10 Jahre

DEEP RESEARCH FUND –
EIN RÜCKBLICK

DEEP
RESEARCH
FUND

«Fehler lassen sich nicht vermeiden,
ihre Wiederholung schon.»

MATTHIAS SIGRIST

Einführung 4

Die ursprüngliche Anlagephilosophie 6

Zehn Jahre im Kontext 8

1. Faktor: Umsatzwachstum 10

2. Faktor: Operative Marge 12

3. Faktor: Bewertung 14

4. Faktor: Veränderung der Verschuldung 16

5. Faktor: Hebelwirkung 18

6. Faktor: Veränderung der Aktienzahl im Umlauf 20

7. Faktor: Dividenden 22

8. Faktor: Währungseinfluss 24

Weitere Faktoren 26

Zusammenfassung 28

Einführung

Wir haben den Deep Research Fund vor zehn Jahren lanciert, am 4. Januar 2016. Ziel des Fonds ist ein langfristiger Kapitalzuwachs, der auf unserer Value-Investing-Philosophie beruht und durch das konsequente Investieren ausschliesslich in Unternehmen, die unseren Wertvorstellungen entsprechen, verfolgt wird. Die Wertentwicklung einer Investition in den Deep Research Fund in den vergangenen zehn Jahren verlief alles andere als geradlinig. In einem Jahr wurde beispielsweise eine Performance von +32.7 % erzielt, in einem anderen eine solche von –20.5 %. Für geduldige Anlegerinnen und Anleger hat sich das in uns gesetzte Vertrauen dennoch ausgezahlt. Hätten Sie am ersten Tag CHF 1’000 investiert, wäre diese Anlage heute CHF 2’218 wert, was einer annualisierten Rendite von +8,3 % entspricht. In diesem Bericht möchten wir darlegen, weshalb wir den Deep Research Fund ins Leben gerufen haben, welche Ziele wir uns gesetzt haben, wie wir unsere bisherige Entwicklung im Hinblick auf diese Ziele beurteilen und wie wir über die nächsten zehn Jahre denken.

10-Jahres-Nettorendite – Deep Research Fund
Anteilsklasse A in CHF

Die ursprüngliche Anlagephilosophie

Seit der Lancierung basiert unsere Investmentphilosophie auf folgenden Grundsätzen.

Erstens streben wir ein tiefgehendes Verständnis jedes Unternehmens an, das wir für eine Investition in Betracht ziehen. Sämtliche Analysen werden intern von spezialisierten Analystinnen und Analysten durchgeführt, denen die notwendigen Instrumente und Ressourcen zur Verfügung stehen, um unabhängige und fundierte Anlageurteile zu bilden. Unsere Investitionsentscheide stützen sich auf hauseigene Research-Berichte und nicht auf externe Meinungen oder Marktkonsens.

Zweitens verfolgt der Fonds einen disziplinierten Value-Investing-Ansatz. Wir nehmen das Prinzip «Buy low, sell high» wörtlich und investieren nur dann, wenn der

Marktpreis eines Unternehmens eine ausreichende Sicherheitsmarge gegenüber seinem intrinsischen Wert aufweist. Entsprechend trennen wir uns von Positionen, sobald Bewertungen aus unserer Sicht nicht mehr gerechtfertigt sind.

Drittens investieren wir ausschliesslich in Unternehmen, die unseren Wertvorstellungen entsprechen. Neben der Klassifizierung als SFDR-Artikel-8-Fonds fliessen in diese Standards auch unsere langjährigen persönlichen Überzeugungen ein.

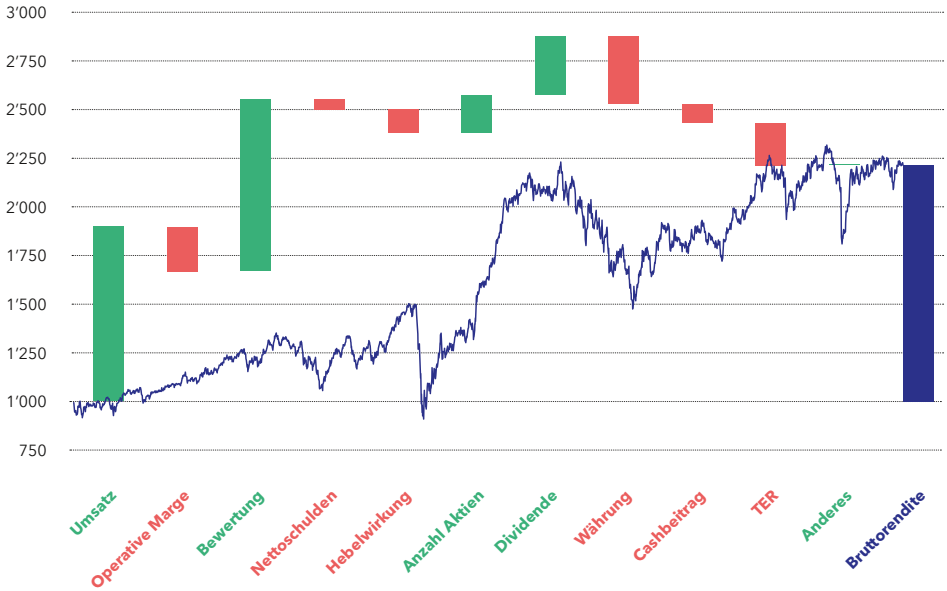
Viertens sind wir überzeugt, dass unser Ansatz am besten mit einem langfristigen Anlagehorizont funktioniert. Um über Konjunkturzyklen hinweg investiert bleiben zu können und nicht in ungünstigen Marktphasen zu Verkäufen gezwungen zu sein, bevorzugen wir Unternehmen, die weitgehend Kontrolle über ihre eigene Entwicklung haben. Darunter verstehen wir Unternehmen mit konstant profitablen Geschäftsmodellen, konservativen Kapitalstrukturen und disziplinierten Managementteams. Unsere durchschnittliche Haltedauer beträgt 7,5 Jahre.

Zehn Jahre im Kontext

In den vergangenen zehn Jahren wurde unser Investmentansatz durch eine Reihe aussergewöhnlicher Ereignisse auf die Probe gestellt. Dazu zählen die COVID-19-Krise, globale Störungen der Lieferketten, der Ausbruch des Krieges in der Ukraine sowie zuletzt das rasche Aufkommen der künstlichen Intelligenz als transformative Kraft in zahlreichen Branchen. In all diesen Phasen sind wir diszipliniert und unserem Investmentprozess treu geblieben.

Um die langfristigen Ergebnisse des Fonds besser einzuordnen, analysieren wir die Renditen, indem wir sie in ihre zentralen Bestandteile zerlegen. In den folgenden Abschnitten zeigen wir den Beitrag der einzelnen Faktoren auf, beurteilen, inwieweit die Resultate unseren Erwartungen entsprechen, und erläutern, wie diese Erkenntnisse unsere zukünftige Ausrichtung prägen.

Faktoren der Rendite
Aufschlüsselung der jährlichen Rendite von +8,3 % nach Treibern



1.

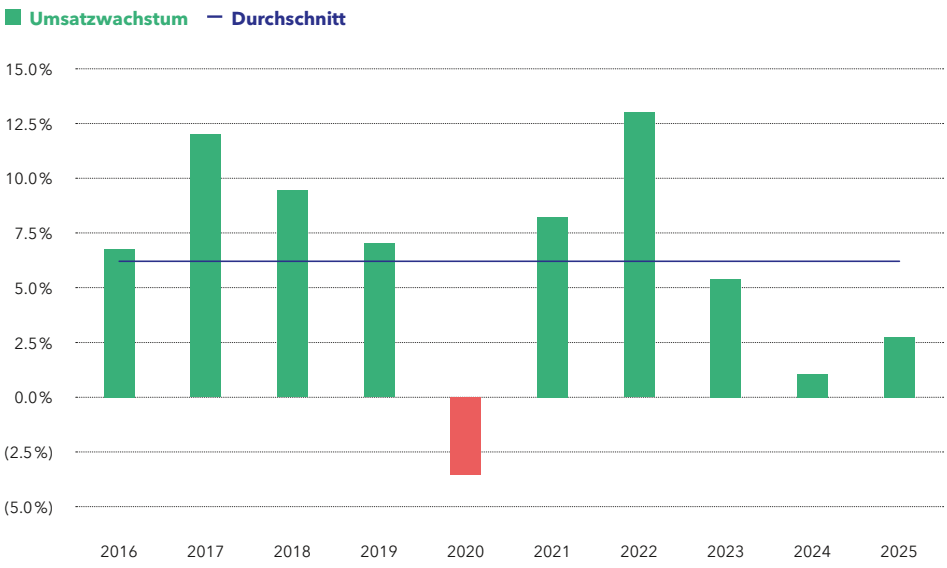
FAKTOR:

Umsatzwachstum

Obwohl Umsatzwachstum nie ein explizites Anlageziel war, sind wir der Ansicht, dass Unternehmen, die ein klar definiertes Kundenbedürfnis adressieren und innerhalb ihrer Branche eine führende Wettbewerbsposition einnehmen, über die Zeit hinweg schneller wachsen als ihre jeweiligen Endmärkte. Entsprechend erzielten die im Fonds gehaltenen Unternehmen im betrachteten Zeitraum ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 6,1%.

Das Jahr 2020 stellte hierbei eine bemerkenswerte Ausnahme dar und war geprägt von staatlich angeordneten Schliessungen in weiten Teilen der globalen Wirtschaft.

Umsatzwachstum



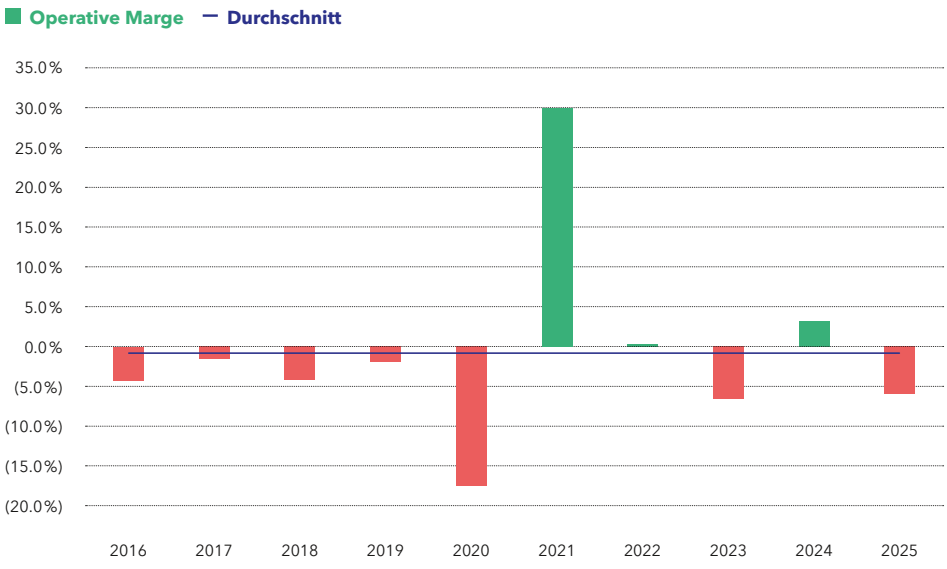
2.
FAKTOR:

Operative Marge

Diese Darstellung wird ebenfalls wesentlich durch die COVID-19-Pandemie im Jahr 2020 beeinflusst. In diesem Jahr führten staatlich angeordnete Schliessungen in mehreren Sektoren zu einem deutlichen Rückgang der Absatzvolumina, was eine ausgeprägte, jedoch vorübergehende Belastung der Gewinnmargen zur Folge hatte. Mit der Wiederaufnahme der wirtschaftlichen Aktivität erholte sich die Profitabilität im Jahr 2021. Abgesehen von dieser Phase fielen die jährlichen Veränderungen der Margen deutlich moderater aus.

Über den gesamten Zeitraum hinweg ging die durchschnittliche Gewinnmarge der Portfoliounternehmen um rund 1,5 % pro Jahr zurück. Dieses Ergebnis war weder erwartet noch zufriedenstellend. Wir haben die zugrunde liegenden Ursachen im Detail analysiert und die daraus gewonnenen Erkenntnisse in die aktuelle Version unserer Research-Checkliste integriert.

Margenveränderung



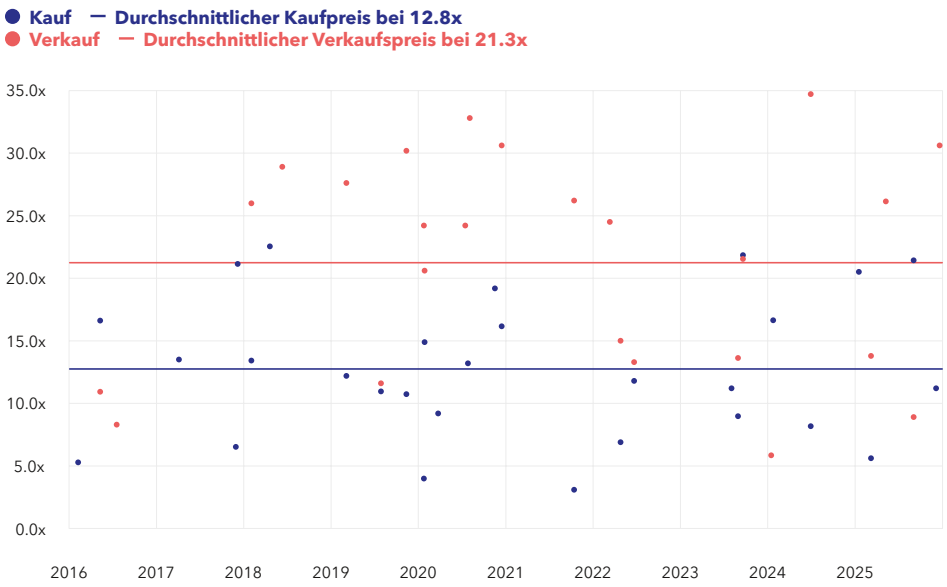
3.
FAKTOR:

Bewertung

Wir sind Value-Investoren aus Überzeugung. Unser Ziel ist es, qualitativ hochwertige Unternehmen zu attraktiven Bewertungen zu erwerben und Positionen zu veräussern, sobald die Marktpreise ein Niveau erreichen, das durch die fundamentalen Kennzahlen nicht mehr gerechtfertigt ist. Über den betrachteten Zeitraum leisteten Bewertungsgewinne mit durchschnittlich +5,7% pro Jahr einen wesentlichen Beitrag zur Gesamtrendite.

Neuinvestitionen wurden zu einem durchschnittlichen EV/EBIT-Multiple von 12,8x getätigt, während Beteiligungen im Durchschnitt zu einem Multiple von 21,3x veräussert wurden. Dieser disziplinierte Ansatz beim Kaufen und Verkaufen ermöglichte es uns, den genannten Bewertungsbeitrag von +5,7 % p.a. zu realisieren.

Bewertung beim Kauf und Verkauf
EV/EBIT

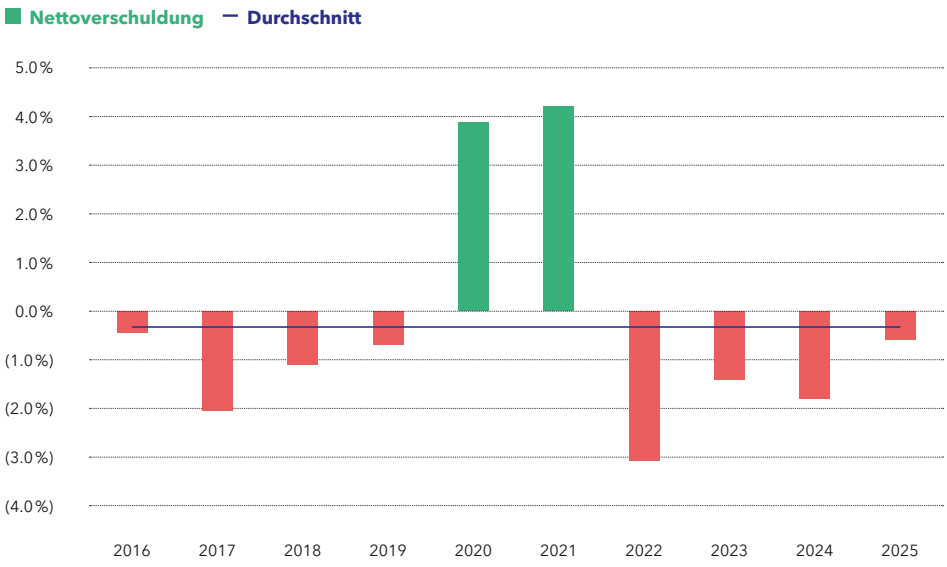


4.
FAKTOR:

Veränderung der Verschuldung

Wenn ein Unternehmen mehr liquide Mittel ausschüttet, als es operativ erwirtschaftet, muss die entstehende Lücke über die Bilanz finanziert werden – in der Regel durch die Aufnahme zusätzlicher Schulden. Dies reduziert den Unternehmenswert, der den Aktionärinnen und Aktionären zuzurechnen ist, und wirkt sich entsprechend belastend auf die langfristige Rendite aus. Eine anschauliche Analogie ist ein mit einer Hypothek finanziertes Haus: Je höher die Hypothek, desto geringer ist das Eigenkapital der Eigentümerin oder des Eigentümers. Im betrachteten Zeitraum reduzierte dieser Effekt die Rendite um durchschnittlich 0,3% pro Jahr. In den meisten Jahren ist dies auf bewusste Kapitalausschüttungen zurückzuführen. Eine bemerkenswerte Ausnahme bildeten die Jahre 2020 und 2021. Während der COVID-19-Pandemie setzten viele Unternehmen Dividenden und Aktienrückkäufe aus, um Liquidität zu sichern und ihre Bilanzen angesichts der erhöhten Unsicherheit zu schützen. Ab dem Jahr 2022 kehrte die Mehrheit der Unternehmen zu normalisierten Kapitalallokationspraktiken zurück. Zwar reduzieren Ausschüttungen wie Dividenden und Aktienrückkäufe die einbehaltenen liquiden Mittel, sie bieten den Aktionärinnen und Aktionären jedoch einen konkreten Nutzen, auf den wir in den folgenden Abschnitten näher eingehen.

Renditeeffekt der Veränderung der Nettoverschuldung



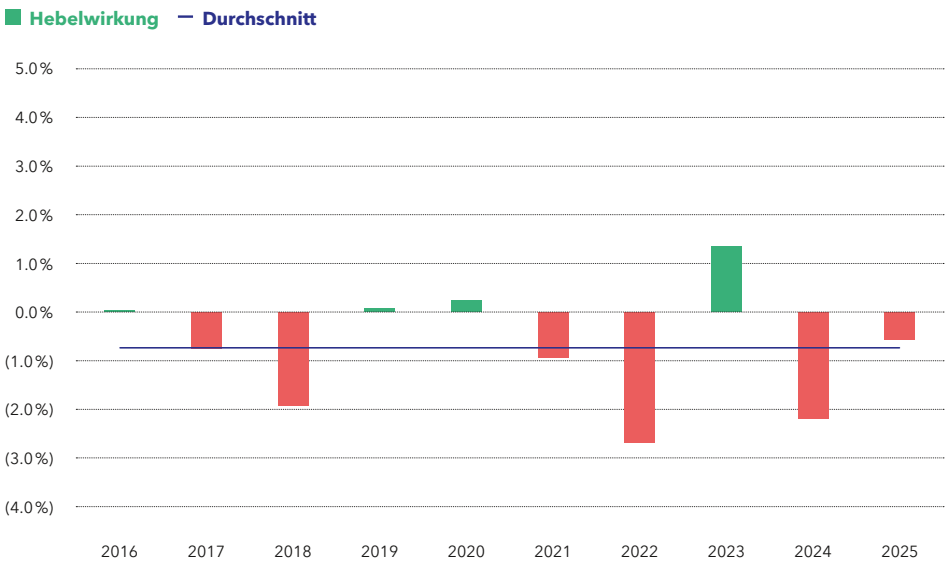
5.
FAKTOR:

Hebelwirkung

Um die Funktionsweise der Hebelwirkung zu veranschaulichen, betrachten wir ein Haus im Wert von CHF 1 Million, das mit einer Hypothek von CHF 800’000 und Eigenkapital von CHF 200’000 finanziert ist. Steigt der Wert des Hauses auf CHF 1’050’000, erhöht sich der Immobilienwert um 5 %. Da die Hypothek unverändert bleibt, steigt der Wert des Eigenkapitals jedoch von CHF 200’000 auf CHF 250’000, ein Zuwachs von 25 %. Die zusätzlichen 20 % Rendite sind auf die Hebelwirkung zurückzuführen. Fremdkapital verstärkt Gewinne (und Verluste) für Eigenkapitalgeber.

Im Fall des Deep Research Funds hatte die Hebelwirkung auf Unternehmensebene insgesamt einen moderat negativen Einfluss und reduzierte die Rendite über den betrachteten Zeitraum durchschnittlich um 0,7 %. Dies reflektiert unsere Präferenz für konservative Kapitalstrukturen, wobei viele Portfoliounternehmen mehr liquide Mittel als Schulden aufweisen oder sogar schuldenfrei sind.

Effekt der Hebelwirkung



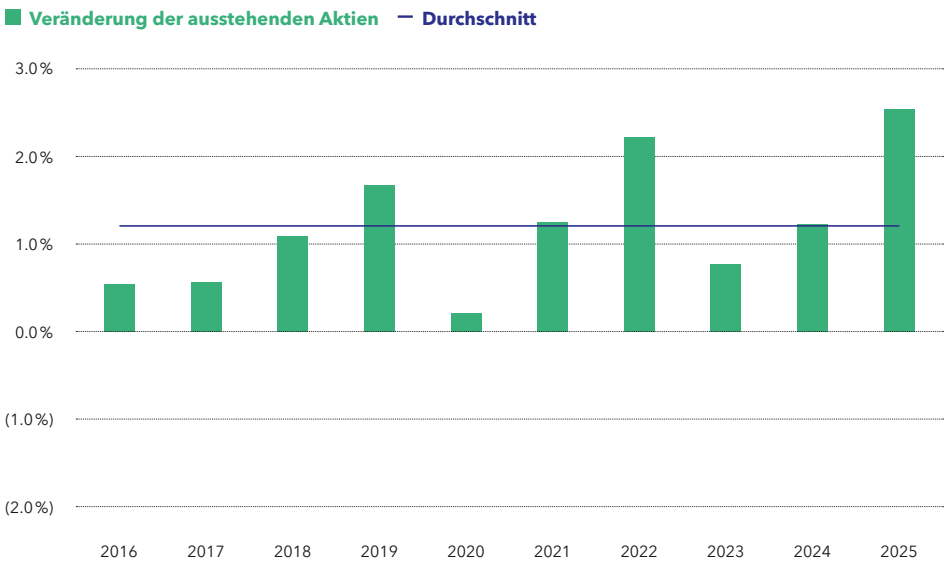
6.
FAKTOR:

Veränderung der Aktienzahl im Umlauf

Solange wir an unseren Aktien festhalten, führt eine geringere Anzahl Aktien im Umlauf zu einem höheren proportionalen Eigentumsanteil an einem Unternehmen. In der Praxis wird die Anzahl der ausstehenden Aktien jedoch durch verschiedene verwässernde Instrumente beeinflusst, wie aktienbasierte Vergütungsmodelle (beispielsweise Aktienoptionen), Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen sowie die Ausgabe von Aktien als Gegenleistung bei Akquisitionen. Aktienrückkäufe können diesen Effekten entgegenwirken, neutralisieren die Verwässerung jedoch in vielen Fällen nicht vollständig.

Wir bevorzugen Anreizstrukturen, die die Vergütung des Managements mit dem langfristigen Erfolg des Unternehmens verknüpfen, anstatt mit der kurzfristigen Entwicklung des Aktienkurses. Diese Präferenz begrenzt tendenziell den Einsatz aktienbasierter Vergütungsinstrumente. Insgesamt trug der Anstieg unseres Eigentumsanteils über den betrachteten Zeitraum durchschnittlich 1,2 % pro Jahr zur Rendite bei. Auf Basis der aktuellen Portfoliostruktur gehen wir davon aus, dass dieser Faktor auch künftig einen positiven Beitrag zur Wertentwicklung leisten wird.

Veränderung der Aktien im Umlauf

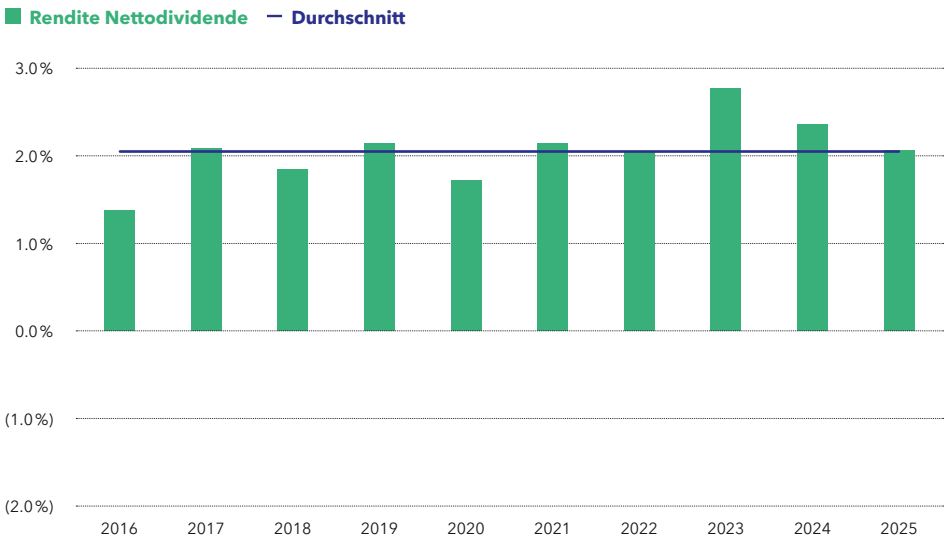


7.
FAKTOR:

Dividenden

Über 90 % unserer Portfoliounternehmen schütten Dividenden aus, die – nach Abzug von Quellensteuern – zur Gesamtrendite beitragen. Über den betrachteten Zeitraum leisteten Dividenden durchschnittlich einen Beitrag von 2,1 % pro Jahr zur Rendite.

Dividendenrendite
(nach Quellensteuer)



8.

FAKTOR:

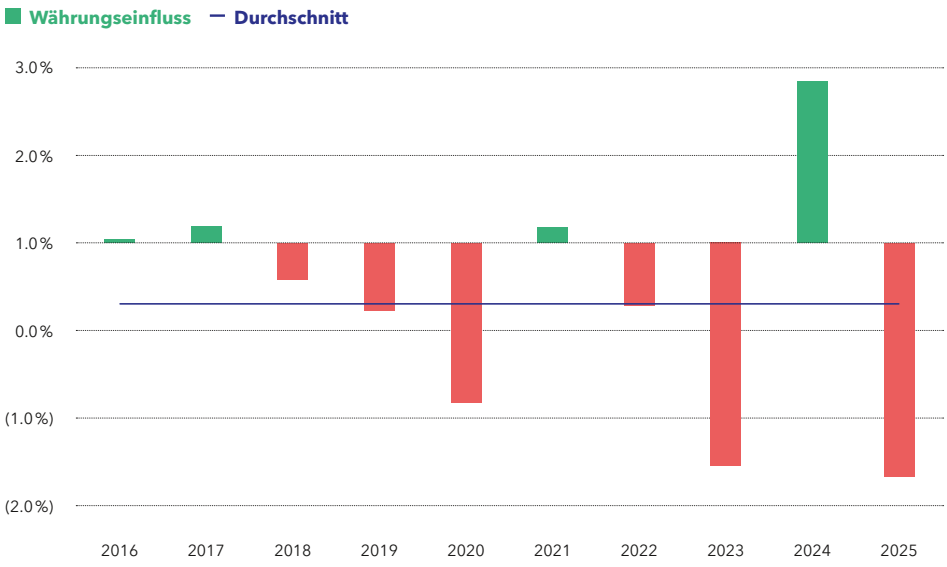
Währungseinfluss

Der Deep Research Fund sichert Währungsrisiken nicht ab. Die Anteilsklasse A des Fonds ist in Schweizer Franken (CHF) denominiert. Über den Zehnjahreszeitraum hinweg wirkten sich Wechselkursveränderungen im Durchschnitt mit –2,1 % pro Jahr negativ auf die Rendite aus. Dies ist in erster Linie auf die Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem US-Dollar, dem Euro und dem GBP zurückzuführen.

Ob eine Währungsabsicherung vorteilhaft gewesen wäre, hängt vom jeweils betrachteten Zeitraum ab. Die grösste Fremdwährungsexponierung des Fonds bestand durchgehend gegenüber dem US-Dollar. Über die letzten zehn Jahre lag der durchschnittliche 12-Monats-Zinsdifferenzsatz (Roll Yield) zwischen CHF und USD bei –2,5 %, was darauf hindeutet, dass eine systematische Absicherung mittels Termingeschäften – bereits vor Berücksichtigung von Transaktions- und Brokeragekosten – mit erheblichen Kosten verbunden gewesen wäre.

Wir verstehen uns nicht als Währungsspezialisten und versuchen nicht, Wechselkursentwicklungen zu prognostizieren. Entsprechend verzichten wir auf aktive Währungspositionierungen und bleiben strategisch ungesichert. Der Fonds ist durch dieses Vorgehen zwar Währungsschwankungen ausgesetzt. Vermieden werden jedoch die dauerhaft anfallenden und strukturell hohen Kosten, die mit einer Währungsabsicherung verbunden sind.

Währungseinfluss



Weitere Faktoren

Der Fonds ist in der Regel zu 97 % bis 98 % in Aktien investiert, wobei der verbleibende Anteil als Liquidität gehalten wird. Liquiditätspositionen entstehen primär durch Mittelzuflüsse in den Fonds, Dividendeneinnahmen sowie durch Verkäufe im Portfolio. Obwohl wir eine dauerhaft hohe Investitionsquote anstreben, kann die Haltung von Liquidität insbesondere in starken Aktienmarktphasen die Wertentwicklung belasten.

Über den gesamten Zeitraum hinweg reduzierten die Liquiditätsbestände die Rendite durchschnittlich um 0,8 % pro Jahr. Dieser Effekt war in den Anfangsjahren des Fonds am stärksten ausgeprägt, als das verwaltete Vermögen noch vergleichsweise gering war. Seit 2018 liegt der sogenannte Cash Drag unter 0,3 % pro Jahr, und wir beabsichtigen, diesen auch künftig auf einem ähnlich niedrigen Niveau zu halten.

Ein weiterer negativer Beitrag ergibt sich aus der Gesamtkostenquote (Total Expense Ratio, TER) des Fonds. Mit zunehmender Fondsgrösse ist die TER kontinuierlich gesunken – in der Anteilsklasse A von 252 Basispunkten im Jahr 2016 auf aktuell 127 Basispunkte. Wir gehen davon aus, dass die Gesamtkostenquote künftig in etwa auf dem heutigen Niveau bleiben wird, und legen weiterhin grossen Wert auf eine effiziente Kostenstruktur.

In der Gesamtschau sind wir der Auffassung, dass Liquiditätshaltung und laufende Kosten in den kommenden zehn Jahren voraussichtlich einen geringeren Gegenwind für die Wertentwicklung darstellen werden als in den frühen Jahren des Fonds.

«Der Anlageerfolg hängt weniger von Prognosen als von disziplinierter Kapitalallokation ab.»

JOVAN MITROVIC

Zusammenfassung

Seit der Lancierung haben wir konsequent auf Beständigkeit sowie auf einen disziplinierten, prozessgetriebenen Anlageansatz gesetzt. Vor diesem Hintergrund stimmt es uns besonders zuversichtlich, dass die Renditetreiber der vergangenen zehn Jahre weitgehend unseren Erwartungen entsprechen und im Einklang mit den Grundprinzipien stehen, auf denen der Deep Research Fund basiert.

Unsere langjährige Überzeugung, dass Unternehmen, die ein klares Kundenbedürfnis adressieren, durch ein überzeugendes Wertversprechen sowie nachhaltige Wettbewerbsvorteile gestützt, über die Zeit hinweg Kunden gewinnen und binden können, spiegelt sich im beobachteten Beitrag des Umsatzwachstums über den betrachteten Zeitraum wider.

Von zentraler Bedeutung für uns als Value-Investor sind die Bewertungsgewinne, die einen wesentlichen Bestandteil der Gesamtrendite darstellen. Wir werden neue Investitionsmöglichkeiten weiterhin sorgfältig prüfen und bei bestehenden Beteiligungen dieselbe Disziplin konsequent anwenden.

Zudem leistete die starke Cashflow-Generierung der Portfoliounternehmen einen wichtigen Beitrag. Solide Bilanzen ermöglichten es den Managementteams, ohne finanzielle Einschränkungen zu agieren und Kapital umsichtig einzusetzen, insbesondere durch Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufe in Phasen erhöhter Marktverwerfungen.

Mit Blick nach vorne wird das kommende Jahrzehnt Unternehmen wie auch Investoren zweifellos vor neue wirtschaftliche Herausforderungen und unvorhergesehene Entwicklungen stellen. Wir bleiben daher auf unsere zentralen Gründungsprinzipien fokussiert: in gut geführte Unternehmen investieren, die wir verstehen, bei der Bewertung diszipliniert bleiben und Beteiligungen nach dem Erwerb über lange Zeiträume halten.

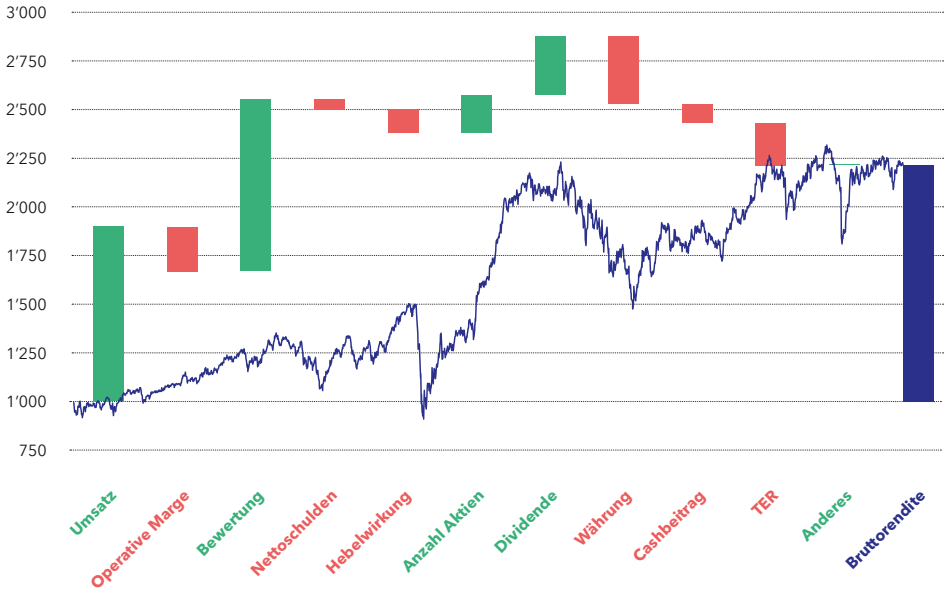
Dies bedeutet nicht, dass wir stillstehen. Ein wesentlicher Grundsatz unserer Anlagephilosophie ist vielmehr intellektuelle Neugier sowie die Bereitschaft zur kritischen Selbstreflexion. Wir hinterfragen kontinuierlich, wie wir unseren Investmentprozess weiter verbessern können und welche Lehren sich aus vergangenen Fehlentscheidungen ziehen lassen.

In der Vergangenheit zeigte sich dies insbesondere in der Auseinandersetzung mit der disruptiven Wirkung künstlicher Intelligenz in vielen Wirtschaftssektoren sowie in der Prüfung, wie neue KI-gestützte Werkzeuge sinnvoll in unseren Prozess integriert werden können.

In den vergangenen zehn Jahren hat diese Kombination aus Disziplin und kontinuierlichem Lernen gute Dienste geleistet und stimmt uns zuversichtlich für das kommende Jahrzehnt. Auch wenn die Märkte unsere Anlagestrategie immer wieder auf die Probe stellen werden, sind wir der Ansicht, dass ein disziplinierter Ansatz, der auf fundamentaler Analyse, umsichtigem Bewertungsdenken und der Bereitschaft zur Weiterentwicklung beruht, langfristig der verlässlichste Weg zur nachhaltigen Vermögensmehrung ist.

Abschliessend danken wir Ihnen herzlich für das Vertrauen, das Sie uns in den vergangenen zehn Jahren entgegengebracht haben. Auch in Zukunft werden wir Ihr Kapital mit Sorgfalt und Disziplin verwalten.

Faktoren der Rendite
Aufschlüsselung der jährlichen Rendite von +8,3 % nach Treibern



ANREPA Asset Management AG
Neuhofstrasse 12
6340 Baar (Zug)

Disclaimer: Die in diesem Bericht zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Einschätzungen geben unsere Ansichten zum Zeitpunkt der Publikation wieder und stellen keine anlagebezogene, rechtliche, steuerliche oder betriebswirtschaftliche Empfehlung allgemeiner oder spezifischer Natur dar. Die zukünftige Performance eines Anlagevermögens lässt sich nicht aus der vergangenen Kursentwicklung ableiten. Sie sollten sich deshalb stets professionell beraten lassen, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen.

Copyright © 2026 ANREPA Asset Management AG. Alle Rechte vorbehalten.