

Liebe Investoren und Freunde,

im ersten Quartal 2020 lag die Wertentwicklung des Barius European Opportunities I bei -17.3%, nachdem noch am 20. Februar ein Jahreshoch von +4.4% YTD erzielt wurde. Seit Fondsaufgabe im September 2018 liegt die Rendite nun bei -8.2% im Vergleich zu -23.4% resp. -25.9% für die MSCI Europe Small Cap und MSCI Europe Micro Cap Indices. Die annualisierte Volatilität lag weiterhin mit 18,4% unter den Vergleichsmärkten MSCI Europe Small Cap (26,1%) und MSCI Europe Micro Cap (26,7%).



Betrachtungszeitraum: 03.09.2018 bis 31.03.2020. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Welchen Unterschied doch fünf Wochen ausmachen können. Automatisierte Handelssysteme wie Risk Parity Programme und Managed Futures, dessen Risikomanagement auf Volatilitätskennzahlen beruht, mussten bei ansteigenden Schwankungsbreiten als sogenannte Forced Sellers rigoros abverkaufen, um wieder in angemessene Risikolimits zu gelangen. Weitere Handelsalgorithmen wurden als Kettenreaktion ausgelöst und dieser Mix hatte den Märkten rasend schnell die Füße weggezogen. Dieses Spiel funktioniert allerdings für große Indices ebenso nach oben und so haben wir in den letzten zwei Wochen eine unglaubliche Erholungsrally erlebt, entgegengesetzt zu inzwischen einsetzender, extrem negativer wirtschaftlicher Berichterstattung. Haben nun die Algorithmen komplett übernommen bzw. kehrt ein besonnener, fundamentaler Realismus irgendwann zurück? Immerhin konnten wir noch Mitte Februar neue Rekordstände am Aktienmarkt erreichen und notieren derzeit ca. 20% unterhalb – im Anblick der wohl härtesten Rezession seit dem zweiten Weltkrieg, in welcher wir uns aktuell schon befinden. Ob diese Bewertungen angemessen sind, werden uns die nächsten Monate zeigen. Der Aktienmarkt preist aktuell jedoch die gigantische Wette ein, dass die durch Covid-19 verursachte Korrektur zwar sehr hart aber auch nur sehr kurz sein wird und wir ab Q3/Q4 2020 eine ebenso fulminante wirtschaftliche Erholung realisieren werden. Dieser Wette unterliegen eine Reihe an Annahmen, welche bei einer Abweichung sofort in den Marktpreisen ihren Niederschlag finden werden.

Eine dieser zentralen Annahmen ist, dass die westlichen Staaten sämtliche Register ziehen werden und astronomische Summen im Rahmen ihrer Fiskalpolitik durch Förderprogramme dem Markt zur Verfügung stellen. Flankierend intervenieren die Zentralbanken mit noch nie dagewesenen Liquiditätsimpulsen im Kapitalmarkt, ganz zu schweigen von den ohnehin schon rekordtiefen Zinssätzen. Dadurch offeriert die Geld- und Fiskalpolitik dem Kapitalmarkt einen kolossalen Put! Folglich haben diverse Marktteilnehmer ein sogenanntes Moral Hazard-Verhalten etabliert, in der Annahme, dass die jeweiligen Staaten – angeführt durch die USA mit der anstehenden Präsidentschaftswahl – alles tun werden, um die größtmögliche Anzahl an Unternehmen und Arbeitsplätzen zu erhalten. Dadurch werden viele Unternehmen, die es ohne Unterstützung der Steuerzahler nicht geschafft hätten, überleben. Aber welchen Wert kann man z.B. einer solchen

Airline oder Automobilzulieferer beimessen, insbesondere wenn die Verhandlungen über das Rettungspaket noch laufen bzw. noch nachgebessert werden müssen? Welche langfristigen Wachstumsaussichten haben diese Unternehmen, wenn sie tatsächlich nur einen Überbrückungskredit erhalten und diesen bei geschwächter Kapitalstruktur irgendwann zurückzahlen müssen und somit keine Wachstumsinvestitionen verfolgen können? Dennoch reagierte der Aktienmarkt sehr schnell und beflügelte die Bewertungen dieser Unternehmen, offenbar in der Annahme, dass die Downside begrenzt ist. Der Aktienmarkt verhält sich sehr optimistisch, nach- und weitsichtig, obwohl noch in der kürzlichen Vergangenheit kleinste Verfehlungen empfindlich abgestraft wurden. Der Put scheint zu wirken.

Eine weitere zentrale Annahme ist, dass die Menschheit das Coronavirus in den nächsten Monaten in den Griff bekommen wird und die Auswirkungen auf unseren Alltag minimiert werden. Nur so kann auch in Q3/Q4 2020 eine wirtschaftliche Erholung einsetzen, die derzeit an den Märkten eingepreist ist. Es wird ein prekärer Balanceakt der Politik, die gesellschaftliche Öffnung schrittweise umzusetzen. Jegliche Veränderung in den Annahmen, die zu einer Verlangsamung oder Beschleunigung der Öffnung beitragen, werden erhebliche Auswirkungen auf die Kapitalmärkte haben. Dabei steht zur Zeit sicherlich nur eines fest: Covid-19 wird uns auch noch in 6-9 Monaten beschäftigen und möglicherweise auch noch in 2021. Aber wie werden sich die Politiker verhalten, wenn sich der Spannungsbogen zwischen gesellschaftlicher und wirtschaftlicher Gesundheit weiter aufbaut? Man darf nicht vergessen, dass gerade in westlichen Nationen viele Amtsinhaber von Großteilen der älteren Bevölkerung gewählt wurden und es ein irreversibles Makel wäre mit vermeidbaren Todeszahlen in Verbindung gebracht zu werden. Politiker haben hier per se ein asymmetrisches Risikoprofil. Eine weitergehende Staatsverschuldung um paar Prozentpunkte wäre nur eine sich verändernde Zahl, für welche sich wohl kaum einer von ihnen später verantworten müsste. Folglich ist davon auszugehen, dass Politiker eher zu gesellschaftlicher Gesundheit tendieren, insbesondere rechtsgerichtete amtierende Parteien, welche im Anschluss durch eine vermeintlich höhere wirtschaftliche Kompetenz weitere Stimmen einfangen könnten.

Ferner gibt es eine Vielzahl vermeintlich unwesentlicher Annahmen, welche unter dem Begriff „Folgeeffekte“ subsumiert werden können. Zum Teil können wir diese schon erahnen, kennen jedoch weder das Ausmaß noch die wirtschaftliche Bedeutung. Als makroökonomisches Beispiel könnte eine erwartete Inflation dienen, welche aufgrund der immensen Ausdehnung des monetären Volumens zumindest eine sich verstärkende Asset Price Inflation hervorrufen sollte (inkl. noch höherer Aktienbewertungen). Ein kurzfristiger Angebotsschock durch eine Verknappung produzierter Waren und Dienstleistungen könnte ebenfalls eine kurzfristige Inflation auslösen, da eine weiterhin bestehende Nachfrage nicht bedient werden kann. Diese Tendenzen konnten beispielsweise in China in einzelnen Produktgruppen beobachtet werden.

Die größte Gefahr bei diesen Zweitrunden-Effekten liegt unseres Erachtens hingegen in einem Nachfrageschock, ausgehend von einer dramatischen Verschlechterung im Konsumenten- und Unternehmensvertrauen. Steigende Arbeitslosigkeit und ein negativer Wealth Effekt könnten die Ausgabe- und Investitionsneigung reduzieren und die Märkte auf dem Weg zu früheren Nachfrageniveaus verlangsamen. Mikroökonomisch ist dies überraschenderweise zur Zeit bei E-Commerce-Unternehmen festzustellen. Obwohl diese derzeit überproportional von einer Verschiebung vom Präsenzhandel zum Online-Handel profitieren, realisiert eine Reihe dieser Unternehmen Umsatzrückgänge in nicht-essentiellen Produkten wie z.B. Kleidung. Nun ja, wenn man zu Hause sitzt, tun es auch mal die alten Klamotten. Aber ist es nicht eine natürliche Reaktion des Menschen, bei Unsicherheiten in den Ausgaben defensiver zu werden? Es wird somit auf die

optimistische Stimmung in den jeweiligen Ländern ankommen, inwieweit deren Konsumenten und Unternehmer größere Investitionen, wie z.B. private Immobilienkäufe oder unternehmerische Wachstumsinvestitionen, tätigen wollen und auch finanziell umsetzen können. Stimmung und Optimismus sind launische Gesellen, die nicht einfach an- oder ausgeschaltet werden können.

Bis dato konnten nur grobe Annahmen in den Aktienbewertungen Einzug finden. In den anstehenden Q1-Unternehmensberichterstattungen werden detailliertere Konsequenzen dokumentiert und das wahrscheinliche Ausmaß beziffert. Besonderem Augenmerk werden den Geschäftsausblickten gewidmet, welche Erwartungen die Unternehmen für das restliche Jahr in Aussicht stellen werden. Überraschungen in die eine oder andere Richtung werden noch mal für eine deutliche Variabilität in den Marktpreisen sorgen.

Nachdem unser Portfolio in den ersten Tagen des Abschwungs nur teilweise nach unten korrigierte, setzte im zunehmenden Verlauf ein liquiditätsgetriebener Abverkauf ein. Zeitnah wurde von uns jedes einzelne Portfoliounternehmen auf eine potentielle Anfälligkeit hinsichtlich Covid-19-Auswirkungen hinterfragt und gegebenenfalls in der Gewichtung reduziert oder komplett abgestoßen. So sahen wir uns beispielsweise gezwungen, unser eingangs doch relativ hohes Italien-Exposure von ca. 17% sehr schnell zu reduzieren. Auch vermeintlich zyklische Werte wurden zügig getrimmt. In der Spitze hielten wir eine Cash-Quote von ca. 45%, um dem scharfen Sell-Down abzumildern. Nur Unternehmen, von dessen Geschäftsmodell wir nachhaltig überzeugt waren, wurden vollständig behalten.

Exemplarisch kann hier die Sanne Group genannt werden, dessen Geschäftsmodell größtenteils auf jahrelang laufenden Serviceverträgen mit festen Vergütungsbestandteilen beruht. Mitte März berichtete das Unternehmen zudem, dass es weiterhin für 2020 von einem Umsatzwachstum ausgeht. Durch den kürzlichen Verkauf einer Geschäftseinheit, verfügt Sanne nun über Cash-Reserven, um im aktuellen Marktumfeld ihre Buy-and-Build-Strategie durch günstige Zukäufe zu forcieren. Aus diesen Gründen sahen wir keine Veranlassung, trotz zwischenzeitlichen Kursverlusten von ca. 20%, unsere volle Position zu verändern. Zum Quartalsende hatte sich dann der Aktienkurs auch schon wieder größtenteils erholt.

Bemerkenswert waren die sehr unterschiedlichen Auswirkungen des Lock-Downs auf einzelne Unternehmen. Beispielsweise wurden einige britische Healthcare-Werte nicht vom Verkauf verschont, zum Teil zurecht. Bei unserem tele-radiologischen Portfoliounternehmen Medica Group kam es tatsächlich auch zu geschäftlichen Beeinträchtigungen. Durch das Zuhause bleiben kommt es naturgemäß zu weniger Personenunfällen, für welche letztlich auch weniger Notarzteinsätze sowie anschließende CT-Aufnahmen benötigt werden. Darüber hinaus werden geplante Operationen verschoben, für welche dann keine MRT-Aufnahmen mehr notwendig sind. Durch diese Veränderungen hatte das Management zuerst eine kurzfristige Umsatzwarnung von ca. 30%, später gefolgt von ca. 50%, ausgerufen. Während unfallsbedingte CT-Aufnahmen-Umsätze nicht wieder hereingeholt werden können, sind geplante OP-MRT-Aufnahmen nur aufgeschoben. Sobald die Menschen wieder verstärkt auf die Straße zurückkehren, Operationen nicht länger aufgeschoben werden können bzw. der Nachfragestau abgetragen werden muss, wird die Nachfrage nach radiologischen Auswertungen wieder über kurz oder lang zu alten Volumina zurückkehren. Ist nun eine Bewertungskorrektur von über ca. 30% für diese Vorkommnisse angemessen? Werden dadurch die Cash-Flow-Ströme der nächsten Jahre, welche den überwiegenden Anteil einer Unternehmensbewertung ausmachen, maßgeblich vermindert? Wir kamen zur Ansicht, dass es eher eine Chance darstellte, unsere Position weiter aufzustocken.

Im Kontrast dazu beobachten wir eine Vielzahl an Unternehmen, die zwar einerseits ihre Guidance für 2020 zurückgezogen haben, aber andererseits keinerlei Orientierung über das wahrscheinliche Ausmaß der Auswirkungen bekannt gegeben haben. Der Kapitalmarkt hat diesen Unternehmen den „Benefit of the Doubt“ gegeben und sie bisher noch glimpflich beurteilt, sodass sie im Gegensatz zu den Unternehmen, die negative Beeinträchtigungen bereits deutlicher kommuniziert hatten, stärker von der Erholungs-Rally der letzten Tage profitieren konnten. Diese Unternehmen, die bisher noch keine Orientierung über die Auswirkungen kommuniziert haben, könnten deswegen nun aber größere Downside-Risiken beinhalten und möglicherweise sehen wir dort noch Verwerfungen, die wir uns zunutze machen können. So manch ein Management Team wird darüber hinaus die Krise auch als willkommene Chance nutzen, Altlasten in der Q1- bzw. Q2-Berichterstattung verschleiern auszuweisen. Entgegengesetzt werden Qualitätsunternehmen versucht sein, sämtliche stille Reserven zu heben, um dem Kapitalmarkt die Resilienz des Geschäftsmodells zu demonstrieren und den guten Track Record aufrecht zu erhalten.

Als positives Highlight in Q1 bleibt festzuhalten, dass nun zum dritten Mal in den anderthalb Jahren des Fondsbestehens eine Private Equity-Übernahmeofferte für ein Portfoliounternehmen lanciert wurde. Clayton, Dubilier & Rice bot Anfang März eine Übernahmeprämie von ca. 50% auf den Vortageskurs des britischen Healthcare-Kommunikationsspezialisten Huntsworth. Im Zuge des rasant fallenden Marktes und der Zuspitzung der Liquiditätssituation zogen wir es vor, unsere Aktien in den Markt zu geben, um nicht Gefahr zu laufen, die Übernahme scheitern zu sehen.

Die letzten Wochen haben vielen Large Cap-Aktien eine schnelle Erholung beschert. Diese Entwicklung kann erst bei einzelnen, ausgewählten Small Cap-Aktien beobachtet werden, vorwiegend bei den typischen Darling Stocks. Der Nebel der Unsicherheit wird sich höchstwahrscheinlich nicht vor der Q2-Earnings Season im Sommer lichten und somit in der Zwischenzeit noch einige Opportunitäten offerieren. Die rasante, bidirektionale Marktgeschwindigkeit in der Verarbeitung neuer Informationen favorisiert Investoren mit tiefen Vorkenntnissen von Einzelunternehmen und Märkten, um den Abgleich zwischen kurzfristiger Marktkapitalisierung und langfristigem, fundamentalem Geschäftswert zu kalibrieren und rasch daraus Nutzen zu schlagen.

Wir bei Barius Capital Management besinnen uns weiterhin auf unseren inneren Wertekompass in der Fundamentalanalyse und analysieren in unserer Investmentstrategie jedes einzelne Unternehmen in den Annahmen Bottom-Up. Signifikante Unsicherheiten sind nach wie vor allgegenwärtig und müssen adäquat im Aktienkurs reflektiert sein. Kapitalmärkte neigen immer wieder dazu, kurzfristig zu übertreiben, mal nach unten, mal nach oben. Die aktuellen Zeiten sind sehr außergewöhnlich, beinhalten jedoch auch enorme Chancen!

Mit freundlichen Grüßen  
Martin Hofberger