen im Portfolio des Intrinsic Fonds haben wird.

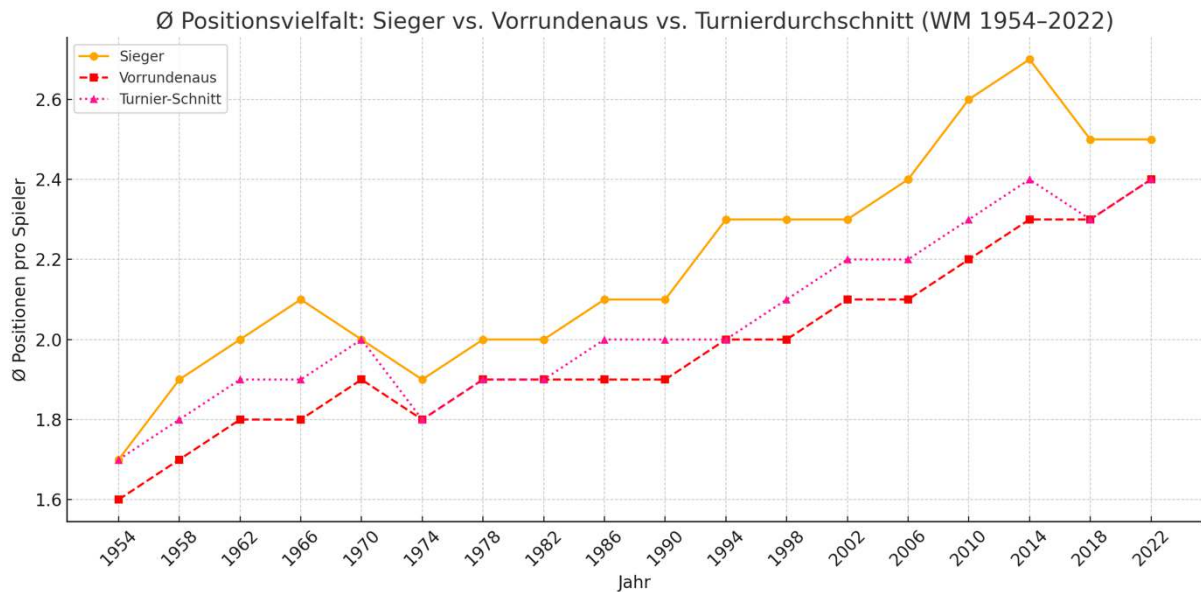
Unabhängig von den bestehenden Investments, wird eine Vielzahl weiterer Unternehmen vom Aufstieg von Retail Media - oder weiter gefasst „Commerce Media“ - profitieren. Reiseanbieter wie zum Beispiel Fluggesellschaften können künftig personalisierte Werbung direkt am Bildschirm ausspielen, Banken besitzen die Möglichkeit, ihre Datenvielfalt zur Monetarisierung eigener Apps zu nutzen und im Automobilbereich tobt bereits ein Wettbewerb um die Kontrolle des Infotainment-Systems und die damit verbundenen zukünftigen Werbeeinnahmen. Gerade in solch dynamischen Märkten ist es entscheidend, Erkenntnisse aus einer Branche auf neue Marktstrukturen zu übertragen – eine Anforderung, in denen Generalisten wiederum Vorteile besitzen könnten. Zum Abschluss möchte ich noch ein Beispiel aus dem Fußball nennen, dass den Vorteil von Generalisten auch in dynamischen Sportarten nahelegt.

Weltmeisterschaftstitel 2014: Ein Sieg der Generalisten

Der 20. Juni 2000 markiert einen bitteren Tag für den deutschen Fußball. Deutschland unterliegt Portugal mit 0:3, dreimal trifft Sérgio Conceição. Als amtierender Europameister scheidet Deutschland sang- und klanglos aus dem Turnier aus. Die Nationalmannschaft wirkt statisch und ist den dynamischeren Spielweisen der Gegner deutlich unterlegen. Doch auf diese Enttäuschung folgt eine bemerkenswerte strukturelle Erneuerung des deutschen Fußballs. Zum einen wird mit einem landesweiten Netz aus Jugendtrainingszentren die Basis gelegt, Talente frühzeitig zu entdecken und gezielt zu fördern. Zum anderen erfährt die Trainingsphilosophie einen grundlegenden Wandel. Technische Elemente rücken stärker in den Mittelpunkt und vor allem: Die frühe Spezialisierung auf einzelne Positionen wird bewusst verzögert. Nachwuchsspieler werden länger ganzheitlich ausgebildet und lernen variabel auf verschiedenen Positionen agieren zu können. So können sich defensive Spieler aktiver ins Angriffsspiel einschalten, während offensive Akteure bereits früh auch defensives Verhalten lernen.

Das Happy End folgt nur vierzehn Jahre später. Der Mittelfeldspieler Mario Götze krönt 2014 das deutsche Team mit einem Tor in echter Stürmermanier in der Verlängerung zum Weltmeister – ein Titel der sinnbildlich auch für den Triumph der Generalisten steht. Um diese Entwicklung zu veranschaulichen habe ich ChatGPT eine Grafik erstellen lassen, die die durchschnittliche Zahl der Positionen zeigt, auf denen ein Spieler in seiner gesamten Profikarriere eingesetzt wurde. Die erste Grafik zeigt, diese Durchschnittszahl für die Spieler der letzten deutschen Startaufstellung bei vergangenen Europa- und Weltmeisterschaften. Die zweite Grafik stellt die durchschnittliche Positionsvielfalt der Siegerteams und aller vorzeitig ausgeschiedenen Teams bei Weltmeisterschaften gegenüber - jeweils im Vergleich zum Turnierdurchschnitt aller Mannschaften.





Besonders spannend ist, wie deutlich die erste Grafik den Anstieg der Positionsvielfalt nach dem EM-Aus 2000 illustriert. Von 1954 bis 2000 war die Positionsvielfalt von 1,7 auf 2,2 gestiegen. In den nur vierzehn Jahren bis zum Weltmeistertitel 2014 stieg sie dann nochmals von 2,2 auf 2,7 an. Ich bin überzeugt, dass die gezielt generalistischere Ausbildung der Spieler einen wichtigen Beitrag zum Weltmeistertitel 2014 geleistet hat. Die zweite Grafik macht zweierlei sichtbar: Erstens verfügt der Weltmeister fast immer über eine größere Positionsflexibilität als der Durchschnitt der Turnierteilnehmer. Zweitens ist ein klarer Aufwärtstrend in der generalistischen Ausbildung der Spieler über die Jahre zu erkennen. Natürlich wird diese Zahl nie elf erreichen, denn es bedarf auch tiefer Expertise auf bestimmten Positionen. Das erinnert an die Rolle des generalistischen Investors: Neue Branchen eröffnen stets wertvolle Lernchancen, doch nachhaltiger Erfolg verlangt auch ein fundiertes Verständnis einzelner Sektoren.

Auch im Bereich der Fondsadministration habe ich in den vergangenen zwölf Monaten viele Erfahrungen gesammelt. Das erste Halbjahr mit der neuen KVG Monega sowie dem Haftungsdach NFS Netfonds hat sehr gut funktioniert und ich freue mich auf die weitere Zusammenarbeit. Wie bereits angekündigt, haben sich Laurenz Nienaber, Dr. Martin Possienke, Dr. Mathias Saggau und ich mit der Long-Term Group zusammengeschlossen, um uns langfristig zu vernetzen und so ein hohes Maß an Stabilität für unsere Anleger zu gewährleisten. Mehr Informationen dazu finden Sie auf unserer gemeinsamen Website: www.longterm.group.

Sollten Sie Fragen zum Intrinsic Fonds haben, können Sie mich jederzeit per Mail unter clemens.lotz@clcapital.de kontaktieren.

Ich wünsche Ihnen allen eine schöne und erfolgreiche zweite Jahreshälfte 2025.

Clemens Lotz

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). Frühere Wertentwicklungen lassen nicht auf zukünftige Renditen schließen. Wertpapiergeschäfte sind grundsätzlich mit Risiken, insbesondere dem Risiko des Totalverlustes des eingesetzten Kapitals, behaftet.

English: **This is a 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). Past performance is not indicative of future returns. Securities transactions are inherently subject to risks, including the potential loss of the entire amount invested.