

Liebe Investoren und Freunde,

im zweiten Quartal 2020 lag die Wertentwicklung des Barius European Opportunities I bei +12,5% bzw. für die erste Jahreshälfte bei -7,0%. Eine bewusst höhere Cash-Quote sowie ausgewählte, solide Aktienwerte, welche uns noch im ersten Quartal vor einem höheren Wertverlust unseres Portfolios geschützt hatten, bremsten nun etwas die vollständige Partizipation an der Aufwärtsbewegung. Auch unser Exposure zu UK-notierten Werten, dessen Aktienmarkt im Mai und Juni generell eher stagnierte, trug dazu bei, verspricht aus unserer Sicht aber auch weiteres relatives Aufwertungspotential, insbesondere da unsere Werte geringen lokalen Brexit-Marktrisiken unterliegen.

Seit Fondsaufgabe im September 2018 liegt die Rendite nun bei +3,3% im Vergleich zu -9,1% respektive -8,8% für die MSCI Europe Small Cap und MSCI Europe Micro Cap Indices. Die annualisierte Volatilität lag weiterhin mit 16,6% unter den Vergleichsmärkten MSCI Europe Small Cap (24,0%) und MSCI Europe Micro Cap (24,8%). Damit konnten wir zum wiederholten Mal nach Ende 2018 und Anfang 2020 eine positive Performanceentwicklung mit überdurchschnittlichen Renditen bei einem gleichzeitig reduzierten Risiko für unser Zielsegment unter Beweis stellen.



Betrachtungszeitraum: 03.09.2018 bis 30.06.2020. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Ein jeder Umbruch, ein jeder Wandel bietet Chancen. Covid-19 hat signifikante Informations-Ineffizienzen erzeugt, welche uns noch eine Weile begleiten werden, da der Verlauf und möglicherweise der Ausgang der Pandemie noch ungeklärt sind.

In diesem Zusammenhang hatte uns alle die rasante Erholung an den Kapitalmärkten im zweiten Quartal sehr überrascht. Obwohl die realen, volkswirtschaftlichen Schäden immer deutlicher wurden, zog der europäische Aktienmarkt ungehindert an und schloss zum Ende Juni ca. 10% unter den Höchstständen vom Februar. Was anfangs noch als technische Gegenreaktion zum liquiditätsgetriebenen Abverkauf zu deuten war, wurde später von spekulativen Elementen sowie FOMO (fear of missing out) abgelöst. Typischerweise wurden klassische Darling Stocks und Qualitätsunternehmen ebenso schnell wieder nach oben gezogen, wie sie gefallen war. Das hatte durchaus spekulative Komponenten, da zum Zeitpunkt März / April keine seriösen Annahmen zum weiteren Verlauf der Pandemie und ihren Beeinträchtigungen gemacht werden konnten. In den Monaten April und Mai konnten dann einige Akteure beobachtet werden, die unter Zugzwang gerieten, um dem Aufschwung beizutreten, da sie zu lange an der Seitenlinie standen und in ihrer Performanceentwicklung das Nachsehen hatten. Auch dieses Phänomen scheint noch nicht abgeschlossen zu sein, da noch viel Kapital in Cash schlummert und auf den Einsatz im Aktienmarkt wartet.

Nichtsdestotrotz suggeriert die aktuelle Abkopplung des Kapitalmarktes von der Realwirtschaft, dass noch ein längerer Anpassungs- und Ernüchterungsprozess vor uns liegen könnte. Natürlich hatten wir

zügig das europäische Anlageuniversum des Barius European Opportunities Fonds nach möglichen Krisengewinnern durchforstet. Dennoch sind wir unserer langfristigen Investmentstrategie treu geblieben und haben uns nicht von kurzfristigen Einmaleffekten verleiten lassen. Letzter Punkt ist enorm wichtig zu verstehen, da gerade in dem aktuellen Umfeld sehr viele Einmaleffekte auftreten, die sich jedoch nicht fortschreiben lassen. So hatten wir beispielsweise von einem Investment in Flow Traders abgesehen, obwohl offensichtlich war, dass das Unternehmen ein extrem starkes 1. Quartal haben muss. Viel wichtiger war und ist zu erkennen, welche strukturellen Veränderungen sich ergeben werden. Recht offensichtlich erkennbar und zum Teil berechtigt wurden digitale Geschäftsmodelle an den Märkten sehr schnell wieder gefeiert. Ob die Bewertungen dabei nun nicht schon zu viel Zukunftsphantasie vorweggenommen haben, bleibt eine andere Frage. Auch wir sind große Anhänger der digitalen Transformation und ein Großteil unseres Portfolios unterliegt dieser Investmentthese. Aber wir sind auch Verfechter der Prinzipien GARP (growth at a reasonable price) und Free Cash Flow Yield. So kamen für uns beispielsweise Investmentkandidaten wie Zur Rose oder Shop Apotheke trotz strukturellem Rückenwind nicht in Betracht, da die Bewertungen nicht im Verhältnis standen und beide Unternehmen bis dato nur massiv Geld verbrannt hatten, anstatt Free Cash Flows zu erzeugen.

Somit verlagerte sich unser Fokus immer mehr auf Marktsegmente und Unternehmen, die zwar von Covid-19 beeinträchtigt wurden, aber deren Effekte nicht strukturell, sondern kurzfristiger Natur waren und die Betriebsprozesse und Abnehmermärkte zwangsläufig wieder zu alter Stärke zurückkommen müssen. Als Beispiel ist hier der Gesundheitsmarkt zu nennen, welcher teilweise durch hohem Personaleinsatz und Corona-bedingter Ressourcen-Reallokation mit untypischen Umsatz- und Gewinneinbrüchen in Mitleidenschaft gezogen wurde. Es ist jedoch recht offensichtlich, dass die Gesellschaft ihre gewohnten Krankheiten nicht stoppen kann, geplante Operationen nur aufgeschoben werden können und dass die Nachfrage nach nicht-akuten, medizinischen Dienstleistungen zu alten Niveaus zurückkehren wird. Gerade in diesem Segment haben wir das Portfolio im zweiten Quartal weiter ausgebaut und drei neue Positionen geschaffen (Vita 34, Limes Schlosskliniken, Advanced Medical Solutions) sowie eine Position (Medica Group) aufgestockt. Der Bereich Healthcare machte zum Quartalsende 24% der Fondsinvestitionen aus.

Generell nahmen wir in den letzten Monaten die divergierenden Kursentwicklungen verschiedenster Aktienwerte gern zum Anstoß, unser Portfolio entsprechend anzupassen. So wurden weitere bestehende Positionen aufgestockt (Generix, eQ), neue Unternehmen hinzugefügt (Wavestone, 4imprint) sowie Investments, deren Aktienkurse unseres Erachtens kurzfristig zu weit entlaufen waren, wieder abgestoßen (USU Software).

Darüber hinaus haben wir das französische Softwareunternehmen Esker, ein Profiteur der Beschleunigung der digitalen Transformation, ins Portfolio mitaufgenommen. Nachdem wir das Unternehmen seit Jahren beobachtet und mehrmals persönlich unter anderem am Firmensitz in Lyon getroffen hatten, nutzten wir die günstigen Kurse im April für einen Kauf. Esker bietet eine Cloud-Plattform mit modernster künstlicher Intelligenz bzw. Robotic Process Automation für die Digitalisierung von Beschaffungs- zu Eingangsrechnungsprozessen (Procure-to-Pay) sowie Auftragsverarbeitungs- zu Ausgangsrechnungsprozessen (Order-to-Cash). Das Unternehmen gilt als ein Vorreiter der SaaS-Umstellung, da es schon seit über 15 Jahren seine Produkte von Grund auf so konzipiert hat und somit stetige, wiederkehrende Umsätze erzielt. Die Wachstumsraten hatten bereits in 2019 angezogen und werden wohl durch das aktuelle Umfeld noch weiter befeuert. Die Profitabilität zeigte sich für ein Softwareunternehmen stets eingeschränkt, doch die inhärenten Gewinnmargen wurden durch die sofortige ertragswirksame Verauslagung von Wachstums-

Vertriebsausgaben geschmälert. Normalisiert man diese, so zeigt sich eine mehr als doppelt so hohe tatsächliche Profitabilität!

Die Q2-Berichtssaison steht vor der Tür und wir werden wohl einige Überraschungen erleben. Positive wie negative und dennoch wird die Herausforderung bleiben, zu erkennen, ob Einmaleffekte oder strukturelle Veränderungen die Berichterstattung und den Ausblick für 2020 dominieren und welche Normalisierung im Anschluss zu erwarten ist.

Kurzfristige Bestandsaufnahmen können verzerrte Bilder abgeben, da komplexe Prozesse Zeit benötigen, um auszulaufen und neu adjustiert zu werden. So werden z.B. bei Geschäftsmodellen mit langen Verkaufszyklen die Auswirkungen primär im mangelnden Auftragseingang sichtbar werden, weniger in den Umsätzen oder Gewinnen. Erfolgreiche Vertriebsabschlüsse bedingen oftmals die physische Präsenz der handelnden Parteien und wie schnell sich ausgebliebene Aufträge wieder hereinholen lassen oder nun nach vorne geschoben werden, bleibt abzuwarten.

Nicht nur die Digitalisierung der Geschäftsprozesse hat sich beschleunigt, sondern auch anderweitige Themen scheinen sich durchzusetzen. So könnten beispielsweise einige personalintensive Unternehmen eine strukturell leichte Margenverbesserung verspüren, da Videokonferenzen und Home Office nicht unerheblich die notwendigen Reise- und Raumkosten reduzieren werden. Stehen somit personalintensive Unternehmen automatisch vor höheren Gewinnen oder werden diese durch intensiven Wettbewerb eher an den Kunden weitergereicht? Das hängt dann wohl eher von der Nachhaltigkeit der Wettbewerbsvorteile der Unternehmen ab.

Wir bei Barius Capital Management suchen nach strukturellen Gewinnern mit viel Potential und beteiligen uns langfristig an diesen, um Compounding-Effekte zu ermöglichen. Das Portfolio des Barius European Opportunities Fonds ist mit seinen Free-Cash-Flow-erzeugenden Wachstumsunternehmen solide aufgestellt und mit einer Cash-Quote von derzeit 18% bewusst so positioniert, um im derzeit volatilen Umfeld jederzeit auf sich bietende Gelegenheiten reagieren zu können.

Wir wünschen Ihnen einen erholsamen Sommer und bleiben Sie gesund.

Mit freundlichen Grüßen
Martin Hofberger