

## H.A.M. Global Convertible Bond Fund

### Rückblick 2024

#### Zusammenfassung

- **Künstliche Intelligenz als Disruptor:** Diese Technologie prägte die Aktienmärkte sowohl in Bezug auf Performance wie auch Struktur über das ganze Jahr hinweg.
- **US-Präsidentchaftswahlen:** Der Wahlsieg von Donald Trump führte zu ansteigender Unsicherheit in Bezug auf Innen- wie Aussenpolitik und bereitete Wachstumssektoren neue Aufwärtsdynamik.
- **Bitcoin:** Mit der Wiederwahl von Trump erhielt die Kryptowährung einen prominenten Verfechter, was Bitcoin im Dezember zu Rekordhöchstständen führte.
- **Eingeschränkte Marktbreite:** Vom KI-Trend profitierten ausgewählte Technologieunternehmen sehr stark, im breiteren Markt fiel das Börsenjahr 2024 je nach Regionen und Sektoren sehr unterschiedlich aus.
- **Zentralbanken:** Die Europäische Zentralbank und Schweizerische Nationalbank senkten bereits im 1H2024 erstmalig die Zinsen, im September stoss die US Fed dazu. Die japanische Notenbank hob den Leitzins aus dem negativen Bereich und nahm weitere Erhöhungen vor.
- **Zinsen & Risikoprämien:** Inflationssorgen und solide Wirtschaftsindikatoren führten im 1H2024 zu höheren Zinsniveaus, bevor im Sommer aufgrund schwacher US-Konjunkturdaten Tiefstände erzielt wurden. Im Anschluss kehrten die Zinsen wieder beinahe zu den Höchstwerten zurück. Risikoprämien bauten sich stetig ab, erst gegen Jahresende stiegen diese im High Yield Segment leicht an.
- **Globale ausgewogene Wandelanleihen** konnten im Gesamtjahr 2024 um 6.94% zulegen, während das 1. Halbjahr 2024 noch mit -0.18% schloss. Der Grossteil der Performance fällt dabei indirekt auf Bitcoin zurück. ([Seite 4](#))
- **Der H.A.M. Global Convertible Bond Fund** erzielte mit einer ausgewogenen regionalen Diversifikation und sorgfältiger Titelselektion eine Performance von **+4.09%** (EUR-A, netto), das 1H2024 endete mit **+1.44%**. ([Seite 7](#))
- Sämtliche Anteilsklassen konnten im 2024 einen Wertzuwachs erzielen:

	Anzahl Anteile	Nettoinventarwert		Perf. netto
		31.12.2023	31.12.2024	
EUR-A-	37'227	2'223.88	2'314.91	+4.09%
CHF-A-	55'293	1'761.64	1'793.80	+1.83%
USD-A-	13'782	1'772.84	1'871.03	+5.54%
GBP-A-	2'450	1'199.94	1'263.25	+5.28%
EUR-D-	105'811	1'222.60	1'276.42	+4.40%
CHF-D-	219'678	1'171.68	1'195.17	+2.01%
USD-D-	10'239	1'420.93	1'504.86	+5.91%

- Das Nettofondsvermögen belief sich per 31.12.2024 auf insgesamt EUR 650.3 Mio.

#### Marktrückblick

Das Jahr 2024 führte die positive Dynamik der globalen Märkte aus dem Vorjahr fort und war geprägt von spezifischen Themen wie Künstliche Intelligenz (KI) und der Wertschöpfungskette aus der Halbleiterindustrie, US-Unternehmen aus dem Klub der «Magnificent 7», der Kryptowährung Bitcoin sowie politischen Ereignissen wie den US-Präsidentchaftswahlen.

Nach neuen Höchstständen in den USA und Japan wurde die Euphorie ab Mitte Juli abrupt gestoppt, worauf die Sommermonate im Anschluss von erhöhter Volatilität geprägt waren. Die bisher ungebrochen starken grosskapitalisierten US-Unternehmen kamen unter Druck, während eine Rotation in kleinere und mittelgrosse Unternehmen einsetzte. Weiter startete die Berichtssaison für das erste Halbjahr, wobei die oftmals überzogenen Erwartungen enttäuscht wurden.

Mit dem auf Donald Trump verübten Attentat Mitte Juli und dem Rückzug von Joe Biden aus dem Rennen um die US-Präsidentenschaft erhöhte sich die Unsicherheit an den Märkten, bis Anfangs August schwache US-Arbeitsmarktdaten veröffentlicht wurden, die Rezessionsängste und einen globalen Börsencrash auslösten. Die US-Aktienmärkte verloren an diesem Tag bis zu -8%, europäische Aktien korrigierten um -6%, während Aktien in Hong Kong sich mit -4% am besten behaupteten konnten. Den zusätzlich vom starken JPY gebeutelten japanischen Aktienmarkt traf es dabei mit -12%. Diese Effekte wurden in der Folgewoche mit wiederum besser als erwarteten US-Wirtschaftsdaten egalisiert, die Befürchtung einer harten Landung in den USA relativiert und die globalen Aktienmärkte setzten ihren Aufwärtstrend fort.

Mitte September erfolgte schliesslich auch in den USA die lang ersehnte und diskutierte Zinswende: Nach Zinserhöhungen im Umfang von 5.25% seit März 2022 erfolgte eine Reduktion um beachtliche 50bp.

In China wurde Ende September das bisher umfassendste Stimuluspaket zur Unterstützung der Wirtschaft vorgestellt. Diese Massnahmen bescherten dem chinesischen Aktienmarkt zuerst starken Rückenwind, konnten jedoch eine anschliessende Konsternation nicht verhindern, da es weiterhin an schlagkräftigen Lösungen für den Arbeits- und Immobilienmarkt fehlte.

Aufgrund eintretender Ermüdung rund um KI sowie anstehenden Eventrisiken liess der Risikoappetit der Anleger im Herbst nach. Der Wahlsieg von Donald Trump am 5. November lieferte anschliessend starke Impulse für US-Wachstumstitel und Bitcoin, während die übrigen Regionen Verluste einbüssten. Aufgrund zurückhaltender Signale der Fed bezüglich zukünftiger Zinssenkungen korrigierten die Aktienmärkte zum Jahresende nochmals deutlich, der Volatilitätsindex VIX erreichte dabei den zweithöchsten Stand im 2024.

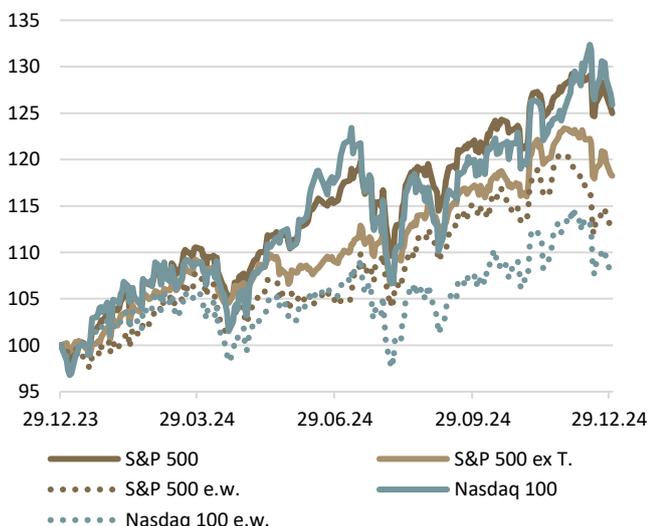
## Überblick Anlageklassen

Das Jahr 2024 gestaltete sich für die **Aktienmärkte** auf den ersten Blick positiv, bei genauerer Betrachtung jedoch wird ersichtlich, dass nicht alle Regionen oder Sektoren von einer nennenswerten Wertsteigerung profitieren konnten. Wie schon im Vorjahr dominierten einige wenige Unternehmen und Trends das Geschehen, die Marktbreite verringerte sich besonders gegen Jahresende deutlich.

Im 1H2024 wurden die Märkte in erster Linie dank den Erwartungen rund um Künstliche Intelligenz getrieben, wovon besonders ausgewählte US-Technologieunternehmen und Zulieferer profitieren konnten. Diese trugen den Löwenanteil zur Performance der **Aktienmärkte** in den USA bei, so zeichneten sich beispielsweise die Schwergewichte wie NVIDIA Corp., Microsoft Corp., Alphabet Inc., Amazon.com Inc., Meta Platforms Inc. und Apple Inc. für zwei Drittel der Entwicklung des S&P 500 von +25% verantwortlich.

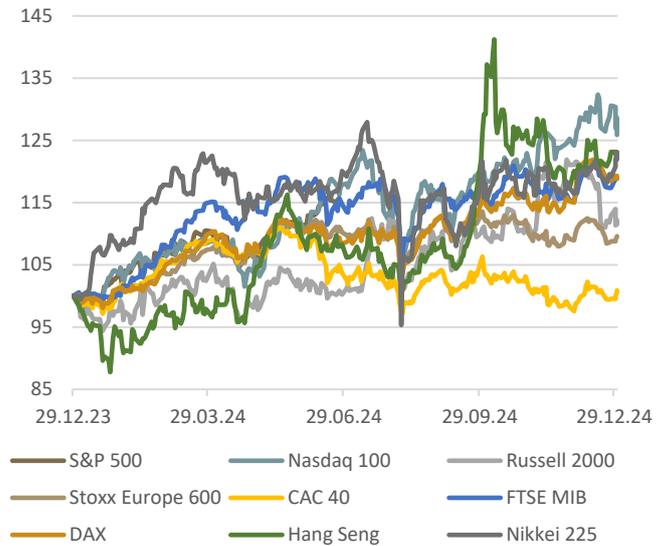
Einen nennenswerten Dämpfer liess sich anfangs August beobachten, als überraschend schwache US-Konjunkturdaten einen Ausverkauf an den Aktienmärkten auslösten. Dieser wurde im Anschluss rasch wieder geglättet, dank weiterer Anzeichen von Resilienz der US-Wirtschaft und der schwindenden Gefahr einer harten Landung. Mit der Entscheidung der US-Notenbank im September, erstmals die Leitzinsen wieder zu senken und der Wiederwahl von Donald Trump zum US-Präsidenten im November genossen die Aktienmärkte weiter starken Rückenwind, allen voran die Wachstumssektoren. Dank der Nähe von Elon Musk zu Präsident Trump konnten sich die Tesla-Aktien im 2H24 verdoppeln, nachdem diese im 1H2024 noch 20% eingebüsst hatten. Damit war auch der Trend der «Magnificent 7» wieder intakt: Diese legten auf Jahressicht um starke +51% zu und trugen damit mehr als die Hälfte zur Performance des S&P 500 bei, während sie einen Drittel des Indexgewichts ausmachten.

Die Konzentration auf Wachstums- und Technologietitel lässt sich anhand nachfolgender Grafik illustrieren. Wird die Berechnungsmethode des S&P 500 von markt- auf gleichgewichtet (e.w.) abgeändert oder der Technologiesektor (ex T.) ausgeschlossen, so werden deutliche Unterschiede ersichtlich: statt +25% noch +13% resp. +18%. Dasselbe gilt für den Nasdaq 100 gegenüber dem gleichgewichteten Nasdaq 100: anstelle von +26% fällt der Anstieg mit +7% viel geringer aus.



Quelle: Bloomberg, 31.12.2024

Dass 2024 vor allem «Big Tech» profitierte, zeigt auch der Vergleich innerhalb der USA mit dem Aktienindex für Small-/Mid-Cap-Unternehmen Russell 2000. Dieser schloss das erste Halbjahr unverändert und erlang erst mit der US-Präsidentschaftswahl die Gunst der Anleger, fällt mit einer Jahresperformance von +12% aber relativ gesehen tiefer aus.



Quelle: Bloomberg, 31.12.2024 / Performance in Lokalwährungen

Auch die **europäischen Aktienmärkte** konnten im 2024 positiv abschneiden (Stoxx Europe 600: +10%), weisen innerhalb der Regionen jedoch aufgrund unterschiedlicher politischer und wirtschaftlicher Verfassungen eine Streuung auf. So legten Titel aus Italien (FTSE MIB) und Deutschland (DAX) mit je +19% stärker zu als der Gesamtmarkt, während der französische Aktienmarkt mit knapp 1% quasi unverändert schloss. Ähnlich wie in den USA liess sich auch in Deutschland eine erhöhte Konzentration beobachten, so hieften Siemens Energy AG, Rheinmetall AG und SAP SE den DAX zu Rekordständen, trotz dem Zustand der deutschen Wirtschaft.

Der **Aktienmarkt in Hong Kong** konnte kurz vor Jahresmitte gegenüber den restlichen Regionen einen starken Aufholeffekt erzielen, bevor dieser in den Sommermonaten wieder abflachte. Als im September durch die chinesische Zentralbank die bisher umfassendsten geldpolitischen Massnahmen zur Stützung der Wirtschaft und des Immobiliensektors präsentiert wurden, gab das den benötigten Aufwind und liess chinesische Titel in den Folgewochen bis zu 35% ansteigen. Diese Höchststände konnten zwar nicht ganz gehalten werden, mit einer Jahresperformance von +23% für den HSI reichte es aber zur zweitstärksten Region nach den USA.

Im ersten Halbjahr schwächte sich der JPY gegenüber dem USD stetig ab, was zusammen mit dem Ende der jahrzehntelangen Deflation dem **japanischen Aktienmarkt** im Juli zu Rekordhöchstständen seit 1989 verhalfen. Aufgrund der sich divergierenden Zinspolitik wertete sich der JPY seit Mitte September stark auf und belastete damit japanische Aktien. Zudem korrigierte der Nikkei 225 mit Abstand am stärksten beim globalen Abverkauf anfangs August und konnte sich davon aufgrund dem nun erstarkten JPY nicht mehr ganz erholen. Auf Jahressicht schloss Japan mit +22% (in JPY) dennoch stark, gestützt durch Unternehmen aus dem Technologie-

und Kommunikationssektor sowie dem dank auferlegtem Fokus auf Shareholder Value wiederaufkommenden Interesse globaler Investoren.

Gemessen an der *globalen Sektorenentwicklung* stechen jene heraus, die mit den «Magnificent 7» verbunden sind: Kommunikation, Technologie und Nicht-Basiskonsumgüter führen die Liste an, auch Finanzwerte konnten relativ stark abschneiden, dies dank dem erhöhten Zinsniveau. Das Schlusslicht bildete der Rohstoffsektor, der einzige Bereich mit einer negativen Entwicklung, hier drückten die wirtschaftlichen Unsicherheiten Chinas und damit die schwindende Nachfrage auf das Ergebnis. Gesundheitswesen, Energie, Immobilien und Basiskonsumgüter konnten lediglich einstellig zulegen, während die übrigen Sektoren wie Versorger und Industrie sich im Mittelfeld befanden.

	FY2024	1H2024	2H2024
<b>Communications</b>	+34.97%	+21.45%	+11.13%
<b>Technology</b>	+31.59%	+22.07%	+7.80%
<b>Financials</b>	+28.49%	+12.42%	+14.30%
<b>Cons. Discretionary</b>	+21.37%	+4.47%	+16.18%
<b>Utilities</b>	+14.93%	+5.49%	+8.96%
<b>Industrials</b>	+13.81%	+6.83%	+6.53%
<b>Cons. Staples</b>	+6.85%	+4.47%	+2.28%
<b>Real Estate</b>	+4.25%	-2.11%	+6.50%
<b>Energy</b>	+2.46%	+8.22%	-5.32%
<b>Health Care</b>	+1.67%	+8.84%	-6.59%
<b>Materials</b>	-4.39%	+0.35%	-4.72%

Quelle: Bloomberg, 31.12.2024

Die **Anleihenmärkte** waren im 1H2024 geprägt durch ansteigende Zinsen, vor dem Hintergrund aufkommender Inflationsorgen in den USA und Europa sowie weiterhin solider US-Wirtschaftsindikatoren. Dabei wurden die Erwartungen der Anleger in Bezug auf Zinssenkungen von ehemals sechs zu Jahresbeginn auf nurmehr zwei Schritte zur Jahresmitte heruntergeschraubt. Diese Adjustierung führte im ersten Halbjahr zu einer Verschiebung der Zinskurve in Richtung höhere Renditen, was auf die Performance festverzinslicher Anleihen drückte. Die Zinskurve verblieb damit seit Juli 2022 invers und setzt damit die längste Periode seit Aufzeichnungen fort.

Mit der breit eingesetzten Risikoaversion anfangs September begann sich die Struktur der Zinskurve erstmals wieder zu verändern. Dies hatte zur Folge, dass sich die Inversion der US-Zinskurve nach über 500 Tagen normalisierte, was auf stark sinkende Renditen am kurzen Ende zurückzuführen war. Zudem wurde am 18. September 2024 durch die Fed die lang ersehnte und diskutierte Zinswende in den USA herbeigeführt. Darauf folgten bis Ende Jahr zwei weitere Kürzungen. Befürchtungen, dass die US-Notenbank mit den Zinssenkungen zu lange abwartete und damit eine harte Landung der US-Wirtschaft provozierten, schienen sich nicht zu bewahrheiten.

Befürchtungen erhöhter Inflation aufgrund der von Trump geplanten globalen Handelszöllen sowie die starke US-Konjunktur liessen die Zinsen für mittel- wie langfristige Laufzeiten auf erhöhten Levels verharren. In Kombination mit der

fortgeführten Lockerung der Fed und damit tieferen kurzfristigen Zinsen führte dies dazu, dass die Zinskurve seit Dezember nicht mehr invers ist, d.h. die Differenz der 10-Jahres- und 3-Monatsrenditen ist nach über zwei Jahren erstmals wieder positiv. Die Grafik illustriert diesen Effekt mit der Gegenüberstellung der Zinskurven per Ende 2023, Mitte und Ende 2024.



Quelle: Bloomberg, 31.12.2024

Bereits früher als die USA präsentierte die Europäische Zentralbank schon im Juni erste Zinssenkungen und adjustierte diese in der Folge noch dreimal nach unten. Die Schweizerische Nationalbank lockerte das Zinsregime bereits Mitte März und nahm ebenfalls drei weitere Reduktionen vor.

Die **Risikoprämien für Unternehmensanleihen** reduzierten sich über das Jahr hinweg stetig und erreichten historische Tiefstände, sowohl für Kreditqualitäten aus dem Investment Grade- wie auch High Yield- Bereich. Diese Entwicklung ist Folge robuster Unternehmensergebnissen, generellem Schuldenabbau und der ungebrochenen Nachfrage seitens der Anleger.

**Bitcoin** startete mit Rückenwind von regulatorischer Seite ins Jahr 2024: Die US-Börsenaufsichtsbehörde bewilligte erstmals die Zulassung von ETF auf den Spot Price von Bitcoin, bisher waren lediglich Fonds auf Bitcoin-Futures erwerbbar. Dies war der Wendepunkt für den Zugang der breiten Masse und erhielt Zuspruch von schwergewichtigen institutionellen Investoren wie Blackrock oder Fidelity. Damit wurde Bitcoin legitimiert und vermehrt in der Allokation der Anleger berücksichtigt. Zudem wurden immer mehr Rufe laut, die Bitcoin als strategische Reserve für Zentralbanken forderten. Der entscheidende Auslöser für den starken Anstieg des Bitcoins war jedoch die Wiederwahl von Donald Trump als neuen US-Präsidenten anfangs November. Dieser hatte sich über die Jahre vom Skeptiker zum Förderer von Bitcoin gewandelt und kündigte unter anderem an, Bitcoin als strategische Reserve auf nationaler Ebene aufnehmen zu wollen. Diese Entwicklung hob den Kurs in neue Sphären und liess Mitte Dezember die magische Grenze von USD 100'000 überschreiten. Zu Jahresbeginn notierte der Preis für einen Bitcoin noch bei USD 40'000, der durchschnittliche Preis bis zur Präsidentschaftswahl belief sich auf USD 64'000. Mit dem Siegeskurs von Bitcoin profitierten in der Folge auch eine Reihe von Unternehmen aus dem Kryptobereich, solche die digital Bitcoins schürfen, entsprechende Handelsplattformen betreiben oder sämtliche verfügbare Mittel in Bitcoin wechselten und im grossen Stil diese Kryptowährung weiter beschaffen. Das bekannteste Beispiel mit dieser Strategie ist

MicroStrategy Inc, das 1989 gegründete US-Softwareunternehmen ist mit 447'470 Bitcoins per Ende 2024 der grösste kommerzielle Investor in die Kryptowährung und zählt mittlerweile sechs Wandelanleihen mit einem Volumen von über USD 7 Mrd.

**Rohstoffe** entwickelten sich im 2024 unterschiedlich: Industriemetalle wie Eisenerz und Stahl waren weiterhin der Nachfrageschwäche aus China ausgesetzt und endeten daher -9% resp. -11% tiefer, zeitweise notierten die Preise bis zu -23% und -17%. Kupfer und Zinn hingegen profitierten von den Erwartungen rund um erneuerbare Energien. Während Kupfer aber bis zu +27% anstieg um schlussendlich mit +2% enden, verteuerte sich Zinn bis zu +40% und schloss bei +14%. Ungewissheit rund um die US-Fiskalpolitik sorgte für starke Nachfrage von Gold, das Edelmetall legte um +27% zu, nur knapp dahinter liegt Silber mit +22%. Erdöl endete unverändert, während im 1H2024 dank Stützmassnahmen seitens OPEC der Preis anstieg, bewegte sich der Kurs im Schlussquartal mehrheitlich auf Vorjahresniveau.

Die **Volatilität** fiel auf Indexlevel im ersten Halbjahr unspektakulär aus, bevor anfangs August der VIX mit der heftigen globalen Korrektur von 16.4 auf 38.6 Punkten ansprang. Die Nervosität im Markt kam im Anschluss wieder zurück, blieb aber höher als zu Beginn und hatte gegen Dezember erneut einen deutlichen Anstieg zu bekunden.

### Das Universum der Wandelanleihen

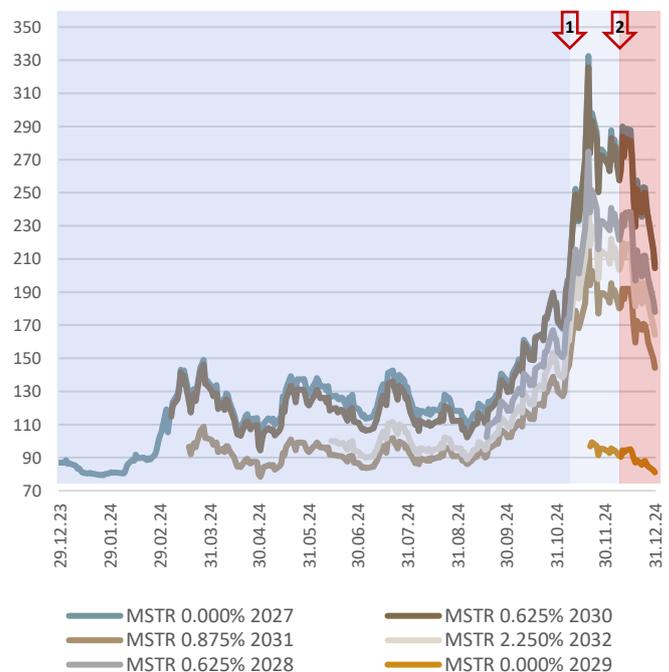
Die Aktienmärkte entwickelten sich gemessen an den wichtigsten Leitindizes stark, tatsächlich aber wurde die Performance wie schon auf Seite 2 hervorgehoben von einer konzentrierten Anzahl Unternehmen erzielt. Von den «Magnificent 7» befinden sich keine Wandelanleihen ausstehend, wobei beispielsweise NVIDIA Corp. oder Tesla Inc. in der Vergangenheit durchaus mit diesen Instrumenten Kapital aufnahmen. Somit konnte das *Universum der den Wandelanleihen* zugrundeliegenden Aktien nicht im selben Ausmass vom Megatrend rund um Künstliche Intelligenz profitieren.

Generell weist das Wandelanleihenuniversum bekanntlich eine klare Ausrichtung zu Wachstumsunternehmen und neuen Technologien auf, in der Folge übte Bitcoin mit dem Rekordjahr 2024 auch einen erheblichen Einfluss aus. Wie bereits auf Seite 3 vermerkt, weist MicroStrategy Inc. als Firma nicht nur den weltweit grössten Bestand an Bitcoins auf, sondern ist auch Emittent von sechs Wandelanleihen. Das US-Unternehmen verlagerte 2020 nach rund 30 Jahren den Fokus weg von Business Intelligence Software hin zu Bitcoin und begann, sämtliche freien Mittel in diese Kryptowährung zu investieren. Dies führte so weit, dass das Unternehmen nach der ersten Emission im Februar 2021 zwischen März und November 2024 fünf weitere Wandelanleihen emittierte mit dem designierten Ziel, mehr Bitcoin zu erwerben. Parallel dazu wurden mit dem gleichen Investitionszweck Aktienkapitalerhöhungen vorgenommen. Diese Handlungen basieren auf dem Ende Oktober verkündeten Plan, insgesamt rekordhohe USD 42 Mrd. an frischem Kapital aufzunehmen (je USD 21 Mrd. via Aktien und Wandelanleihen), um anschliessend Bitcoin zu beschaffen.

Der globale ausgewogene Wandelanleihenindex umfasste im Jahr 2024 zeitweise bis zu fünf der sechs ausstehenden Wandelanleihen von MicroStrategy (MSTR), die mit einem Emissionsvolumen von insgesamt über USD 7 Mrd. entsprechend hohe Gewichtungen im Index einnahmen.

Wie berichtet, erlebte Bitcoin einen rasanten Kursanstieg ab Oktober bis Mitte Dezember, nebst dem entgegenkommenden regulatorischen Umfeld und Donald Trump auch befeuert durch MicroStrategy selbst. Das Unternehmen kaufte im Schlussquartal 195'250 BTC im Umfang von USD 18 Mrd. Damit schossen auch die MSTR-Wandelanleihen in die Höhe, der 2027er beispielsweise notierte zum Jahresanfang noch bei 79% und stieg im November bis auf 335%. Der Index profitierte dabei direkt von der starken Entwicklung dieser gehebelten Buy-and-Hold-Strategie auf Bitcoin.

Die Grafik veranschaulicht die Entwicklung der Wandelanleihenurse von MicroStrategy im Jahr 2024 sowie die für die Indexperformance relevante (blau) resp. irrelevante (rot) Zeitperiode.



Quelle: H.A.M., 31.12.2024

**Pfeil 1:**  
Index Drop von  
MSTR 0.00% 2027 /  
MSTR 0.625% 2028 /  
MSTR 0.625% 2030

**Pfeil 2:**  
Index Drop von  
MSTR 0.875% 2031 /  
MSTR 2.250% 2032

**Blaue Schattierungen:**  
MSTR-Wandelanleihen  
im Index vertreten;  
hohe Performance-  
beiträge für Index

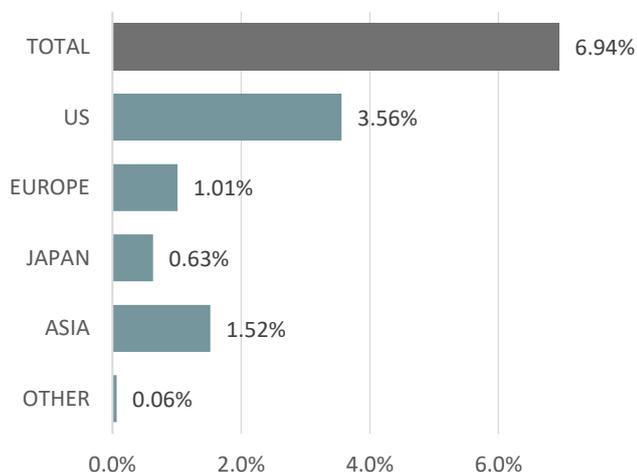
**Rote Schattierung:**  
MSTR-Wandelanleihen  
nicht mehr im Index;  
ohne negativen Perfor-  
manceeffekt für Index

Aufgrund des Rebalancing-Mechanismus und den Selektionsperioden für den ausgewogenen Index sowie dem rasant erfolgenden Kursanstieg von Bitcoin resp. der MSTR-Wandelanleihen wurde beinahe die gesamte Aufwärtsentwicklung vollumfänglich im Index abgebildet.

Die ab Mitte Dezember eingesetzte Korrektur hingegen hatte in Bezug auf MicroStrategy keinen Performanceeinfluss mehr auf den Index, da sich zu diesem Zeitpunkt die entsprechenden Titel nicht mehr darin befanden. Die letzten beiden Positionen fielen beim Rebalancing Mitte Dezember aus dem Index, während drei weitere bereits Mitte November abgeschlossen wurden. Die im November emittierte MSTR-Wandelanleihe über USD 3 Mrd. qualifizierte sich im Dezember nicht mehr für die Indexaufnahme, da die Wandelprämie aufgrund der starken Abwärtsbewegung der Aktie bereits zu hoch war.

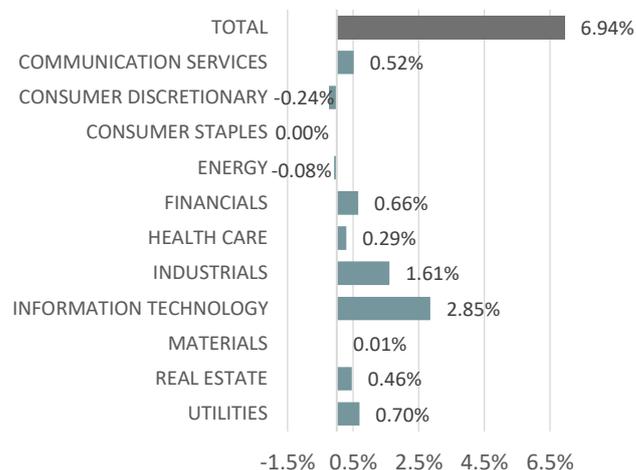
Das 1H2024 wurde mit -0.18% für *globale ausgewogene Wandelanleihen* und -2.40% für die zugrundeliegenden Aktien noch im negativen Bereich abgeschlossen. Das zweite Halbjahr erhielt anschliessend unter anderem starke Unterstützung durch Bitcoin-Emittenten und ausgewählte chinesischen Unternehmen (Ping An Insurance Group, Alibaba Group Holding, Trip.com Group), worauf die Wandelanleihen +7.13% und die entsprechenden Aktien +9.63% erreichten. Damit erzielten globale ausgewogene Wandelanleihen im Gesamtjahr 2024 eine Performance von +6.94%, die zugrundeliegenden Aktien legten +7.00% zu.

Dass die USA wie bei den globalen Aktienmärkten auch bei den Wandelanleihen die wichtigsten Treiber bildeten, zeigt sich anhand der regionalen Verteilung der Performance. Sämtliche Regionen konnten zulegen, allen voran die USA, gefolgt von Asien und Europa. Die Region Japan steht mittlerweile noch für 5% der Indexgewichtung für globale ausgewogene Wandelanleihen, weshalb die Kontribution dieser starken Region im 2024 nicht grösser ausfiel.



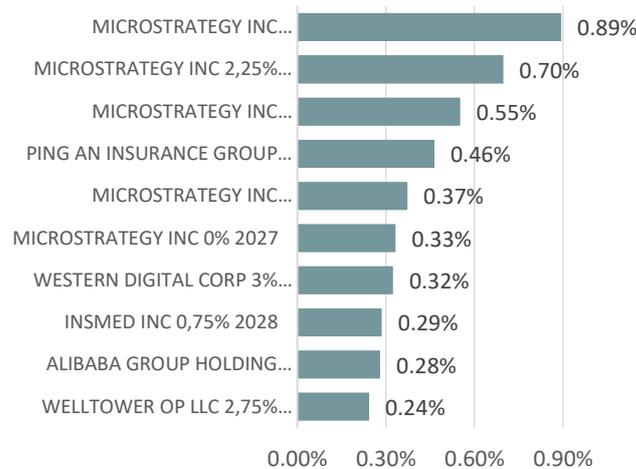
Quelle: H.A.M., 31.12.2024

Die «Magnificent 7» waren zwar im 2024 nicht via Wandelanleihen investierbar, jedoch gibt es innerhalb der KI-Wertschöpfungskette weitere Unternehmen, die im Wandelanleihenuniversum vertreten sind. Das führte dazu, dass der Technologiesektor die grössten Performancebeiträge erreichte, vor Industrie, Finanzen und Kommunikation. Lediglich Nicht-Basiskonsumgüter und Energie schlossen das Jahr im negativen Bereich.



Quelle: H.A.M., 31.12.2024

Auf *Titelebene* befinden sich fünf MSTR-Titel unter den Top 10-Wandelanleihen und trugen mit insgesamt +2.85% rund 41% der gesamten Indexperformance bei, die sich damit im 2024 äusserst konzentriert präsentiert. Weiter trugen der Versicherungskonzern Ping An Insurance Group, der Halbleiterproduzent Western Digital Corp., das Biopharma-Unternehmen Insmed Inc. sowie der E-Commerce-Gigant Alibaba Group Holding und Welltower Inc., ein REIT aus dem Gesundheitsbereich, massgeblich zum Resultat bei. Die Top 10-Titel erzielten zusammen +4.43%.



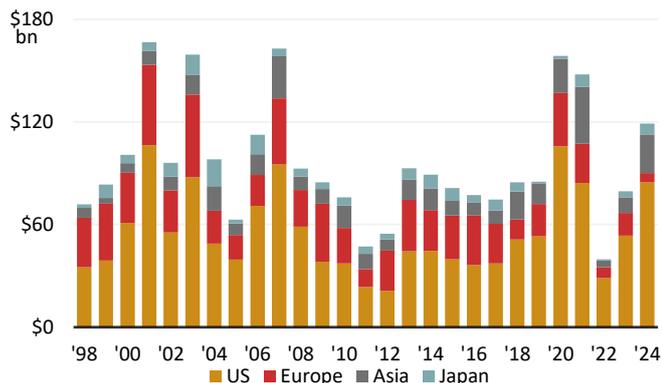
Quelle: H.A.M., 31.12.2024

Unter den zehn schwächsten globalen Wandelanleihen lassen sich drei Titel dem Bereich Elektrofahrzeuge zuteilen. Abgesehen davon ist die Selektion relativ diversifiziert und umfasst Unternehmen aus den Sektoren REIT, Finanzen, Technologie und Industrie. In der Summe kosteten diese Titel -1.99% an Performance.



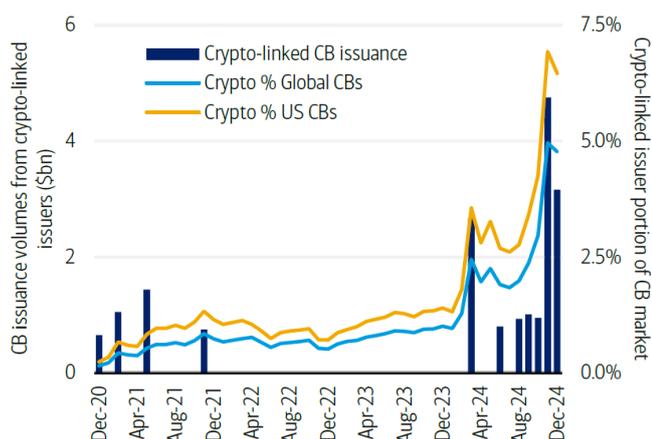
Quelle: H.A.M., 31.12.2024

Der **Primärmarkt** zeigte sich bereits im 1H2024 als sehr aktiv und konnte mit der Neuemission von Alibaba Group Holding Ltd. im Mai über USD 5 Mrd. die grösste Einzeltransaktion in der Geschichte der Anlageklasse ausweisen. Auch im zweiten Halbjahr setzte sich die erfreulich hohe Anzahl an Neuemissionen fort, sodass auf Jahressicht ein Volumen von knapp USD 120 Mrd. erreicht wurde. Das ist zwar tiefer als die pandemiebedingten Rekordjahre 2020 & 2021, aber rund ein Viertel höher als der Durchschnitt der vergangenen 25 Jahre.



Quelle: BofA Global Research, 31.12.2024

Im Schlussquartal konnte eine deutliche Zunahme von Unternehmen aus dem Kryptobereich beobachtet werden, die damit das Wandelanleihenuniversum erwähnenswert formten. Der Anteil von Krypto macht mittlerweile rund 5% der ausstehenden globalen Wandelanleihen aus, was dem Volumen der gesamten Region Japan entspricht und Sektorengewichte Energie, Rohstoffe oder Basiskonsumgüter übertrifft.



Quelle: BofA Global Research, 31.12.2024

Der US-Primärmarkt legte im 2024 um rund 30% zu, Asien wuchs um starke +170% und erkämpfte sich damit dank der Rückkehr grosser und relevanter Emittenten wieder das Interesse globaler Investoren. Im starken Gegensatz dazu schrumpfte Europa zum dritten Mal in Folge und erreichte das schwächste Volumen seit 1998. Die Gründe dazu sind vielfältig; so sah sich die Eurozone bereits früher mit rückgängiger Inflation und damit Zinssenkungen konfrontiert, was die Unternehmen vermehrt zu herkömmlichen Anleihen greifen liess. Zudem waren M&A-Aktivitäten und der damit verbundene Kapitalbedarf gedämpft und die Entwicklung der europäischen Aktienmärkte fielen vergleichsweise schwächer aus, da gesuchte Anlagethemen wie KI oder Krypto weniger vertreten waren.

Eine Vielzahl der Unternehmen rollte dabei bereits bestehende Wandelanleihen weiter in die Zukunft um die anstehende «Maturity Wall» in 2025/2026 zu adressieren. Refinanzierungen machten denn zusammen mit «Allgemeine Unternehmenszwecke» mehr als ein Drittel der Transaktionen aus, während knapp 15% der Neuemissionen zwecks Aktienrückkäufen begeben wurden. Trotz dieser vorzeitigen Refinanzierungen werden in den nächsten zwei Jahren noch rund 35% des gesamten Wandelanleihenvolumens fällig, wovon 70% ein bond-like Profil aufweisen, die Call Option also out-of-the-money und somit eine Wandlung in die zugrundeliegenden Aktien wenig wahrscheinlich ist.

Wandelanleihen waren als Instrument zur Kapitalaufnahme dank der starken Aktienmärkte im 2024 erneut sehr gesucht. Zusätzlich trug das erhöhte USD-Zinsumfeld und damit die angestiegenen Finanzierungskosten dazu bei, dass sich Unternehmen für die Emission von Wandelanleihen anstatt herkömmlichen Anleihen entschieden. Die Tabelle zeigt dabei die durchschnittlichen Zinseinsparungen einer USD-Emission auf.

Straight Debt Yield	Straight Debt OAS (coupon - 5y swap)	Convert Vol	Convert Premium	Implied Coupon for par convert	Coupon Saving
5.00%	130bps	35%	30%	0.78%	4.22%
6.00%	230bps	38%	30%	1.00%	5.00%
7.00%	330bps	40%	30%	1.38%	5.63%
8.00%	430bps	40%	30%	2.06%	5.94%
9.00%	530bps	42%	30%	2.42%	6.58%
10.00%	630bps	42%	30%	3.08%	6.93%
11.00%	730bps	42%	30%	3.73%	7.28%

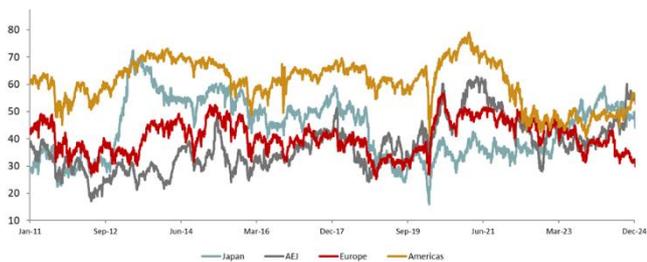
Quelle: Barclays Research, 31.12.2024

Aufgrund des erhöhten Angebots an Neuemissionen verbesserte sich die Preisgestaltung für die Investoren deutlich, diese bewegt sich wieder auf einem Level wie noch vor der Pandemie. Die Kreditqualität der Emittenten präsentiert sich dabei ähnlich wie im Vorjahr und damit höher als der 10-Jahresdurchschnitt, trotz geringerem Anteil an Unternehmen aus dem Versorgersektor. Ein Grund dafür ist auch der geringere Anteil von jungen Emittenten, die höchstens seit drei Jahren kotiert sind, resp. Unternehmen, die zum ersten Mal eine Wandelanleihe begeben. Diese fielen klar unter dem langfristigen Durchschnitt aus.

Das Universum globaler Wandelanleihen erlebte im Jahr 2024 eine regionale *Angleichung der Aktiensensitivität (Delta)*. US-Titel wiesen in den vergangenen Jahren ein klar

höheres Delta auf und kratzten am oberen Ende der Konvexität. Dies normalisierte sich zu Jahresbeginn und hielt sich im ausgewogenen Bereich, bevor es im dritten Quartal aufgrund starker Effekte aus KI und Krypto wieder anzog. Die Titel aus Japan konnten deutlich ausgewogenere Profile aufweisen wie in den Vorjahren, als diese tendenziell weniger Aktiensensitivität aufwiesen. Auch Wandelanleihen aus Asien bewegten sich klar wieder im konvexen Bereich, unterstützt von Neuemissionen und starken Aktienmärkten im Sommer.

Einzig die Region Europa fällt aus der Reihe und setzte den Trend in Richtung tieferer Deltas fort. Diese Bewegung widerspiegelt den relativ schwächeren Aktienmarkt, der zusammen mit tiefen Neuemissionsvolumen dazu führte, dass rund die Hälfte der Wandelanleihen aus Europa nur noch tiefes bis kein Delta mehr aufweisen.



Quelle: Nomura, 31.12.2024

Die *Bewertung* der Wandelanleihen gestaltet sich generell fair bis günstig, wobei die Region USA aufgrund der Attraktivität der zugrundeliegenden Aktienmärkte und der damit erhöhten Nachfrage weiterhin leicht teurer gehandelt werden.

Der temporäre Ausreisser in der Region Japan lässt sich mit dem regelrechten Ausverkauf der japanischen Aktienmärkte am 5. August 2024 erklären, wobei eine sechsfache Standardabweichung gemessen wurde. Mit dem drastischen Anstieg der tatsächlichen Volatilität und dem gleichzeitigen Rückgang der impliziten Volatilität aufgrund des Verkaufsdrucks vergünstigte sich die Bewertung stark. Die folgende Grafik basiert auf einem dreimonatigen Durchschnitt, weshalb der relativ isolierte Effekt gegen Jahresende wieder ausgeglichen wurde und sich die Bewertung wieder einpendelte.



Quelle: Nomura, 31.12.2024

### H.A.M. Global Convertible Bond Fund 2024

Die Strategie investierte über das Jahr hinweg global diversifiziert und selektionierte mit Fokus auf Bottom-Up, unter Berücksichtigung aller Profile, die attraktivsten Opportunitäten am Wandelanleihenmarkt.

Der *H.A.M. GCBF (EUR-A Tranche)* erzielte in der Berichtsperiode eine Wertsteigerung nach Kosten von +4.09% und konnte damit nicht mit der Entwicklung des globalen und ausgewogenen Wandelanleihenmarkts +6.94% mithalten.

Dieses Resultat setzt sich zusammen aus einem 1H2024 in dem sich die Strategie mit +1.62% relativ stärker entwickeln konnte (+1.44% ggü. -0.18%) sowie einem 2H2024 das relativ -4.52% kostete (+2.61% ggü. +7.13%).

Das starke Alpha aus dem ersten Halbjahr basierte auf der regionalen Diversifikation und damit höheren Gewichtung asiatischer und japanischer Wandelanleihen sowie konsequenter Titelselektion.

Im zweiten Halbjahr hingegen kostete die ausgeglichene globale Positionierung, da diese der Region USA ein strategisch tieferes Gewicht alloziert (per 31.12.2024: 33%) als der Index für globale ausgewogene Anleihen (59%). Weiter führte der Entscheid, aus ESG- und Risikoüberlegungen die Wandelanleihen von MicroStrategy nicht ins Portfolio aufzunehmen, zu deutlichen Auswirkungen auf die relative Performance.

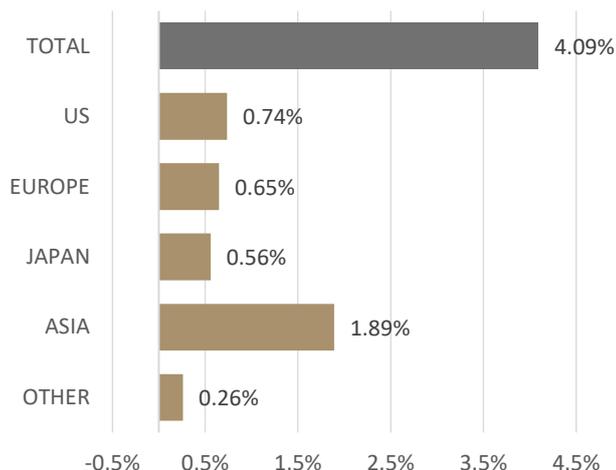
Holinger Asset Management hatte Mitte November die Gelegenheit, im Rahmen einer Investorenkonferenz mit Michael J. Saylor, dem Gründer, ehemaligen CEO und aktuellem Chairman von MicroStrategy in Verbindung zu treten. In diesem Webcall erfuhren wir aus erster Hand mehr über die radikale Vision und Strategie des Unternehmens und konnten die Eindrücke in unsere Analyse einfließen lassen. Unsere Beurteilung hatte dazu geführt, dass wir keine Wandelanleihen von MicroStrategy (MSTR) im Portfolio hielten, da diese eine gehebelte Wette auf den zukünftigen Verlauf von Bitcoin darstellen, auch die Kreditqualität des Unternehmens wird faktisch über den Bitcoinpreis definiert. Die Anlagestrategie des H.A.M. Global Convertible Bond Funds verfolgt einen absoluten Investitionsansatz und orientiert sich nicht an einem Vergleichsindex. Damit ist die Strategie nicht gezwungen, Indexgewichte zu neutralisieren.

Der negative Einfluss der MSTR-Wandelanleihen auf die relative Performance betrug im 2024 damit 2.85%. Die folgende Grafik veranschaulicht die Performance des H.A.M. GCBF (EUR-A Tranche, netto) im Vergleich zum Index über das Gesamtjahr hinweg. Beinahe in drei der vier Quartalen erzielte die Strategie eine Outperformance, bevor die Rallye um Bitcoin und damit der Anstieg von MicroStrategy einsetzte.



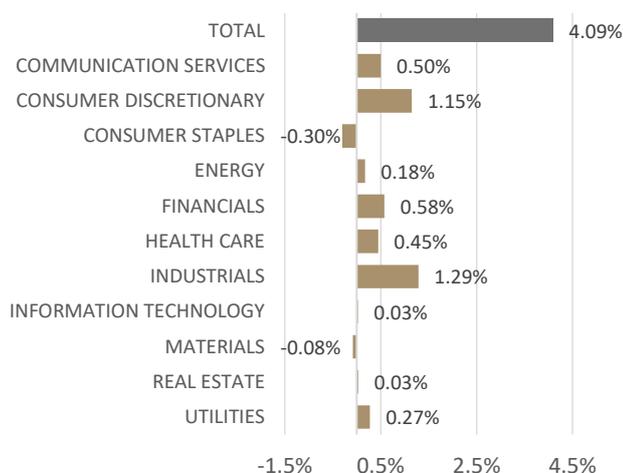
Quelle: H.A.M., 31.12.2024

Anhand der Regionenbeiträge wird ebenfalls ersichtlich, dass die Performancetreiber aus den USA geringer ausfallen, dafür Asien eine höhere Kontribution erzielte:



Quelle: H.A.M., 31.12.2024

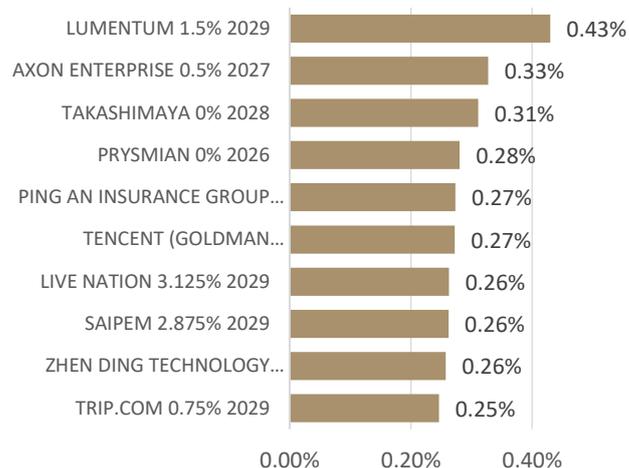
Die folgende Kontribution zeigt auf, dass beinahe sämtliche Sektoren einen positiven Beitrag erzielten, allen voran Industrie (Technologie für erneuerbare Energien) und Konsumgüter (in erster Linie aus Asien und Japan) während bis auf Basiskonsumgüter (Europa negativ, USA positiv) keine nennenswerten Verluste aus einzelnen Wirtschaftszweigen erlitten wurden.



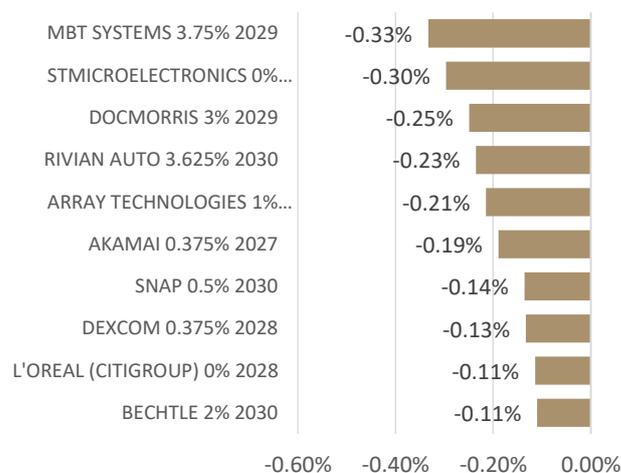
Quelle: H.A.M., 31.12.2024

Die breit abgestützte Allokation im Portfolio lässt sich auch auf *Titelebene* hervorheben. Sowohl die zehn besten wie auch schwächsten Wandelanleihen diversifizieren sich nach Regionen und Sektoren.

Die Top 10-Titel trugen zusammen +2.92% zur Performance bei, die zehn schwächsten Titel auf der Gegenseite kosteten insgesamt -2.00%.



Quelle: H.A.M., 31.12.2024

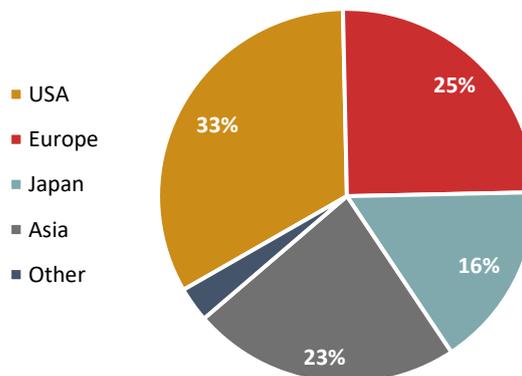


Quelle: H.A.M., 31.12.2024

Die **Positionierung** des H.A.M. Global Convertible Bond Fund präsentiert sich per Ende 2024 unverändert *ausgewogen* und verfolgt das Ziel eines *diversifizierten Portfolios globaler Wandelanleihen*. Im Fonds befinden sich ausgewählte Titel, die uns aufgrund der Risiko-/Rendite-Eigenschaften überzeugen.

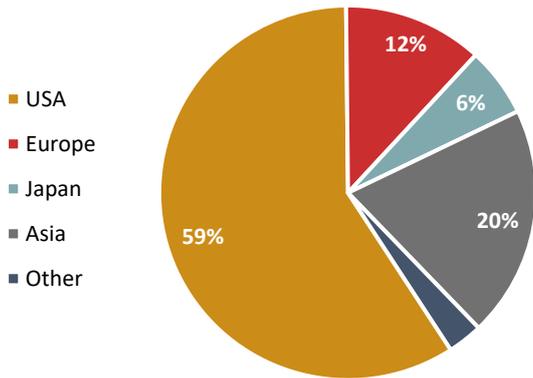
Die Strategie bleibt damit klar breiter diversifiziert wie das globale ausgewogene Wandelanleihenuniversum.

H.A.M. Global Convertible Bond Fund



Quelle: H.A.M., 31.12.2024

## Globale ausgewogene Wandelanleihen



Quelle: H.A.M., 31.12.2024

## Holinger Asset Management AG

Zürich, im Januar 2025

### Wesentliche Risiken

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

#### *Aktienkursverluste*

Relativ hohe Korrelation mit dem Fondsvermögen.

#### *Ausweitung der Risikoprämien*

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 2 Jahren relativ kurz, so dass Zinsveränderungen kein grösseres Risiko darstellen sollten.

## 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](http://www.lafv.li) sowie auf der Webseite des Vertreters in der Schweiz, der LLB Swiss Investment AG, <https://www.llbswiss.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 Anteilsscheinen 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).