

H.A.M. Global Convertible Bond Fund

Rückblick 1. Halbjahr 2025

Zusammenfassung

- **Künstliche Intelligenz:** Mit der Lancierung von DeepSeek R1 aus China wurde das Wettrennen gegen die USA rund um die Technologie- und Kostenführerschaft im Bereich KI eröffnet, was zeitweise die Aktienbewertungen der «Magnificent 7» einbrechen liess.
- **Politische Veränderungen in den USA:** Präsident Donald Trumps Handelspolitik mit «Liberation Day» und Fiskalpolitik mit «One Big Beautiful Bill» beeinflussten das Vertrauen der Anleger, Unternehmen und Konsumenten erheblich und sorgten für hohe Unsicherheiten. Darüber hinaus startete der US-Dollar einen ausgeprägten Abwärtstrend. Moody's stuft die Bonität der USA von Aaa auf Aa1 herunter.
- **Zentralbanken:** Nach drei Zinssenkungen im Jahr 2024 pausierte die US-Notenbank die Leitzinsen bei 4.5%. Die Europäische Zentralbank und Schweizerische Nationalbank hingegen führten ihren geldpolitischen Kurs fort und senkten im 1H25 in vier resp. zwei Schritten. Im Gegensatz dazu nahm die japanische Notenbank eine Zinserhöhung vor.
- **Makrodaten:** Die befürchtete drastische Zunahme der Inflation in den USA aufgrund der Handelszölle blieb vorerst aus, dies mitunter aufgrund der zahlreichen Unklarheiten in Bezug auf tatsächliche Ausgestaltung. Gleichzeitig blieb das Wirtschaftswachstum dank ungebrochenem Konsum und stabilen Arbeitsmärkten robust.
- **Geopolitische Unruhen:** Die Konflikte im Nahen Osten weiteten sich aus und führten vorübergehend zu höheren Ölpreisen und Versorgungsengpässen aufgrund gesteigerter Angriffe im Suez-Kanal. Generell jedoch hatten die Kriege Israel-Palästina / Israel-Iran sowie Russland-Ukraine keinen gewichtigen Einfluss auf die Märkte im 1H25.
- **Kryptowährungen:** Mit der fortschreitenden Expansion von Bitcoin, der Unterstützung durch Trump sowie der USD-Schwäche schafften die sogenannten «Stable Coins» den Durchbruch in der Finanzindustrie.

• **Globale ausgewogene Wandelanleihen** legten im 1. Halbjahr 2025 um 5.60% zu, die Entwicklung setzt sich zusammen aus einem 1Q25 mit +2.27% und 2Q25 mit +3.26%. ([Seite 5](#))

• **Der H.A.M. Global Convertible Bond Fund** erzielte mit einer ausgewogenen regionalen Allokation und konvexer Titelselektion eine Performance von **+5.25%** (EUR-A, netto), basierend auf einem 1Q25 mit +3.33% und 2Q25 mit +1.86%. ([Seite 8](#))

- Sämtliche Anteilsklassen konnten im 1H25 einen klaren Wertzuwachs erzielen:

	Anzahl Anteile	Nettoinventarwert		Perf. netto
		31.12.2024	25.06.2025	
EUR-A-	35'309	2'314.91	2'436.47	+5.25%
CHF-A-	52'149	1'793.80	1'867.18	+4.09%
USD-A-	13'697	1'871.03	1'994.24	+6.59%
GBP-A-	2'545	1'263.25	1'341.06	+6.16%
EUR-D-	98'551	1'276.42	1'345.58	+5.42%
CHF-D-	215'408	1'195.17	1'246.10	+4.26%
USD-D-	9'392	1'504.86	1'608.44	+6.88%

- Das Nettofondsvermögen belief sich per 25.06.2025 auf insgesamt EUR 649.6 Mio.

Marktrückblick

Das erste Halbjahr 2025 wartete mit zahlreichen Überraschungen und historischen Ereignissen auf, was zeitweise für ausgeprägte Marktverwerfungen sorgte. Rückblickend lässt sich die Dynamik der Märkte grob anhand des ersten und zweiten Quartals unterscheiden:

Im 1Q25 stand Asien resp. China für die deutlich stärkste Region, mit grossem Abstand gefolgt von Europa, während Japan und die USA ab Februar nicht mehr mithalten konnten und das Quartal im Minus beendeten. Die Region USA lastete unter der vorübergehenden Schwäche der «Magnificent 7», die als Index zusammengefasst knapp 15% einbüssten. Diese Performancekorrektur der Mag7 und die im Gegensatz dazu herausragende Entwicklung der chinesischen Aktienmärkte basierten dabei auf demselben Grund: Der Veröffentlichung von DeepSeek R1 Ende Januar, Chinas eindrucksvolle und kosteneffiziente Antwort auf OpenAI's ChatGPT. Diese Präsentation warf grundlegende Fragen rund um die Vorherrschaft der Künstlichen Intelligenz sowie der zukünftigen Wettbewerbsfähigkeit amerikanischer und chinesischer Technologiekonzerne auf. Aufgrund der Wertschöpfung rund um KI und der entsprechenden Zukunftsfantasien auf Unternehmensebene hatte diese Vorstellung einen starken Einfluss auf die Aktienkurse im ersten Quartal.

Den Auftakt zum 2Q25 bildete US-Präsident Donald Trumps «Liberation Day» vom 2. April 2025, der die globalen Märkte aufgrund der beispiellosen Ankündigung einschneidender Handelszölle innert weniger Tage massiv einbrechen liess. Die Korrektur reichte dabei von -10% für US-Aktienindizes bis -14.5% für chinesische Märkte, was Erinnerungen an die durch Covid-19 ausgelösten Abverkäufe aus dem Frühjahr 2020 hervorrief. Diese heftige Reaktion wurde bis Ende April jedoch rasch wieder ausgebügelt, was den Aufwärtsdruck der Aktienmärkte im 1H25 unterstreicht. Besonders Technologiewerte aus den USA entwickelten sich wieder überdurchschnittlich stark, während nun die vorher überragenden Regionen Asien und Europa zurückblieben. Die japanischen Aktienmärkte konnten im zweiten Quartal dabei am ehesten mit Amerika mithalten.

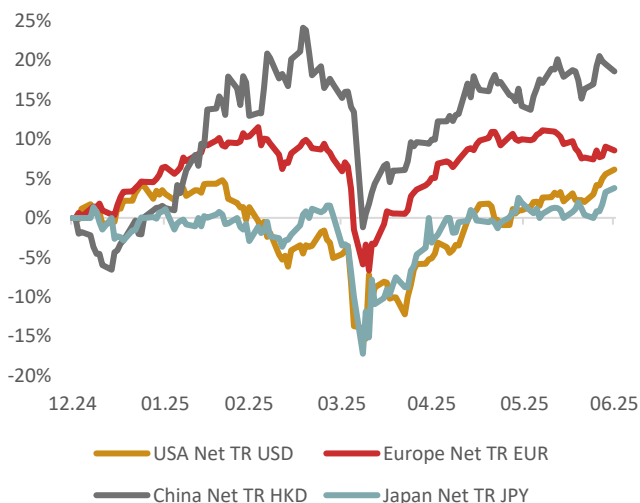
Abgesehen von den zahlreichen Unsicherheiten rund um die Handelszölle, sei es in Bezug auf das tatsächliche Ausmass, der konkreten Ausgestaltung oder dem individuellen Aufschub für ausgewählte Länder und damit der Relativierung der unmittelbaren Auswirkungen, übten auch die US-Fiskalpolitik («DOGE», «One Big Beautiful Bill») sowie die globale Geldpolitik starken Einfluss auf die Märkte aus. Die andauernden geopolitischen Konflikte hingegen hatten dabei wenig nachhaltigen Einfluss, selbst die Eskalation im Israel-Iran-Krieg mit dem ultimativen Eingreifen durch die USA im Juni erfasste die Ölpreise und damit die Aktienmärkte dank des anschliessenden Waffenstillstands nur temporär.

Damit lässt sich das 1. Halbjahr 2025 als handelspolitisches Tauziehen begleitet von ausgeprägter Unsicherheit zusammenfassen, das rückblickend aber sowohl die Aktien- wie auch Anleihenmärkte souverän navigieren konnten. Trotz dem intransparenten Ansatz seitens Trump in Bezug auf Handelszölle und anschliessender bilateraler Verhandlungen, den militärischen Konflikten im Nahen Osten, dem fortdauernden Krieg in der Ukraine und existenziellem Druck auf die NATO verblieben die Finanzmärkte mehrheitlich unbeeindruckt. Das schwindende Vertrauen der globalen Anleger in vermeintlich sichere amerikanische Häfen und damit dem Abzug der Kapitalströme erklärte den US-Dollar zum grossen Verlierer des 1H25. Gemessen am Bloomberg US Dollar Index gab der USD damit innert fünf Monaten sämtliche Gewinne der vergangenen Jahre auf und befindet sich wieder auf dem Stand vom Frühling 2022.

Überblick Anlageklassen

Die globalen **Aktienmärkte** korrigierten anfangs April innert fünf Tagen äusserst heftig, nur um die Verluste im Anschluss beinahe so rasch wieder zu egalisieren, wie sie eingetroffen waren. Dieser ausgeprägte Gegeneffekt wurde erneut von Trump hergeleitet mit der Gewährung einer 90-tägigen Verhandlungsfrist für die betroffenen Handelspartner.

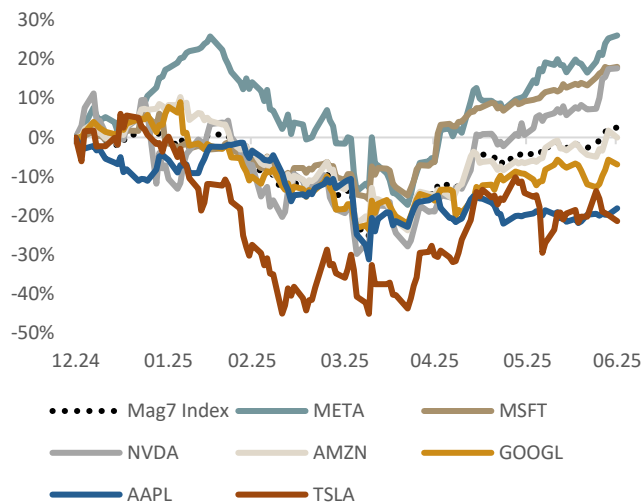
Damit folgte auf den 5-Tages-Crash eine ausgeprägte Kursrally: Der US-Leitindex S&P 500 erzielte dabei mit +25% innert nur 55 Tagen die stärkste Aufholjagd in der Geschichte, bereits ab Mai notierten die amerikanischen Aktienmärkte auf Jahressicht wieder im positiven Bereich, die chinesischen und europäischen bereits noch im April, während sich japanische Aktien erst im Juni definitiv in den grünen Bereich retten konnten.



Quelle: Bloomberg, 30.06.2025

Der Aufschub der angekündigten Zölle wurde im Anschluss vereinzelt nochmals verlängert, ursprüngliche Tarife aufgeweicht und Drohungen nicht umgesetzt. Aufgrund dieses Vorgehens erhielt Donald Trump vom Markt den Kosenamen «TACO»: Trump always chickens out.

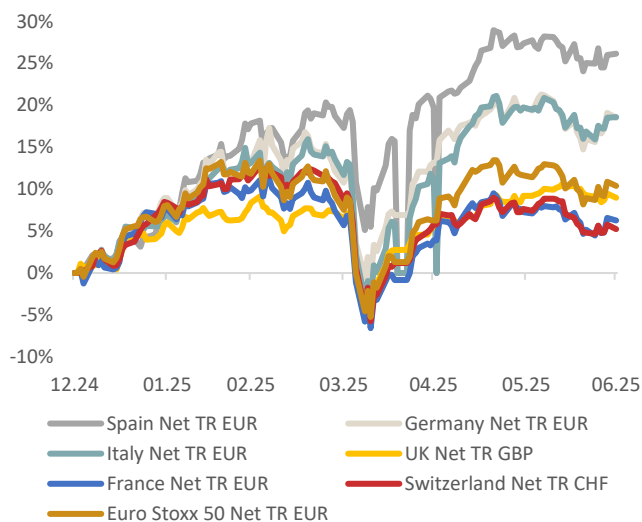
Dies begünstigte jedoch die Entwicklung der *amerikanischen* Aktienmärkte, die in der Folge wieder auf Allzeithochs notierten. Trotz der hohen Unsicherheiten rund um die Verfassung der globalen Wirtschaft und weiterer Auswirkungen des weltweiten Handelns wurden laufend neue Rekorde erzielt, was die Resilienz der Aktienmärkte bestätigt. Besonders diejenigen Tech-Unternehmen mit direktem KI-Bezug und hohem Wachstumspotenzial waren gesucht, während andere auf der Strecke blieben oder klare Verluste litten. Diese Streuung lässt sich anhand der «Magnificent 7» verdeutlichen, die seit Ende 2022 uneingeschränkt auf Rückenwind zählen konnten, sich nun aber in der Performance unterscheiden: So legten auf der einen Seite Meta Platforms Inc (+26%), Microsoft Corp (+18%) und Nvidia Corp (+18%) deutlich zu, Amazon.com Inc schloss unverändert, während auf der Gegenseite Tesla Inc mit -21% steht. Der Elektroautohersteller geriet aufgrund starker Konkurrenz aus China sowie dem Zerwürfnis zwischen Donald Trump und Elon Musk unter Druck, ebenfalls korrigierten Apple Inc -18% und Alphabet Inc rund -7%, dies aufgrund wenig überzeugender KI-Strategie.



Quelle: Bloomberg, 30.06.2025

Die Aktienmärkte in *Europa* konnten im 1H25 deutlich zulegen und stehen nach China für die zweitstärkste Region. Unterstützt wurde diese Entwicklung durch die Europäische Zentralbank, die im Gegensatz zur US-Notenbank den Anlegern mit vier Zinssenkungen entgegenkam und damit den Aktienmärkten Rückenwind bot. Weiter konnten europäische Aktien auch von der regionalen Umverteilung der globalen Anleger profitieren, die aufgrund von Zweifeln rund um die US-Fiskalpolitik die Portfolioallokation zu Gunsten alternativer Regionen diversifizierten. Angesichts des Stellenwerts des amerikanischen Aktienmarkts haben hier bereits kleine Gewichtsverschiebungen einen deutlichen Einfluss. Die Marktkapitalisierung der 10 grössten US-Unternehmen beträgt über USD 20 Billionen, während die Top 10 in Europa in der Summe auf ca. USD 2 Billionen kommen, was einem Ratio von ungefähr 10:1 entspricht. Innerhalb Europas lassen sich jedoch deutliche Abweichungen feststellen: So entwickelten

sich die spanischen (+26%), deutschen und italienischen Aktienmärkte (je +19%) mit Abstand am stärksten, während die englischen (+9%), französischen (+6%) und Schweizer Märkte (+5%) mit klarem Abstand folgten. Der Euro Stoxx 50 schloss mit +10% im Mittelfeld. Weiter spielten auch Einzeltitel eine gewichtige Rolle: So trugen die sehr starke Performance von Rheinmetall AG (+194%), Siemens Energy AG (+95%) sowie Commerzbank AG (+75%) den Löwenanteil zum deutschen Aktienmarkt bei, während in Spanien generell der Finanzsektor positiv heraussticht.



Quelle: Bloomberg, 30.06.2025

Nebst Europa waren auch die *chinesischen* Aktienmärkte Nutzniesser der Kapitalabwanderung aus den USA zwecks Umschichtung in andere Regionen. Ausschlaggebend für die starke Entwicklung jedoch war auch für China das Thema KI: Mit dem Durchbruch des leistungsstarken und vergleichsweise günstigen Open-Source-Modells DeepSeek R1 wurde der chinesische Technologiesektor ins Scheinwerferlicht gerückt und zog das Interesse internationaler Anleger auf sich. Darauf folgten hohe Kapitalzuflüsse, was u.a. den grössten Börsengang seit 2021 ermöglichte: Der weltweit führende Produzent von Elektroautobatterien, Contemporary Amperex Technology Co (CATL), konnte im Mai umgerechnet USD 5 Mrd. aufnehmen, während andere innovative und rasch wachsende Mega-Caps wie Xiaomi Corp oder BYD Co. ebenfalls frisches Kapital besorgen konnten. Unterstützt wurden die chinesischen Aktienmärkte ausserdem von robusten Wirtschaftsimpulsen, sorgfältigen Gegenmassnahmen der chinesischen Regierung als Antwort auf den «Liberation Day» sowie günstigen Bewertungen und konnten so den Unsicherheiten rund um Handelszölle und möglicher Dekotierung chinesischer Aktien von US-Börsen (Delisting ADRs) standhalten. In der Folge konnten die chinesischen Aktienmärkte das 1H25 mit grossem Abstand als erfolgreichste Region beenden.

Im globalen Vergleich schneidet der Aktienmarkt in *Japan* relativ schwach ab, konnte aber dennoch im positiven Bereich abschliessen. Besonders ab April zog die Nachfrage der Anleger an, da der japanische Aktienmarkt faire bis günstige Bewertungen aufweist und Zugang zu Anlagethemen bietet, die weniger vom globalen Wirtschaftszyklus betroffen sind. Zudem schritten Unternehmensreformen zugunsten Aktionären wie bspw. Aktienrückkäufe zügig voran und erhöhten damit die Attraktivität im Vergleich zum internationalen Parkett weiter. Die Region Japan konnte damit Resilienz in Phasen

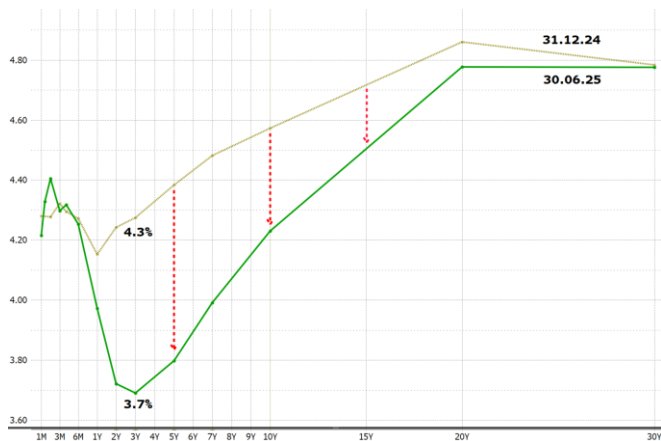
von erhöhter Unsicherheit beweisen, litt aber gleichzeitig mit ihrer bedeutenden Elektronik- und Autoindustrie unter den angedrohten Zöllen aus den USA und der im Vergleich zum US-Dollar deutlich erstarkten Währung.

Im Vergleich der globalen *Sektorentwicklung* können sich generell ebenfalls jene mit Verbindung zur Wertschöpfung rund um KI abheben, sei dies für direkte Anwendungen wie Softwarelösungen und Produktinnovationen oder aber im weiteren Sinne wie benötigter Infrastruktur und damit Datenzentren oder Stromversorger. An der Spitze stehen Industrierwerte, die von hohen Infrastrukturinvestitionen in den USA und Europa profitierten, sei es im Rahmen der «De-Globalisierung» oder Erhöhung der industriellen Automatisierung via Robotertechnik, Logistik und KI. Ebenfalls stark entwickelten sich Finanztitel, so profitierten beispielsweise Banken in den USA von hinausgezögerten Zinssenkungen, hohen Handelsvolumen sowie der Erholung der Kapitalmarktaktivitäten. Versorger stehen an dritter Stelle, da die Nachfrage nach Strom für KI-Datenzentren massiv anstieg und der Sektor gleichzeitig in Zeiten von erhöhter Risikoaversion mit defensiven Eigenschaften auftrumpfen konnte. Am anderen Ende der Auflistung stehen Nicht-Basiskonsumgüter, die in erster Linie unter der Konsumschwäche in China litten und gleichzeitig die Onlinehändler im Westen bei ansteigenden Kosten tieferes Wachstum verzeichneten. Das Gesundheitswesen wurde von der Schwäche im zyklischen Sub-Sektor Biotech zurückgehalten, der mit Finanzierungsschwierigkeiten oder Studienergebnissen kämpfte. Etablierte Pharmaunternehmen hingegen kamen im Rahmen der Zollproblematik mit den USA unter Druck. Der Energiesektor zeigte nur begrenztes Aufwärtspotential aufgrund der Korrektur und anschliessender Seitwärtsbewegung des Ölpreises.

	1H2025	FY2024	1H2024
Communications	+14.22%	+34.97%	+21.45%
Technology	+8.93%	+31.59%	+22.07%
Financials	+16.60%	+28.49%	+12.42%
Cons. Discretionary	-1.64%	+21.37%	+4.47%
Utilities	+16.46%	+14.93%	+5.49%
Industrials	+18.12%	+13.81%	+6.83%
Cons. Staples	+10.30%	+6.85%	+4.47%
Real Estate	+5.30%	+4.25%	-2.11%
Energy	+4.55%	+2.46%	+8.22%
Health Care	+0.44%	+1.67%	+8.84%
Materials	+10.66%	-4.39%	+0.35%

Quelle: Bloomberg, 30.06.2025

Bei den **Anleihenmärkten** liess sich bei der Zinskurve für *US-Staatspapiere* ein sogenanntes «Bull-Steepening» beobachten, auch wenn die US-Notenbank im 1H2025 mit Zinssenkungen zuwartete und damit viermal in Folge keine Änderungen vornahm. Die Renditen für kurzfristige Laufzeiten kamen stärker zurück (-58bp für 3J. & 5J.) als diejenigen für längere Laufzeiten (-34bp für 10J., -8bp für 20J.), was eine steilere Zinskurve auf tieferem Level zur Folge hatte. Treiber hierfür waren bis Ende April deutlich rückläufige US-Inflationsdaten, bevor Sorgen rund um die US-Fiskalpolitik, die zukünftige Unabhängigkeit der US-Notenbank sowie gedämpfte internationale Investorennachfrage nach neu emittierten US-Staatsanleihen im Mai und Juni die Zinskurve im Vergleich zum 1Q25 wieder leicht anheben liess.



Quelle: Bloomberg, 30.06.2025

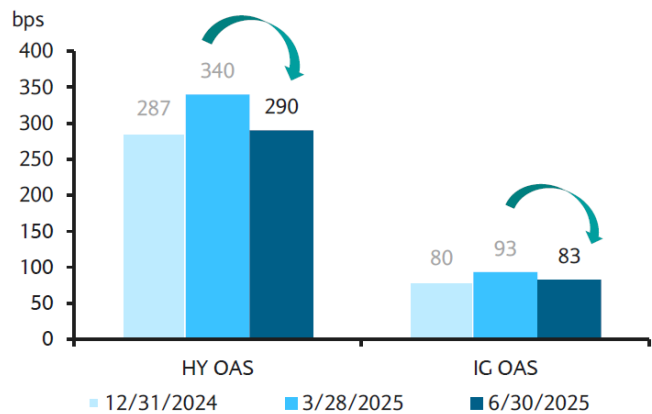
Die Zinsen für Staatsanleihen aus der *Eurozone* notierten im Vergleich zu Ende 2024 generell nur marginal höher. Auch wenn die Europäische Zentralbank die Leitzinsen im 1H25 in vier Schritten reduzierte, fällt der Anstieg in Anbetracht der angekündigten Schuldenaufnahme für das Hochfahren der Rüstungsausgaben bis 2030 seitens der EU relativ verhalten aus. Die Schweizer Nationalbank lockerte die Geldpolitik bei zwei Gelegenheiten und setzte den Leitzins bei 0% fest, womit die kurzfristigen *Schweizer* Staatsanleihen wieder im negativen Bereich rentieren.

Ein Blick auf die durchschnittlichen Kosten für 10-jährige Schulden der G7-Nationen zeigt, dass der Wert der vergangenen 10 Jahre von rund 1.5% abgelöst wurde und sich mittlerweile auf dem zweifachen Level einpendelte. Damit notiert die Rendite wieder auf dem Niveau wie im Jahrzehnt davor.



Quelle: Bloomberg, 30.06.2025

Auch die **Risikoprämien** für *US-Unternehmensanleihen* reagierten empfindlich auf den «Liberation Day», und lassen sich damit in das erste und zweite Quartal 2025 unterteilen. Besonders ab Mitte Februar begannen sich die Spreads für *US-Anleihen* sowohl aus dem *IG-* wie auch *HY-Bereich* auszuweiten und erreichten Anfangs April Höchststände aus dem Sommer 2023. Im Anschluss und damit im Einklang mit den Aktienmärkten, kamen die Risikoprämien wieder deutlich zurück und beendeten das 1H25 nur leicht höher. Ähnliches liess sich bei den Risikoprämien für *Unternehmensanleihen* aus dem *EUR-Raum* beobachten, wenn auch hier die Risikoprämien per Ende Juni marginal tiefer ausfallen wie noch zu Jahresbeginn.



Quelle: Bloomberg, 30.06.2025

Nachdem **Bitcoin** im Januar 2025 kurzzeitig die Höchststände vom Vorjahr leicht übertreffen konnte, litt der gesamte Sektor bis Mitte April unter Abverkäufen, trotz positiver Meldungen rund um den Entscheid der USA, Bitcoin als strategische Reserve aufzunehmen und weiterer Käufe im grossen Stil durch Michael Saylor's Strategy, dem mit Abstand grössten öffentlichen Investor. Erst gegen Ende April konnte eine umfassende Aufholjagd gestartet werden, unterstützt durch die starke Expansion sogenannter Stablecoins, die wiederum durch die politische Weichenstellung («GENIUS Act») in den USA profitierten. Damit gewannen die Stablecoins an Relevanz und Akzeptanz, die institutionelle Nutzung und industrielle Integration schritt voran. Die anhaltende Entwicklung des Kryptosektors sorgte damit auch bei entsprechenden Wandelanleihenemittenten für starken Rückenwind und für Zuwachs an Emittenten aus diesem Bereich.

Per Ende Juni 2025 lassen sich folgende Emittenten mit direkter Verbindung zu Krypto auflisten:

	Business	CB's	Hält Bitcoin
Applied Digital Corp	Data Center	1	
Bitdeer Technologies Group	Mining	1	
Cipher Mining Inc	Mining	1	
CleanSpark Inc	Mining	1	x
Coinbase Global Inc	Exchange	2	x
Core Scientific Inc	Mining	2	
Galaxy Digital Inc	Broker	2	
IREN Ltd	Mining	2	
MARA Holdings Inc	Mining	4	x
Riot Platforms Inc	Mining	1	x
Strategy Inc	Investor	6	x
TeraWulf Inc	Mining	1	

Die **Rohstoffmärkte** haben sich im 1H25 unterschiedlich entwickelt: *Gold* legte seit Jahresbeginn um +26% zu und profitierte vom ultimativen Status als sicherer Hafen und der hohen Nachfrage seitens Zentralbanken. Weiter trugen fallende Realzinsen sowie wachsende Zweifel an der Glaubwürdigkeit der *US-Politik* zu neuen Rekordständen des gelben Metalls bei.

Der **Ölpreis** sah sich aufgrund der makroökonomischen Unsicherheiten und Fragen rund um den Welthandel seit Jahresbeginn stetig unter Druck und korrigierte Anfangs April nochmals deutlich. Gleichzeitig beschloss die *OPEC+*, die Förderung stärker hochzufahren als vom Markt erwartet. Mit der Eskalation im Nahen Osten sprang der Preis kurzfristig an,

korrigierte im Anschluss aber wieder auf das vorherige tiefe Niveau, womit der WTI-Preis auf Halbjahressicht -8% verlor.

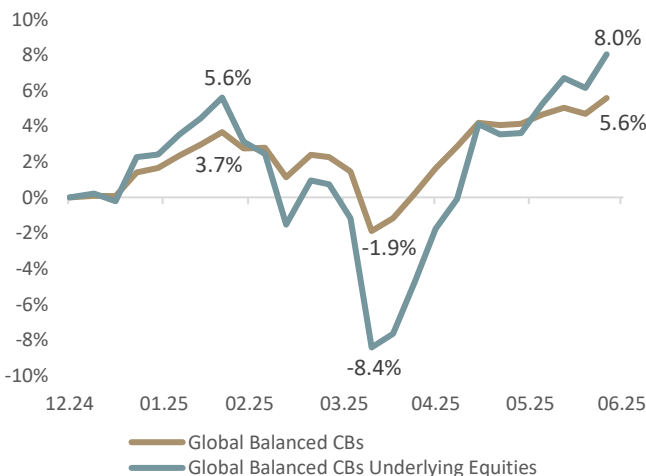
Kupfer konnte mit +15% ein starkes 1Q25 erzielen, bevor der Kurs im April im Rahmen der allgemeinen Marktkorrektur einbrach. Das konjunktursensitive Metall kämpfte sich im Anschluss ebenfalls wieder zurück und beendete damit das 1H25 mit +13%. Auch **Silber** profitierte von der robusten Nachfrage nach Industriemetallen und legte in der Berichtsperiode mit +25% deutlich zu.

Der «Liberation Day» lässt sich natürlich auch am VIX ablesen, der nach einem ruhigen Start ins Jahr anfangs April von 21.7 auf 52.3 Punkte in die Höhe schoss. Auch der **Volatilitätsindikator** erholte sich in der Folge äusserst rasch und notierte bereits im Mai wieder auf bisherigen Levels. Diese rasche Normalisierung war die zweitschnellste seit Aufzeichnung des VIX, einzig die Erholung im August 2024 war noch ausgeprägter.

Das Universum der Wandelanleihen

Im vergangenen Halbjahr konnte diese Anlageklasse mit dem einzigartigen asymmetrischen Risiko-/Rendite-Profil auftrumpfen: Trotz andauernder Handelskonflikten und globaler politischer Unsicherheiten, ausufernder geopolitischer Spannungen sowie zahlreicher weiterer gewichtiger Ereignisse konnten sich globale ausgewogene Wandelanleihen stark behaupten. Einerseits schlossen die globalen Aktienmärkte auf Halbjahressicht positiv, andererseits profitierten Wandelanleihen von generell abnehmenden Zinsniveaus (bis auf Japan) und stabiler Risikoprämien sowie erhöhter Volatilität. Weiter bot das Universum der Wandler Zugang zu den wichtigsten Anlagethemen im 1H25, dazu gehören unter anderem die Wertschöpfungskette rund um KI, Verbindungen zu Krypto, Atomenergie, Aktien mit hoher Leerverkäufer-Aktivität sowie generell Wachstumsunternehmen mit hohem Beta.

Das Leistungsversprechen der Wandelanleihen lautet, in Zeiten von Marktverwerfungen Schutz nach unten und gleichzeitig Partizipation bei steigenden Märkten bieten zu können. Dieses konvexe Verhalten konnte im 1H25 mit der Korrektur rund um den Liberation Day und der anschliessenden Erholung zweifelsohne unter Beweis gestellt werden. Die Grafik vergleicht die Entwicklung globaler ausgewogener Wandelanleihen mit den entsprechenden zugrundeliegenden Aktien in der Berichtsperiode:



Quelle: H.A.M., 25.06.2025

Die sogenannte Downside Protection der Wandelanleihen und anschliessend relativ rasche Erholung lässt sich auch im Drawdown-Vergleich mit führenden Aktienindizes belegen:

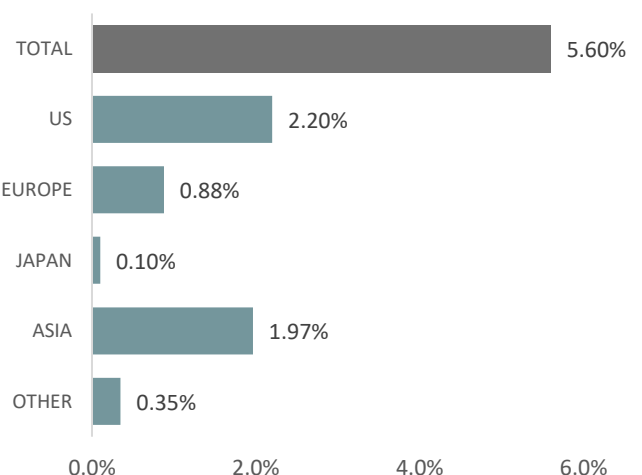


Quelle: H.A.M., 30.06.2025

	Max. Drawdown	Recovery Period
Globale ausgewogene Wandler	-6.72%	24 Tage
Globale Aktien	-16.3%	41 Tage
Nasdaq 100	-22.9%	52 Tage
S&P 500	-18.9%	55 Tage

Im 1. Halbjahr 2025 stiegen **globale ausgewogene Wandelanleihen** um +5.60% an, die zugrundeliegenden Aktien steigerten sich dabei um +8.23%. Die Performance der Wandler lag in den ersten drei Monaten noch bei +2.27% und wurde durch die Region USA zurückgehalten: US-Wandelanleihen beendeten das erste Quartal als einzige Region im negativen Bereich, während die Titel aus Asien und Europa deutlich ansteigen konnten. Im 2Q25 wiederum profitierten auch globale ausgewogene Wandelanleihen von der ausgeprägten Erholung der US-Aktienmärkte und konnten dabei gesamt-haft um +3.26% zulegen.

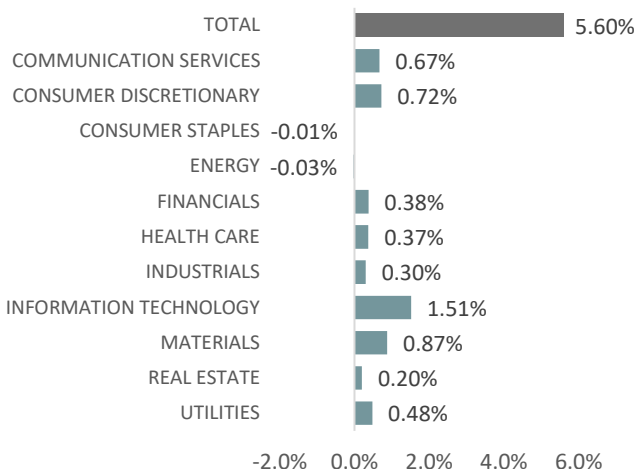
Damit lieferte die Region USA auf Halbjahressicht wiederum die stärksten Beiträge, dicht gefolgt von Asien. Europa, übrige Regionen und Japan schlossen ebenfalls positiv.



Quelle: H.A.M., 25.06.2025

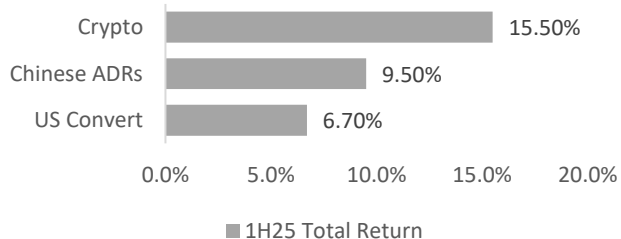
Bis auf die **Sektoren** Basiskonsumgüter und Energie schlossen sämtliche Bereiche fest im positiven Bereich. Angeführt wird

die Liste von Technologie, obwohl dieser Bereich im 1Q25 noch mit Abstand der schwächste war und mit Verlusten schloss. Im Anschluss folgten Rohstoffe, Nichtbasiskonsumgüter und Kommunikation. Konsequenterweise lassen sich die im 1H25 prägenden Anlagethemen wie KI und Krypto sowie die damit verbundene Wertschöpfungsketten in den stärksten Sektoren wieder finden.



Quelle: H.A.M., 25.06.2025

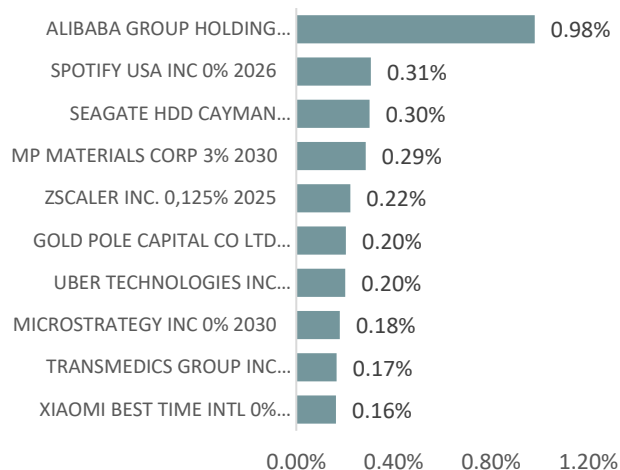
Die untenstehende Grafik zeigt den Erfolg der Emittenten mit Krypto-Bezug und chinesischer ADRs im 1H25 im Vergleich mit dem US-Wandelanleihenmarkt. In dieser Periode stand die positive Entwicklung der meisten chinesischen ADRs in Verbindung mit KI.



Quelle: Barclays Research, 30.06.2025

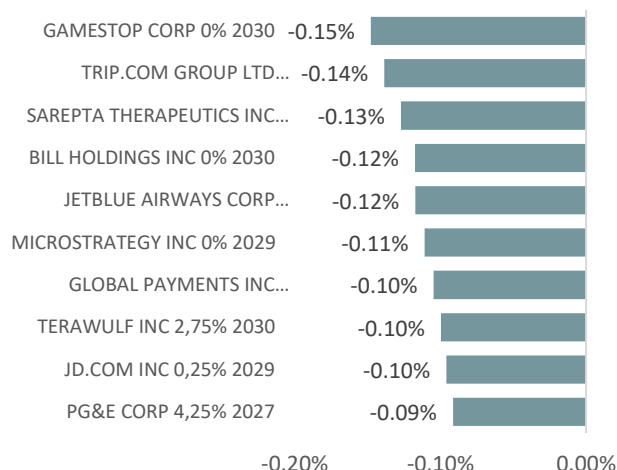
Auf *Titelebene* lassen sich die Alibaba Group Holding hervorheben, die mit Abstand stärkste Wandelanleihe im ersten Halbjahr und damit auch direkt verantwortlich für die hohe Platzierung des Nichtbasiskonsumgütersektors. Alibaba gilt als eines der führenden Unternehmen Chinas im Bereich der Künstlichen Intelligenz und hat auch international Anerkennung gefunden. So kooperiert das Unternehmen mit Apple und stellt KI-Funktionen für iPhones bereit. Spotify Technology S.A. konnte ein ausserordentliches Kundenwachstum ausweisen und die Profitabilität deutlich erhöhen, ebenfalls gut aufgestellt ist das Unternehmen im Bereich KI-Adaption. Ähnliche Gründe treffen auf die starke Performance von Uber Technologies zu, hier lassen sich ausserdem die Expertise und der fortschreitende Durchbruch im Bereich des autonomen Fahrens und der Robotaxis unterstreichen. Dass Rohstoffe als zweitstärkster Sektor abschnitten, ist unter anderem MP Materials Corp zu verdanken, einziger voll integrierter US-Produzent von Seltenen Erden und damit vor dem Hintergrund des politischen Tauziehens zwischen den USA und China sehr gesucht. Weiter konnte die chinesische Emission von Gold Pole Capital Co wandelbar in Zijing Mining Group Co, einer der weltweit grössten Gold- und Kupferförderer, von den steigenden Preisen der Metalle profitieren

und deutlich ansteigen. Die Top 10-Titel tragen +3.01% zur Performance bei.



Quelle: H.A.M., 25.06.2025

Microstrategy (seit Februar nunmehr «Strategy») ist als Emittent sowohl in den Top- wie auch Flop-10 vertreten, da die 0% 2030-Wandelanleihe im Februar dieses Jahres begeben wurde, als die Strategy-Aktie beinahe auf dem Tief notierte und die Wandelanleihe im Anschluss an der Erholung partizipieren konnte. Der 0% 2029-Titel hingegen wurde bereits im November 2024 emittiert, wurde jedoch aufgrund zu hoher Wandelprämie erst im Rahmen der Selektionsperiode vom Mai 2025 in den Index globaler ausgewogener Wandelanleihen aufgenommen und verlor seither an Wert. Abgesehen davon präsentieren sich die schwächsten zehn Titel diversifiziert und lassen sich den Sektoren Nichtbasiskonsumgüter, Gesundheitswesen, Technologie, Industrie, Finanzen, Utilities zuweisen. Zusammengefasst stehen die Flop 10-Titel für eine negative Kontribution von rund -1.2%.

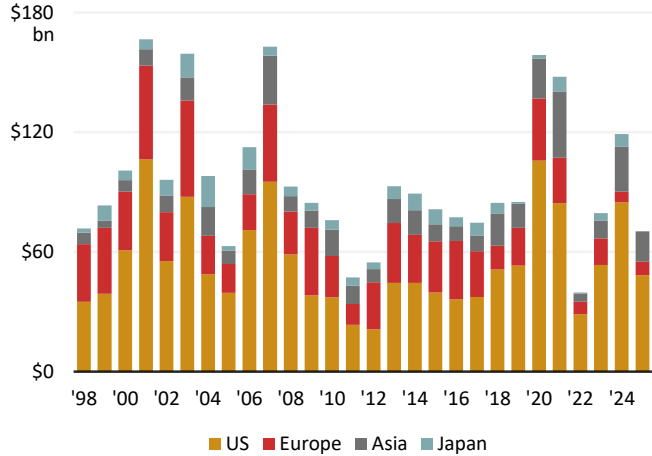


Quelle: H.A.M., 25.06.2025

Nach einem belebten März und Mai war gegen Ende des 1H25 nochmals eine deutliche Beschleunigung des **Primärmarktes** zu beobachten. Dies wurde begünstigt durch abnehmende Unruhen rund um die globalen Handelszölle sowie tiefe Risikoprämien und widererstarke Aktienmärkte. Dies führte teils zu vorzeitigen Refinanzierungen bevorstehender Fälligkeiten sowie zu allgemeinen Optimierungen der Bilanzstrukturen. Zudem nutzten sowohl bestehende als auch neue Emittenten die Gelegenheit zu opportunistischer Kapitalaufnahme. Über die Berichtsperiode hinweg wurde ein Emissi-

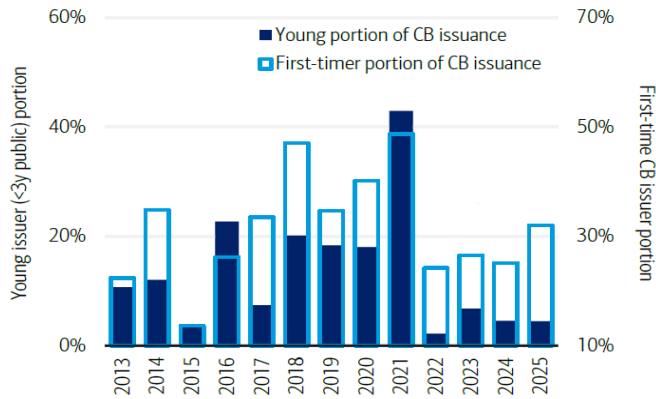
onsvolumen von rund USD 70 Mrd. erreicht, was im Vorjahresvergleich um 20% höher ausfällt und damit zu den fünf stärksten 1H seit Aufzeichnung zählt.

Die Region USA steuerte mit 69% den Löwenanteil dazu bei, gefolgt von Asien mit 19%, Europa mit 11% und mit grossem Abstand Japan mit knapp 1%. Damit schlägt sich das KI-Wettrennen zwischen den USA und China auch im Primärmarkt nieder:



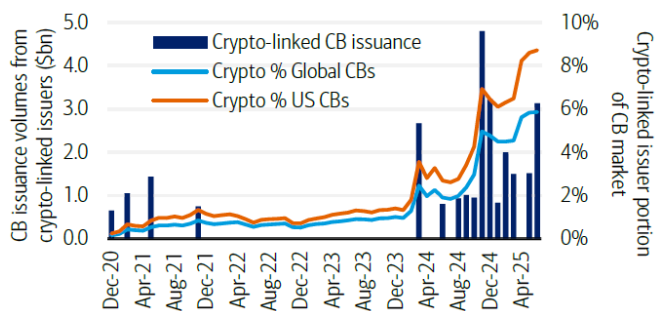
Quelle: BofA Global Research, 30.06.2025

Seit Jahresbeginn stammte knapp ein Drittel der Neuemissionen von Unternehmen, die bisher noch nie eine Wandelanleihe begeben hatten, was einen deutlich höheren Anteil im Vergleich mit den vergangenen drei Jahren darstellt. Hingegen verblieb die Anzahl Emittenten, deren Börsengang höchstens drei Jahre zurückliegt, auf tiefem Level:



Quelle: BofA Global Research, 23.06.2025

Ausserdem zogen im 1H25 Neuemissionen im Zusammenhang mit Krypto nochmals deutlich an und umfassen nun seit Ende 2023 ein Volumen von über USD 23 Mrd. In der Folge lassen sich mittlerweile rund 6% des globalen Wandelanleihenuniversums resp. 9% des US-Marktes mit Emittenten aus dem Bereich Krypto in Verbindung bringen:



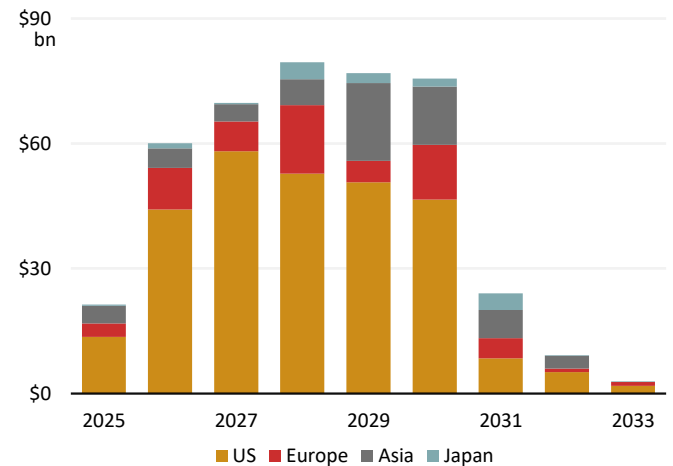
Quelle: BofA Global Research, ICE Data Indices, 23.06.2025

Trotz der erhöhten Aktivität des Primärmarkts entwickelte sich die Preisgestaltung zu Gunsten der Emittenten. Dennoch zeigten Neuemissionen im 1H25 eine starke Performance nach Lancierung und bestätigten sich als Alpha-Quelle: So konnten neu lancierte US-Wandelanleihen in der Berichtsperiode in der Summe um 20.7% zulegen und damit den breiten Wandelanleihenmarkt übertreffen.

Weiter führte der aktive Primärmarkt zusammen mit vorgezogenen Rückkäufen seitens Emittenten auch zu einem rekordhohen Transaktionsvolumen: Der US-Wandelanleihenmarkt registrierte im Juni mit rund USD 72 Mrd. das höchste TRACE-Volumen seit Juli 2014.

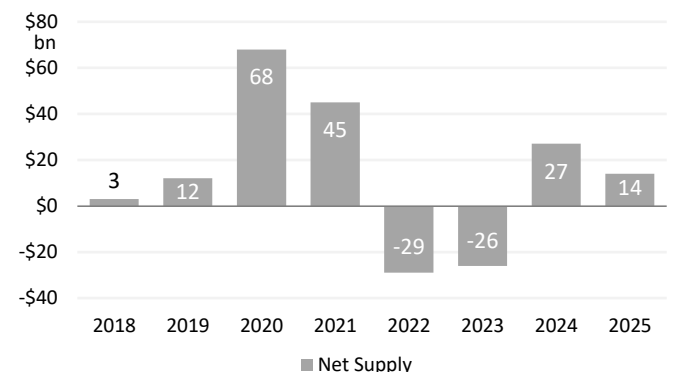
Erwähnenswert ist ausserdem die Tatsache, dass der Markt die hohe Anzahl an Neuemissionen absorbieren konnte, ohne direkt den Sekundärmarkt negativ zu beeinträchtigen resp. auf die Bewertung der bestehenden Wandelanleihen zu drücken. Dies bestätigt eine hohe Kapazität auf Nachfrageseite, die sich zusammensetzt aus neuen Marktteilnehmern aus dem Bereich der Hedge Funds, zur Investition verfügbare Cash-Bestände in den Strategien sowie ein relativ hohes Volumen anstehender Fälligkeiten, die aufgrund der rekordhohen Emissionstätigkeit post-Covid zur sogenannten «Maturity Wall» führten.

Diese wurde bereits im Vorjahr adressiert und im 1H25 weiter abgeschwächt: Die sich abzeichnende Konzentration der Fälligkeiten wurde dank frühzeitiger Refinanzierungen oder Rückzahlungen durch die Emittenten in die Zukunft gerollt. Damit verlagerte sich das Schwergewicht der Fälligkeiten auf 2028/2029:



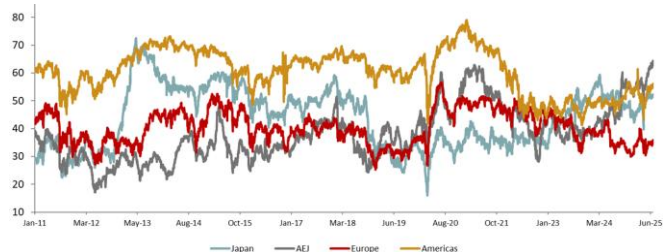
Quelle: BofA Global Research, 30.06.2025

Gemessen am US-Wandelanleihenmarkt verbleibt das Nettowachstum seit Jahresbeginn im positiven Bereich:



Quelle: Barclays Research, 30.06.2025

Nachdem das Universum globaler Wandelanleihen im Vorjahr eine Angleichung der *Aktiensensitivität* (Delta) der einzelnen Regionen vollzogen hatte, öffnete sich die Schere erneut. Im 1H25 zog das Delta chinesischer Wandelanleihen deutlich an, gestützt durch die überdurchschnittlich starke Performance der Aktienmärkte in China, die wiederum durch die Fortschritte in KI befeuert wurde. Auf der Gegenseite stehen Wandelanleihen aus Europa, die im Vergleich zum Jahresbeginn ebenfalls Delta aufbauen konnten, jedoch trotz solider Aktienmärkte in geringerem Ausmass wie die restlichen Regionen.



Quelle: Nomura, 30.06.2025

Die Auswirkungen des «Liberation Days» lassen sich auch in der *Bewertung* der Wandelanleihen verfolgen. Besonders asiatische und japanische Titel werden seither günstiger gehandelt wie noch Ende 1Q25, in einem geringeren Ausmass auch diejenigen aus Europa. Weiterhin eine klare Bewertungsprämie gegenüber den restlichen Regionen erzielen US-Wandelanleihen, die dank Zugang zu KI und Krypto und entsprechender Nachfrage der Investoren bereits wieder ähnliche Bewertungen wie vor der Korrektur erzielen. Generell werden Wandelanleihen damit günstig bis fair gehandelt.



Quelle: Nomura, 30.06.2025

H.A.M. Global Convertible Bond Fund 1H25

Die Strategie feierte im März 2025 das **25-jährige Jubiläum** und investiert seither unverändert global diversifiziert und uneingeschränkt im Wandelanleihenmarkt, mit dem klaren Fokus auf Bottom-Up-Selektion und dem Ziel, eine attraktive absolute Performance zu generieren.

Weiterhin wurde in der Strategie konsequentes Rebalancing vorgenommen, um das asymmetrische Risiko-Rendite-Profil beizubehalten. Die freigewordenen Mittel konnten dank des aktiven Primärmarkts äusserst effizient reinvestiert und damit neue Positionen aufgebaut werden.

In der Berichtsperiode legte der **H.A.M. GCBF (EUR-A Tranche)** netto nach Kosten um 5.25% zu und beendete das 1H25 nur knapp unter dem Höchststand von +5.44%. Die der Strategie zugrundeliegenden Aktien stiegen dabei um +10.01% an. Im Vergleich mit dem globalen ausgewogenen Wandelanleihenmarkt fällt dieses Ergebnis 0.35% zurück, nachdem

die Strategie im 1Q25 mit +1.07% noch deutlich besser abschnitt.

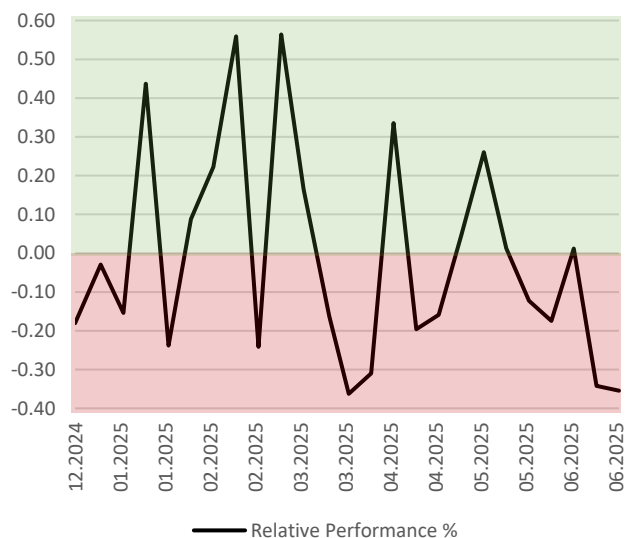
Die Outperformance im ersten Quartal führte auf die höheren Allokationen in den starken Regionen Asien und Europa zurück, auch Japan steuerte positiv dazu bei. Damit erzielte die Strategie in allen drei Monaten eine Outperformance.

Aufgrund dieser ausgeglicheneren Regionengewichtung wurde jedoch anschliessend im zweiten Quartal im April und Juni eine Underperformance eingefahren. Im Rahmen des «Liberation Day» standen die Märkte in China für die mit Abstand schwächste Region, Japan und die USA verzeichneten auf Monatsicht nur geringe Verluste. Die höhere Allokation in China kostete damit auf relative Sicht. Im Juni wiederum führte das strategisch tiefere Gewicht in den USA dazu, dass der Fonds in einem besonders für US-Titel starken Monat nicht mithalten konnte. Dennoch konnte im Mai im Rahmen des ausgeprägten Rebounds an den globalen Märkten eine Outperformance erzielt werden.

Damit trug die Region USA auf Halbjahressicht in der Strategie +1.10% zum Gesamtergebnis bei, während der Index für globale ausgewogenen Wandelanleihen dank der rund doppelt so hohen Gewichtung +2.20% erzielen konnte. Diesen Effekt konnten die relativ stärkeren Resultate in Europa, Asien und Japan im 1H25 nicht vollumfänglich aufheben.

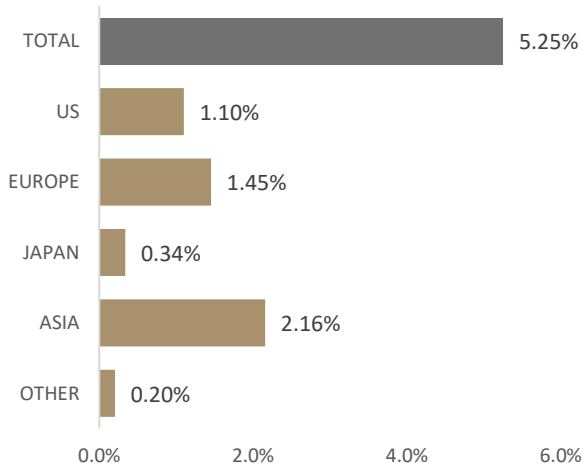
An dieser Stelle sei ebenfalls angemerkt, dass in der Berichtsperiode keine Positionen von Emittenten mit direktem Bezug zu Krypto im Portfolio gehalten wurden.

Die nachfolgende Grafik zeigt die relative Entwicklung auf wöchentlicher Basis im 1H25 auf und veranschaulicht damit die turbulente Periode:



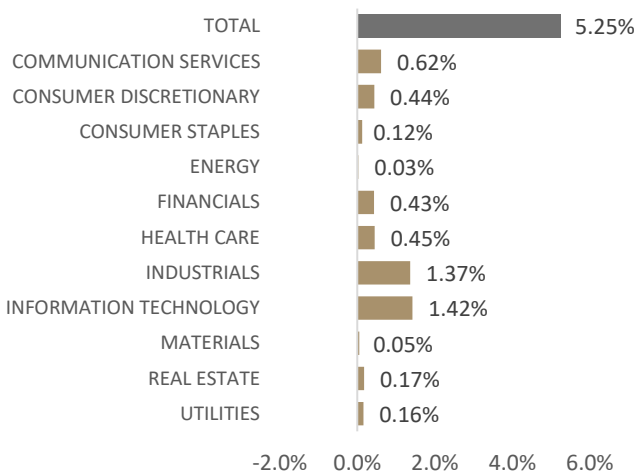
Quelle: H.A.M., 25.06.2025

Die nachfolgende Aufteilung der Performance nach *Regionen* zeigt auf, dass die grössten Beiträge mit Wandelanleihen aus der Region Asien erzielt wurden, gefolgt von Europa und den USA. Sämtliche Regionen konnten das 1H25 mit einem positiven Vorzeichen abschliessen.



Quelle: H.A.M., 25.06.2025

Ähnlich gestaltet sich die Kontribution nach *Sektoren*, auch hier fielen sämtliche Beiträge positiv oder mit Energie und Rohstoffe zumindest neutral aus. Als die mit Abstand stärksten Sektoren lassen sich Technologie und Industriewerte hervorheben, gefolgt von Kommunikation, Gesundheitswesen, Nicht-Basiskonsumgüter sowie Finanzwerte.

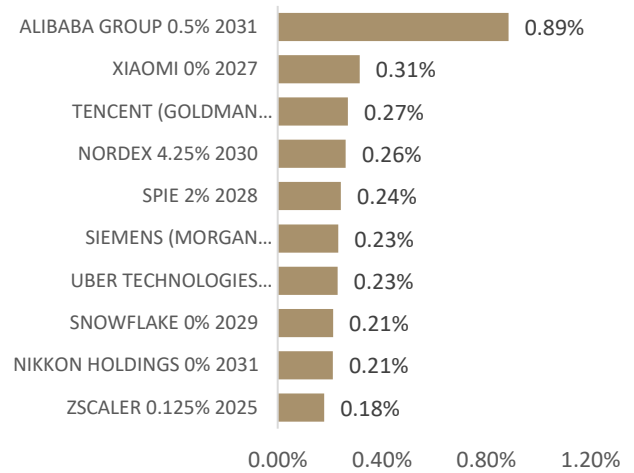


Quelle: H.A.M., 25.06.2025

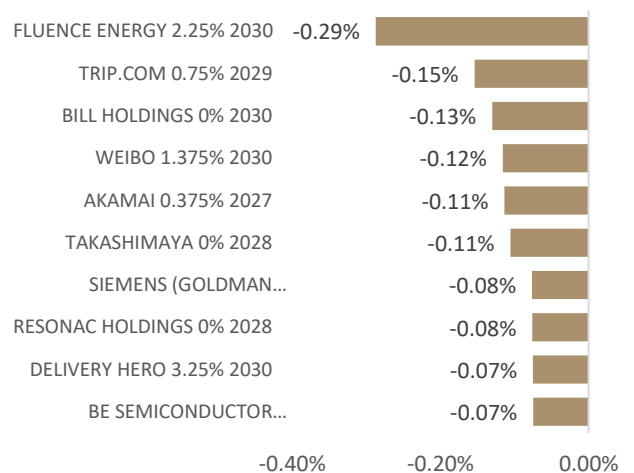
Die breit abgestützte Allokation im Portfolio lässt sich auch auf *Titalebene* hervorheben. Sowohl die zehn besten wie auch schwächsten Wandelanleihen diversifizieren sich nach Regionen und Sektoren.

Die Stärke der chinesischen Titel sowie das übergeordnete Thema rund um KI und Technologie allgemein widerspiegelt sich auch auf *Titalebene*: So lässt sich der Grossteil der zehn besten Wandelanleihen diesen Bereichen zuordnen. Die schwächsten Titel setzen sich dabei aus verschiedenen Regionen und Sektoren zusammen.

Die Top 10-Titel trugen +3.03% zur Performance bei, die zehn schwächsten Titel auf der Gegenseite kosteten insgesamt -1.21%.



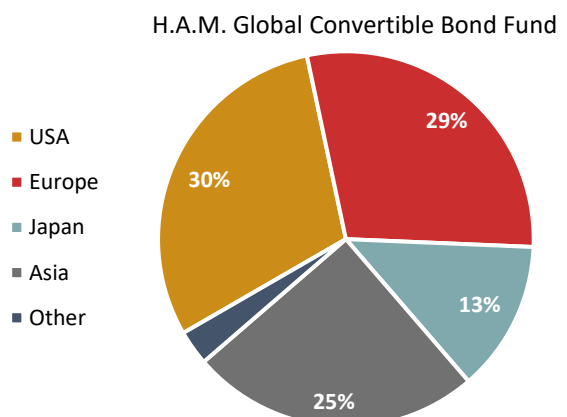
Quelle: H.A.M., 25.06.2025



Quelle: H.A.M., 25.06.2025

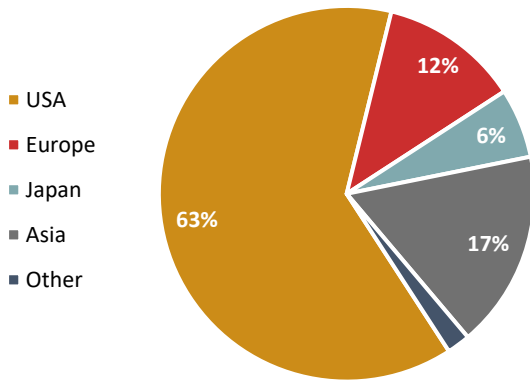
Getreu der vor 25 Jahren definierten Strategie präsentiert sich die *regionale Allokation* des H.A.M. Global Convertible Bond Fund unverändert ausgewogen und erreicht damit ein global diversifiziertes Portfolio. Damit lassen sich sämtliche Opportunitäten des Wandelanleihenuniversums erfassen, während sich die Titelselektion auf asymmetrische Risiko-/Rendite-Profil konzentriert.

Damit verbleibt die Strategie regional deutlich breiter aufgestellt als der Vergleichsindex globaler ausgewogener Wandelanleihen.



Quelle: H.A.M., 25.06.2025

Globale ausgewogene Wandelanleihen



Quelle: H.A.M., 25.06.2025

Holinger Asset Management AG

Zürich, im Juli 2025

Wesentliche Risiken

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

Aktienkursverluste

Konvexe Wandelanleihen weisen eine Aktiensensitivität von 25%- 65% auf und korrelieren somit mit den Aktienmärkten.

Ausweitung der Risikoprämien

Ansteigende Credit Spreads beeinflussen die Anleihenkomponente der Wandelanleihen negativ.

Währungsrisiken

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

Liquiditätsrisiken

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

Zinsrisiken

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

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.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.