

DER FONDS ANALYST

Professionelle Investmentstrategien mit den weltweit besten Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds
Eine Publikation der Greiff Research Institut GmbH

Nr. 23 vom 10. November 2025

Erscheinungsweise: 14-tägig

25. Jahrgang

Liebe Leserinnen und Leser,

wir sagen HERZLICHEN GLÜCKWUNSCH!

In diesen Tagen, nämlich am 07.11.2025, feierte der **Greiff special situations Fund (A06F99)** sein 20-jähriges Bestehen. Da der Fonds schon sehr lange nicht mehr Teil unserer Berichterstattung war, nehmen wir das Jubiläum zum Anlass, uns die Strategie näher anzuschauen und zu prüfen, warum gerade jetzt ein Investment in dieses spezielles Segment Sinn machen kann und warum genau dieser Fonds dann das geeignete Vehikel darstellt.

Die Verantwortlichen

Dirk Sammüller übernahm im Jahr 2006 bei der GREIFF capital management AG in der Rolle des Vorstands die Prozessverantwortung für neue Fonds und betreute aktienbasierte Fonds- und Dachfondsmandate. Zu Beginn seiner Tätigkeit bei der Greiff AG wurde mit dem **Greiff special situations Fund** der erste Publikumsfonds zum Thema Spezialsituationen unter Verantwortung von Sammüller lanciert.

Sammüller ergänzt: „Mein ursprüngliches Interesse wurde bereits zu Zeiten des Studiums geweckt. Die Konsolidierung der Bierbrauereien in Deutschland, unter anderem bei Gilde Bräu, waren zweifelsohne erste Aha-Erlebnisse. Zudem gab es zum Zeitpunkt der Lancierung keine Konkurrenzprodukte und nur wenige Experten zu diesem Themenkomplex. Von daher habe ich mir in den folgenden Jahren den Großteil meiner heutigen Expertise im Eigenstudium erarbeitet. Die Fähigkeit, Fonds zu managen oder zu beraten, hatte ich bereits bei meinen vorherigen Arbeitgebern, unter anderem der Feri Trust in Bad Homburg, erlernt.“

Seit Oktober 2021 ist er als geschäftsführender Gesellschafter für die Capio Capital GmbH tätig, welche als unabhängiger Fondsadvisor diverse Kunden und Mandate im Rahmen der Strategie für Spezialsituationen berät.

Sein Kollege **Thomas Einzmann** stieß im Jahr 2010 zur Greiff capital management AG dazu. Dort war er ebenfalls für die Betreuung aktienbasierter Fondsmandate verantwortlich. Seit Oktober 2021 ist er als geschäftsführender Gesellschafter für die Capio Capital GmbH tätig.

Ein eingespieltes Team

Die beiden Experten arbeiten bereits seit 15 Jahren zusammen und ergänzen sich perfekt. Um sich herum nutzen sie externe Ressourcen wie Rechtsanwälte, Broker oder Fondsmanagerkollegen, auf die sie seit vielen Jahren zurückgreifen können. Endspiele rund um das Thema BuG und Squeeze Outs sind die DNA der Capio Capital GmbH.

Insgesamt beraten die beiden etwas über 200 Mio. EUR Assets. Darunter befinden sich auch einige Spezialfondsmandate. Der Schwerpunkt ist und bleibt das „Endspielthema“ rund um den **Greiff special situations Fund**. Sammüller ergänzt: „Mit dem **Greiff Special Opportunities** haben wir noch einen kleinen weiteren Fonds im Rennen, der deutlich risikofreudiger investiert und im wahrsten Sinne des Wortes die Gelegenheit, Performance zu machen, ergreifen soll. Auch so ein Mandat macht Freude, insbesondere wenn man eine Wertentwicklung von rund 30 % im laufenden Jahr vorweisen kann.“

Das Anlageuniversum: Übernahmesituationen

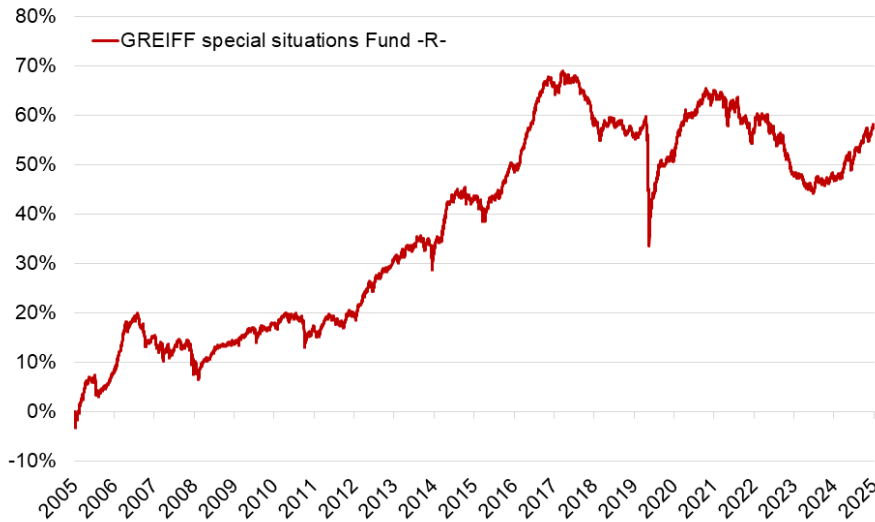
Das Portfolio des **Greiff special situations Fund** setzt sich aus den vier Bausteinen Safety (u.a. Beherrschungs- & Gewinnabführungsverträge), Event (u.a. Merger Arbitrage), Special Situations (Aktien in Spezialsituationen) und Hidden Assets (nichtbilanzierte Nachbesserungsrechte) zusammen. Dirk Sammüller: „In unserem Segment ist Deutschland ‚the place to be‘. Unsere Kernstrategie – den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag – gibt es nur in Deutschland. Auch das Thema der Spruchverfahren, aus dem letztlich die Potenziale der ‚Stillen Reserven‘ entstehen, ist nur in Deutschland derart kleinaktionärsfreundlich. Darüber hinaus analysieren wir auch europäische Übernahmesituationen, die dann unter Arbitragegesichtspunkten oder bestenfalls für Angebotserhöhungen durch Bietergefechte oder Nachbesserungen genutzt werden. Des Weiteren liegt es auf der Hand – da wir in die übernommene Gesellschaft investieren –, dass wir in Mid- und tendenziell noch mehr in Small-Caps investiert sind. Unter 100 Mio. EUR Marktkapitalisierung muss es jedoch gute Argumente geben, die uns zu einem Investment veranlassen.“

Das Anlageziel

Es handelt sich um einen Absolute-Return-orientierten Ansatz. Über einen Zeitraum von mindestens 5 Jahren soll jeder Anleger eine Rendite oberhalb einer Geldmarktfondsrendite erwirtschaftet haben, unabhängig vom Kaufzeitpunkt. Langfristig soll eine Rendite in Höhe von 5 % p.a. erzielt werden bei einer Volatilität von 3 bis 4 %.

Dass dies nicht immer geklappt hat, kann man anhand des Charts erkennen. Dazu äußern sich Sammüller und Einzmann auf Rückfrage wie folgt: „Das Jahr 2018 war in Summe ein Wendepunkt für Nebenwerte, bedingt durch eine Mischung aus globalen Unsicherheiten, einer allgemeinen konjunkturellen Abkühlung und geringer Marktliquidität.“

20 Jahre GREIFF special situations Fund



Quelle: Morningstar Direct, Zeitraum 03.11.2005 – 03.11.2025

Die Corona-Krise 2020 hat die Underperformance von Nebenwerten in Relation zu großkapitalisierten Unternehmen zusätzlich befeuert. Der massive Drawdown im Gesamtmarkt führte in unserer Strategie zu Übersprungseffekten aus dem Bereich der Hedgefonds. Zusätzlich bleibt festzuhalten, dass die Werte der zweiten und dritten Reihe die dynamische Erholung im Jahresverlauf deutlich weniger nachvollzogen haben. Seit dem Jahr 2022 war dann eines der auffälligsten Phänomene in der Geschichte des deutschen Aktienmarkts zu beobachten: Die Zentralbanken erhöhten die Zinsen massiv und in historisch schnellem Tempo, was zu Abschlagen bei wachstumsstarken, aber zinssensiblen kleineren Unternehmen führte. Hinzu kamen die Energiekrise nach Beginn des Ukraine-Kriegs und die schwächelnde Binnenkonjunktur in Deutschland. Aktien und Renten verloren massiv, wir hingegen konnten mit einem Ergebnis nahe der Null-Linie das Jahr beenden. Diese relativ gute Wertentwicklung 2022 wurde durch die anhaltende Baisse bei Nebenwerten 2023 – insbesondere in der 2. und 3. Reihe – wieder zunichte gemacht. Massive Mittelabflüsse bei Mid- und Small Cap Fonds führten zu teils irrationalen Kursstürzen.“

Top Ergebnisse

Auch wenn es immer mal wieder schwierigere Phasen gab, dominieren letztendlich in der Fondshistorie die positiven Jahre. Insbesondere ragt dabei das Ergebnis im Jahr 2008 heraus. Denn in diesem sehr schwierigen Jahr erzielte der Fonds mit großem Abstand mit -4,27 % die beste Performance aller deutschen bzw. europäischen Nebenwertfonds. Aber auch in den Jahren danach überzeugte der Fonds durch konstant positive Ergebnisse: Im Jahr 2012 legte der Kurs beispielsweise um 4,56 % zu, 2013 wurden +8,1 % erzielt, 2014 stand ein Plus in Höhe von knapp 3 % zu Buche, 2015 sowie 2016 konnten rund +6 % erzielt werden, und das Kalenderjahr 2017 beendete der Fonds mit +10,1 %. Dirk Sammüller zu den Ergebnissen: „Am Ende verhält es sich bei Fonds nicht anders als beim Fußball: Die Meisterschaft wird in der Abwehr gewonnen. Ich glaube, wir

sind im Verteidigen besser als im Angriff. Es war uns immer wichtig, Investoren vor Kursrückgängen schützen.“ Zahlreiche Auszeichnungen, unter anderem der Deutsche Fondspreis und einige Lipper Fund Awards, unterstreichen den Erfolg.

„Es bleibt an der Stelle festzuhalten, dass die Prämierung gut für das Ego ist, viel wichtiger sind aber zufriedene Kunden. Hinzu kommt, dass gerade bei Special Situations die Einteilung in Kategorien sehr schwierig ist, da die Ansätze und Ziele oftmals nicht unterschiedlicher sein könnten. Zufall und Glück sind bei den Top-Performern zumindest auf Jahressicht häufiger vorzufin-

den als in der Kategorie Aktien Europa“, so Sammüller. Zusammenfassend und mit Blick nach vorne lässt sich festhalten: Zumindest auf der Risikoseite konnte das Versprechen eingelöst werden. Etwas wechselhafter war die Ertragsseite. Sammüller: „Gemäß der biblischen Redewendung folgen nach sieben mageren Jahren wieder sieben fette Jahre. Wir befinden uns im ersten guten Jahr, der Wind hat also gedreht. Angesichts des 3-fach-Hebels auf den Fonds durch ‚stille Reserven‘ sind wir mehr als zuversichtlich, dass ein Renditeanspruch von 5 % per annum deutlich zu konservativ ist.“

Investmentprozess

„Unsere Eintrittskarte ist in aller Regel die Ankündigung einer Übernahme oder anderweitigen Strukturmaßnahme. Insofern handelt es sich um einen reinrassigen Bottom-up-Ansatz. Es gilt, eine gute Abwägung zwischen Chance und Risiko anhand übernahmespezifischer Kriterien zu treffen. Die ist bei einem am Absolute Return orientierten Ansatz mit Aktien oftmals eine Herausforderung. Auch die Zeitachse, bis beispielsweise eine Übernahme abgeschlossen ist, spielt eine wesentliche Rolle“, so Sammüller.

Es gibt klare Spielregeln, nach denen investiert wird. Als Basis dienen in dem Zusammenhang die selbst entwickelten Scoring Modelle. Eine neue Position wird meist mit einer Initialgewichtung von 1 % allokiert.

Gewichtungsgrenzen

Fest definierte Grenzen gibt es nicht, nur die bekannte regulatorische „8-5-40-Regel“ ist auch hier von entscheidender Bedeutung. Regionale Themen sind aufgrund des Schwerpunkts auf Deutschland nicht wirklich existent. Länder wie die Schweiz sind aufgrund der kleinaktionärsfeindlichen Gesetze bei Übernahmen mehr oder weniger uninteressant. Wenn Sammüller und Einzmann jedoch innerhalb Europas spannende Übernahmesituationen finden, dann werden diese genau unter die Lupe genommen und bei einem attraktiven Chance-Risiko-Profil wird auch investiert.

Verkaufsgründe

„Typische Zielkurse gibt es nicht. Der logische und gewünschte Endpunkt ist der sogenannte Squeeze Out gemäß unserer Maxime, ‚die letzte Aktie ist die Teuerste‘. Manchmal ist die Aktie tatsächlich bereits vorher zu teuer, und wir sehen perspektivisch in einem Endspiel oder Spruchverfahren kein zusätzliches Kurspotenzial mehr, dann wird verkauft. Ebenso reichen wir oft im Rahmen eines Übernahmeangebots unsere Aktien ein – Stichwort Arbitrage“, so das Fondsmanagement.

Das Risikomanagement

Je nach Baustein existieren unterschiedliche Risikobudgets, die täglich überwacht werden. Wenn man sich die Fondshistorie anschaut, sieht man, dass die Fondsmanager normale Risiken gut im Griff hatten. Szenarien wie der „Lehman-Monday“ oder „Corona-Crash“ dagegen sind nicht beherrschbar, zumal zur Absicherung keine Derivate eingesetzt werden.

Einsatzmöglichkeiten im Portfoliokontext

GREIFF special situations Fund R	
WKN	A0F699
Auflagedatum	03.11.2005
Fondsvolumen	58,4 Mio. Euro (31.10.2025)
Verantwortlich	Capio Capital GmbH
Peergroup	Equity Event Driven
Kontakt	https://www.partnerfounge.de/fonds/greiff-special-situations-fund/

Der Fonds versteht sich mit seiner Portfolioausrichtung als sinnvolle Alternative oder Ergänzung zu Renteninvestments und bietet zudem eine gute Diversifikationsmöglichkeit. Neben einer starken

Ertragskomponente, die mit Euro-Unternehmensanleihen konkurrenzfähig ist, und trotz eines reinrassigen Aktienportfolios, bietet der erprobte Ansatz ein ähnliches Risikoprofil wie eine 5-jährige Bundesanleihe. Darüber hinaus beinhaltet die Strategie auch noch eine einzigartige zusätzliche Ertragskomponente durch Nachbesserungen und marktunabhängige Erträge. Die hohe Kapitalbeteiligungsquote offeriert zudem institutionellen Investoren eine steuerlich attraktive Teilfreistellung bei der Körperschaftsteuer, bei einem Risikoprofil, welches nicht mit klassischen Aktienfonds vergleichbar ist.

Dirk Sammüller: „Die flexible Einsatzmöglichkeit als defensiver Aktienfonds in einem Multi-Asset Mandat oder als Rentensurrogat sind Segen und Fluch zugleich. Wer die Strategie versteht und die mit dem Fonds verbundenen Potenziale erkennt, wird heute mehr denn je kaufen. Ansonsten wird die Ausrede der fehlenden ‚Zuordenbarkeit‘ gerne vorgeschoben. Sicher haben wir mit dem Potenzial an außerordentlichen Erträgen das stärkste Argument, warum man den Fonds als Beimischung haben sollte. Börse ist und war nie eine Einbahnstraße, die nächste Krise bzw. der nächste Crash kommt gewiss!“

Rückblick

Blicken wir zurück und fragen das Fondsmanagement, welche Faktoren am meisten zur Wertentwicklung beigetragen haben.

„Performancetreiber waren vor allem Übernahmeprämien, aber auch das Einkommen aus Garantiedividenden inklusive Aufzinsung ist nicht zu unterschätzen und sorgt für kontinuierliche Erträge. In den nächsten Jahren sollten positive Urteile aus Spruchstellenverfahren einen erheblichen Mehrwert bringen. Das Schöne ist, diese sind völlig marktunabhängig“, so die Manager.

Sammüller ergänzt: „Ich würde 3 Faktoren aufzählen, die der Strategie in den letzten 20 Jahren geholfen haben: Eine positive konjunkturelle Entwicklung in Deutschland, niedrige Zinsen und Zuflüsse in Nebenwerte bzw. Alternative Strategien. Und der Wind hat sich nach einer längeren Durststrecke gedreht. Noch läuft die Konjunktur in Deutschland nicht, und auch die Zinsen sind auf relativ hohem Niveau. Dafür sind deutsche Nebenwerte billig wie selten und für Investoren, insbesondere aus dem Ausland, attraktiv. Die M&A-Lawine kommt gerade ins Rollen.“

Chancen /Risiken

Welche Chancen und Risiken sehen die Manager mit Blick nach vorne?

„Zumindest für die nächsten Monate sehen wir eine Übernahmewelle durch Deutschland schwappen. Die bezahlten Übernahmeprämien werden uns vor Augen führen, wie günstig in Relation zum Rest deutsche Aktien geworden sind. Für uns sollte dies die Basis für solides Wachstum oberhalb unseres Renditeziels ermöglichen. Irgendwann werden auch unsere ‚Stillen Reserven‘ gehoben. Spätestens dann werden viele Investoren verstehen, warum unser Konzept so außergewöhnlich gut ist. Für die zweite Hälfte der 20er Jahre sind wir somit sehr zuversichtlich. Eine starke Unterstützung der Aktienmärkte benötigen wir hierfür nicht.“

7 % p.a. durch stille Reserven möglich

Diese stillen Reserven sind ein sehr starkes Argument, sich die Strategie näher anzuschauen. Sie sind auch ein deutliches Unterscheidungsmerkmal zu etwaigen Mitbewerbern. Doch was hat es damit konkret auf sich? Die Erklärungen liefert das Fondsmanagement: „Wir sind nicht nur ein Pionier, wir haben auch mit die meisten Assets in Deutschland, fokussiert auf Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge und Squeeze Outs. Für uns spricht die Historie: Wir haben eine extrem gute Relation, nämlich 1 zu 3, zwischen Fondsvermögen und ‚stillen Reserven‘. Hinzu kommen Nachforderungen an Quellensteuer, hier sprechen wir über mehr als 4 Mio. Euro. Und der Fonds wird bei 75 Mio. EUR für Neuinvestoren geschlossen, was dem Schutz der bestehenden Investoren dient, um eine Verwässerung der Ansprüche zu verhindern. Auch wir als Anlageberater sind für unsere Verhältnisse prominent investiert.“

In Zahlen: Die Verantwortlichen rechnen durch die die noch nicht gehobenen Reserven mit einer **Fondsrendite in Höhe von rund 7 % p.a. in den nächsten 10 Jahren**. Zu diesen attraktiven Aussichten passt auch der Ratschlag von Dirk Sammüller an potenzielle und bestehende Investoren: „Kaufen und liegen lassen! Der Spaß mit dem Fonds sollte in den nächsten Jahren kontinuierlich zunehmen.“

Fazit

Der Fonds bzw. die Verantwortlichen rund um den Fonds zählen zweifelsohne zu den Pionieren in diesem speziellen Marktsegment. Man findet in Deutschland kaum ein tieferes Fachwissen, als es hier der Fall ist. Diese Expertise, in Kombination mit einer gewissen Marktunabhängigkeit und dem beschriebenen Potenzial (stille Reserven), das sich in den nächsten Jahren vollends entfalten sollte, macht den Fonds als Investment überaus interessant. Zu lange sollten interessierte Neuanleger mit Investitionen wegen des geplanten Softclosings allerdings nicht warten. Kommen wir zu einem weiteren Jubiläum:

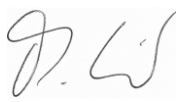
Bis zur kommenden Ausgabe verbleiben wir
herzlichst

**„Man braucht zwei Jahre,
um sprechen zu lernen, und fünfzig,
um schweigen zu lernen.“**

Ernest Hemingway



Michael Bohn



Markus Kaiser



Werner Lang

DER FONDS ANALYST ist ein zweimal monatlich erscheinender Informationsdienst für professionelle Investmentstrategien in internationalen Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds. Herausgeber ist die Greiff Research Institut GmbH, ein Analyseinstitut für fondsbasierte Anlagestrategien. Geschäftsführer: Markus Kaiser, Werner Lang. Verantwortlicher Redakteur: Michael Bohn, Leitung Fondsanalyse und Redaktion (ViSdP) • weitere Redakteure: Werner Lang, Markus Kaiser Herausgeber: Greiff Research Institut GmbH, Munzinger Str. 5a, D-79111 Freiburg i.Br. • Geschäftsführer: Markus Kaiser, Werner Lang • HRB 715980 • USt.-Id.-Nr.: DE815685325 • Tel. 0761/76 76 95 0, Fax: 0761/76 76 95 59. Der Abonnementpreis beträgt EUR 12,- inkl. MwSt. pro Ausgabe (EUR 144,-/ halbjährlich)

Disclaimer: Die in diesem Brief veröffentlichten Angaben beruhen auf Quellen, die wir als seriös und verlässlich einschätzen. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationsquellen kann nicht übernommen werden. Weder unsere Musterdepots noch Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren stellen eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Produkten dar. Der Newsletter darf deshalb nicht als persönliche oder auch allgemeine Beratung aufgefasst werden, da darin lediglich die subjektive Meinung des jeweiligen Autors reflektiert wird. Leser, die auf Grund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln vollständig auf eigene Gefahr und sollten sich in jedem Fall von ihrer Haus- bzw. Depotbank beraten lassen, inwieweit die vorgestellten Anlagen zum persönlichen Risikoprofil passen. Dieser Newsletter kann diese Beratungsfunktion nicht übernehmen. Des Weiteren können Verlag, Autor oder nahestehende Dritte Longpositionen in den besprochenen Anlagen eingegangen sein. In diesem Fall liegt ein Interessenkonflikt im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung EU Nr. 596/2014 vor, den wir unten offenlegen. Bei den analysierten Wertpapieren oder derivativen Produkten handelt es sich um Anlagen mit überdurchschnittlichem Risiko. Insbesondere bei Optionsscheinen oder Auslandsaktien besteht das Risiko eines Totalverlustes. Eigenverantwortliche Anlageentscheidungen im Wertpapiergeschäft darf der Anleger deshalb nur bei eingehender Kenntnis der Materie in Erwägung ziehen. Weitere Details im Hinblick auf bestehende Risiken sowie weitere bestehende Eigenpositionen werden im ausführlichen Disclaimer unter der Internetadresse www.derfondsanalyst.de/eigenpositionen offengelegt. Mit dem Bezug dieser Information erkennt der Leser diesen Disclaimer an und stellt den Herausgeber von allen Haftungs- und Gewährleistungsansprüchen frei.