

Jahresrückblick 2023

Werte Global Convertible Bond Fund Investoren

Wir freuen uns, Ihnen den Jahresbericht des H.A.M - Global Convertible Bond Fund (GCBF) zustellen zu dürfen.

2023 erwies sich als Übergangsjahr in eine neue Normalität, an die sich Unternehmen, Investoren und Konsumenten gewöhnen mussten. Über das Gesamtjahr blieben die Zinsen beinahe unverändert, Kreditrisiko-Aufschläge sanken und globale Aktienmärkte legten an Wert zu. Dieser Eindruck trügt, denn im Jahresverlauf kam es zu grösseren Ausschlägen an den Zinsmärkten, getrieben von Zinserhöhungen der Zentralbanken, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen sowie aufkeimende Hoffnungen der Investoren auf Zinssenkungen gegen Jahresende. Die Aktienmärkte waren ein Spielball dieser Stimmungsschwankungen und verzeichneten im 1. Halbjahr dank den „glorreichen Sieben“ Gewinne und erst im 4. Quartal einen breiteren abgestützten Anstieg, China kämpfte weiterhin mit hausgemachten Problemen und wurde an der Börse dafür abgestraft. Japan erwies sich als Phönix aus der Asche und erzielte die beste Performance seit zehn Jahren. Globale Wandelanleihen verzeichneten im vergangenen Jahr einen Anstieg von +7.6%, die den Wandlern zugrunde liegenden Aktien +14.1%. Aufgrund einer tieferen USA-Gewichtung erzielte der Fonds eine Rendite von +5.6%, die im Gegenzug breiter über die einzelnen Regionen abgestützt war.

Alle Anteilklassen erzielten im vergangenen Jahr einen Wertzuwachs.

	Anteile im Umlauf	Nettoinventarwert		Per- formance
		31.12.2022	31.12.2023	
-EUR-A-	44'085	2'106.94	2'223.88	+5.55%
-CHF-A-	66'583	1'700.62	1'761.64	+3.59%
-USD-A-	14'202	1'636.54	1'772.84	+8.33%
-GBP-A-	2'674	1'123.06	1'199.94	+6.85%
-EUR-D-	115'557	1'154.67	1'222.60	+5.88%
-CHF-D-	208'952	1'128.45	1'171.68	+3.83%
-USD-D-	11'531	1'306.39	1'420.93	+8.77%

Am 31. Dezember 2023 belief sich das Nettofondsvermögen auf insgesamt EUR 669.6 Mio.

Marktrückblick 2023 – Übergang zur neuen Normalität

Nach einem äusserst schwierigen 2022 entwickelten sich sowohl Renten- wie auch Aktienmärkte im vergangenen Jahr freundlich. Diese freundliche Entwicklung täuscht darüber hinweg, dass das vergangene Jahr ein Übergangsjahr war, welches Unternehmen, Konsumenten und Investoren dazu bewegte, sich an die neue Normalität anzupassen. Diese Übergangsphase führte einerseits zu teils sehr empfindlichen/kostspieligen Korrekturen und Schwankungen an den Märkten, eröffnete gleichzeitig aber auch Opportunitäten.

Jede Region kämpfte mit ihren eigenen, teils hausgemachten, Problemen, welche sich nicht nur auf die entsprechende Region beschränkten, sondern im Wechselspiel mit den Herausforderungen der anderen Regionen standen und sich dadurch teils akzentuierten.

- In den **USA** herrschten die Bedenken vor, ob es der US Fed gelingen wird, die Inflation in den Griff zu kriegen und eine sanfte Landung der Wirtschaft herbeizuführen, ohne dass im Zuge der massiven Zinserhöhungen eine Rezession herbeigeführt wird.
- **China** kämpfte weiterhin mit den Auswirkungen seiner rigorosen Null-Covid-Politik, die sich immer negativer auf das nationale wie auch globale Wirtschaftswachstum auswirkte. Der bereits angezählte Immobiliensektor geriet noch stärker in Schieflage und erhoffte, bedeutsame Stimulierungsmassnahmen der Wirtschaft durch die Regierung blieben bisher grösstenteils aus.
- **Europa** litt einerseits ökonomisch betrachtet am stärksten unter den Auswirkungen des anhaltenden Krieges in der Ukraine, andererseits kämpfte Europa wie die USA mit den höchsten Inflationsraten seit Jahrzehnten, aber ohne den gleichen Spielraum auf geld- wie fiskalpolitischer Seite.

Geopolitisch erhöhten sich die Unsicherheiten erneut. Die Differenzen zwischen den USA und China verstärkten sich, was u.a. zu weiteren und einschneidenderen Handelsrestriktionen gegen China führte.

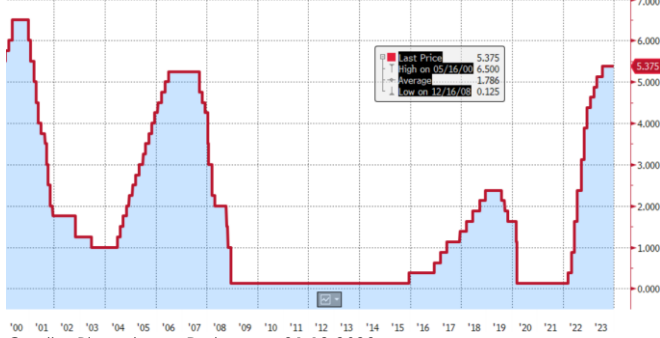
Russlands Angriffskrieg gegen die Ukraine zieht sich bereits seit über knapp zwei Jahre hin und die Gegenoffensive der Ukraine konnte trotz starker Unterstützung des Westens nicht die erhofften Fortschritte erzielen.

Der Nahostkonflikt zwischen Israel und Palästina eskalierte im Oktober, als die radikalislamische Hamas vom Gazastreifen aus Israel mit Raketen beschoss und mehr als 200 Geiseln nahm. Israel reagierte darauf mit einer massiven Militäroperation gegen den von der Hamas kontrollierten Gazastreifen.

Im Jahr 2023 ereigneten sich drei der fünf grössten Kollapse im US-Bankensektor, die jemals verzeichnet wurden. Die Bankenkrise beschränkte sich nicht nur auf die USA, sondern nahm ein globales Ausmass an, das u.a. bei der Credit Suisse einen klassischen Bank Run auslöste und in der Übernahme durch die UBS endete.

Die Notenbankvertreter liessen sich von den Wirren im Bankensektor nicht beirren und hielten an ihrem Mandat zur Inflationsbekämpfung fest, die sich hartnäckiger erwies als von den meisten Marktteilnehmern erwartet wurde. Obwohl die US-Zentralbank die Zinsen bereits im Jahr 2022 um beachtliche +4.25% erhöht hatte, folgten nochmals +1.0% im Jahr 2023, was die US-Zinsen auf das höchste Niveau seit über 20 Jahren hievte und gleichzeitig zum aggressivsten Zinserhöhungszyklus aller Zeiten der FED führte. Die Zeiten der Tiefst-, Null- oder sogar Negativ-Zinspolitik der Zentralbanken gehören definitiv der Vergangenheit an.

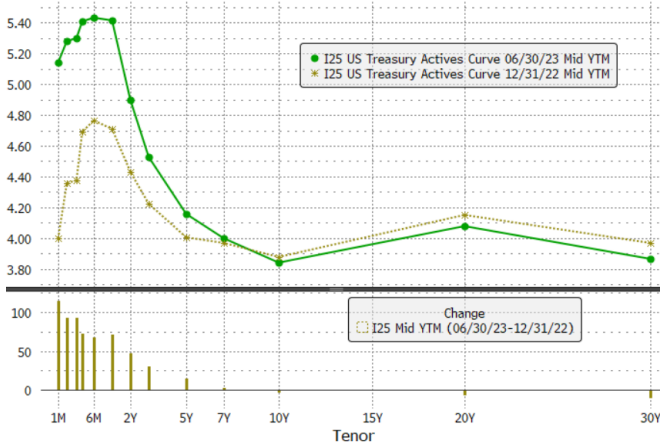
Federal Funds Target Rate Mid Point of Range – 2000 bis 2023



Quelle: Bloomberg, Daten per 31.12.2023

An den Rentenmärkten war „höher für länger“ das Hauptthema, nachdem Investoren den Höhepunkt des Straffungszyklus vorschnell eingepreist hatten, was zum Teil auch auf die Turbulenzen im Bankensektor zurückzuführen war. Im 1. Halbjahr stiegen die Zinsen am kurzen Ende deutlich an, sanken hingegen am langen Ende marginal, was die Inversion der Zinskurve verstärkte.

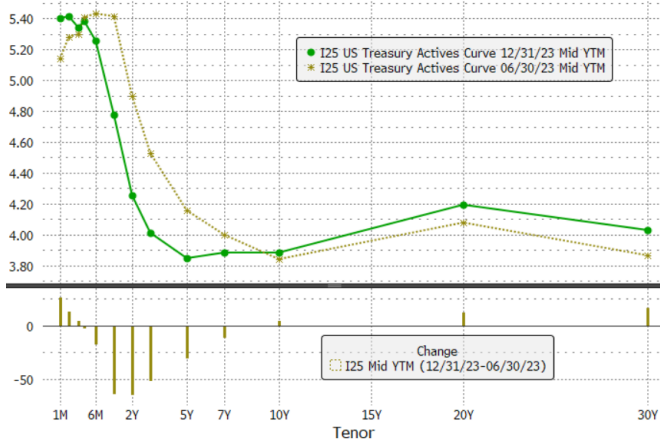
US Treasury Yield Kurve 30.06.2023 ggü. 31.12.2022



Quelle: Bloomberg, Daten per 30.06.2023

In der 2. Jahreshälfte und insbesondere im 4. Quartal stiegen die Hoffnungen der Marktteilnehmer, dass der Höhepunkt erreicht wurde und Zinssenkungen im Jahr 2024 angekündigt würden. Dadurch entspannten sich die Renditen für kurze bis mittlere Laufzeiten wieder deutlich. Am stärksten ausgeprägt war dieser Effekt bei den 2-jährigen Renditen.

US Treasury Yield Kurve 31.12.2023 ggü. 30.06.2023

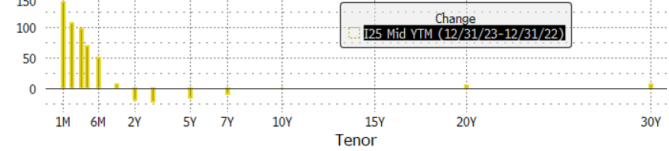


Quelle: Bloomberg, Daten per 31.12.2023

Die starken unterjährigen Schwankungen am Zinsmarkt egalisierten sich beinahe über Jahresfrist. Die Renditen bis sechs Monaten stiegen zwar deutlich an, für Fälligkeiten ab einem Jahr hingegen blieben sie de facto unverändert. Obwohl die Inflations- und Zins-Thematik die Märkte im vergangenen Jahr massiv beeinflussten und

regelmässig für Schlagzeilen sorgten, war es am Zinsmarkt auf Jahresbasis nur ein Sturm im Wasserglas.

Veränderung der US Treasury Yield Kurve 31.12.2023 ggü. 31.12.2022



Quelle: Bloomberg, Daten per 31.12.2023

Die Kreditrisikoaufschläge (Credit Spreads) weiteten sich im Zuge der Bankenkrise im 1. Quartal aus, erholten sich im Anschluss und verengten sich danach wieder. Über das ganze Jahr betrachtet verengten sich die Credit Spreads im Investment Grade- wie auch im Sub-Investment Grade-Bereich deutlich und wirkten sich dadurch positiv auf die Renditen der Bondmärkte aus.

Investment Grade und sub-IG Credit Spreads im 2023



Quelle: Bloomberg, Daten per 31.12.2023

Nach einem enttäuschenden Vorjahr entwickelten sich die globalen Aktienmärkte im 1. Halbjahr sehr erfreulich. Zur positiven Performance trugen u.a. die robusten Wirtschaftsdaten aus den USA sowie die überraschend guten Unternehmensgewinne bei. Zudem beflügelte die Euphorie um das Thema „Künstliche Intelligenz“ die Aktienkurse. Diese KI-Rally war sehr ausgeprägt, wurde aber nur von wenigen Mega-Cap-Wachstumsaktien getragen, welche die globalen Aktienindizes mit sich nach oben hieften. In den Monaten August, September und Oktober konnten sich auch diese Werte nicht mehr der negativen Marktstimmung entziehen, die durch den Mix anhaltender hoher Inflationszahlen, guter Wirtschaftsdaten und demzufolge höheren Zentralbankzinsen entstand. Infolgedessen bürsteten die Aktienmärkte einen Teil der Performance wieder ein. Mit der aufkeimenden Hoffnung auf erste Zinssenkungen im Jahr 2024 durch diverse Zentralbanken setzten die Aktienmärkte ab Ende Oktober zu einem beachtlichen Jahresendspurt an. Diese Erholung war im Gegensatz zum 1. Halbjahr breiter abgestützt und nicht nur durch einige Schwergewichte getragen. So legten im Dezember insbesondere auch Aktien von kleineren und mittleren Unternehmen sowie stark verschuldeten Unternehmen zu. Letztere dürften wiederum am stärksten von tieferen Zinsen profitieren.

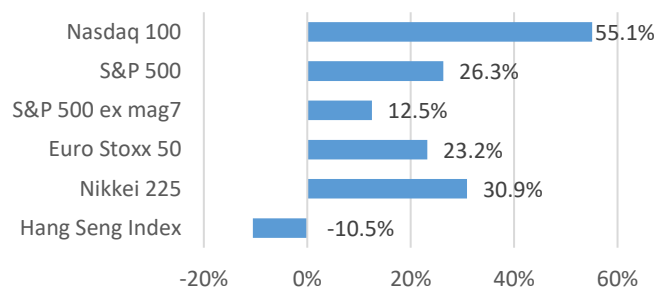
Performance Vergleich: S&P 500 vs S&P 500 equal weighted



Quelle: Bloomberg, Daten per 31.12.2023

Betrachtete man die Entwicklung ausgewählter Aktienindizes für das Jahr 2023, so sprachen die Zahlen für sich (in Lokalwährung).

Total Return Performance ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg, Daten per 31.12.2023

- Der Nasdaq 100 verzeichnete einen bemerkenswerten Anstieg von +55% und erzielte damit die stärkste Performance seit der Jahrtausendwende.
- Der S&P 500 legte um +26% zu und schloss mit 30 Punkten knapp unter dem Allzeithoch.
- Der Euro Stoxx 50 stieg um +23% an und notierte den höchsten Stand seit 17 Jahren.
- Der Nikkei 225 gewann eindrucksvolle +31% und erzielte damit ein 30-Jahrehoch.
- Der Hang Seng Index hingegen büsste -11% ein und konnte sich nicht von den Sorgen um die chinesische Wirtschaft und den strauchelnden Immobiliensektor befreien. Der negative Trend der Vorjahre setzte sich 2023 fort und die Performance-Dispersion der Regionen verstärkte sich dadurch umso stärker.

Total Return Performance über 5 Jahre (in Lokalwährung)



Quelle: Bloomberg, Daten per 31.12.2023

Das vergangene Jahr gestaltete sich besonders schwierig für aktive Investoren, da jeweils nur eine Handvoll Aktien den Grossteil der Performance generierte. Bestes Beispiel dafür war der amerikanische Markt: im Nasdaq 100 machten die grössten sechs Namen zusammen 51% des Index aus. Die verbleibenden 94 Titel stellen die restlichen 49%. Die Jahres-Performance dieser sechs Titel: Apple +49%, Alphabet +58%, Microsoft +58%, Amazon +81%, Tesla +102% und Nvidia +239%. Auch im vermeintlich „breiteren“ S&P 500 Index war der Einfluss dieser sechs Werte plus Meta (+194%) sehr stark ausgeprägt. Diese sogenannten „glorreichen Sieben“ oder „magnificent seven“ stellten mehr als 25% des S&P 500 dar und verdoppelten sich vergangenes Jahr im Durchschnitt. Für die restlichen 493 Unternehmen des S&P 500 fiel das Jahr 2023 mit einer Performance von +12.5% zwar ebenfalls positiv, aber deutlich weniger spektakulär aus.

S&P 500 – massiver Einfluss der „glorreichen Sieben“



Quelle: Bloomberg, Daten per 31.12.2023

Der US-Dollar wertete sich gegenüber den meisten Währungen leicht ab, der Schweizer Franken hingegen verteuerte sich gegenüber dem EUR und USD und der japanische Yen verbilligte sich. Die Rohstoffpreise litten unter der Wachstumsschwäche Chinas, so gaben die Preise für Erdöl und Basismetalle nach. Gold (in USD) verzeichnete einen Kursgewinn von 12% und Kryptowährungen gewannen teils massiv an Wert, so verdoppelten sich die Preise für Bitcoin auf über USD 42'000 (+156%).

Wandelanleihen im 2023

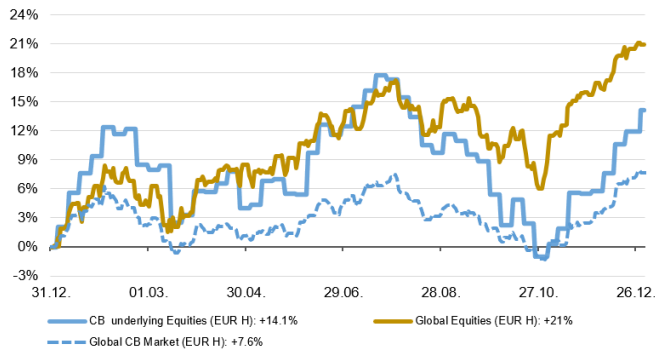
In Anbetracht der freundlichen Entwicklung an den Aktien- wie Rentenmärkten konnten auch globale Wandelanleihen Kursgewinne verzeichnen. So legte das ausgewogene Universum der Wandelanleihen im vergangenen Jahr um +7.6% zu. Im Gegensatz zum Vorjahr, als die Zinsbewegung einen massiven Einfluss auf die Performance des Wandelmarktes hatte, war dies im Jahr 2023 klar weniger ausgeprägt. Die tieferen Kreditrisiko-Aufschläge hatten hier den grösseren Einfluss als die Veränderungen der Zinslandschaft. Der Haupttreiber der Performance von Wandelanleihen im Jahr 2023 war klar die Entwicklung der zugrunde liegenden Aktie.

Die Performance des Wandelmarktes war das Ergebnis folgender Einflussfaktoren:

Aktienmärkte: Der globale Aktienmarkt verzeichnete im Jahr 2023 einen starken Anstieg von +21.0%. Dies war den „glorreichen Sieben“ zu verdanken, die 39.8% der gesamten Aktienmarktperformance beisteuerten (bei einem Gewicht von 16.9%). Da diese Unternehmen keine Wandelanleihen ausstehend hatten, konnte der Wandelmarkt nicht auf diese Performance-Unterstützung zählen. Dadurch ist ein direkter Vergleich mit den Aktienindizes weniger aufschlussreich und führt teils zu Verwirrung. Aussagekräftiger ist die Performance der Aktien, welche auch Wandler ausstehend haben.

Wandlern zugrunde liegende Aktien: Die dem Wandelmarkt zugrunde liegenden Aktien stiegen vergangenes Jahr um +14.1% an und verzeichneten somit einen weniger starken Anstieg als der breite globale Aktienmarkt (+21.0%). Würde man diesen um die „glorreichen Sieben“ bereinigen, so läge die Performance der den Wandler zugrunde liegenden Aktien im Rahmen der „normalen“ Marktentwicklung (+15.2%). Die hohe Gewichtung von US-Wandlern (knapp 60%) und die tiefe Gewichtung der Wandelanleihen aus dem Asiatischen Raum erwies sich erneut als vorteilhaft, da US-Aktien am stärksten von der Jahresendrallye profitierten.

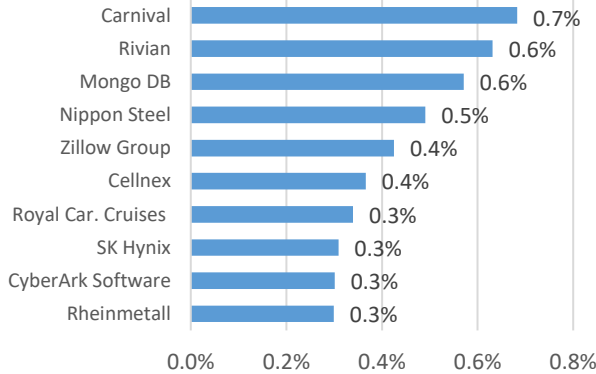
Performance globale Aktien vs. CB underlying Equities



Quelle: Bloomberg, Holinger Asset Management, Daten per 31.12.2023

Obwohl die „glorreichen Sieben“ keine Wandler ausstehend hatten, konnte im Wandlermarkt ein ähnliches Muster beobachtet werden: der ausgewogene Wandlermarkt umfasst zwar mehr als 200 Titel, trotzdem steuerten die Wandler von fünf Emittenten rund 37% zur Jahresperformance bei. Die Wandler von zehn Emittenten knapp rund 60%. Insbesondere Wandelanleihen aus dem Reisesektor (v.a. Kreuzfahrtanbieter und Fluglinien) verzeichneten beachtliche Kursgewinne. Zudem profitierten einige wenige Wandler ebenfalls von der KI-Rally.

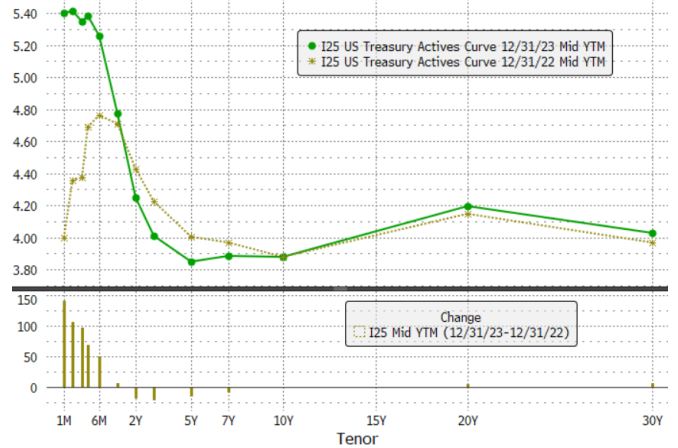
Performance Kontribution - Emittenten



Quelle: HAM, Daten per 31.12.2023

• **Zinsen:** Den steigenden Zinsen konnten sich die Wandelanleihen mit ihrer Bond-Komponente nicht entziehen. Der Wandlermarkt verfügte zwar über eine relativ kurze effektive Duration von rund zwei Jahren und wäre so im Vergleich zum eigentlichen Rentenmarkt, der eine längere Duration aufwies, weniger stark von Zinsveränderungen betroffen. Da aber die meisten Zinskurven (insbesondere die US-Zinskurve) am kürzeren Ende stärker als am längeren Ende anstiegen (non-parallel-yield curve shift), war der negative Effekt der höheren Zinsen stärker ausgeprägt als bei einer konstanten Zinsbewegung über alle Fälligkeiten. Die 1jährigen US-Zinsen stiegen im Jahresverlauf marginal um +0.06%, die 2jährigen hingegen sanken um -0.18% und die 10jährigen blieben de facto unverändert. Das gleiche gilt für die 2jährige Bund-Rendite, diese war ebenfalls im Jahresvergleich unverändert. Die starken unterjährigen Schwankungen am kurz- und mittelfristigen Ende der Zinskurve sorgte für eine konstante Neubewertung der Bond-Komponente der Wandler. Der Gesamteinfluss der Zinsen auf den Wandlermarkt im Jahresendvergleich war eher gering, verursachte aber einiges an Volatilität innerhalb der Vergleichsperiode.

US Treasury Yield Kurve 31.12.2023 ggü. 31.12.2022



Quelle: Bloomberg, Daten per 31.12.2023

• **Kreditrisiko-Aufschläge:** Ein Grossteil des Wandleruniversums ist nicht mit einem offiziellen Rating ausgestattet. Von den Wandlern, die mit einem Kreditrating versehen sind, stammt die Mehrheit aus dem Sub-Investment Grade Bereich und nur die Minderheit verfügt über ein offizielles Investment-Grade Rating. Die Kreditrisiko-Aufschläge weiteten sich im 1. Quartal aus, was vor allem den Wirren um die Bankenkrise zugeschrieben werden konnte. Im Anschluss danach erholten sie sich wieder. Über das ganze Jahr betrachtet verengten sich die Kreditrisiko-Aufschläge über sämtliche Kreditqualitäten hinweg deutlich und wirkten sich dadurch positiv auf die Renditen der Wandelanleihen aus. Insbesondere Wandler von Emittenten mit einer hohen Verschuldungsquote profitierten besonders stark von dieser Entwicklung.

• **Volatilität:** Die Volatilität an den Märkten stieg im 1. Quartal aufgrund der Bankenkrise an und erreichte Mitte März die Jahreshöchststände (+35% für den VIX, +70% für den Euro Stoxx 50 Volatility Index). In den Folgemonaten beruhigten sich die Ausschläge an den Märkten und sorgten dafür, dass sich die Volatilitäts-Indizes wieder näher die relativ tiefen Werte zum Jahresbeginn einpendelten, bevor sie dann im Zuge der Jahresendrally erneut sanken und im Dezember die Jahrestiefstände erreichten. Wie bei der Aktienperformance führte auch die Volatilität des Hang Seng Indexes ein Eigenleben und koppelte sich von den anderen Regionen ab. Die allgemein tieferen Volatilitäten wirkten sich negativ auf die Bewertung der Optionskomponente der Wandelanleihen aus.

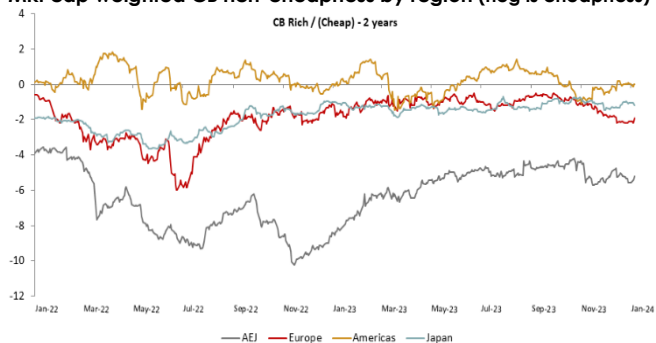
Volatilitäts-Indizes im 2023



Quelle: Bloomberg, Daten per 31.12.2023

- Bewertung der Wandelanleihen:** Die Bewertungen für Wandelanleihen waren im Jahr 2023 mehrheitlich stabil. Die Vermögensklasse handelte in der Summe leicht unter ihrem theoretisch fairen Wert. Die historisch eher teuer bewerteten Investment Grade-Namen aus Europa und den USA mit einer Restlaufzeit von 1-2 Jahren kamen bewertungstechnisch unter Druck, da diese Titel aufgrund Rücknahmen in der Vermögensklasse am stärksten abverkauft wurden. Zusätzlich machte sich hier der Zeitwertverlust am deutlichsten bemerkbar, da spätestens bei Fälligkeit der faire Wert erreicht wird. Im Gegensatz dazu konnten kurzlaufende asiatische Wandler von diesem Effekt profitieren, da sie tendenziell zu günstig bewertet waren und so vom sogenannten „pull to par/fair value-Effekt“ profitierten.

Mkt cap weighted CB rich-cheapness by region (neg is cheapness)



Quelle: Nomura, Tier 1 & 2 Convertible bonds only, Daten per 31.12.2023

Asiatische Wandler verharrten bewertungstechnisch klar unter ihrem theoretischen Wert, währenddessen ihre Pendanten aus Europa, Japan und den USA zu Jahresende mehrheitlich leicht zu günstig bis fair bewertet waren.

Die 2023-Performance von +7.6% für den ausgewogenen Bereich der globalen Wandler lässt sich unter Berücksichtigung der einzelnen Performance-Treiber gut nachvollziehen und lag im Rahmen dessen, was in Anbetracht der Kredit- und Aktienmärkte zu erwarten gewesen wäre. Dank der höheren Aktiensensitivität profitierten US-Wandler am stärksten von den positiven Aktienmärkten, währenddessen die asiatischen Wandler stärker von den Zins- und Credit Spread-Veränderungen beeinflusst wurden.

Die Entwicklung der zugrunde liegenden Aktie war der Haupttreiber der Wandlerperformance über alle Regionen hinweg. So büssten Wandelanleihen mit einem reinen Bond-Profil (BP) sowie solche mit einer tiefen Aktienpartizipation (LB) tendenziell an Wert ein, da sie entweder unter den höheren Zinsen litten oder der Zeitwertverlust der Option grösser war als die allfällige positive Aktienbewegung. Die Einengung der Kreditrisiko-Aufschläge wirkte sich zwar positiv aus, konnte aber diesen Effekt nicht kompensieren. Wandelanleihen mit höherer Aktienpartizipation (UB) sowie Aktien-Proxies (EP) verzeichneten die grössten Kursgewinne.

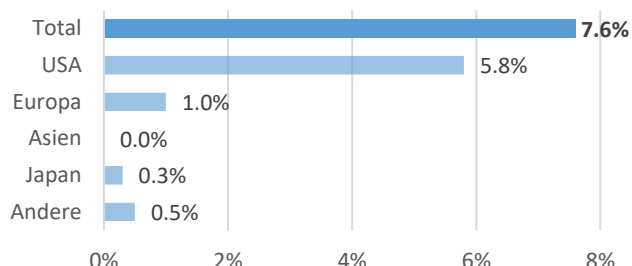
Performance nach Wandlerprofil resp. Aktienpartizipation

	BP	LB	UB	EP	Total
Global	-0.1%	-1.6%	+2.1%	+7.2%	+7.6%
USA	+0.3%	-0.8%	+1.5%	+4.8%	+5.8%
Europa	-0.3%	-0.3%	+0.8%	+0.8%	+1.0%
Asien	-0.1%	-0.3%	-0.2%	+0.6%	+0.0%
Japan	-0.0%	-0.2%	-0.1%	+0.6%	+0.3%
Andere	-0.0%	-0.0%	+0.1%	+0.4%	+0.5%

BP: Bond Proxy; LB: Lower Balanced; UB: Upper Balanced; EP: Equity Proxy
Quelle: HAM, Daten per 31.12.2023

Die Region USA steuerte mit +5.8% rund 75% und somit den mit Abstand grössten Teil zur Jahresperformance bei, gefolgt von Europa (+1.0%), Andere (+0.5%) und Japan (+0.3%). Die den asiatischen Wandlern zugrunde liegenden Aktien konnten sich der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung Chinas nicht entziehen und büssten mehrheitlich an Wert ein. Einigen Werten aus Südkorea und Singapur gelang es dennoch, Kursgewinne zu verzeichnen. In der Summe resultierte für die Region Asien damit eine schwarze Null (+0.0%).

Performance nach Regionen



Quelle: HAM, Daten per 31.12.2023

Der **Primärmarkt** für Wandelanleihen zeigte sich im Jahr 2023 von seiner aktiveren Seite mit einer Vielzahl an Emissionen aus allen Regionen und diversen Sektoren. In der Summe wurden 140 Wandelanleihen begeben. Das Emissionsvolumen belief sich auf EUR 65bn und übertraf damit das Vorjahr um mehr als das Doppelte.

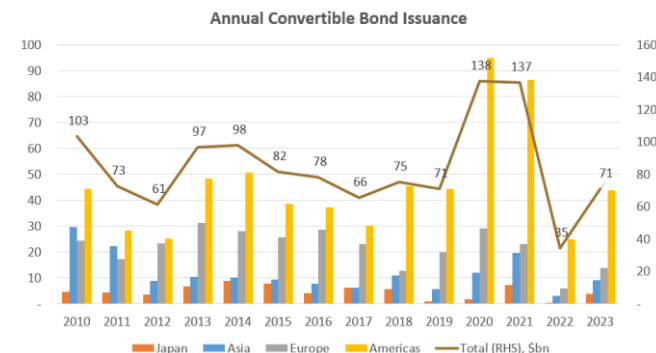
Neuemissionsvolumen

	2023			2022		
	#	Mio EUR	%	#	Mio EUR	%
Global	140	65'606		83	31'229	
USA	71	40'013	61%	51	21'649	70%
Europa	29	12'708	19%	16	4'759	15%
Asien	18	8'398	13%	8	3'182	10%
Japan	17	3'543	6%	2	391	1%
Andere	5	944	1%	6	1'247	4%

Quelle: HAM, Daten per 31.12.2023

Im Vergleich zu den Vorjahren war die US-Dominanz am Primärmarkt weniger stark ausgeprägt. Die Emissionstätigkeit in Asien und insbesondere in Japan nahm stark zu, wenngleich die Vergleichsbasis relativ tief war. Die Aktivität im Primärmarkt entsprach mehrheitlich dem Durchschnitt der letzten 15 Jahren.

Primärmarkt für Wandelanleihen - Emissionsvolumen in Mrd \$



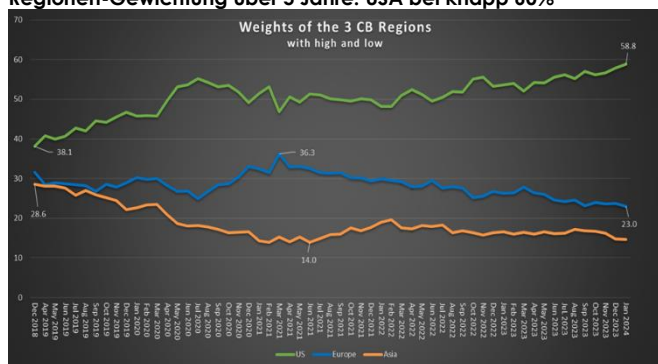
Quelle: Deutsche Bank, Nomura, Hologer Asset Management

Im vergangenen Jahr wurde eine Vielzahl an Wandelanleihen zurückbezahlt. Dies geschah mehrheitlich im Rahmen der Rückzahlung des Wandlers bei der ordentlichen Fälligkeit. Zusätzlich übten einerseits Investoren ihr vorzeitiges Rückzahlungsrecht bei diversen asiatischen Wandlern aus, andererseits kauften Unternehmen proaktiv Anteile ihrer ausstehenden Wandler zurück, um die Fälligkeitsstruktur frühzeitig zu

adressieren resp. optimieren. Zudem wurden diverse Wandelanleihen in Aktien getauscht. Trotz reger Emissionstätigkeit führte dies dazu, dass vergangenes Jahr das Volumen des Wandleruniversums netto mehrheitlich unverändert blieb.

Die bisherige Dominanz der USA am Primärmarkt über die vergangenen 5 Jahre hatte zur Folge, dass auch die Gewichtung dieser Region konstant zunahm, dies insbesondere zu Lasten Europas und Japans. So stieg der Anteil der USA am ausgewogenen Bereich der globalen Wandelanleihen von 38% im Dezember 2018 auf 59% im Dezember 2023 an. Die Gewichtung Europas hingegen fiel von 33% auf 23%. Asien inkl. Japan sanken von 29% auf 19%. Aus einem relativ ausgewogenen globalen Wandleruniversum wurde schleichend eine „Core-Satellite“-Strategie, mit USA als Kerninvestition und den restlichen Regionen als Satelliten. Die Performance-Attribution im Jahr 2023 widerspiegelte dies exemplarisch.

Regionen-Gewichtung über 5 Jahre: USA bei knapp 60%



Quelle: Nomura, balanced global CBs, Daten per 31.12.2023

Das allgemein höhere Zinsumfeld liess die Finanzierungskosten von Unternehmen ansteigen. Dadurch erlangte die Emission einer Wandelanleihe neue Attraktivität. Durch den tieferen Coupon der Wandler im Vergleich zu einer Obligation erzielten sie eine Zinsersparnis und konnten so Geldmittel im Unternehmen halten. Je höher das Zinsniveau und tiefer die Kreditqualität des Unternehmens, desto höher war dieser Zinsspar-Effekt. Das höhere Zinsumfeld hatte zur Folge, dass die neu begebenen Wandler wieder einen Cash-Coupon aufwiesen, dies ganz im Gegensatz zu den vergangenen Jahren, in denen ein 0%-Coupon stark verbreitet war.

Performance H.A.M. Global Convertible Bond Fund

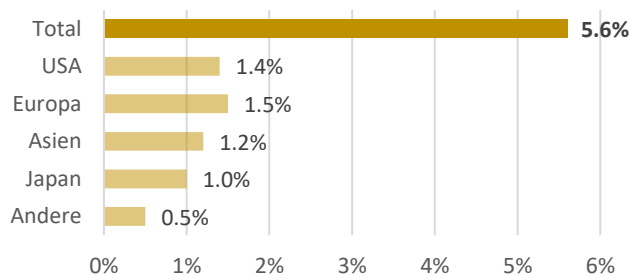
Wie in vergangenen Jahren war der Fonds auch 2023 breit über sämtliche Regionen verteilt investiert und hatte infolgedessen ein grösseres Asien-Exposure resp. tieferes US-Exposure als die gängigen globalen Wandelanleihen-Indizes. Dies erwies sich in Anbetracht der stark unterschiedlichen Aktienkurs-Entwicklungen der beiden Regionen als klar nachteilig. Im Jahr 2023 verzeichnete der Fonds (EUR-A Tranche) einen Anstieg von +5.6% und schnitt schlechter ab als der ausgewogene Bereich des globalen Wandlermarktes (+7.6%), lag aber beinahe gleichauf mit der Performance der den Fondspositionen zugrunde liegenden Aktien (+5.9%).

Trotz einer nachteiligen „top-down“ Allokation gelang es dem Fonds, eine ausgewogene und breit abgestützte Performance zu erzielen. Die breitere Risikodiversifikation des Fonds widerspiegelte sich in einer ausgewogeneren Regionen- wie auch Sektoren-Kontribution des Fonds im

Vergleich zum globalen Wandlermarkt sowie zu einer tieferen Volatilität des Fonds.

Aus regionaler Sicht steuerte Europa (+1.5%) am stärksten zur positiven Fondsp performance bei, gefolgt von den USA (+1.4%), Asien (+1.2%) und Japan (+1.0%) sowie Andere (+0.5%). Viele der gehaltenen asiatischen Wandler besaßen eine tiefe Aktiensensitivität und wiesen Obligationen-Charakter auf mit einer attraktiven Verfallsrendite. Diese Bond-Proxy Werte steuerten 2023 einen positiven Betrag zur Performance, da sie einerseits in den Genuss des „pull-to-par“ Effektes kamen, andererseits aber auch von den tieferen Kreditrisikoaufschlägen und einer Reduktion des Bewertungsabschlages profitierten. Zudem gelang es dem Fonds dank einer erfolgreichen Einzeltitel-Auswahl in Asien positive Erträge zu erzielen, dies trotz der herausfordernden Aktienmarkt-Situation in China/Hong Kong. Andererseits erwies sich das tiefere US-Gewicht als klar nachteilig, da die USA und die aktiensensitiveren Wandler sich im vergangenen Jahr am besten entwickelten.

H.A.M. GCBF: Performance nach Regionen



Quelle: HAM, Daten per 31.12.2023

Die den Fondspositionen zugrunde liegenden Aktien gewannen im Jahr 2023 +5.9% und somit deutlich weniger als die dem ausgewogenen Wandlermarkt zugrunde liegenden Aktien (+14.1%). Dies lag primär an der tieferen USA- resp. höheren Asien-Allokation des Fonds. Zusätzlich investierte der Fonds einerseits weniger ausgeprägt in den stark performenden Reisesektor (kein Engagement im Kreuzfahrtsektor, tieferes Exposure bei Fluglinien), andererseits wurde bewusst aus ESG-Überlegungen in diverse Unternehmen nicht investiert (z.B. Stahlproduzent Posco, Industriewerte Rheinmetall und Safran).

Im Gegensatz zum breiten Wandlermarkt, bei dem die zugrunde liegende Aktie klar die performancetreibende Kraft war, gelang es dem Fonds, eine positive Rendite aus beinahe sämtlichen Wandlerprofilen zu erzielen.

Fund-Performance nach Wandlerprofil resp. Aktienpartizipation

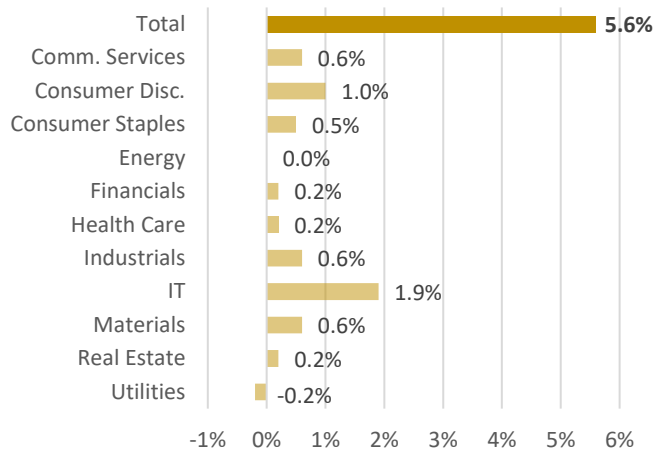
	BP	LB	UB	EP	Total
H.A.M. GCBF	+0.7%	-0.1%	+1.3%	+3.7%	+5.6%
USA	-0.02%	-0.3%	+0.9%	+1.0%	+1.4%
Europa	+0.3%	+0.3%	+0.1%	+0.8%	+1.5%
Asien	+0.6%	-0.0%	-0.0%	+0.6%	+1.2%
Japan	+0.0%	-0.0%	+0.2%	+0.8%	+1.0%
Anderere	+0.0%	-0.1%	+0.1%	+0.5%	+0.5%

BP: Bond Proxy; LB: Lower Balanced; UB: Upper Balanced; EP: Equity Proxy
Quelle: HAM, Daten per 31.12.2023

Die Fondsp performance von +5.6% wurde durch eine breit gestreute Sektorenperformance erzielt. Mit Ausnahme der Versorger-Werte (-0.2%) wiesen alle anderen Sektoren eine positive Performance-Kontribution auf. Informations-Technologie (+1.9%), zyklischer Konsum

(+1.0%) sowie Industrie, Basiskonsumgüter und Materials (je +0.6%) erzielten die grössten positiven Erträge.

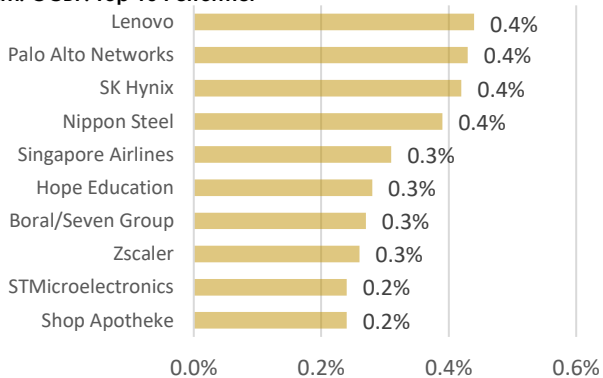
H.A.M. GCBF: Performance nach Sektoren



Quelle: HAM, Daten per 31.12.2023

Der Fonds verfolgte weiterhin einen bottom-up-Ansatz mit dem Ziel, ein ausgewogenes und breit diversifiziertes Portfolio von globalen Wandelanleihen anzubieten. Dies stets unter Berücksichtigung der Risiko-/Rendite-Eigenschaften der Einzeltitel wie auch auf Fonds-Ebene. Infolgedessen war der Fonds gleichmässiger auf Regionen aufgeteilt als der Wandlermarkt, was auch im Jahr 2023 zu einer grösseren Untergewichtung der USA (rund 26% gegenüber 57%) sowie dem IT- und Gesundheitswesen-Sektor führte. Die Top 10 Performer des Fonds widerspiegeln diesen Diversifizierungsansatz perfekt: so stammten 4 aus Asien, 2 aus den USA und Europa sowie je 1 aus Japan resp. Andere (Australien). Zum Vergleich: 6 aus den USA, 2 aus Europa und je 1 aus Asien resp. Japan für den ausgewogenen Bereich des globalen Wandlermarktes.

H.A.M. GCBF: Top 10 Performer



Quelle: HAM, Daten per 31.12.2023

Die positiven Einzeltitelbeiträge waren das Ergebnis unterschiedlicher Performancequellen. So wurden die positiven Performance-Beiträge von Wandlern erzielt, die:

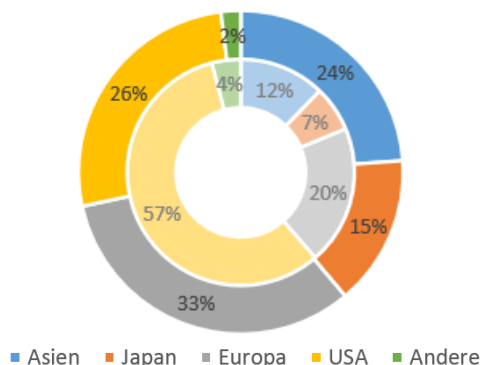
- von der positiven Aktienbewegung profitierten (Wandler mit einem „balanced“ oder „equity“ Profil)
- trotz einem „bond“ Profil Kursgewinne (pull-to-par Effekt) und/oder Coupon-Gewinne erzielten
- von der Normalisierung der Bewertungen profitierten (insbesondere diverse kurzlaufende „bond-proxy“ Namen in Asien)
- von Spezialsituationen profitierten, wie zum Beispiel bei Übernahmen, vorzeitigen Rückkaufsofferten etc.

Aktuelle Positionierung

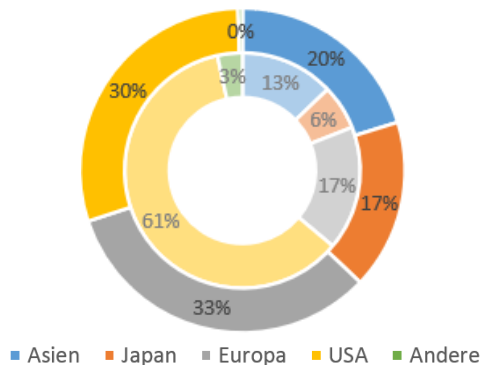
Wandelanleihen stellen im aktuellen Umfeld eine attraktive Investitionsmöglichkeit dar, da sie einerseits dank dem Wandlungsrecht an einer möglichen positiven Aktienmarktentwicklung partizipieren können, andererseits aber auch dank der relativ kurzen Duration von rund zwei Jahren Zinsschwankungen weniger stark ausgesetzt sind resp. von den vom Markt erhofften Zinssenkungen am kurzen Ende im Verlauf des Jahres 2024 profitieren würden. Wandelanleihen sind zudem im Durchschnitt leicht zu günstig bis fair bewertet und insbesondere Werte ausserhalb der Wandelanleihen-Indizes handeln unter ihrem theoretisch fairen Wert, welcher sich im Zeitverlauf normalisieren sollte. Die grösste Bewertungsdiskrepanz lässt sich weiterhin bei asiatischen Wandelanleihen beobachten.

Wir erwarten bezüglich der „top down“ Allokation des Fonds keine grösseren Veränderungen. Unser Anlageziel besteht weiterhin darin, ein breit diversifiziertes und ausgewogenes Portfolio für globale Wandelanleihen anzubieten, dies unabhängig von einem Index und jederzeit mit Fokus auf die eingegangenen Risiken.

Regionale Allokation (Nominal)



Regionale Allokation (Aktiensensitivität)



Quelle: HAM, Daten per 31.12.2023

Äusserer Kreis: H.A.M. – Global Convertible Bond Fund
 Innerer Kreis: Globaler Wandlermarkt (balanced)

Wesentliche Risiken

Risiken, welche sich nachteilig auf die Wertentwicklung des Fondsvermögens auswirken könnten, umfassen in absteigender Reihenfolge:

Aktienkursverluste

recht hohe Korrelation mit dem Fondsvermögen

Ausweitung der Credit Spreads

nachteilige Auswirkung auf den Bond Floor

Währungsrisiken

Das Fondsvermögen ist derzeit zu über 95% fremdwährungsgesichert. Eine Abschwächung gegenüber der Fondswährung kann sich nachteilig auf das Vermögen auswirken.

Liquiditätsrisiken

Bei steigender Risikoaversion an den Finanzmärkten kann die Liquidität und damit die Veräusserbarkeit von Einzeltiteln deutlich abnehmen, was sich nachteilig auf die Preisbildung auswirken kann.

Zinsrisiken

Die Duration des Portfolios ist mit rund zwei Jahren relativ kurz, weshalb Zinsveränderungen kein grösseres Risiko darstellen sollten.

Holinger Asset Management AG, Zürich
im Januar 2024



Disclaimer

Die Angaben in diesem Dokument dienen ausschliesslich zu Informations- und Werbezwecken und sind für den persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Für weitergehende Informationen konsultieren Sie bitte den Prospekt mit integriertem Treuhandvertrag, das Basisinformationsblatt (BIB) oder die betreffenden Dokumente nach ausländischem Recht, die dem Basisinformationsblatt gleichwertig sind (wie z.B. Key Investor Information Document/KIID oder das PRIIP-KID). Diese Dokumente sowie die Halbjahres- und Jahresberichte sind via <https://www.ifm.li> oder auf der Webseite des LAFV Liechtensteiner Anlagefondsverbands www.lafv.li sowie auf der Webseite des Vertreters in der Schweiz, der LLB Swiss Investment AG, <https://www.llbsswiss.ch>, kostenlos abrufbar.

Das Dokument stellt keinen Prospekt (Art. 5 KAG, 652a und/oder Art. 1156 OR) dar. Es ist ausschliesslich für die Verwendung durch den Empfänger bestimmt und die darin enthaltenen Informationen dürfen ohne vorherige Zustimmung von Holinger Asset Management AG (H.A.M.) weder ganz noch teilweise kopiert oder an Drittpersonen weitergegeben werden. Es richtet sich nicht an Personen (natürliche oder juristische), bei denen dieses aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Domizils/Sitzes gegen die Rechtsordnung ihres Staates verstossen würde. Insbesondere in den USA und Japan dürfen Anteilscheine der von H.A.M. verwalteten Anlagefonds weder verkauft, angeboten noch ausgeliefert werden.

Die enthaltenen Informationen stellen weder Angebot noch Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Anteilscheinen an einem in diesem Dokument genannten Anlagefonds noch eine Beratung dar und berücksichtigen weder aktuelle oder künftige Anlageziele noch individuelle Bedürfnisse des Empfängers und tragen somit weder seiner steuerlichen noch finanziellen Situation Rechnung. Bevor eine Investition in einen Anlagefonds getätigt wird, sollte der Empfänger daher stets informationshalber die vorhandenen aktuellen rechtlichen Dokumente (z.B. den Prospekt) sowie alle sonstigen Unterlagen, die gemäss lokaler gesetzlicher und regulatorischer Vorschriften erforderlich sein können, insbesondere die darin enthaltenen rechtlichen Hinweise und Risikohinweise, sorgfältig durchgelesen haben und eine Fachperson beiziehen. In besonderen Fällen kann auch das Einholen einer

Drittmeinung oder eines Spezialisten (Steuern, Recht, etc.) angezeigt sein. Steuerliche Auswirkungen von Strategien, Produkten oder Umsetzungen müssen durch Spezialisten abgeklärt werden. Der Empfänger übernimmt die Verantwortung, dass er beim Gebrauch dieses Dokumentes alle anwendbaren Gesetze und Vorschriften einhält sowie für die ordnungsgemässe Deklaration sämtlicher Vermögenswerte und deren steuerliche Bemessung.

Die vergangene Wertentwicklung ist kein Hinweis für zukünftige Ergebnisse. Die dargestellte Performance lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten, welche sich nachteilig auf diese auswirken, unberücksichtigt. Sollte die Währung eines Anteilscheins nicht mit der Referenzwährung des Anlegers übereinstimmen, kann sich die erzielte Performance aufgrund der Währungsschwankungen erhöhen oder verringern.

Obwohl alle in diesem Dokument enthaltenen Angaben sorgfältig recherchiert wurden und nach Einschätzung von H.A.M. aus verlässlichen Quellen stammen, übernimmt H.A.M. für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität dieser Angaben keine Gewähr. Das Dokument kann jederzeit ganz oder teilweise ohne vorherige Mitteilung geändert werden. H.A.M. ist nicht verpflichtet, dem Empfänger eine abgeänderte Form zukommen lassen. Weder H.A.M. noch deren Vertreter oder Dritte übernehmen irgendwelche Haftung für dieses Dokument. Haftungsansprüche gegenüber H.A.M. oder der involvierten Personen oder Drittparteien wegen Schäden materieller oder immaterieller Art sind daher ausgeschlossen.

Für den von H.A.M. verwalteten H.A.M. Global Convertible Bond Fund liegt eine Bewilligung der Aufsichtsbehörde FINMA zum Angebot an qualifizierte sowie nicht-qualifizierte Anleger in der Schweiz vor. Für andere Domizile gelten lokale Bestimmungen. In Bezug auf allfällige Verkaufsbeschränkungen sollte unabhängige Beratung über die im betreffenden Land anwendbaren rechtlichen Grundsätze gesucht werden. Zuständige Aufsichtsbehörde ist die Finanzmarktaufsicht Liechtenstein (FMA).