

Beteiligungsgesellschaften

Vom NAV-Abschlag zur Kapitalallokation

Über das sehr anschauliche norwegische Beispiel Aker ASA

Gastbeitrag von Gunter Burgbacher, Greiff capital management AG und VVO Habegger AG



Gunter Burgbacher ist der Portfoliomanager und einer der Initiatoren des AFB Global Equity Select, kurz AFB (WKN: A2JQJC und A2PE00). Er ist seit 2003 Financial Consultant und bringt mittlerweile über 30 Jahre Erfahrung an den Kapitalmärkten mit. Er gilt mit seiner langjährigen Expertise im Anlagesegment für börsennotierte Beteiligungsgesellschaften auch als einer der wenigen Experten in diesem Bereich. Seit Januar 2019 ist er neben der Habegger Asset Management GmbH auch für die Greiff capital management AG tätig. Mit der Auflage des AFB leistete er Pionierarbeit und machte somit das komplette Anlagesegment zum ersten Mal investierbar. Als international anlegender Investmentfonds investiert der AFB erstmalig ausschließlich in Aktien von börsennotierten Beteiligungsgesellschaften, Holdings und Mischkonzernen. Das Fondsmanagement selektiert die besten Ideen, gewichtet diese gleich, vermeidet Redundanzen und Klumpenrisiken und hält eine Cashposition für Opportunitäten.

Bei börsennotierten Beteiligungsunternehmen beginnt die Analyse häufig mit einer einfachen Frage: Wie hoch ist der Abschlag des Aktienkurses zum Nettoinventarwert, dem Net Asset Value (NAV)? Ein deutlicher Abschlag gilt traditionell als Sicherheitsmarge. Doch diese Betrachtung greift zu kurz. Entscheidend ist nicht nur, welche Vermögenswerte heute im Portfolio liegen, sondern auch, was das Management künftig mit dem vorhandenen Kapital daraus macht.

Ein NAV-Abschlag kann eine Chance sein – oder aber Ausdruck schwacher Governance, hoher Verschuldung, unproduktiver Beteiligungen oder wertvernichtender Kapitalallokation. Umgekehrt kann eine Gesellschaft nahe am NAV oder sogar darüber attraktiv sein, wenn das Management Kapital langfristig zu hohen Renditen reinvestiert.

Damit verschiebt sich die zentrale Frage von der statischen Bewertung zur dynamischen Wertschöpfung: Wie gut verteilt das Management Kapital zwischen bestehenden Beteiligungen, neuen Investitionen, Desinvestitionen, Dividenden, Aktienrückkäufen und Schuldenabbau?

Der NAV ist nur eine Momentaufnahme

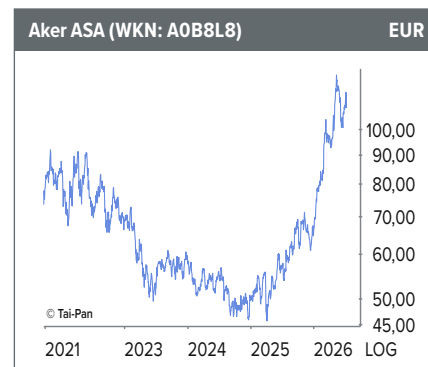
Der NAV bildet den Wert der Beteiligungen zu einem bestimmten Stichtag ab. Bei börsennotierten Positionen ist die Berechnung vergleichsweise transparent. Schwieriger wird es bei nicht gelisteten Unternehmen, jungen Wachstumsplattformen oder komplexen Konzernstrukturen.

Selbst ein korrekt berechneter NAV beantwortet jedoch nicht, wie sich das Portfolio in den kommenden fünf oder zehn Jahren entwickeln wird. Eine Holding kann mit hohem Abschlag handeln und dennoch unattraktiv sein, wenn Kapital dauerhaft in renditeschwachen Bereichen gebunden bleibt. Eine andere kann höher bewertet sein, weil Anleger dem Management zutrauen, den NAV je Aktie kontinuierlich zu steigern.

Wichtige Hinweise liefern die langfristige NAV-Entwicklung je Aktie, die Kapitalrenditen, die Qualität der Cashflows, die Bilanzdisziplin und die Ergebnisse früherer Transaktionen.

Aker ASA als aktuelles Beispiel

Aker ASA (WKN: A0B8L8) veranschaulicht diesen Ansatz. Die norwegische Industrie- und Beteiligungsholding verbindet aktives Eigentum mit Kapitalmarktkompetenz. Ihr Portfolio reicht von Energie und Industriedienstleistungen



bis zu Software, Biotechnologie und Immobilien.

Ein aktuelles Beispiel ist Cognite. Das 2017 gegründete Unternehmen entwickelt Software für industrielle Daten und Künstliche Intelligenz. Aker unterstützte Cognite nicht nur finanziell, sondern stellte auch industrielle Anwendungsfelder, Netzwerke und strategische Expertise bereit.

Ende Juni 2026 vereinbarten Aker und die übrigen Anteilseigner den Verkauf von Cognite an Schneider Electric. Die Transaktion bewertet das Unternehmen mit 3,1 Mrd. USD. Schneider Electric will Cognite in seine Industriesoftwareplattform AVEVA integrieren.

Der Vorgang zeigt einen vollständigen Kapitalallokationszyklus: Aufbau eines Unternehmens, Nutzung industrieller Synergien, internationale Skalierung, Entwicklung wiederkehrender Softwareerlöse und schließlich der Verkauf an einen strategischen Käufer.

Genau hier liegt der Unterschied zwischen einer passiven Holding und einem aktiven Beteiligungsunternehmen. Aker hat Cognite nicht lediglich verwaltet, sondern eine industrielle Plattform entwickelt und den Zeitpunkt genutzt, an dem ein neuer Eigentümer die nächste Wachstumsphase besser unterstützen kann.

Kapitalrotation statt statischer Portfolios

Auch andere Transaktionen verdeutlichen diesen Ansatz. Aker Solutions brachte 2023 sein Subsea-Geschäft in die gemeinsam mit SLB (früher: Schlumberger) und Subsea7 geschaffene Plattform OneSubsea ein. 2024 veräußerte Aker BioMarine sein Feed-Ingredients-Geschäft auf Basis eines Unternehmenswerts von 590 Mio. USD, blieb über eine Minderheitsbeteiligung aber am weiteren Wertsteigerungspotenzial beteiligt.

Im Bereich CO₂-Abscheidung wurde das operative Geschäft von Aker Carbon Cap-

ture mit SLB zusammengeführt. Parallel vereinfachte Aker Strukturen bei Aker Horizons und bündelte Vermögenswerte stärker innerhalb der Gruppe.

Diese Beispiele zeigen: Kapitalallokation bedeutet nicht nur, neue Unternehmen zu kaufen. Ebenso wichtig sind Verkäufe, Partnerschaften, Abspaltungen und die Bereitschaft, frühere Entscheidungen an veränderte Marktbedingungen anzupassen.

Cashflows schaffen Handlungsspielräume

Aker verfügt mit Aker BP über einen bedeutenden Cashflow-Anker. 2025 erhielt die Holding rund 6 Mrd. NOK an Dividenden aus ihren Portfoliounternehmen und schüttete selbst 3,9 Mrd. NOK an ihre Aktionäre aus. Der NAV belief sich zum Jahresende auf 67,3 Mrd. NOK bzw. 905 NOK je Aktie und konnte bis zum Zeitpunkt des Cognite-Deals auf 1.347 NOK je Aktie gesteigert werden (aktueller Kurs der Aktie: 1.220 NOK).

Diese Mittelzuflüsse schaffen Spielraum für neue Beteiligungen, die Unterstützung bestehender Unternehmen, Schuldenabbau oder Ausschüttungen. Die Qualität einer Holding hängt wesentlich davon ab, ob wiederkehrende Cashflows in Projekte mit höheren erwarteten Renditen umgeleitet werden.

Gute Kapitalallokation zeigt sich aber auch darin, Fehleinschätzungen zu korrigieren, Kapital zu begrenzen und Strukturen zu vereinfachen. Gerade im Bereich Erneuerbarer Energien musste Aker auf höhere Finanzierungskosten und schwierigere Marktbedingungen reagieren.

Welche Fragen Anleger stellen sollten

Der NAV-Abschlag sollte deshalb nur der Ausgangspunkt der Analyse sein. Entscheidend ist vielmehr: Wie hat sich der NAV je Aktie über einen vollständigen Zyklus entwickelt? Welche Renditen erzielten abgeschlossene Investitionen?

Interessenkonflikt (IK)

Aker ASA ist aktuell im AFB enthalten.

Werden schwache Beteiligungen konsequent restrukturiert? Ist die Holdingverschuldung durch verlässliche Cashflows gedeckt? Und investiert das Management dort, wo es über industrielle Kompetenz und Informationsvorteile verfügt?

Auch die Governance bleibt wichtig. Bei Aker kontrolliert Kjell Inge Røkke über seine Holdinggesellschaften mehr als zwei Drittel der Aktien. Eine solche Struktur kann langfristiges Denken fördern, verlangt von Minderheitsaktionären aber eine sorgfältige Prüfung der Interessengleichheit.

Vom Abschlag zur Qualität des Compoundings

Der NAV-Abschlag bleibt ein nützliches Instrument – er sollte jedoch nicht das Ende der Analyse sein. Nachhaltiger Wert entsteht, wenn das Management den NAV je Aktie über viele Jahre steigert und zugleich attraktive Ausschüttungen ermöglicht.

Der Verkauf von Cognite macht diese Perspektive greifbar. Entscheidend war nicht der NAV-Abschlag von Aker zu einem bestimmten Zeitpunkt, sondern die Fähigkeit, Kapital, industrielle Erfahrung und Netzwerke so einzusetzen, dass ein neuer Vermögenswert entstand.

Für Anleger lautet die bessere Frage daher nicht allein: „Wie hoch ist der Abschlag zum NAV?“, sondern: „Welchen Wert kann dieses Management aus dem vorhandenen Kapital in den kommenden Jahren schaffen?“

Gerade bei börsennotierten Beteiligungsunternehmen entscheidet diese Fähigkeit langfristig darüber, ob ein Abschlag eine echte Chance darstellt – oder dauerhaft gerechtfertigt bleibt. ■