

Ein Fach-PDF-Special zur Fachheft-Reihe

Das Jahr 2015 mit der Rosinger Group



Das dritte Quartals-Special 19. 10. 2015
(3/4)

Autor: Daniel Koinegg

Büro Christian Drastil für die Fachhefte des Börse Social Network
Gussenbauergasse 4/34c, 1090 Wien.
me@christian-drastil.com • Vollständiges Impressum und Download auf www.christian-drastil.com



„Hie und da Kostolany getroffen, aber keine Aktientipps getauscht“

Das Exklusivinterview mit Gregor Heinz Rosinger führte Daniel Koinegg

Vorgeschichte: „Das Jahr mit der Rosinger Group“ wurde im 1. Halbjahr von Paul Jezek begleitet. Diesmal, für das Q3, haben wir uns entschieden, die Investmentlegende Warren Buffett als zentrales Thema zu wählen. Buffett hatte am 30. August 2015 seinen 85. Geburtstag gefeiert. Und da war es naheliegend, dass der Interviewer diesmal Daniel Koinegg sein würde. Daniel ist jener Blogger in unserem Börse Social Network, der sich am stärksten dem Value Investing verschrieben hat und hier sogar eine eigene Akademie plant. In dieser soll u.a Buffetts durchdachte und sorgfältig sowie diszipliniert ausgeführte Value-Strategie dem interessierten Publikum nähergebracht werden. Für das hier vorliegende Fach-PDF war es daher spannend, die Prinzipien von Buffett und einigen anderen weltbekannten Investoren mit jenen strategischen Elementen abzugleichen, die für den erfahrenen österreichischen Investor Gregor Rosinger, Generaldirektor der Rosinger Group, eine tragende Rolle spielen. Auf diesem Weg sollen Gemeinsamkeiten und Unterschiede herausgearbeitet werden, wobei der Fokus auf dem börslichen Teil der Aktivitäten der Rosinger Group liegen wird. Viel Lesespass und Nutzen mit dieser - wie ich finde - lehrreichen Melange aus Diskussion und Interview.

Christian Drastil

Gregor Heinz Rosinger (geb. 12. 4. 1966) ist Gründer und Mastermind der Rosinger Group.

Daniel Koinegg: *Herr Rosinger, aus unzähligen Interviews und Dokumentationen weiß man, dass Buffett schon sehr früh mit seinen ersten Investment- und Geschäftsaktivitäten begonnen hat. Ob nun das Sixpack Coca Cola, das er um einen Dollar gekauft und um 20 Cent je Flasche weiterverkauft hatte, oder die ersten Vorzugsaktien von Cities Services, die er im zarten Alter von elf Jahren erwarb, es gibt mannigfache Beispiele für frühzeitiges geschäftliches Talent. Was war Ihre erste erfolgreiche börsliche Aktivität, an die Sie sich erinnern können?*

Gregor Rosinger: BASF – mit 9 Jahren. Professioneller Investor bin ich seit 1985, also ab kurz vor meinem 19. Geburtstag.

Koinegg: *Wie kommt man als Neunjähriger auf die Idee, sich Aktien kaufen zu wollen?*

Rosinger: Das ist ganz klar auf meinen familiären Hintergrund zurückzuführen. Sie kennen mit Sicherheit aus einem der vorigen Fach-PDFs das wirtschaftliche Umfeld, aus dem ich stamme und die damit verbundene wirtschaftsfreundliche Prägung. Ich wollte damals als Neunjähriger auch mein wirtschaftliches Interesse zum Ausdruck bringen und auch mir und meinen Eltern beweisen, dass ich schon in der Lage bin, richtige Entscheidungen zu treffen. Natürlich wurde dieses Interesse gefördert, was mich bestärkt und motiviert hat, mich sehr früh weiterzuentwickeln.

Koinegg: *Buffett gilt sicherlich als der bekannteste Schüler von Benjamin Graham, dem Vater des Value Investings. Er hat sich aber im Laufe der Jahre investmentstilistisch von seinem Lehrvater zunehmend entfernt. Während Graham eindeutig quantitativ unterwegs war und oftmals breit gestreute Portfolios von Unternehmen, die unter ihrem Nettoumlaufvermögen gehandelt wurden, gekauft hatte, begann Buffett – nicht zuletzt durch den Einfluss seines kongenialen Partners Charlie Munger – nach und nach, stärker auf Wachstumsperspektiven, Managementquali-*

”

Meine erste Aktie war
BASF, da war ich neun
Jahre alt.

“

tät und vor allem strukturelle Wettbewerbsvorteile seiner potenziellen Investments Wert zu legen. Das fundamentale Konzept der Margin of Safety, also den buchstäblichen Kauf eines Assets um deutlich weniger als seinen inneren Wert, hat er aber beibehalten und tradiert dieses im Windschatten seiner Popularität nun an neue Generationen von Value Investoren weiter. Gab es bei Ihren Börseinvestments eine ähnliche stilistische Lern- und Entwicklungsphase? Wie sah diese aus?

Rosinger: Ich glaube, man muss das bei mir etwas anders sehen, weil ich ja nicht nur in börsennotierte Unternehmen investiere, sondern auch in solche die nicht börsennotiert sind. Weiters investiere ich auch in Mezzaninkapital mit oder ohne Equity Kicker, Venture-Loans, bis hin zu ABS-Strukturen. Ich setze kombinierte Optionsstrategien zur Absicherung ein, usw. und gehe auch Mehrheitsbeteiligungen ein, auch bis zu 100 Prozent. Natürlich gibt es im Portfolio auch Minderheitsbeteiligungen, aber im langjährigen Durchschnitt besteht jeweils rund die Hälfte des Portfolios aus Mehrheitsbeteiligungen. Unter Portfolio verstehe ich nicht ein Wertpapierportfolio im klassischen Sinne sondern die gesamte Asset-Allocation. Unter diesen Prämissen habe ich mich natürlich entwickelt und habe meinen eigenen erfolgreichen Investitions-Stil gefunden – die RMS Regionale Mittelstands Sicherung.

Diese ist wie folgt definiert: „Regionale Mittelstands Sicherung“ ist, wenn einem etablierten und regional bedeutenden mittelständischen Unternehmen durch einen Investor Kapital, Know how und Kontaktnetzwerk zur Verfügung gestellt wird um den Fortbestand des Mittelständlers durch Umstrukturierung und/oder Internationalisierung zu sichern. Dieses Konzept von mir steht seit 1993.

Koinegg: Verstehen Sie sich also in Ihrer Tätigkeit im Rahmen des Konzeptes der „Regionalen Mittelstandssicherung“ als Business Angel oder wo liegen hier die Unterschiede?

Rosinger: Den Unterschied sehe ich darin, dass der Business Angel bereits in einer sehr frühen Unternehmensphase einsteigt, sodass er damit die Möglichkeit hat, einem Unternehmen, das noch in der Strukturierungs-, Produkt- und Leistungsfindungsphase ist, seinen Stempel aufzudrücken. Er hat deshalb auch keinen bestehenden Moloch mit Altlasten, alten Verträgen, etc., auf die er Rücksicht nehmen muss. Bei der RMS geht man in ein bereits etabliertes Unternehmen mit einer Vielzahl an bestehenden Dauerschuldverhältnissen, Beschäftigungsverhältnissen, bis hin zu Markenimage, Traditionen, die bewahrt, weiterentwickelt oder geändert werden müssen. Somit besteht auch ein völlig anderes Risikoprofil aus finanzieller Hinsicht im Vergleich zum Business Angel und es geht um die Dimension der Auswirkungen auf die regionale Wirtschaft und auf den regionalen Arbeitsmarkt, weil regional bedeutende Unternehmen, die für die RMS interessant sind, im Regelfall einen bedeutenden Beitrag zur Wertschöpfung innerhalb einer Region leisten.

Koinegg: Kurz zusammengefasst lässt sich eine qualitative Strategie des Value Investments a la Warren Buffett durch die vier Elemente (1) „circle of competence“, (2) „dauerhafter Wettbewerbsvorteil“, (3) ehrliches und fähiges Management und (4) guter Preis umschreiben. Lassen Sie uns diese Elemente kurz einzeln mit Ihrer Strategie vergleichen. Der „circle of competence“ ist eine Metapher für ein grundlegendes Investmentprinzip, nach dem man sich nur in solchen Unternehmen engagieren soll, die man versteht bzw. die in Branchen tätig sind, in denen man auf ein umfassendes Wissen zurückgreifen kann. Wo und in welchen Branchen fühlen Sie sich besonders zu Hause?

Rosinger: In der Industrie und industrienahen Bereichen sowie der industrienahen Supply-Chain. In der Praxis reicht das Spektrum vom Technologieunternehmen im Bereich Anlagenbau über die klassischen Fabriken und manchmal sogar bis hin zu Handelsunternehmen die aufgrund bestimmter Rahmenbedingungen als Gamechanger oder Katalysator für Gamechanger fungieren. Besonders wichtig erachte ich aber auch, dass man die regionale Mentalität versteht – das funktioniert bei meiner Gattin und mir naturgemäß in allen Nachfolgestaaten der Donaumonarchie aber auch in den Nachfolgestaaten der Sowjetunion hervorragend. Weiters im Fokus sind Türkei und Deutschland. Wenn die Proponenten eines Projektes aus einer der genannten Regionen kommen und der Industriezweig zu uns passt schauen wir uns aber auch

”

Regional bedeutende Unternehmen, die für die RMS interessant sind, leisten im Regelfall einen bedeutenden Beitrag zur Wertschöpfung einer Region.

“



© Martina Draper



© Martina Draper

Gregor Rosinger ist Mitglied im Österreichischen Nationalkomitee des International Vienna Councils wie auch in einer Reihe von internationalen Organisationen wie der CEEMEA Business Group.

”

Ich sehe es gerne, wenn das Management nennenswert ins eigene Unternehmen investiert ist und nicht etwa nur über Stock Options.

“

gelegentlich Investments außerhalb dieser Region an.

Koinegg: Lassen sich Ihre derzeitigen Engagements in diese Kategorien einordnen?

Rosinger: Ja, alle.

Koinegg: Stichwort Wettbewerbsvorteile oder „Moats“, wie der Value Investor sie auch nennt. Legen Sie bei Ihren Investments auf dieses Element großen Wert?

Rosinger: Die „Moats“ der „Buffett-Jünger“ beziehen sich ja nur auf Wettbewerbsvorteile eines Unternehmens innerhalb eines Industriezweiges – dieser Begriff beinhaltet aber nicht, dass ganze Industrien untergehen können, durch technologische Gamechanger, die disruptiv die Wirtschaft verändern. Denken Sie zum Beispiel an die Pleiten der erfolgreichsten Pferdepeitschenhersteller vor rund 100 Jahren, die trotz „Moats“ dennoch davon betroffen waren, dass aufgrund des Siegeszuges der Eisenbahnen und der Automobile weniger Pferde gehalten wurden und daher auch der Bedarf an Peitschen massiv gesunken ist.

Mein Modell der „RMS Regionalen Mittelstands Sicherung“ setzt viel früher an und berücksichtigt längerfristige Trends und geht grundsätzlich von der Möglichkeit aus selbst zum Gamechanger zu werden.

Sie sollten einmal das Buch „Panzerwerk statt Hochzeitsreise“ lesen. Darin geht es darum wie meine Gattin und ich 1993 zuerst ein ehemaliges Russisches Panzerwerk - das wegen Ende des Kalten Krieges wenig Auslastung hatte - in Ungarn übernommen und daraus einen internationalen Anlagenbauer mit exzellenter Marktpositionierung im Bereich der Energietechnik, vom Kohlekraftwerkskessel über Reaktoren für Alternativ-Energieanlagen bis zu Komplettanlagen, und im Bereich Montanmaschinenausbau geformt haben.

Sowas würde Buffett nicht umsetzen, bei meiner Strategie der RMS Regionalen Mittelstands Sicherung gehört diese Art von Neuausrichtung aber als wesentlicher Teil der Langfrist-Gesamtstrategie dazu und gerade daraus ergeben sich die entscheidenden Wachstums- und Renditehebel.

Koinegg: Die Beurteilung von Ehrlichkeit und Kompetenz des Managements eines Unternehmens wird von vielen Praktikern zu den „weichsten“ und somit am schwersten einschätzbaren Faktoren gezählt. Nach welchen Kriterien messen Sie für gewöhnlich dieses Element?

Rosinger: Nach der Historie der Personen und deren Track Record. Ebenso sehe ich es als sehr positiv, wenn das Management auch selbst mit einem namhaften Betrag im Unternehmen investiert ist, und zwar einen der „mit echtem Geld“ investiert wurde und nicht aus Stock—Option-Programmen oder ähnlichem resultiert. Ein nennenswertes Eigeninvestment des Managements „mit echtem Geld“ sorgt dafür, dass wir in einem Boot sitzen.

Koinegg: Spielt dieses Kriterium bei Minderheitsbeteiligungen möglicherweise eine größere Rolle, weil Sie im Falle des Falles nicht auf eine Neubesetzung des Managements hindrängen können?

Rosinger: Dieses Kriterium spielt immer eine wesentliche Rolle – auch bei Mehrheitsbeteiligungen.

Koinegg: Charlie Munger hat das vierte Element der Investmentphilosophie von Berkshire Hathaway so charakterisiert: „No matter how wonderful it is, it's not worth an infinite price“. In diesem Zusammenhang können wir kurz in die Untiefen der Unternehmensbewertung eintauchen. Bewerten Sie Ihre potenziellen börslichen Engagements in der Regel selbst?

Rosinger: Ausschließlich – der Grundsatz „Nur ich bestimme, was mit meinem Kapital geschieht“ gilt ausnahmslos.

Koinegg: Nach welchen Methoden erfolgen diese Bewertungen für gewöhnlich?

Rosinger: Eigene – gehen Sie davon aus, dass ich IFRS-Bilanzen grundsätzlich nicht zur Bewertung heranziehe und für mich ausschließlich UGB/HGB-Abschlüsse zählen. Firmenwerte – sofern sie nicht durch zukunftssträchtige Technologien oder Marken entstanden sind – bewerte ich grundsätzlich sehr konservativ und für meine Entscheidungsfindung immer wieder auch mit Null.

Etwaige Beteiligungen des Zielunternehmens betrachte ich auch immer nur auf equity und auf Basis UGB/HGB – sowohl beim Mutter- als auch beim Tochterunternehmen. IFRS-Ansätze ignoriere ich, denn meist stellen sich diese in der Praxis nachträglich als „zu euphorisch“ heraus, daher eignen sie sich nicht zur Entscheidungsfindung ob ich ein Investment eingehen möchte oder nicht.

Besonders liebe ich es, wenn ich bei potentiellen Investments „nicht liquiditätswirksame Teilwertabschreibungen“ auf zukunftssträchtige Beteiligungen entdecke oder Währungs-Umrechnungsverluste aufgrund getätigter Investments in Fabriken, Maschinen bzw. Anlagen. Solche Bilanzpositionen schaue ich mir genauer an, denn häufig ist gerade dort auf längerfristige Sicht die Quelle für zukünftiges erhebliches Wertsteigerungspotential vorhanden, denn z.B. eine Fabrik, die mit moderner ausländischer Technologie ausgestattet ist verliert ihren Wert ja nicht durch Währungsschwankungen, weil ja auch die Wiederbeschaffungskosten in lokaler Währung steigen.

Schlecht ausgelastete Werke sind auch immer wieder zum Setzen eines „Game-changers“ gut – natürlich funktioniert das mit dem Rosinger-Modell der „RMS Regionalen Mittelstands-Sicherung“ sehr gut, ein rein passiv orientierter Value Investor hätte da aber wenig Chance.

Koinegg: *Das Konzept der Wiederbeschaffungs- oder Reproduktionskosten, das Sie hier ansprechen, ist eines, das auch von herkömmlichen Value Investoren von Zeit zu Zeit gerne verwendet wird. Wie gehen Sie bei der Einschätzung dieser Wiederbeschaffungskosten vor? Ist so etwas ohne spezifisches Industrie-Know-How überhaupt möglich?*

Rosinger: Zunächst ist das natürlich von der jeweiligen Branche bzw. vom jeweiligen Industriezweig abhängig. Außerdem spielt es eine große Rolle, ob die vorhandenen Anlagen dem aktuellsten technischen Stand entsprechen. Hier benötigt man natürlich entsprechendes Branchen- und Industrie-Know-How, was der Grund dafür ist, dass wir nur in bestimmte Bereiche, in denen wir über umfassendes Wissen verfügen, investieren. Dort, wo die Anlagen dem letzten technischen Stand entsprechen, bewerten wir auf Basis historischer Anschaffungskosten und ändern in unserer Betrachtung die Abschreibung auf realistische gesicherte Nutzungsdauer.

Koinegg: *Vier Buchstaben: CAPM. Was ist Ihrer Meinung nach für die tägliche Investmentpraxis davon zu halten?*

Rosinger: Ich halte davon gar nichts. Glauben Sie etwa, dass ich mich beim Kauf einer nicht börsennotierten Beteiligung „hinaufverhandeln“ lasse, wenn mir einer eine Bewertung eines der großen Wirtschaftsprüfer vorlegt und mit einer Reihe von Bewertungsmodellen argumentiert?

Meine Antwort ist dann immer: „Dann müssen Sie Ihre Beteiligung an den verkaufen, der das bewertet hat. Kauft er nicht, haben Sie Pech gehabt, denn im realen Leben ist eine Firma immer nur das wert, was Ihnen ein realer (!) Käufer in genau diesem Moment dafür anbietet.“

So agiere ich auch an der Börse ausschließlich nach meiner eigenen Meinung, natürlich auch im Rahmen von Immobilieninvestments.

Koinegg: *Sehen Sie Ihre Gattin mitunter als Ihren persönlichen Charlie Munger im übertragenen Sinne an, mit dem Sie Ihre Investmentideen besprechen können?*

Rosinger: Yvette und ich sind beide sehr starke Persönlichkeiten und grundsätzlich entscheidet jeder für sich. Wir denken aber sehr ähnlich und haben als Nachkommen bedeutender Familien der ehemaligen Donaumonarchie eine ähnliche Sozialisierung erfahren und sind durch ähnliche Wertvorstellungen geprägt worden. Daher sind unsere - alleine getroffenen - Einschätzungen meist sehr ähnlich und es kommt daher immer wieder vor, dass wir das eine oder andere Investment gemeinsam tätigen.

”

Ich lasse mich beim Kauf von nicht börsennotierten Unternehmen nicht hinaufverhandeln, nur weil eine Wirtschaftsprüfer-Bewertung vorliegt. Dann soll halt der Wirtschaftsprüfer selbst kaufen.

“

”

Buffett und Munger waren nie Vorbilder von mir, Kostolany auch nicht. Mit ihm hatte ich aber sehr gute Gespräche.

“

Koinegg: Was sind das für Wertvorstellungen, wenn ich hier nachhaken darf?

Rosinger: Die Wertvorstellungen, die im Elternhaus vermittelt wurden, betreffen vor allem solche Werte, die auch in der Wirtschaft gut anwendbar sind oder mit ihr zusammenhängen, wie zum Beispiel das Leistungsprinzip, Verantwortung für den eigenen Besitz, aber auch für die beschäftigten Mitarbeiter und deren Familien, eine sehr langfristige Denkweise und einen Sinn für nachhaltige Geschäftsmodelle.

Koinegg: Gibt es außer Warren Buffett und Charlie Munger noch weitere Vorbilder bzw. „role models“, von denen Sie sich das eine oder andere abschauen?

Rosinger: Warren Buffett und Charlie Munger waren nie Vorbilder von mir. In jungen Jahren hatte ich André Kostolany persönlich kennengelernt, er war fasziniert von dem, was ich fachlich schon drauf hatte und wie frech ich agierte. Wir haben dann öfters telefoniert und uns auch noch ein paar Mal persönlich getroffen. Vorbild war aber auch er nie. Bei unseren gelegentlichen Kontakten haben wir meist auch nur Themen der allgemeinen politischen und wirtschaftlichen Einschätzung besprochen, gelegentlich haben wir über sehr langfristige Erwartungen in bestimmten Wirtschaftszweigen diskutiert, über konkrete Aktien die einer von uns „auf dem Schirm“ oder gerade im Portfolio hatte oder über unsere, Asset Allocation haben wir nie gesprochen – das wollte ich nicht und er auch nicht.

Vielen Dank für das Gespräch!



KONTAKT

Rosinger Anlagentechnik GmbH & Co

A-4690 Schwannenstadt, Sparkassenplatz 2, Tel.: 0043 7673 75 163 – www.rosinger-gruppe.de
www.christian-drastil.com/blog/gregor.rosinger – E-Mail: gregor.rosinger@rosinger-gruppe.de