

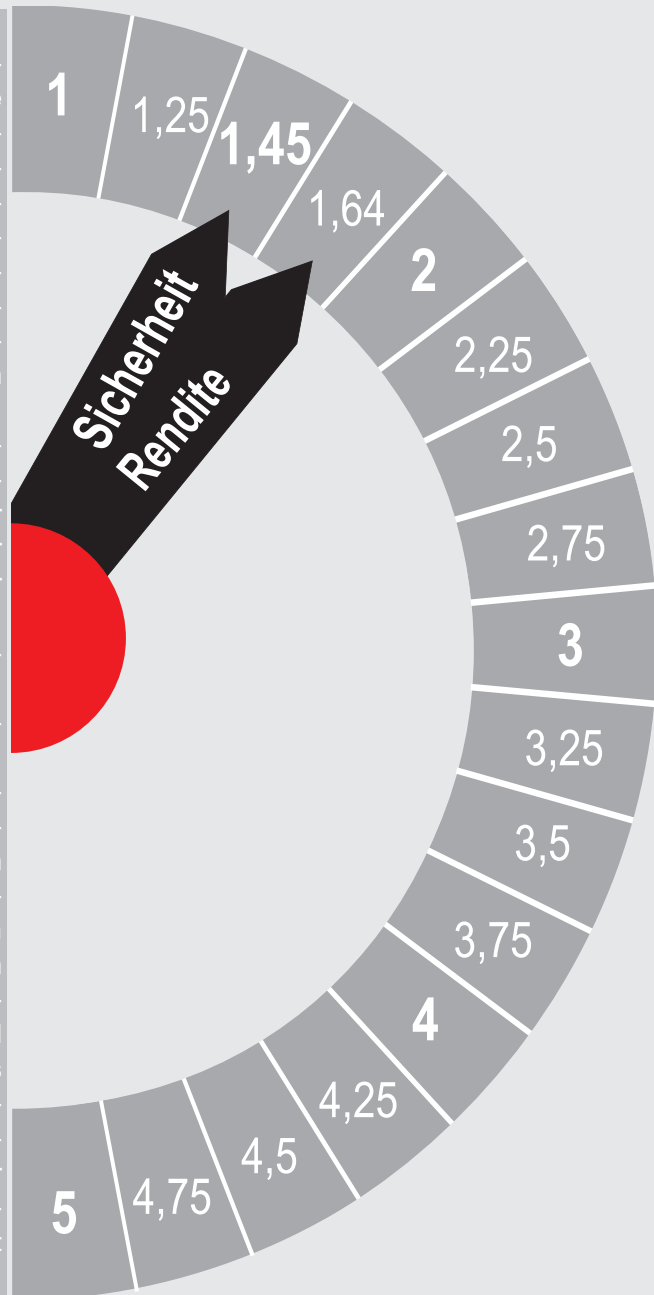
UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

Analyse und Bewertung von Unternehmensbeteiligungen

Zum CHECK-Wertungssystem

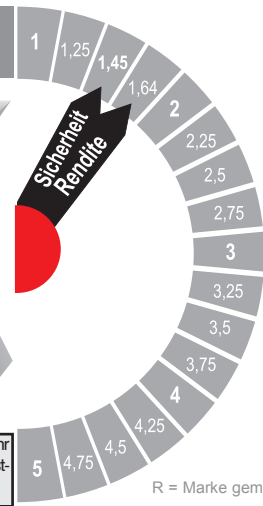
Jedes ernstzunehmende Investment verdient eine individuelle und in allen Punkten systematische Rekonstruktion und Auswertung der wichtigsten Leistungsmerkmale. Die CHECK-Analyse bereitet die Projektentwicklungsqualität und Marktpositionierung der Fondsangebote verdichtet auf und bewertet sie in ihrem spezifischen Markt. Die CHECK-Benotung dient der vergleichenden Einordnung des Angebots zum aktuellen Zeitpunkt der Analyseveröffentlichung. Gibt der Markt veränderte Parameter vor (z. B. Kaufpreisschwankungen, Wechselkurssprünge, neue Risikotypen wie biometrische Risiken, Länderrisiken, Steuergesetzänderungen, Marktübersättigungen) wird einerseits der Maßstab vergangener Bewertungen zugrunde gelegt. Zusätzlich werden neue Parameter - z. B. bei der Positionierung der Fondsprojekte in veränderten, neuen Märkten - in das bestehende CHECK-Bewertungssystem aufgenommen und an das Risiko-/Rendite-Profil des seit 10 Jahren geltenden CHECK-Sicherheits- und Renditewertungssystems angepasst. Der CHECK-Initiator analysiert und bewertet geschlossene Fonds seit 1991.



EURO SINO INVEST GMBH & CO
CHINA 1 KG

FONDSTEST Nr. 15/09
September 2009

CHECK



Wichtiger Hinweis: CHECK untersucht und bewertet die Wirtschaftlichkeit geschlossener Fonds. Auch eine positive Benotung bedeutet keine Gewähr gegen das **Verlustrisiko**. Unternehmensbeteiligungen der hier untersuchten Art sind keine sicheren Geldanlagen im Sinne eines Pfandbriefs, einer Festgeldanlage oder eines Sparbuchs. CHECK wertet Informationen des Angebotes zum **aktuellen Zeitpunkt** der Emission aus.

R = Marke gem. § 41 Markengesetz

ESI CHINA 1

Das CHECK-Ergebnis:
Sicherheit: 1,45
Renditechancen: 1,64

Initiator

Die 2009 gegründete Euro Sino Invest GmbH, Erlangen, legt – nach langjähriger Erfahrung des leitenden Managers im Bauträgergeschäft sowie im Ingenieur- und Bausektor Chinas - ihren ersten Publikumsfonds auf: eine Wohnanlage in der chinesischen 7,5-Millionen-Metropole Shenyang, "das Ruhrgebiet Chinas". Die Anlage entspricht einem fast baugleichen Gebäudekomplex auf einem gegenüberliegenden Nachbargrundstück. Der Bauingenieur und Geschäftsführer Florian Schmied, Sohn von Frau Annemarie von Tucher, gründete während seines 4 1/2 jährigen Aufenthalts in China, die unter seiner Leitung stehende M&P China – eine Tochtergesellschaft des Ingenieurunternehmens M&P Group (25 Jahre Projektentwicklung in der Industrie, der Bau- und Immobilienwirtschaft, 230 Mitarbeiter). Die umweltfreundliche M&P Bauweise kommt durch eine offizielle Unterstützung des Joint Ventures zwischen M&P und dem dem Chinapartner HCG durch eine feierliche Kooperationsvereinbarung mit **Bundesumweltminister Stigmar Gabriel** und dem **Shenyang Vizebürgermeister Zhao Gouhong** zum Ausdruck. Seit 2007 ist Herr Schmied auch Geschäftsführer der Euro Sino Invest AG. Zweck: Management der Hongkong Objektgesellschaft, die das Projekt kaufmännisch und technisch steuert. Sie gehört deutschen Investoren, darunter – neben Großinvestoren aus Family-Offices im Umfeld der Initiatoren – mehrheitlich der Familie Thomas von Tucher. Florian Schmied leitet auch die ESI-AG-Tochter Euro Sino Invest Co., Ltd., Beijing, dort registriert nach chinesischem Recht, Kapital: CHF 160.000. Die Gesellschafterin sitzt in Sarnen, Schweiz, dominiert von der Familie Tucher, Thomas und Annemarie von Tucher, Rottach-Egern. Die ESI Ltd. fungiert für den Fonds als Investment Advisor. Unter dem Dach dieser Company hat Herr Schmied seine chinesischen Netzwerkkontakte gebündelt. Herrn Schmieds Funktion als **Vizeleiter der Construction Group der European Chamber of Commerce** in Peking trägt beim chinesischen Partner nach CHECK-Einschätzung zum Respekt vor den Gepflogenheiten des Deutschen Vertragspartners bei (siehe zur Rechtssicherheit). Respekt vor einer "Langnese" bedeutet in China z.B., dass "die Chinesen ihre Rechnungen auch zügig zahlen" (Schmied 2009). Geschäftsführer der Initiatorin ist Werner Wündsch, seit 15 Jahren in der Immobilienbranche aktiv und Prokurist der ZBI Fondsverwaltungs GmbH. Gesellschafter der Initiatorin sind Tucher Invest 2 GmbH, sowie die ZBI Zentral Boden Immobilien AG. Das ZBI-Management ist CHECK seit vielen Jahren aus erfolgreicher Immobilienhandlungspraxis gut bekannt (siehe dazu CHECK-Analysen ZBI IV 22/06, ZBI SCIAP 37/07, ZBI V, 04/09).

Joint Venture Partner von Tucher

Deutscher Joint-Venture-Partner ist die Tucher Invest 2 GmbH mit dem Gesellschafter Thomas von Tucher, Dipl. Betriebswirt, langjähriger Vorstand der Deutschen Hypothekbank (Schwerpunkt: Immobilienfinanzierungsgeschäft), Verwandt mit Hans Christoph Freiherr von Tucher, u. a. Vorstandssprecher der Bayerischen Vereinsbank. Aufsichtsratsmitglied der Siemens & Halske AG, Der Allianz-AG, der Vereinsbank in Hamburg. Die Wurzeln entstammen der seit 1309 urkundlich erwähnten Patrizierfamilie Tucher von Simmelsdorf aus der freien Reichsstadt Nürnberg, 1855 Gründer der Tucherbrauerei. Heute ist Thomas von Tucher in Führungsfunktionen des Managements vermöglicher Familiengesellschaften und der Dr. Lorenz Tuchersch Stiftung. Er ist Mitinhaber der Mull und Partner Ingenieurgesellschaft (M&P). Herr von Tucher hat das Immobilienprojekt mit seinem Management dank der Kontakte u. a. aus der Realisierung von Umwelt-/Wasserprojekten in Shenyang akquiriert und zusammen mit Herrn Schmied und Herrn Yan (chinesischer Joint-Venture-Partner, siehe unten) konzipiert. Das seit 2004 bestehende Tochterunternehmen **Tucher und Beratende Ingenieure Projektmanagement GmbH & Co. KG** (GF: Dipl. Ing. Harald Deichl, Gesellschafter: Freiherr Thomas von Tucher, MuP Ingenieurgesellschaft Holding GmbH & Co. KG) ist Kernkompetenzträger bei der Baurealisierung vor Ort (Projekt- und Baumanagement, Beratung, Controlling. Kunden: Manager aus der Bauindustrie sowie europaweit Kunden aus den Bereichen Banken, Versicherungen, Projektentwickler, Industrie sowie Bau- und Immobilienwirtschaft. Die M&P Group wurde nach Qualitätsmanagement DIN EN ISO 9001:2000 zertifiziert.

Fondsverwalter ZBI

Die 1998 gegründete ZBI Gruppe hat zwischen 2002 und Ende 2008 vier ZBI-Fonds mit einem EK von insgesamt rd. 327 Mio. EUR aufgelegt. Der fünfte Fonds befindet sich derzeit im Vertrieb. Gründer und Hauptgesellschafter bzw. Aufsichtsratsvorsitzender der ZBI-Gruppe ist Peter Groner, der seit über 25 Jahren neben der Sanierung und dem Neubau von Wohnimmobilien über Erfahrung als Projektentwickler von Einzelhandelsketten und Einzelhandelsflächen verfügt. Sein Know-how erwarb Peter Groner zusammen mit Dieter Lahner, dem Vorstandsvorsitzenden der ZBI AG, in den 80er und 90er Jahren (Sanierung von Wohnungen in den neuen Bundesländern). Durch Projektaufbereitung für institutionelle Investoren und für Fonds der Hypo-Tochter H.F.S. hat sich das Team Groner/Lahner einen Namen als Immobilienfachleute mit bundesweit anerkannter Reputation gemacht. Der Vorstand der ZBI-Gruppe wurde erweitert durch Michael Weise, der Führungspositionen bei renommierten Immobilienunternehmen und Kreditinstituten (z.B. Westhyp AG, Aareal Bank AG) innehatte, sowie durch Dr. Hans Joachim Huss mit IWF und BMF-Erfahrung. **Fazit:** Durch die Bündelung von versiertem, jahrzehnte gereiftem Immobilien-Know-How, kombiniert mit einer überdurchschnittlich engagierten Vertriebskoordination der Managementpartner darf eine professionelle Umsetzung des Investments erwartet werden.

Das Beteiligungsunternehmen

Ab EUR 10.000 plus 5% Agio können Anleger Gesellschafter der ESI Euro Sino Invest GmbH & Co. China 1 KG werden, die sich über eine Hongkong-Zweckgesellschaft im Rahmen eines Joint-Ventures mit der Shenyang Honest Century Real Estate Development Co., Ltd., an einer chinesischen Objektgesellschaft beteiligt. Diese hat das Ziel an Immobilienprojektentwicklungen in China zu partizipieren und zwar konkret an der Errichtung eines Wohnimmobilienkomplexes "European Garden" in Shenyang (Planung steht dank bauähnlichem Nachbarprojekt schon fest). Zweck der doppelstöckigen Beteiligungsstruktur über eine Zweckgesellschaft ist neben steuerlichen Aspekten der Vorteil, mit institutionellen Co-Investoren (mit Tickets in 7-stelliger Höhe) gemeinsam zu gleichen Bedingungen investieren und von der Due Diligence der Großinvestoren zu profitieren (Vertragsgestaltung und Kontrolle durch international renommierten WP, siehe unten). Komplementärin der Fondsgesellschaft ist die Euro Sino Invest Verwaltungs GmbH mit den Geschäftsführern Florian Schmied (von Tucher) und Werner Wündsch (ZBI). Wesentliche Gesellschafter sind Thomas von Tucher (Tucher & Partner) und Peter Groner (ZBI). Herr von Tucher und Herr Groner investieren aus ihrem privaten Vermögen jeweils mindestens sechsstellig in den Fonds. Nach ca. 2-jähriger Due Diligence sind beide - zusammen mit finanzstarken Privatinvestoren befreundeter Familien - vom Gelingen des Projekts offensichtlich überdurchschnittlich überzeugt. Nach CHECK-Informationen wird sich ein internationaler Investor mit EUR 5 Mio. an der Hong-Kong Zweckgesellschaft. (in Gründung), beteiligen. Auch wenn der Investorenkreis angabegemäß noch erweiterbar ist, soll der Fonds mit seiner Einlage die Kapitalmehrheit halten.

JV-Einlage / Sicherheit

Der chinesische Kooperationspartner HCG bringt in die Hongkong-Zweckgesellschaft RMB 200 Mio. in Form des zu bebauenden Grundstücks ein (Wert 2008 ca. EUR 20,75 Mio., Wechselkurs 31.07.2009: 0,1038). Die Deutschen Investoren bringen Kapital in gleicher Höhe ein. Die Mittel werden – rechtzeitige Platzierung vorausgesetzt – ab Frühjahr 2010 über eine chinesisch/deutsche Objektgesellschaft "Shenyang European Garden Co., Ltd." in gemeinsamer Generalunternehmerschaft mit dem chinesischen Partner gesteuert und investiert. Ein Novum, denn bisher ist uns kein als Bauträger aktiver JV-Partner in China bekannt, der unmittelbar in die Bauplanung und Baudurchführung eingreift. Joint Venture Partner HCG bringt Landnutzungsrechte im Wert von RMB 200 Mio. als Sachleistung ein (die in China übliche und einzig mögliche Form der Grundstücksübertragung). Sollte der Grundstückswert vor Investition



Erfahrener Projektentwickler mit versierter China-Performance - etablierter Fondsverwalter mit positiver Leistungsbilanz



chinesischer Projektpartner mit Auszeichnungen für Wohnbauprojekte - umfangreiche Exits erfolgreich realisiert - eng vernetzt mit der politischen Administration



hohe Vertragsverbindlichkeit mit chinesischem Joint-Venture-Partner - Schlüsselbedeutung für die gleichberechtigte Risikopartnerschaft



Projektkalkulation mit soliden Risikopuffern - überdurchschnittliches Exitpotenzial



Vorabgewinnberechtigung der Investoren - kombiniert mit überdurchschnittlichem Engagment des deutschen, chinaerfahrenen Partners - Florian Schmied - vor Ort dauerhaft präsent

GESAMT-NOTE: 1,54

CHECK - ANALYSE

fallen, hat sich die HCGHCG Real Estate verpflichtet, den Differenzbetrag in bar nachzuschließen. Tatsache ist jedoch, dass der Grundstückswert inzwischen gestiegen ist. Dennoch ist im Gegenzug der deutsche JV-Partner nicht verpflichtet, seine Einlage entsprechend anzugleichen/zu erhöhen. Geplantes Fondsvolumen: EUR 28,7 Mio, Zeichnungsfrist: bis 31.05.2010, voraussichtliche Laufzeit: 2,5 Jahre.

JV-Partner HC Real Estate

Die Shenyang Honest Century Real Estate Development Co., Ltd. ist ein Tochterunternehmen der 2001 gegründeten Honest Century Group (HCG). 2.000 Mitarbeiter betreiben Geschäftsfelder wie Immobilienentwicklung, Ingenieurleistungen, Bau und Vermarktung von Wohn-/Gewerbeflächen, Immobilienverwaltung und Vermietung. Der Shenyang-Developer hat mit verschiedenen Tochterunternehmen zahlreiche Projekte erfolgreich entwickelt, darunter z.B. "Zhenda Square" in der wichtigsten Fußgängerzone des Stadtzentrums mit einem Investitionsvolumen von RMB 200 Mio. Grundstücksfläche: 9.266 qm, Bruttogeschossfläche: 60.000 qm. Die HC Real Estate hat in ihrer 10-jährigen Bestehenszeit 660.000 qm Grundstücksfläche und 1.680.000 qm Bruttogeschossfläche entwickelt und dabei eine Verkaufsrate von 98,7% erzielt (HCG, 2008). Ihr Geschäftsführer und Mehrheitsgesellschafter Herr Yan Dekui war mehrere Jahre lang GF eines der Provinzregierung direkt unterstellten Staatsunternehmens, von 1995 bis 2002 Abteilungsleiter in der Bauingenieurabteilung des "Bureau of Government Offices Administration of Shenyang" und ist seit 2003 Mitglied des Shenyang-Komitees der Kommunistischen Partei Chinas. Für Bau- und Managementqualität erhielt er mehrere Auszeichnungen. Als Mitglied des "People's Political Consultative Conference Shenyangs" genießt er hohes öffentliches Ansehen. Herr Yan hat als Entwickler zahlreiche Bauprojekte realisiert: San Bali Community, Hong Xing Community, Wohnkomplex Te Ze Straße, Honest Century Hao Long Family, Mazhuang Community, Zhengda Square und Wazer Village-Projekt. Er ist – dank tiefgreifender lokaler Vernetzung – eine Schlüsselperson für die zügige Beschaffung von Genehmigungen bei der regionalen Regierung. Ein Credit-Report über HCG, der uns nicht vorlag, weist auskunftsgemäß eine "vernünftige" Bonität des Unternehmens aus.

Deutscher Partner M&P vor Ort

Die 1983 in Hannover gegründete M&P Group ist führender Dienstleistungsanbieter in den Bereichen Umwelt- und Bauprojekte, Bau, Infrastruktur, Immobilien und Papier und ist häufig Projektpartner der öffentlichen Hand. 230 Mitarbeiter des Unternehmens erstellen aus 8 Niederlassungen in Deutschland und 4 Gesellschaften im Ausland (China, Polen, Tunesien, Serbien) Projekte mit einem Volumen von EUR 40 Mio. Das 2005 gegründete chinesische Tochterunternehmen M&P China, Beijing, hat sich insbesondere bei der Konzeption von Kläranlagen (in verschiedenen Provinzen) und bei der Prozessoptimierung sowie Abwasserbehandlung in der Papierindustriebranche (Projekte in Liaoning, Shangdong und nahe Shanghai) einen Namen gemacht. Darüber hinaus wurden Klimaschutzprojekte entwickelt ("Clean Development Mechanism"), sowie internationale Investoren bei der Investition in chinesische Immobilienprojekte beraten. M&P konzipierte den Bau der ersten deutschen Biogasanlage in Shangdong. Ferner wurden die lokalen Behörden bei der Planung von Anlagen der Energie- und Umwelttechnik unterstützt. **Referenz:** Ein Projektpartner, der 2008 mit M&P in China eine Papierfabrik baute über M&P: "M&P ist ein sehr wichtiger Partner, da er das Land und die Verhältnisse dort sehr gut kennt." M&P China kann in China bei der Realisierung des "European Garden"-Projektes (Fondsinvestition) auf versierte, verlässliche Geschäftspartner zurückgreifen.

Joint Venture Vertrag

HCG und von Tucher haben sich in einem Joint Venture-Vertrag auf Rechte und Pflichten zur Durchführung des Bauprojekts "European Garden" geeinigt. CHECK hat den Vertragsentwurf eingesehen und kann bestätigen, dass dieser, per Anfang September 09 bereits mehrfach überarbeitete Entwurf international gültigen Gepflogenheiten entspricht. Er erfüllt vollumfänglich das Mitentscheidungs-, Kontroll- und Absicherungsbedürfnis des deutschen Joint Venture-Partners und enthält eine Reihe von praktischen Regelungen zur Legitimation der operativen Entscheidungen. Diese Regeln legen paritätisch die Pflichten, Lasten und Rechte der Partner fest und sind im partnerschaftlichen Geist vorbildlich konzipiert. Demnach kann praktisch keine Entscheidung ohne Einsicht und Billigung des deutschen Vorstandes und der deutsch-chinesischen Geschäftsführung getroffen werden. Im Rahmen eines drei-Konten-Systems sind – je nach Hierarchieebene – Vorstände und Geschäftsführer je nach Relevanz und Kostenhöhe entscheidungs- beziehungsweise genehmigungsberechtigt und verpflichtet. Dank der hohen operativen Einbindung des deutschen Managements (Bestellung der Gewerke, des Baumaterials, laufende Kontrolle der Arbeiten, gezielte Zahlung von Incentives für die Projekte und Bauleiter), ergibt sich eine außergewöhnlich lückenlose

Kontrolle über alle Phasen des Baus und der Vermarktung. Kostensteigerungen/Manipulationen fallen sofort auf. Sämtliche Materialbewegungen können auf Stichhaltigkeit hin untersucht werden. Vorstand Florian Schmied wohnt und lebt - wie sein chinesischer Projektpartner Yan Dekui - direkt an der Baustelle. Das Verhältnis zwischen den beiden JV-Partnern ist - aus langjähriger Chinaerfahrung anderer Projekte gewachsen - und nach CHECK-Einschätzung von hohem gegenseitigem Respekt geprägt. Die vermögenden Co-Investoren haben sich in diesem Vertrag eine Buchführung und Kontrolle nach internationalem Standard zusichern lassen (IAS), zu vollziehen durch die international anerkannte WP-Gesellschaft. Für mögliche Konfliktfälle haben sie sich ein Schiedsgerichtsverfahren nach in Hongkong üblichen internationalen Gepflogenheiten zusichern lassen und behalten vor allem alle Rechte auf das Vermögen der Gesellschaft bis zur deren Auflösung. Ihre Einlage leisten die deutschen Großinvestoren zusammen mit dem Fonds erst, wenn die Grundstücksnutzungsrechte für das Bauprojekt "European Garden" per Eintragung lastenfrei in das Vermögenregister der Gesellschaft eingetragen sind (aktueller Wert der Einlage des Grundstücks: Mindestens RMB 200 Mio. Aufgrund der zwischenzeitlichen **Wertsteigerung** ist dieses Grundstück inzwischen jedoch 3-5 % mehr Wert). Prinzip: "erst die Ware, dann das Geld". Erst dann sind die deutschen Partner zur Erbringung ihrer Einlage von RMB 200 Mio. verpflichtet. Der Vertrag enthält ferner Klauseln zur Sicherung der Auszahlungen an die Gesellschafter im Ausland, sowie zur Sicherung des Schadensausgleichs bei Vertragsstörungen (höhere Gewalt, Managementfehler, Korruption). Auch wenn in China die Vertragssicherheit - gegenseitiges Einklagen individueller Ansprüche - schwieriger ist und einem anderen Verständnis folgt als im Westen: Die praktischen Anstrengungen der Vertragsparteien, den gemeinschaftlich formulierten Zweck des Vertrages zu erfüllen, sind überzeugend ernst gemeint. Sie folgen einem auf dem gemeinsamen Willen aufgebauten Konsensprinzip. Nach Informationen von Rechtsexperten ist die Vertragserfüllungsquote in der Praxis in China insbesondere in den Metropolen auch im Konfliktfall im internationalen Vergleich hoch und dem westlicher Standards vergleichbar. Diese Praxis wurde CHECK gegenüber von einem KfV-Spezialisten für China bestätigt, der deutsche Investoren bei der vertraglichen Umsetzung von Investitionen in China begleitet. Der JV-Vertrag lässt den Vertragsparteien Spielraum, den Vertragszweck kooperativ auch dann zu erfüllen, wenn Sondersituationen eintreten (Preisexplosionen, höhere Gewalt).

Real Estate Joint Ventures in China

Seit 1995 sind Joint Ventures im Bausektor üblich. Von Vorteil ist, wenn der chinesische JV-Partner über die erforderlichen Befähigungsnachweise verfügt (steigerender Genehmigungsgrad nach Baugröße und Referenzprojekanzahl). Seit 2004 können ausländische Unternehmen im Bausektor in China zwar 100%ige Töchter gründen aber erst ein Joint Venture mit einem chinesischen Partner ermöglicht die uneingeschränkte Gleichstellung mit chinesischen Unternehmen. ("China - Mentalität, Recht, Steuern", RA Dr. Christian Gloyer, Juli 2005).

Parallelbeispiel für ein Joint Venture in China: Zwischen **Prax Capital Real Estate Holding Ltd.**, Miami (Private Equity USA, verwaltet USD 300 Mio.), und der **China Housing & Land Development, Inc.** ist ein Joint Venture mit dem Ziel geschlossen worden, in Xi'an (Bevölkerungswachstum von 2007 bis 2020 von 3,1 Mio. auf 5,3 Mio.) in ein mittelständisches Wohnimmobilienprojekt ca. USD 117 Mio. zu investieren. Für Prax Capital ist es das 11. China-Investment (laut Forbes 2007/2008 ist Prax bester PE-China-Investor). Anteil Prax Capital am Xi'an-Projekt USD 29,3 Mio. Mit dem ersten Bauabschnitt des in der Millionenstadt Xi'an gelegenen Wohngebäudekomplexes (Grundstücksfläche: 192.582 qm, Bruttogeschossfläche: 640.000 qm) wurde begonnen - die ersten Vorverkäufe beginnen im September 2009 ("China Housing & Land Development Reports Year 2008 Results", reuters.de., 25.03.2009). Das 79-acre-Projekt wird laut Mr. William Xin, Finanzvorstand der "China Housing", innerhalb von 5 Jahren einen "strong positive Cash Flow" von USD 700 Mio. erwirtschaften (Finanznachrichten 03.02.09). Die bisher realisierten 7 China-Housing-Projekte mit 4,2 Mio. qm Wohnfläche seien alle profitabel gewesen und erzielten eine durchschnittliche **IRR-Rendite von 140 %** nach Steuern. (seekingalpha 22.10.07).

Rechtssicherheit in China

Für Chinesen ist - anders als für Deutsche - der Vertrag nicht der Abschluss der Vertragsverhandlungen. Er ist eher die Fixierung des Verhandlungsstandes und die Basis, den Vertrag "weiter zu entwickeln", "Bedeutung und Entwicklung des chinesischen Rechts", Interview mit Prof. Dr. Bu und Prof. Blaurock, Freiburg Law Students Journal, Jan. 2008. Herr Florian Schmied hat gleichwohl in den vergangenen 5 Jahren, in denen er in seiner Eigenschaft als GF von M&P unterschiedliche Verträge mit chinesischen Geschäftspartnern geschlossen hat, keinen Fall erlebt, in dem die chinesischen Vertragspartner auf ein Nachverhandeln entscheidender Klauseln bestanden hätten. Allerdings seien Konkretisierungen vorgenommen und

verhandelt worden, die bei der operativen Umsetzung von Bauprojekten erforderlich sind. Die Verträge sind weniger auf dem Sanktions- als auf dem Kooperationsprinzip aufgebaut.

Die Investition "European Garden"

Die Hongkong-Zweckgesellschaft wird über die chinesische Objektgesellschaft in das Immobilienentwicklungsprojekt "European Garden" mit 24 Wohnhäusern zu jeweils 3 bis 32 Etagen mit einer Grundstücksfläche von 80.000 qm und einer Bruttogeschossfläche von 250.000 qm investieren, ca. 1.500 Wohnungen (Vorgeschrieben ist z.B. ein Bebauungsfaktor des 2,5fachen, Deutschland vergleichsweise üblich 0,5fach). Das Areal liegt in Shenyang im bürgerlichen "Hunnan New District" mit weiträumigen Grünflächen am Fluss "Hun" und einer für China aufgelockerten Wohnbebauung. Käufer ist die obere Mittelklasse, 10% der Flächen können kommerziell genutzt werden. Die Käufer müssen bis zu 100 % des Kaufpreises entrichten, wenn das Objekt zu 25 % fertig gestellt ist. Zugleich sind an die Baufirmen 60 % der tatsächlich angefallenen Kosten zu entrichten. Der Rest wird erst nach Fertigstellung gezahlt. Das Bauherrenrisiko wird dadurch gesenkt, dass der Innenausbau zulasten des Käufers geht (Sanitär, Elektro, Bodenbelag). **Fazit:** Der Bauträger verfügt über eine **hohe Liquidität** während der Bauphase. Das Projekt folgt einem fast **baugleichen Parallelbau** eines Nachbargrundstücks (1. Phase des Stadtentwicklungskonzepts mit 500.000 qm). Die 1. Projektphase begann 2007 und wird voraussichtlich Ende 2009 fertig gestellt sein. Auf dem früheren Lagergrundstück seien keine Altlasten gefunden worden. Die Wohnungen wurden innerhalb von 100 Tagen zu 93% verkauft, u. a. an höherrangige Regierungsbeamte (Verkaufspreise angabegemäß über Plan). Die **Termine seien eingehalten, die Baugleichheit wie erwartet** ausgeführt worden. Für Erdarbeiten, Strukturbau, elektrische Systeme, Heizung gibt es "GB", eine nach DIN vergleichbare Baumorm. Mit einer Attraktion des Parallelprojekts auf mittelständische, zahlungsfähige Käufer darf gerechnet werden. Durchschnittseinkommen in den Metropolen deutlich über Landesdurchschnitt von USD 20.000 bis zu USD 27.000. Wohnungskäufer erhalten eine Förderung, davon begünstigt sind 7,47 Mio. Haushalte mit einer Gesamtförderung von RMB 215 Mrd. in den kommenden drei Jahren. Gebaut werden soll der "European Garden" nach **europäischem Standard/Design** unter Berücksichtigung der von Chinesen geschätzten "Feng Shui"-Regeln bei der Raumanordnung und -Positionierung. Dank deutlich geringerer Baukosten kann der deutsch-chinesische Developer z. B. Fußbodenheizung, eine überdurchschnittlich gute Verglasung, eine Gebäudeisolierung und die Verwendung umweltfreundlicher Technologien einsetzen.

Standort Shenyang: (Jan. 2007: 7,4 Mio. Einw., Hauptstadt und Hochschulzentrum der Region Liaoning) ist das kulturelle und wirtschaftliche Zentrum Nordostchinas (chemische Industrie, Kohle-/Erzverkommen), Maschinen- und Fahrzeugbau (Lokomotiven, Turbinen, Stahlkonstruktionen, Militärflugzeuge, Raketen, Weltraumausrüstung, PKWs mit BMW-Niederlassung, etc.), sowie Hightech (Schwerpunkt: Softwareproduktion). Für die **Olympischen Sommerspiele 2008** wurde die Infrastruktur vorbildlich ausgebaut. 8 Nachbarstädte, darunter Millionenstädte wie Fushun und Benxi liegen im unmittelbaren Umfeld. Arbeitslosenquote: offiziell 3,14 %. Peking ist in 4 Stunden mit der Hochgeschwindigkeitsbahn zu erreichen. Der European Garden liegt an einer modernen Hauptstraße im besonders geförderten Hunnan-Distrikt südlich des Flusses Hun (begehrte Wohngegend) und ist 10 Auto-Minuten vom Stadtzentrum entfernt. Hauptbahnhof und Flughafen sind in 20 Minuten erreichbar. In der Nähe ist ein Tesco Einkaufszentrum (Umsatz 2008: EUR 52,5 Mrd.) mit 120.000 qm Verkaufsfläche.

Operative Baukosten

Die im Vergleich zu europäischen Maßstäben mit ca. 300 EUR/qm niedrig angesetzten Baukosten sind das Ergebnis geringerer Baustoffpreise (die stark gefallenen Stahlpreise sind per Juni 09 in China um 8 % gestiegen, gleichwohl senkten die Europäer die Stahlpreise wegen günstigerer Angebote aus Drittländern, TopOnlineTips, 26.06.09) und insbesondere niedrigerer Lohnkosten. CHECK konnte eine relativ detaillierte Baukostenplanung einsehen und nachvollziehen. Die Baukosten werden mit RMB 631,5 Mio. kalkuliert, ca. EUR 75 Mio. Zusammen mit externen, chinaerfahrenen Entwicklern wurden die Preise realistisch angesetzt und enthalten ausreichende Risikopuffer. Es entfallen knapp RMB 374 auf reine Baukosten, RMB 124,6 Mio. Infrastruktur, RMB 62 Mio. für umwelttechnologische Upgrades (+RMB 25/qm), RMB 46 Mio. für Gebäuden, RMB ca. 10 Mio. für Bauüberwachung und Erschließung, sowie RMB ca. 4,2 Mio. für Management-Incentives. In Shenyang werden etwa ¼ der im Westen marktüblichen Vergütungen für vergleichbare Bauleistungen gezahlt. Weitere **Kostenersparungen:** Zwischenzeitlich sanken die Stahlpreise um ca. 20-30% (Shenyang: Stahl pro Tonne RMB/T 4.600, Stand: 06.08.2009). Entscheidender Vorteil gegenüber Dachinvestitionen über vorgeschaltete Developer (siehe Wettbewerbsfonds) ist, dass Investoren von der Wertschöpfung des Developers direkt partizipieren. Interessant insbesondere,

CHECK - CHART

wenn der Projektertrag die erwartete Marge von 30 % übersteigt und der Investor proportional mitverdient (Investor 2/3, 1/3 ESI-Management). Entscheidend ist auch, dass die china-erfahrenen Developer aus Deutschland an der **Bestellung und Kontrolle der Gewerke als GU direkt beteiligt** sind, so dass Insidergeschäfte oder Kick Backs auffliegen würden, wie uns die Manager ausdrücklich versichert haben. Einer internen Baukostenkalkulation zufolge kommt der GU mit EUR 267/qm aus. Durchaus üblich, wenn laut Shenyanger Immobilienforschungsinstitut die Baukosten 35 % des Wohnungspreises nicht überschreiten sollen.

Vermarktung/Exit

Vergleichsobjekte in Shenyang erzielen RMB 3.400-7.600/qm, je nach Lage und Ausstattung. Die aktuellen Preise liegen im Durchschnitt bei vergleichbarer Bauqualität über den für European Garden durchschnittlich kalkulierten RMB 6.286/qm. European Garden kann mit guter und umweltgerechter Bauqualität und attraktivem Standort punkten und liegt beim kalkulierten Preis konservativ in dem Vergleichsmarkt. **Projektentwicklungsgewinn** knapp 81 % bezogen auf die Einlage von RMB 200 Mio., ca. EUR 19,2 Mio. Prämissen: nach Verkauf der Gewerbe- und Wohnflächen und Stellplätze und nach Steuern (Objektgesellschaft, Körperschaftssteuer). Die Wertzuwachssteuer kann entfallen, wenn der Bebauungsfaktor das 2,5fache zur Grundstücksfläche nicht unterschreitet. Denn dann erfolgt die Qualifizierung als "begünstigte Wohneinheiten": Für die Stellplätze wurden ca. 15.000 EUR/qm kalkuliert. Einem lokalen Zeitungsbericht zufolge liegen die Stellplatzpreise bei 10 besichtigten Bauprojekten zwischen 75.000 und 130.000 RMB bzw. EUR 7.775 und 13.470 EUR. Hintergrund ist der in China mit 13,7 % p.a. wachsende Motorisierungsgrad. Zwischen Januar und Juni 2009 wurden im Vorjahresvergleich 13,73% mehr Motorfahrzeuge zugelassen. Hinzu kommt, dass die Zahl der European-Garden-Wohnungen die Stellplätze übersteigt. Sollte die Differenz zwischen Kosten und Verkauf auf durchschnittlich ca. EUR 100 steigen, würde der durchschnittliche Nettoertrag um ca. EUR 6 Mio. höher ausfallen. CHECK rechnet mit einem außerordentlichen Ertragspotenzial. Die Grundstückspreisentwicklung vergleichbarer Flächen weist in den letzten 5 Jahren eine Steigerungsrate von durchschnittlich 5 % p.a. auf. 2008 wurden 5,77 % Steigerung erreicht. Mit hoher Wahrscheinlichkeit wird zum Verkaufszeitpunkt ein höherer Exitpreis von ca. RMB 6.500-7.000 erzielt werden können. Erfahrungsgemäß – das bestätigen Vergleichsprojekte anderer Developer – darf eine weitgehende Vermarktung der Wohnungen in wenigen Monaten erwartet werden, wenn dem Baufortschritt keine besonderen Hindernisse entgegenstehen. Etwa 9 Monate nach Baubeginn beginnt der Verkauf, wenn die dafür erforderliche Verkaufslizenz der Stadt für dieses Projekt vorliegt (25 % der Gebäude fertig, 75 % des Bauvolumens investiert).

Lokaler Immobilienmarkt

In Shenyang verzeichnen die Verkaufspreise von neuen Wohngebäuden von Juni auf Juli 2009 – trotz Finanzkrise und Exportrückgang Chinas – einen nur leichten Rückgang von 0,1% ("Operation of the National Real Estate Market from January to July", National Bureau of Statistics of China, 11.08.2009). Laut CB Richard Ellis "People's Republic of China, 2. Quartal 2009", sind die Preise im Luxus-Wohnsegment im 2. Quartal 2009 gegenüber dem 1. Quartal in Shenyang um durchschnittlich 0,2% gestiegen und liegen nunmehr bei 6.382 RMB/qm (662 EUR/qm, Kurs: 0,382, 19.08.2009). Kalkulierter Verkaufspreis: 650 EUR/qm. Die Verkaufspreise von 7 Wettbewerbsprojekten in der Umgebung variieren überwiegend zwischen 5.000 und 8.000 RMB/qm bzw. 520 und 830 EUR/qm. Das niedrigste Angebot liegt bei 4.300 RMB/qm bzw. 450 EUR/qm (Jindi International Park), das höchste bei 10.000 RMB/qm bzw. 1040/qm (Jindi Laurel Bay).

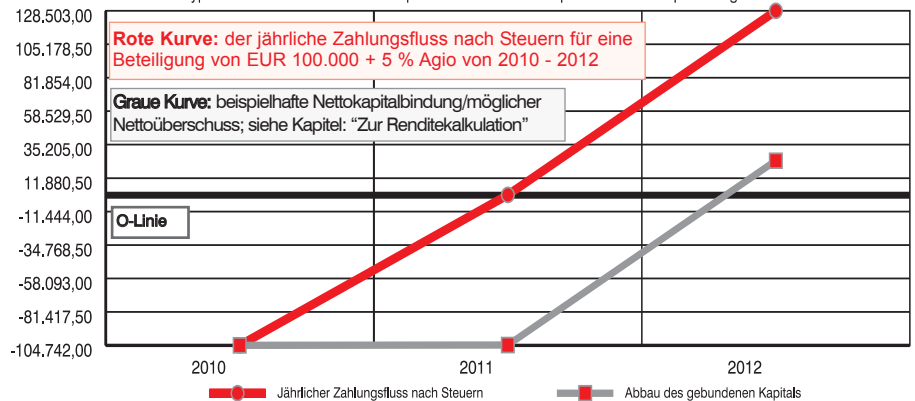
Immobilienmarkt China

Das ansteigende Pro-Kopf-Einkommen (2007 nominal: USD 2.034), die wachsende Mittelschicht (derzeit 250 Mio., Prognose 2025: 500 Mio.), sowie die zunehmende Urbanisierung (derzeit: 30% der Bevölkerung in Städten, Prognose 2025: 50%) lässt die Nachfrage nach Immobilieneigentum, insbesondere im oberen Qualitätsbereich, steigen. In der ersten Hälfte des Jahres 2009 wurden insgesamt 1.772 Mrd. RMB (181 Mrd. EUR) in die Immobilienprojekte investiert (+11,6% gegenüber Vorjahr) und 2.507 Mio. sqft (+12,5% gegenüber Vorjahr) Nutzfläche neu geschaffen. Davon entfielen 254 Mio. sqft auf Wohngebäude, das entspricht einem Zuwachs von 26,6%. Die Analyse von rd. 70 mittelgroßen Städten zeigt, dass die Verkaufspreise bei neuen Wohngebäuden im Jahresvergleich in 43 Städten bis zu 6,4 % gestiegen, bei 26 Städten bis zu 5,5% gesunken sind. Der Vergleich zwischen den Monaten Juli 08 und Juni 09 belegt, dass die Preise mittlerweile wieder steigen: Zuwachs bis zu 3,5% in 63 Städten, Rückgang bis zu 0,4 % in 3 Städten.

Ein- und Auszahlungsschaubild

Einzahlungen und Ausschüttungen im Prognosezeitraum

idealtypische Zahlen nach CHECK-Beispiel - Y - Skala nach optischen Gesichtspunkten gestaffelt



Kontrollierter Immobilienmarkt in China

Statt Eigentum werden übertragbare, eigentumsähnliche Landnutzungsrechte gewährt, die nach 70 Jahren automatisch verlängert werden können und - vergleichbar mit dem deutschen Grundbuch - in ein Register eingetragen werden. Projektentwickler bedürfen einer Geschäftslizenz, die u. a. den Nachweis eines Stammkapitals von RMB 1 Mio. und den Nachweis qualifizierten Personals erfordert. Die lokalen Regierungen Chinas erzielen durch die Vergabe von Landnutzungsrechten hohe Einnahmen und sind am Erhalt eines gesunden Immobilienmarktes interessiert. Daher prüfen die örtlichen Behörden die Planungsunterlagen, bestehen auf der Einhaltung von Bauvorschriften, fordern schriftliche Kaufverträge an, die vorgeschriebenen Standards entsprechen müssen und erwarten den Nachweis, dass 30% der gesamten Investitionssumme als EK zur Verfügung steht. Nach Fertigstellung des Projektes ist eine behördliche Abnahme und eine Lizenz für den Verkauf erforderlich. Das chinesische Baurecht sieht ferner vor, dass 5% des Verkaufspreises für mögliche Regressforderungen durch den Staat zurückbehalten werden müssen (z. B. für Nachbesserungen). Wohnungskäufer müssen 20% der Kaufsumme als Anzahlung leisten, zudem Nachweise über Einkommen, Besitz und ggf. Gewerbeerlaubnis führen.

Konjunktur in China

Geringe Staatsverschuldung von USD 2000 Mrd. und Devisenreserven von über USD 2000 Mrd., der Anstieg des durchschnittlichen Brutto-Pro-Kopf-Einkommens in den Städten um 12,9% (Nationales Statistikkamt, 1. Halbjahr 2009). Die gesetzte Zielmarke von 8% Wirtschaftswachstum wurde im Frühjahr nur knapp verfehlt (2008: + 9%). Durch milliardenschwere Konjunkturprogramme (ca. EUR 416 Mrd.) ist es der Volksrepublik gelungen den Exporteinbruch (2008: - 2,8%) durch eine Stärkung des Binnenmarktes aufzufangen ("China startet durch", manager-magazin 28.07.2009). Konjunkturprogramme von über USD 750 Mrd. sorgten für eine Kreditausweitung (Darlehen + 200%, Deutsche Bank Research, 28.07.2009, 1. Halbjahr 2009). Von 2000 bis 2008 nahm die Darlehensausgabe auf RMB 7,4 Bill. zu ("Chinas Großbanken profitieren von Kreditboom", HB, 23.08.2009). Nach Industrie, Dienstleistungen und Haushalt nimmt der Immobiliensektor mit etwa 12% (2007) den vierten Rang im Gesamtkreditvolumen ein. Umsatzplus der Baubranche in den ersten 4 Monaten 2009: + 35,4%, die Investitionen in Immobilien von Januar bis Mai um 6,8% ("In China beschleunigt sich Wachstum im Bau- und Immobiliensektor", godmode-trader 10.06.2009). Weitere **Fördermaßnahmen für Wohnungskäufer**: 1. Steuerensenkung für private Wohnungskäufer/-verkäufer, 2. Subventionen für private Wohnungserwerber, 3. Reform der staatlichen Genehmigungsverfahren, 4. verbesserte Vermarktung, 5. teilweise Aufhebung der Grunderwerbssteuer, 6. Kürzung behördlicher/staatlicher Gebühren, 7. verbesserte städtische Einrichtungen.

Zur Investition und Finanzierung

Der Fonds soll durch EUR 30,136 Mio. (Gesamtinvestition), EUR 28,7 Mio. Eigenkapital, gesamt EUR 23,821 Mio. zu der Hongkong-Zweckgesellschaft besteuern, 83 % des EKs (exkl. Agio). Fremdmittel sind weder für die Zwischen- noch für die Endfinanzierung vorgesehen. Gleichwohl liegt laut Initiatorin eine unverbindliche Finanzierungszusage der Pudong-Bank vor, die das Projekt finanziert, wenn die entsprechenden Unterla-

gen vorliegen (Grundstück, Baugenehmigung), die auch gemäß JV-Vertrag für den Mittelabfluss des Fondskapitals vorliegen müssen. Ein Teil der Investition, ca. 20 %, soll aus den Erstverkäufen der Wohnungen getragen werden, so dass eine Fremdfinanzierung mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht erforderlich ist. Fondskosten: EUR 57.400 für die Gründung, EUR 3.587 Mio., 12,5% des EK exkl. Agio für Vertrieb und Vertriebskoordination, EUR 2.296 Mio. für Konzeption, Beteiligungsvermittlung, Marketing, Treuhänder, Fondsverwaltung, Komplementärvergütung- und Geschäftsführer, Rechts- und Steuerberatung, IDW-Gutachten. Liquiditätsreserve: EUR 374.100. **Fazit Kostenstruktur**: Den Fondskosten stehen überdurchschnittliche Entwicklungs- Due Diligence und operative Managementleistungen gegenüber.

Gewinnverteilung: Die Komplementärin erhält für die Übernahme der Geschäftsführung (einmalig 0,95% des KG-Kapitals, jährlich 0,2% des KG-Kapitals jeweils inkl. Umsatzsteuer) und für die Übernahme der Haftung (einmalig 0,5% des KG-Kapitals, jährlich 0,02% des KG-Kapitals jeweils inkl. Umsatzsteuer) einen Gewinnvorab, der darüber hinausgehende Gewinn geht - bezogen auf das gebundene Kapital - mit einer Hurdle von 10% p.a. vorab an die Anleger. Eine faire Prämie für die Risikobereitschaft des Investors. Der dann verbleibende Restgewinn wird im Verhältnis 2/3 dem Anleger und 1/3 der Komplementärin zugewiesen. **Währungschance/risiko**: Der RMB bewegt sich zwischen etwa 0,1452 und 0,1468. Eine Abwertung des RMB wird die chinesische Regierung im Hinblick auf einen möglichen Handelskrieg mit den USA nicht riskieren und bindet den RMB an einen Währungskorb mit dem USD als Leitwährung. Die Kaufkraftparität enthält erheblichen Druck für eine Aufwertung des RMB, so dass beim Exit eher mit einem Währungsgewinn als einem Verlust gerechnet werden kann.

CHECK-Risikowertung: 1,45

Renditekalkulation

Eine mögliche IRR-Nachsteuerrendite von ca. 16 % p.a. (inkl. Agio) ergibt sich bei: Einlage USD 100.000 ohne Agio. Ausschüttungen zum Laufzeitende 2012, kumuliert 141,2 %. **CHECK-Szenario: Prämissen**: Gewinnausschüttung von kumuliert ca. 150 %, da sowohl bei den Baukosten als auch bei den Verkaufsansätzen deutliche Reserven erkennbar sind, die zur Auszahlung kommen dürften. Wechselkurs gleichbleibend, Es wird jedoch eine längere Laufzeit von 2,5 Jahren gegenüber Prognose angenommen (statt 2 Jahre), da es opportun sein kann, höhere Preise bei weitgehendem Baufortschritt zu erzielen. IRR-Nachsteuerrendite 13,6 % p.a.

CHECK-Renditewertung: 1,64

WICHTIGER HINWEIS ZUR VERWENDUNG

DER IRR ALS CHECK-RENTABILITÄTSMABSTAB:

Da der interne Zinsfuß gleiche Zahlungsströme zu verschiedenen Zeitpunkten unterschiedlich gewichtet, sind Kapitalanlagen mit jeweils verschiedenen Ein- und Auszahlungszeitpunkten grundsätzlich nicht miteinander vergleichbar. Ausführliche Besprechung von Nutzen und Grenzen der IRR, siehe: www.check-analyse.de/ / CHECK-IRR.

Resümee

Professionell aufbereitetes Projektentwicklungsinvestment mit einzigartigen - direkt in das Operating eingebundenen deutsch/chinesischen Partnern. Exzellente Partnerreputation in einem dynamisch wachsenden Immobilienmarkt an begehrt Standort der größten Industriemetropole Chinas. Hohes Renditepotenzial mit überdurchschnittlich kurzfristiger Anlageperspektive. **CHECK-Gesamtwertung: 1,54**

Kontakt zu dem Anbieter:

ESI Euro Sino Invest GmbH, Henkestr. 10, 91054 Erlangen, Tel: 091 31 48009 1506, Fax: 091 31 48009 1500, <http://www.eurosinoinvest.com>