

Zürich, 30.12.2010

Sehr geehrte Damen und Herren, liebe Kunden und Interessenten,

das Jahr 2010 war in vielfacher Hinsicht erfreulich. Befürchtungen, dass die globale Wirtschaft in eine Rezession zurückfallen würde sind glücklicherweise nicht eingetroffen. Die massive monetäre Intervention auf Staatsebene hat das Vertrauen der Anleger gestärkt und es den Unternehmen ermöglicht die Gewinne über Erwarten zu steigern. HAM blickt ebenfalls auf ein gutes Jahr 2010 zurück. Wandelanleihen waren im globalen Kontext das zweite Jahr in Folge eine der besten Anlageklassen. Die Performancezahlen unserer Fonds sind mit 15% (HAM GCBF) und 25% (HAM GCGF) zufriedenstellend. Im direkten Peer-Vergleich befinden wir uns im oberen Viertel, im Vergleich zu den globalen Benchmarks kamen 2010 fast alle Fund Manager ins Hintertreffen. Ein Grossteil der Performanceeinbusse lässt sich durch die rege Emissionstätigkeit erklären, bei welcher attraktiv gepreiste Wandelanleihen aufgrund der Knappheit nie voll zugeteilt werden. Die attraktivsten Wandler sind mehrfach überzeichnet und die Zuteilung beläuft sich meist nur auf einen Bruchteil der anvisierten Grösse. Entscheidender ist in unserer Anlagestrategie jedoch, dass wir den USD strategisch abgesichert haben, unser Vergleichsindex im Vergleich dagegen offen ist. Der sich abschwächende Euro hat im letzten Jahresviertel eine Performanceeinbusse von ca. 5% beschert.

Das Fondsvolumen des HAM GCBF (EUR 232 mio) ist 2010 um 34% gewachsen. Der HAM GCGF hat unsere Erwartungen ebenfalls übertroffen. Mit EUR 8 mio Startgeld versehen ist das Volumen zum Jahresende auf EUR 18 mio angewachsen. Soviel zum abgelaufenen Jahr, welches in den nächsten Tagen bereits Schnee von gestern sein wird. Somit kommen wir zu den unvermeidlichen Fragen, die sich uns für 2011 stellen, wohl wissend, dass das Denken in Kalenderjahren rein willkürlich ist und Zäsuren lediglich im Kopf stattfinden. Unseren mittelfristigen Ausblick haben wir diesmal im Q&A Format dargestellt und hoffen, damit die wichtigsten Fragen zu behandeln:

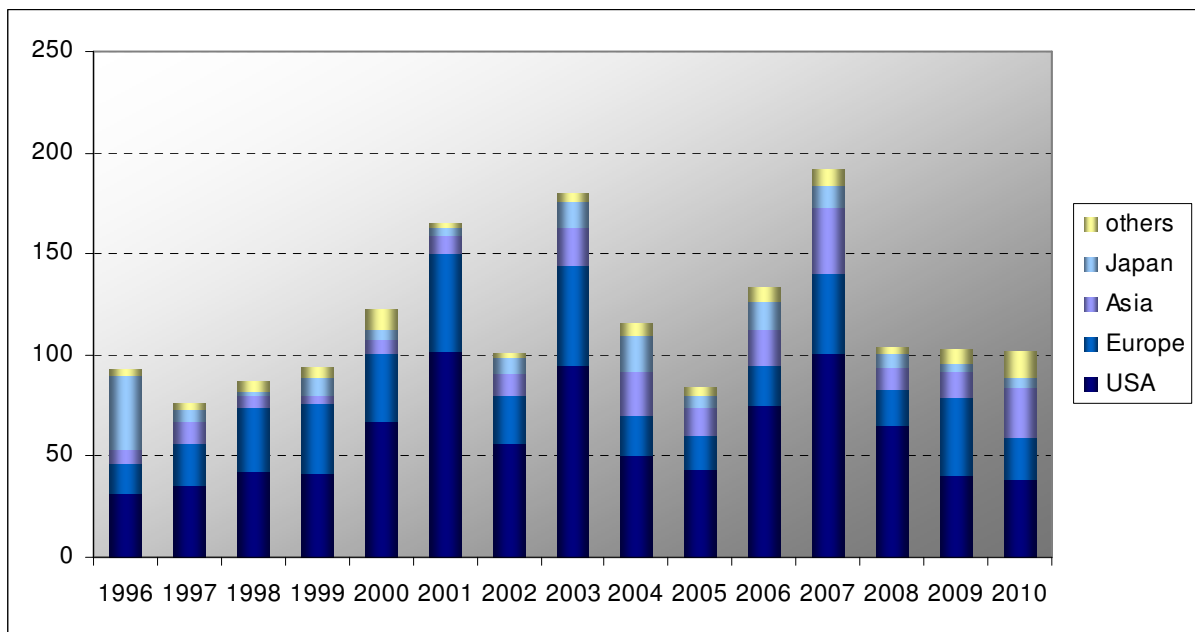
Q: Kann das Risiko-Rendite Verhältnis von Wandelanleihen durch ein herkömmlich gemischtes Portfolio repliziert werden?

A: Nein, Wandelanleihen sind eine der wenigen Anlageklassen, die inhärent ineffizient sind.

Das hängt einerseits mit der Komplexität des Produktes zusammen, andererseits mit der Vielfalt und Unterschiedlichkeit des Wandelanleihenprofils – jede Wandelanleihe ist unterschiedlich ausgestaltet. Dadurch entstehen Fehlbewertungen, die sich langfristig gesehen positiv auf das Risiko-Rendite Verhältnis auswirken.

Q: Das Emissionsvolumen war 2010 optisch ansprechend – ist es aber im Verhältnis von auslaufenden Wandlern hoch genug, dass wir von einem Wachstum der Anlageklasse ausgehen können?

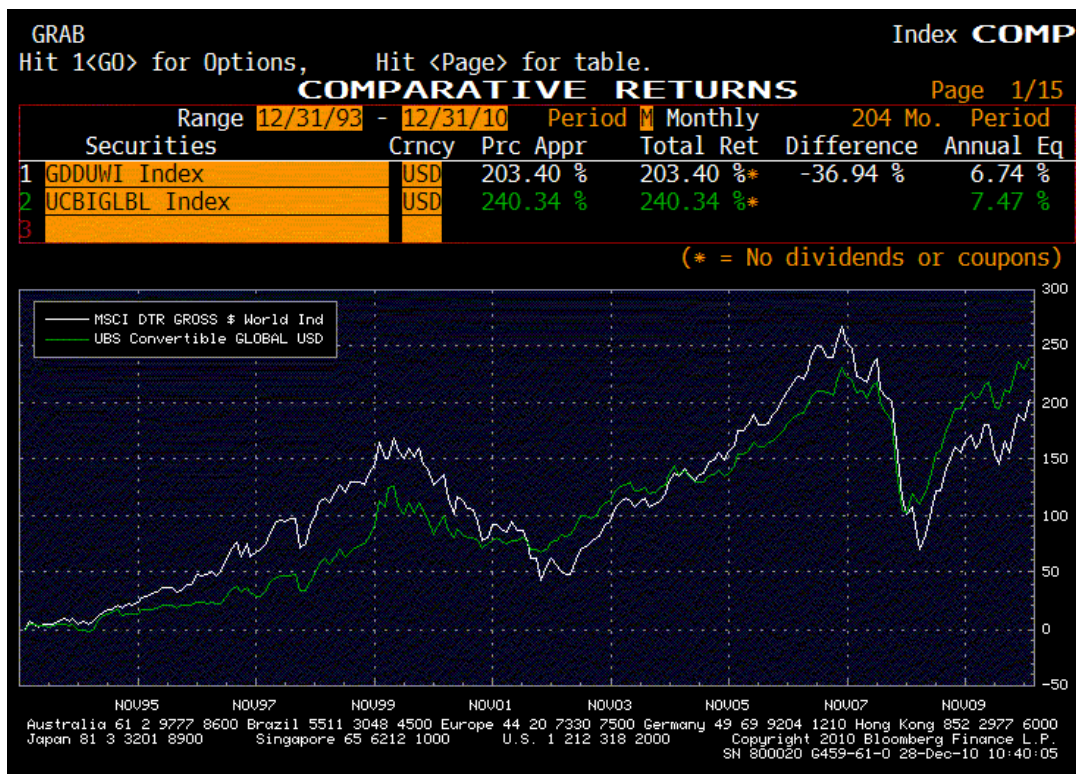
A: Obgleich der Eindruck besteht, dass das Emissionsvolumen in den letzten beiden Jahren stark angestiegen ist, darf man das beträchtliche Volumen der Wandelanleihen die auslaufen und zurückbezahlt oder frühzeitig gekündigt werden nicht ausser Acht lassen. Im besten Falle stagniert das Volumen ausstehender Wandelanleihen derzeit. Positiv ist jedoch definitiv, dass die Neuemissionen nicht wie in den Jahren 2002/03 hauptsächlich auf einige wenige Sektoren beschränkt sind (damals Technologie und vor allem Telecoms), sondern sich das Volumen über alle Sektoren und Regionen verteilt. Im Vergleich zu den sehr aktiven Regionen USA und Asien hat momentan einzig und alleine Europa grossen Aufholbedarf. Regionen, welche historisch wenige oder keine Wandelanleihen begeben haben sind Lateinamerika, Osteuropa inklusive Russland, der Mittlere Osten und Afrika.



(Quelle UBS & eigene Schätzungen)

Q: Welchen Stellenwert hat die Wandelanleihe in der institutionellen Asset Allokation?

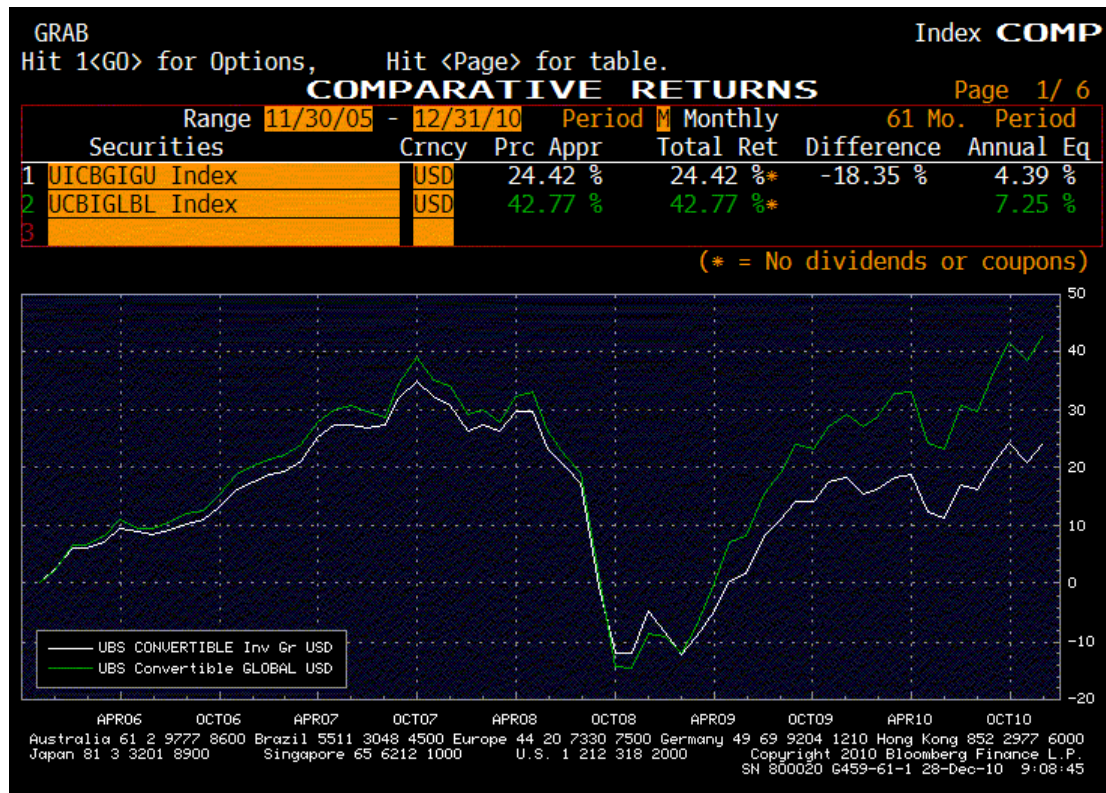
A: Wandelanleihen sind in den letzten 3 Jahren zunehmend in die institutionelle Asset Allokation eingebunden worden. Die Gründe liegen vor allem im Bedürfnis zur Diversifikation kombiniert mit dem historisch belegbaren attraktiven Risiko-Rendite Profils des Instruments. Wir glauben, dass dieser Trend sich noch weiter beschleunigen wird. Haben sich in der Vergangenheit vornehmlich US-amerikanische und europäische Investoren engagiert, sind 2010 erstmals auch grössere asiatische Investoren aufs Parkett getreten, insbesondere aus Japan. Die Notwendigkeit, bei einem knapp bemessenen Risikobudget positive Realrenditen zu liefern führt notwendigerweise an eine Anlageklasse wie Wandelanleihen, da die laufende Verzinsung von 3-5% relativ gesehen nach wie vor sehr attraktiv ist. Scheut man den direkten Weg in die Risikoklasse der Aktien, bietet sich die Wandelanleihe an, welche ein ähnliches Renditepotential bei etwa halbem Risiko liefert und damit zur Bondquote gezählt werden kann (Langfristige 100-Tages Historische Volatilität Globale Aktien bei 12.7%, langfristige 100-Tages Historische Volatilität Globale Wandelanleihen bei 7.5%).



(Langfristvergleich Globale Aktien inkl. Dividenden versus Globale Wandelanleihen, Quelle Bloomberg)

Q: High Yield (HY) ist seit der Finanzkrise mit einer Performance von über 60% eine der besten Anlageklassen gewesen - ist dieser Bereich nun ausgereizt und sollte man nicht verstärkt auf Investment Grade (IG) setzen?

A: Traditionell kommt die Wandelanleihe nicht aus dem IG Bereich, sondern wurde von Wachstumsunternehmen begeben, für welche es eher schwierig war, an Aktienkapital zu kommen. Somit hat die Anlageklasse historisch schon immer eine natürliche HY-Ausrichtung. Anleger, welche sich ausschliesslich für Wandelanleihen aus dem IG Segment entscheiden, sollten sich bewusst sein, dass sie sich auf eine kleine Schnittmenge beschränken bei der die Unterbewertung des Instruments nicht im Vordergrund steht. Das Anlageuniversum an IG Wandelanleihen ist in den letzten Jahren stark geschrumpft. So ist von 2005 bis 2010 die Anzahl der Anleihen des Merrill Lynch Global CB IG Index um über 40% von 146 auf 83 gesunken. Insbesondere in Europa hat das Anlageuniversum von Titeln mit einem IG Rating sehr stark abgenommen, was zu Klumpenrisiken geführt hat. Dies erklärt auch zum Teil, wieso IG Anleihen in der Finanzkrise versagt haben. Die These des stabilen Bondfloors ist in der Praxis zu einem reinen Theorem verkommen, der Bondfloor war genau dann nicht da, als man ihn am nötigsten brauchte. Kann man ohne die Terminologie dieses vermeintlichen Bondfloors leben, sind Wandelanleihen (IG & HY) eine der attraktivsten Anlageklassen, die sich auf den Finanzmärkten bieten.



(UBS Global Convertible Bond Index „inklusive HY in grün“ versus UBS Global CB Inv Grade „ausschliesslich IG in weiss“, Quelle Bloomberg)

Q: Wandelanleihen haben in Abwärtsphasen tendenziell enttäuscht – insbesondere Ende 2008 hat der Bondfloor vieler Wandelanleihen nicht gehalten, das Sicherheitsnetz war nicht vorhanden und die Performance ähnlich schlecht wie die von Aktien. Warum in Wandelanleihen investieren, wenn der Schutz vor Kursverlusten nicht vorhanden ist?

A: Wandelanleihen haben 2008 in der Tat sehr enttäuscht, was primär auf die Anlegerschaft zurückzuführen ist. Bis 2008 waren Wandelanleihen von Hedge Funds dominiert, die in der Krise die Papiere ungeachtet zu welchem Preis auf den Markt werfen mussten. Dadurch kam die starke Underperformance zustande. Gleichzeitig führte dies jedoch zu einer systematischen Unterbewertung von historischem Ausmass (die Anlageklasse hatte Ende 2008 eine Rendite auf Verfall/Put von ca. 11%!). Die Unterbewertung von bis zu 5% hat sich Anfang 2009 dann auch sehr schnell reduziert, Wandelanleihen begannen den Aufschwung bereits im Januar 2009, Aktien hatten ihre Tiefststände erst im März 2009 erreicht. Die Anlegerschaft hat sich zwischenzeitlich fundamental verändert, Hedge Funds sind deutlich dezimiert worden, die Anlageklasse ist mittlerweile von langfristig orientierten Investoren dominiert. Dementsprechend rechnen wir damit, dass in einer potentiellen Abschwungphase die Kursverluste wesentlich weniger deutlich ausfallen.

Q: Wandelanleihen sind sowohl 2009 als auch 2010 sehr gut gelaufen – ist die Luft nicht mittlerweile dünn geworden?

A: Betrachtet man die gegenwärtige Bewertung der Anlageklasse, ist die Mehrzahl der Bonds etwa fair bewertet. Eine grosse systematische Unterbewertung ist derzeit nicht mehr auszumachen. Das Kurspotential für Wandelanleihen ist damit hauptsächlich vom zukünftigen Verlauf von Aktien und der Entwicklung der Credit Spreads abhängig. Nichtsdestotrotz ist die Anlageklasse aufgrund der fehlenden Standardisierung der Instrumente inhärent ineffizient. Es lassen sich also immer wieder unterbewertete Wandelanleihen finden, insbesondere ausserhalb der gängigen Benchmarks. HAM fokussiert mit dem Anlageansatz auf die Titelselektion und speziell auf das Auffinden von unterbewerteten Wandelanleihen. Identifiziert man diese unterbewerteten Papiere und diversifiziert man diese in einem breit gestreuten Portfolio, schlägt sich die Unterbewertung über die Laufzeit der Papiere sukzessive in Alpha (Überschussrendite) nieder. Bereits 2010 kam der Grossteil der Performance aus der Titelselektion. Für 2011 erwarten wir in der Attribution den Hauptbeitrag ebenfalls aus der Titelselektion.

Jahr	1999	2001	2003	2005	2007	Dez 08	heute
USA	98.7	98.9	99.7	100.2	100.8	95.9	99.1
Europa	98.9	99.2	100.1	100.9	102.9	95.2	99.5
Asien	97.6	98.1	98.6	99.2	100.0	94.2	99
Japan	99.2	99.1	99.5	100.1	100.1	97.1	99.1

(Theoretischer Wert der durchschnittlichen regionalen Wandelanleihe, indexiert, liquides Wandelanleihenuniversum, Berechnungen HAM)

Q: Der HAM Growth Fund hat 25% erwirtschaftet – ist das Risiko für Kursverluste mittlerweile nicht grösser als das Potential für Kursgewinne?

A: Obschon sich die Stimmung an den Märkten in den letzten 6 Monaten deutlich aufgehellt hat und ein gutes Aktienjahr 2011 mittlerweile Konsens geworden zu sein scheint, sind wir auf globale Aktien nicht negativ gestimmt. Nach wie vor besteht durch die niedrige Aktiengewichtung institutioneller Anleger Anlagebedarf. Um aber nicht allzu aggressiv ins neue Jahr zu starten, halten wir im Growth Fund an der Positionierung mit einem gegenwärtigen Delta von 45 fest. Mit einem impliziten Durchschnittsrating von BB und einem Yield von ca. 8% hat der Fonds genügend Traktion, um in steigenden Märkten mithalten zu können. Der Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen bleibt sowohl im historischen Vergleich als auch in Bezug auf die sinkende Ausfallquote attraktiv.

Umgekehrt wäre ein höheres Delta kombiniert mit dem derzeitigen Anteil an High-Yield-Schuldnern zu risikoreich, sollte es tatsächlich zu einem Abschwung kommen. Wir planen derzeit keine grössere Umschichtungen im Portfolio, lediglich auf Einzeltitelebene wird es Umschichtungen geben. Das Delta ist in den letzten Monaten von 60 auf ca. 40 reduziert worden. Die Aktivitäten im laufenden Jahr haben sich hauptsächlich auf die Bottom-up Selektion beschränkt (Kauf von unterbewerteten Wandelanleihen, Verkauf von Wandlern die ihr Kurs/Renditeziel erreicht haben). Weiterhin glauben wir an eine Fortsetzung des Trends von hoher M&A Aktivität. Bilanzstarke Unternehmen werden vor allem im HY Bereich nach wertsteigernden Übernahmen Ausschau halten. Ein Beispiel wäre eine Lufthansa, bei welcher vorstellbar wäre, dass sie eine skandinavische SAS übernehmen könnte.

Zusammenfassend – und damit kommen wir zurück zum Ausblick – sind wir der Ansicht, dass sich ein Engagement in risikobehafteten Anlagen weiterhin auszahlen, das Alphanpotential aber gleichzeitig selektiver wird. Strategisch werden wir in den kommenden Monaten weiterhin auf Europa, Japan (relativ gute Schuldnerqualität auf Einzeltitelbasis) und Asien (relativ solide Staatsfinanzen) setzen. Zwar muss man in Asien auf Volatilität und zwischenzeitliche Korrekturphasen gefasst sein, weil bereits beträchtliches Geld in die Region geflossen ist und Überhitzungs- bzw. Inflationsgefahren bestehen. Allerdings können wir uns nicht vorstellen, dass Asien als Region nach unten überschießt, während Europa oder die USA sich schadlos halten und abkoppeln. Sollte ein Abschwung kommen wird er global vonstatten gehen. Einzig Japan könnte eine Ausnahmeerscheinung sein, wobei dies lediglich für das japanische Wandelanleihsensegment gilt, welches vom Profil und der Schuldenstruktur als eher defensiv einzuordnen ist. Auf Einzeltitel- und Subsektorenbasis wird es im kommenden Jahr ausgezeichnete Investitionsmöglichkeiten geben, weil der Markt differenziert zwischen Marktanteilgewinnern und blossen Mitläufern unterscheiden wird. Wir wären ebenfalls nicht erstaunt, ähnlich wie gegen Ende der 90er, allmählich wieder eine Outperformance von Unternehmen zu sehen, welche in neuen Technologien forschen. Der Konsens baut zwar auf renditestarke defensive Namen, aber diese Titel befinden sich bereits in jedem durchschnittlichen Portfolio. In Asien favorisieren wir zukunftssträchtige Subsektoren wie Infrastruktur, alternative Energien und Nahrungsmittellogistik.

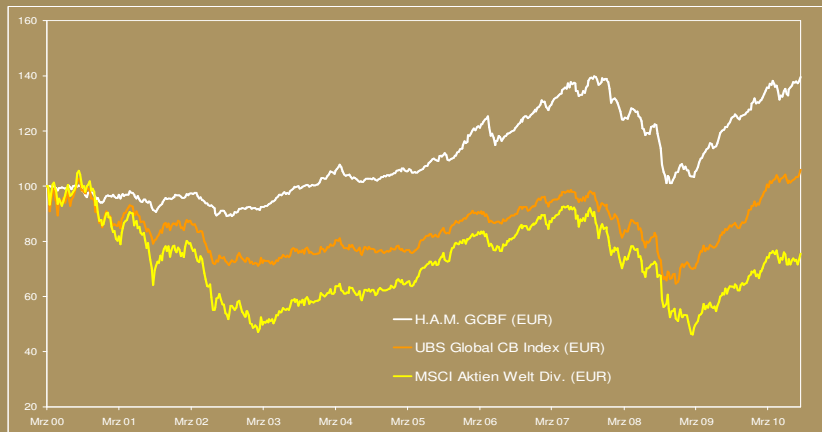
Schliesslich noch ein Nachtrag in eigener Sache: ab nächstem Jahr wird die HAM-Webpage in ein neues Erscheinungsbild treten. Wir hoffen, Sie damit vollständiger und zeitnäher über unsere Aktivitäten informieren zu können und freuen uns auf ihren Besuch!

Mit besten Grüßen

Alexander Mueller

**GLOBALE WANDELANLEIHENFONDS GIBT ES EINIGE...
ABER NUR WENIGE MIT 10 JAHREN MEHRRENDITE!**

10 JAHRE H.A.M. GLOBAL CONVERTIBLE BOND FUND
(29.3.2000 bis 22.12.2010)



Holinger Asset Management AG
Telefon: +41 (043) 817 7020
www.h-a-m.ch

<i>Mehrwert bei weniger Risiko</i>	<i>Rendite</i>	<i>Volatilität</i>
H.A.M. GCBF	47.2%	6.1%
UBS Global CB Index	10.9%	10.9%
MSCI World Dividend Re.	-17.2%	17.3%

(Inseratsreihe Finanz & Wirtschaft 2010)