



”

*Besonderen Wert legen wir darauf, dass der Fonds eine möglichst tiefe Korrelation zu Aktien und Anleihen aufweist.“*

*Lucio Soso*

Überzeugt: Fondsmanager Lucio Soso konnte auch in schwierigen Börsenzeiten Erträge erwirtschaften

# „WIR WOLLEN KONSTANTE POSITIVE RENDITEN“

Die dramatische Liquiditätsverknappung während der Finanzkrise vor zehn Jahren hat Portfoliomanager Lucio Soso geprägt. Bei seinem Absolute-Return-Fonds BB Global Macro steht deshalb Risikovorsorge ganz oben auf der Prioritätenliste. Die stabile Wertentwicklung des Fonds gibt ihm recht

## Interview

Uli Kühn

### TiAM: Ihr Fonds BB Global Macro segelte relativ unbeschadet durch die jüngste Korrektur. Wie haben Sie das gemacht?

Lucio Soso: Wir waren darauf vorbereitet. Bereits im vergangenen Jahr haben wir uns entsprechend positioniert. Das Ziel des BB Global Macro ist, konsistent positive Renditen von fünf bis sieben Prozent pro Jahr zu erwirtschaften, und zwar unabhängig vom Marktumfeld und über den gesamten Konjunkturzyklus hinweg. Besonderen Wert legen wir in diesem Zusammenhang darauf, dass der Fonds eine möglichst tiefe Korrelation zu Aktien und Anleihen hat.

### TiAM: Wie erreichen Sie diese Unabhängigkeit?

Soso: In meiner Karriere war ich sechs Jahre lang Risikomanager bei einem Hedgefonds. In dieser Zeit habe ich die Korrelationen zwischen den verschiedenen Anlageklassen genau studiert. Diese Erkenntnisse waren bei der Konzeption unserer Fondsstrategie ausschlaggebend. Der BB Global Macro investiert weltweit aktiv in mehrere Anlageklassen und wir können sowohl Long- als auch Short-Exposure aufbauen. Dank der täglichen Vorgabe eines klar definierten Risikolevels ergibt sich über die Laufzeit ein stabiles Risikoprofil.

### TiAM: Also war der Fonds im Januar bei Aktien Short?

Soso: Nein, so weit sind wir nicht gegangen. Wir versuchen aber stets, den Aktienanteil so tief wie möglich zu halten. In den vergangenen Jahren hat sich diese Strategie vor allem in schwierigen Marktphasen hervorragend bewährt. Auch in der Marktkorrektur im Februar waren unsere niedrige Aktienquote und unser hoher Bestand an deutschen und amerikanischen Staatsanleihen von Nutzen.

### TiAM: Doch wie geht es jetzt weiter?

Soso: Uns stehen herausfordernde Jahre bevor. Wir befinden uns am Ende einer zehn Jahre dauernden Periode mit extrem lockerer Geldpolitik. Als Folge sind viele Anleihen und Aktien heute außergewöhnlich hoch bewertet. Die Rendite vieler Unternehmensanleihen liegt auf einem All-Time-Low. Aktien sind durch die Korrektur nicht mehr ganz so teuer wie Ende Januar, aber häufig ebenfalls sehr hoch bewertet. Das wird auf Dauer nicht so bleiben.

### TiAM: Sie wetten also auf eine Baisse?

Soso: Wir wetten nicht, denn es ist unmöglich, die künftige Entwicklung der Märkte genau belastbar vorherzusagen. Wir versuchen die Mechanismen, die an den Finanzmärkten zu gewissen Zeitpunkten wirken, zu verstehen. Anstatt mit einer einzigen Marktprognose arbeiten wir mit verschiedenen Szenarien.

### TiAM: Welche Szenarien sind das?

Soso: Wir arbeiten mit drei Szenarien. Unser Hauptszenario, dem wir eine Wahrscheinlichkeit von 50 Prozent geben, ist die Bildung einer möglichen Aktienblase. Dieses Szenario geht davon aus, dass die Liquiditätsschwemme und der Mangel an Anlagealternativen zu überzogenen Aktienbewertungen führen könnte. Diese Prognose klingt zunächst einmal sehr beruhigend, doch ich halte dies für eine gefährliche Entwicklung. Wenn etwas schiefliegt, ist das Downside-Potenzial beachtlich.

### TiAM: Wie sehen Ihre anderen Szenarien aus?

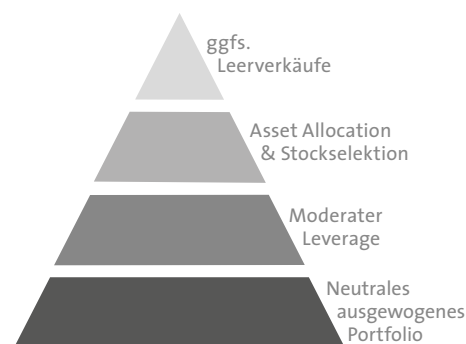
Soso: Das zweite Szenario, mit einer Wahrscheinlichkeit von 35 Prozent, geht davon aus, dass der jüngste Kurseinbruch nur eine relativ kurzfristige technische Korrektur →



Spannend: Fondsmanager Lucio Soso (r.) erklärt TiAM-Redakteur Uli Kühn seine Strategie.

## STRUKTURIERTER ANSATZ

### Investmentfolge BB Global Macro



Quelle: Bellevue Asset Management AG

Das ausgeglichene Fondsportfolio wird über Leverage, Titelauswahl und Leerverkäufe an den Markt angepasst.

**Zuversichtlich:** Mit der Definition verschiedener Szenarien bereitet sich Portfoliomanager Soso auf mögliche Marktentwicklungen vor

tur ist, nach der langen Phase mit sehr geringer Volatilität. In diesem Szenario gehen wir von maximal 20 Prozent Kursrückgang am Aktienmarkt aus. Da die Liquiditätskonditionen positiv bleiben und Alternativen zu Aktien fehlen, werden sich die Aktienmärkte noch einmal aufrappeln. Das dritte Szenario, mit einem Gewicht von 15 Prozent, ist ein Krisenszenario, das von einem echten Bärenmarkt ausgeht.

#### TiAM: Welche Ereignisse könnten solch eine Baisse auslösen?

Soso: Wir sehen aktuell zwei Situationen, die Gefahrenpotenzial bergen. Uns macht vor allem das Liquiditätsrisiko der US-Unternehmensanleihen Sorgen. Bereits heute, bei guten Marktverhältnissen, ist es schwierig, Unternehmensanleihen effizient zu handeln. Wenn die Konditionen an den Märkten schwieriger werden, könnte das in einem Blutbad enden. Das zweite große Risiko sind die Schwellenländer. Die Nullzinspolitik nach der Finanzkrise hat dort zur Entstehung einer Kreditblase geführt. Besonders in Asien und speziell China ist die Situation kritisch. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 15 Prozent erwarten wir daher eine Finanzkrise in Asien und eine starke Abwertung des Yuan.

#### TiAM: Wie bestimmen Sie die Gewichte Ihrer Szenarien?

Soso: Dafür gibt es keine Formel. Die Wahrscheinlichkeiten legen wir nach intensiver Diskussion im Anlageteam fest. Die Szenarien selbst werden in der Regel nach sechs bis zwölf Monaten ersetzt, die Wahrscheinlichkeiten können sich jedoch relativ schnell verändern.

#### TiAM: Wie kommen Sie von diesen Szenarien zu konkreten Investmententscheidungen?

Soso: Aus den Szenarien werden für einzelne Anlageklassen Renditeerwartungen berechnet. Im nächsten Schritt untersuchen wir, wie wir das Portfolio anpassen oder verbessern können, damit es sich so gut wie möglich innerhalb der Szenarien bewegt. Normalerweise passen wir die Allokation des Fonds im Durchschnitt etwa alle drei Monate an.



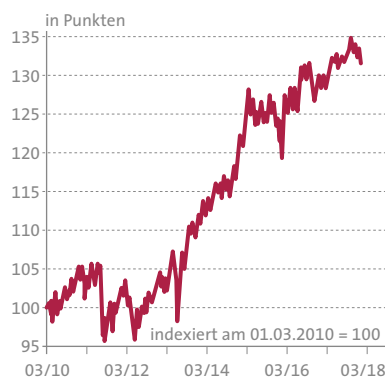
#### DER FONDS

|                     |                 |
|---------------------|-----------------|
| Fondsname           | BB Global Macro |
| Strategie           | Absolute Return |
| Fondsgesellschaft   | Bellevue AM     |
| Fondsmanager        | Lucio Soso      |
| Fondsstart          | 31.03.2010      |
| Fondsvolumen        | 536 Mio. €      |
| Laufende Kosten     | 1,33 %          |
| Erfolgshonorar      | 15 % (mit HWM*) |
| Wertzuwachs 3 Jahre | 14,6 %          |
| Wertzuwachs 5 Jahre | 38,5 %          |
| ISIN                | LU 0494762056   |
| Fondsinfos          | www.bellevue.ch |

\* High Watermark  
Stand: 31.12.2017

#### STEIL NACH OBEN

##### Wertentwicklung BB Global Macro



Quelle: Bellevue Asset Management AG

Seit der Auflage im März 2010 stieg das Fondsvermögen um fast 40 Prozent – auch in schwierigen Marktphasen.

#### TiAM: Wie reagieren Sie auf das Liquiditätsrisiko bei Unternehmensanleihen?

Soso: Wenn man Unternehmensanleihen ins Portfolio nimmt, muss man sie bis zur Endfälligkeit halten können. Unsere Unternehmensanleihenquote im Fonds beträgt aktuell nur 14 Prozent. Viele Portfoliomanager haben unserer Meinung nach den Fehler gemacht, dass sie Staatsanleihen wegen der geringen Renditen verkauft haben und Unternehmensanleihen gekauft haben. Dadurch haben sie einen liquiden und zum Aktienmarkt negativ korrelierenden Portfoliobestandteil durch ein illiquides und positiv korrelierendes Element ersetzt.

#### TiAM: Sie halten also Staatsanleihen die Stange?

Soso: Beim BB Global Macro bauen wir auf die Liquidität und den Diversifikationseffekt von US-Treasuries und Bundesanleihen. Im Moment besteht das Fondsportfolio zu 77 Prozent aus diesen Papieren.

#### TiAM: Im Februar war diese defensive Portfolioausrichtung sicher von Vorteil.

Soso: Das kann man so sagen. Es gibt drei wichtige Argumente, die für deutsche und amerikanische Staatsanleihen im Portfolio sprechen. Erstens ihre sehr hohe Liquidität. Bei Staatsanleihen können selbst Milliardenbeträge innerhalb von Sekunden gehandelt werden, ohne den Preis stark zu beeinflussen. Ein weiterer Vorteil ist die negative Korrelation zu den Aktienmärkten. Amerikanische und deutsche Staatsanleihen sind die beiden einzigen Märkte, die zuverlässig als Risk-off-Trade funktionieren und einen wirkungsvollen Schutz bei einem Crash am Aktienmarkt bieten. Fast alle anderen Anlageklassen sind heute



Risk-on-Trades. Das dritte Argument ist schließlich die Rendite.

**TiAM: Wie bitte? Die Umlaufrendite der Bundesanleihen ist doch kaum noch wahrnehmbar.**

Soso: Die Rendite der Bundesanleihen liegt viel höher, als die meisten denken. Die meisten Investoren betrachten lediglich die niedrige Rendite bis zur Endfälligkeit. Das ist allerdings nur ein Durchschnittswert über die gesamte Laufzeit. Die ersten Jahre bieten eine viel höhere Rendite, während die Renditen der letzten Jahre negativ sind. Beim BB Global Macro verfolgen wir daher keine Buy-and-hold-Strategie bei Staatsanleihen, sondern arbeiten mit dem sogenannten Roll-down-the-Yield-Curve-Effekt – wir kaufen Anleihen mit zehn Jahren Restlaufzeit, verkaufen sie aber nach drei Monaten wieder und investieren dann erneut in einer Anleihe mit zehn Jahren Laufzeit. Durch dieses Rollen der Anleihen optimieren wir die Rendite.

**TiAM: Wenn es zu einer echten Aktien-Baisse kommt und Staatsanleihen im Kurs steigen – setzen Sie dann Ihre rollierende Strategie fort?**

Soso: Wir würden unsere Staatsanleihenposition sicherlich verkleinern und die Aktienquote erhöhen. Unsere neutrale Positionierung im Fonds besteht aus 75 Prozent Staatsanleihen und 25 Prozent Aktien. Allerdings können wir bei Bedarf mit einem Leverage von 20 bis 50 Prozent arbeiten. Das heißt, die neutrale Aktienquote liegt zwischen 30 und 37,5 Prozent.

**TiAM: In einem Bullenmarkt fallen Sie dann aber hinter den Markt zurück.**

Soso: Wir nehmen einen Teil der Kurs-

gewinne mit, aber sicher nicht so viel wie andere Fonds. Andererseits: Bei einem Einbruch des Aktienmarkts um 25 Prozent liegt dafür der Draw-down des BB Global Macro nur bei rund drei Prozent. Wie gut unsere Strategie funktioniert, haben wir in den Jahren 2014 und 2015 bewiesen. Damals gab der DAX-Index um 25 Prozent nach. Wir hatten im gleichen Zeitraum dagegen nur einen maximalen Draw-down von drei Prozent.

**TiAM: Wie werden Sie sich positionieren, wenn wir jetzt eine mehrjährige Baisse bekommen?**

Soso: Es ist immer schwierig, die Zukunft vorherzusagen. Aber wenn unsere Prognosen solch eine Entwicklung befürchten lassen, dürfen wir auch Short-Positionen eingehen. Wir haben im Fondsportfolio insgesamt zwar eine klare Long-Positionierung, aber dennoch hatten wir bereits vor der Februar-Korrektur einige Short-Positionen aufgebaut, beispielsweise auf den US-Aktienmarkt und auf 30-jährige US-Staatsanleihen.

**TiAM: Erlauben Sie mir eine persönliche Frage: Wie kommt man als Risikomanager zum Fondsmanagement?**

Soso: Ich habe Ingenieurwesen und Nuklearwissenschaften studiert. Daher kommt wohl meine Vorliebe für klar strukturierte Prozesse. Dann habe ich meine Karriere als Portfoliomanager gestartet und in Asien und den USA Erfahrungen gesammelt. Ich habe zudem jahrelang spezielle Software für Portfoliomanager entwickelt. In dieser Zeit habe ich auch verschiedene Modelle und Prozesse entwickelt, die heute im BB Global Macro zum Einsatz kommen. Als Risikomanager habe ich dann die große Krise



**Lucio Soso**

*Portfoliomanager, Bellevue Asset Management*

*Lucio Soso ist seit 2010 bei Bellevue AM Senior-Portfoliomanager. Zuvor war er bei anderen Häusern unter anderem Risk-Manager, Portfoliomanager, Leiter Finanzanalyse. Er hat Master-Abschlüsse in Finance, Nuklearphysik und Elektrotechnik.*

2007 und 2008 miterlebt. Das größte Risiko für uns war damals die Liquidität. Das zweite Problem war das Gegenparteirisiko. Daher arbeiten wir beim BB Global Macro nur mit äußerst liquiden Anlagen.

**TiAM: Die Krise hat Sie also geprägt?**

Soso: Absolut. Wer so etwas einmal erlebt hat, will das nie wieder mitmachen. Im Jahr 2008 habe ich das Konzept entwickelt, das hinter dem BB Global Macro steht, und dann die Strategie in den folgenden anderthalb Jahren getestet. Zuerst mit drei Investoren, im Jahr 2010 haben wir den Fonds dann als UCITS-Lösung aufgelegt. Mittlerweile ist er ganz schön gewachsen. Meine Familie und ich sind allerdings weiterhin in den Fonds investiert, was unterstreicht, dass ich von dieser Strategie und mit den gesetzten Zielen und Erfolgen fundamental überzeugt bin. ■