

# Unkorrelierte Renditen

**Immer mehr Investoren steigen in die Flugzeugfinanzierung ein. Der Vorteil: Die Korrelation zu anderen Kapitalanlagen ist – zumindest bisher – tatsächlich sehr gering. Die Rückschläge durch die Rezessionen 2001 und 2008 fielen im Vergleich zu Aktienindizes sehr moderat aus.**

Auf der Suche nach alternative Investments, die auch heute noch akzeptable Renditen bieten und dazu „echte“ Diversifikation bieten, bewegen sich immer mehr Anleger in Regionen, die sie früher als zu exotisch abgelehnt hätten. Aber welche Assetklassen bieten sichere, stabile jährliche Erträge? Sachwertanlagen können einem Investmentportfolio einen Kick geben, beschränken sich in der Praxis jedoch auf den Erwerb von Immobilien oder Immobilienbeteiligungen. Die Flucht in sicheres Realvermögen auf dem transparenten deutschen und europäischen Markt hat einen enormen Druck auf die Immobilienrenditen aufgebaut. Bei 1A-Wohnimmobilien haben sich die Erträge nach Abzug aller Kosten der Inflationshöhe genähert. Core-Immobilien im gewerblichen Sektor versprechen zwar etwas höhere Renditen – allerdings mit höheren Risiken als auf dem Wohnungsmarkt.

Aus diesem Grund sind mittlerweile innerhalb des Sachwertspektrums Alternativen zur Immobilie gefragt. Und die gibt es für Investoren mit einem breiteren Themenhorizont. In der globalisierten Welt spielt die Transportwirtschaft eine zentrale Rolle und daran dürfte sich auch nichts ändern. Schiffe, Eisenbahnen, Straßenfahrzeuge und Flugzeuge sind selbstverständliche Fortbewegungsmittel. Als Investitionsobjekt sind sie im deutschsprachigen Raum mit Ausnahme der Schiffe allerdings noch nicht so weit verbreitet. Dabei bietet die Flugzeugfinanzierung durchaus interessante Perspektiven. Die Rahmenbedingungen der Märkte sind jedenfalls gut.

Der Flugzeughersteller Boeing prognostiziert bis zum Jahr 2032 jährlich fünf Prozent mehr Flugverkehr. Daraus abgeleitet

sieht der US-Konzern einen Bedarf von 35.280 neuen Flugzeugen mit einem Investitionsvolumen von 4,8 Billionen Dollar. Zwei Fünftel der neuen Maschinen ersetzen altes Fluggerät, so Boeing, während der Rest die Weltflotte mehr als verdoppelt. Die größte Herausforderung ist die Finanzierung der Flieger. Das Umfeld hat sich in den vergangenen fünf Jahren stark verändert. Viele Banken stehen unter Druck, befinden

Auch für die wachsende Zahl der Leasingfirmen gilt laut der Londoner Beratungsgesellschaft Ascend: „Das Anzapfen neuer, nicht erschlossener Kapitalquellen wird ein Schlüsselfaktor für den Erfolg im Flugzeugleasing sein.“ Doric-Managerin Pähler sieht das ähnlich und spricht von einem „zunehmenden Wettbewerb in der Finanzierung, den alle Marktteilnehmer und auch die Banken zu spüren bekommen“.

»Es gibt einen zunehmenden Wettbewerb in der Finanzierung, den alle Marktteilnehmer und auch die Banken zu spüren bekommen.«

Sibylle Pähler, Doric

## Finanzierungsalternative

Die Leasinggesellschaften haben in den vergangenen 30 Jahren an Bedeutung gewonnen. Sie sind einerseits wichtige Auftraggeber für die Flugzeughersteller. 2013 haben beispielsweise CIT, Air Lease und ILFC große Bestellungen bei Airbus abgesetzt. Andererseits sind die Leasingfirmen wichtige Geschäftspartner für Fluglinien. Denn der Anteil der geleasten Maschinen an der Weltflotte liegt mittlerweile bei um die 40 Prozent. Die Leasinggesellschaft Avolon rechnet damit, dass in zehn Jahren jedes zweite Flugzeug von einer Leasingfirma finanziert wird. Ascend betonte in einer 2013 veröffentlichten Performancestudie nicht nur die enormen Wachstumspotenziale, sondern auch die Attraktivität des Geschäfts. Der Ascend Aircraft Investment Index zeigt, dass von 1991 bis 2013 die durchschnittliche Rendite 6,2 Prozent (bei 5,7 Prozent Standardabweichung) beträgt, wobei der Zeitraum 1991 bis 2000 besser

sich in der Restrukturierung und richten ihren Fokus auf wenige Kernbereiche.

„Eine Kreditlemme sehe ich aber nicht“, entgegnet Sibylle Pähler, Managing Director bei Doric. Sie bestätigt insbesondere, was die Beratungsgesellschaft PwC Anfang des Jahres in ihrem Report „Aviation Finance – Fasten your Seatbelts“ beschrieben hat: Immer mehr Investoren steigen in die Flugzeugfinanzierung ein. Die Staatsfonds von China, Singapur und den Vereinigten Arabischen Emiraten seien ebenso aktiv geworden wie Private-Equity-Firmen, die sich bei Finanzierungen in Leasinggesellschaften engagieren.

Der Finanzierungsbedarf wird für 2013 auf 100 Milliarden Dollar geschätzt, ein Rekord nach dem ebenfalls starken Jahr 2012 mit umgesetzten 85 Milliarden Dollar. Innerhalb der nächsten fünf Jahre soll das Investitionsvolumen 600 Milliarden Dollar betragen. Für die Luftfahrtindustrie, allen voran die Hersteller, die Airlines, die Banken und Investoren, stellen die Finanzierungsbeträge eine Herausforderung dar.

und weniger volatil verlief.

Noch wichtiger: Rückschläge durch die Rezessionen 2001 und 2008 fielen im Vergleich zu Aktienindizes sehr moderat aus. Die Korrelation zu anderen Kapitalanlagen ist sehr gering. Das langfristig stabile Wachstum wird durch Wirtschaftskrisen nur relativ moderat gestoppt und in kurzer Zeit wieder ausgeglichen. Eine Risklab-Studie im Jahr 2010 bescheinigte Flugzeugleasingportfolios ebenfalls einen niedrigen Risikokoeffizienten. „Die unkorrelierten Cashflows ermöglichen bei einem niedrigen Leverage eine angemessene Rendite über dem Anleihezins und nahe beim Aktienmarkt, und das mit deutlich weniger Volatilität“, fasst KGAL-Geschäftsführer Florian Martin mit Bezug zur Gegenwart zusammen.

## Vorsichtiges Andocken

Das zunehmende Investoreninteresse an der Luftfahrt kommt also zur rechten Zeit. Zwar sind die Anleger noch scheu, weil sie die Risiken nur schwer einschätzen können. Aber der mögliche stabile Cashflow und die Aussicht auf Inflationsschutz sind so verlockend, dass Flugzeuginvestments langsam auch in Deutschland reüssieren. „Wir beobachten, dass vor allem Pensionskassen weltweit sehr großes Interesse zeigen und dass Banken immer häufiger institutionelle Investoren für Flugzeugfinanzierungen ins Boot holen“, berichtet Pähler. KGAL-Geschäftsführer Martin beobachtet, dass zunehmend auch Banken und Sparkassen Flugzeuge in ihr Depot A befördern wollen.

Vor ihrem Engagement müssen Investoren grundsätzliche Überlegungen anstellen. Welches Risiko wollen sie eingehen? „Für unsere Mandanten ist wichtig, dass ihr Investment mit dem Sachwert besichert ist und dass langfristige Verträge mit bonitätsstarken Partnern abgeschlossen sind“, erklärt Martin Drathen, Geschäftsleiter beim Family Office WSH in Düsseldorf. Die Höhe der zu erwartenden Renditen hängt auch davon ab, ob der Anleger auf der Eigenkapital- oder auf der Fremdkapitalseite einsteigt. Beides ist möglich und hat unterschiedliche Chancen-Risiko-Profile. Und schließlich ist noch zu prüfen, ob das Investmentvehikel die rechtlichen und steuerlichen Anforderungen erfüllt. Banken, Ver-

Boeing prognostiziert bis zum Jahr 2032 jährlich fünf Prozent mehr Flugverkehr. Daraus leitet der US-Konzern einen Bedarf von 35.280 neuen Flugzeugen mit einem kalkulatorischen Investitionsvolumen von 4,8 Billionen Dollar ab.

sicherungen und Pensionskassen haben schon aus deren Eigenregulierung Ansprüche und Anforderungen, Vorlieben und Abneigungen.

„Unsicherheiten auf der regulatorischen Seite – im Spannungsfeld von Basel II und III, Solvency II und AIFM – machen die Entscheidungsprozesse schwierig“, meint Dr. Michael Schwalba, Geschäftsführer der Caplantic Alternative Assets GmbH. Es sei im Moment häufig noch nicht ganz klar, welche Anlageformate rechtlich zu welchen Investoren passen. Vor diesem Hintergrund sieht Schwalba in Europa „derzeit ein eher grundsätzliches und bislang wenig ausdifferenziertes Interesse“ an Flugzeuginvestments.

Versicherungen müssen prüfen, ob eine Beteiligung an einem Flugzeugfonds – das in Deutschland am weitesten verbreitete Vehikel – nach der Anlageverordnung erlaubt ist. Der vermögensverwaltende KG-Fonds von KGAL legt die Überprüfung der „voraussichtlichen Qualifizierung der Kommanditbeteiligung nach § 2 Abs. 1 Nr. 13 Anlageverordnung“ in die Investorenhande. Ein Problem sieht der Anbieter aber nicht, schließlich hat er Erfahrung mit institutionellen Fonds im Immobilien- und Energie-

sektor. „KG-Fonds lassen sich stabil managen und bilanzieren“, so Martin.

Trotzdem dürften viele Investoren noch am Anfang ihrer Überlegungen stehen. „Wir beschäftigen uns mit Flugzeugen, haben aber noch kein Investment getätigt. Daher haben wir auch noch keine Erfahrung“, berichtet der DEVK-Vorstand Bernd Zens. Die Versicherung steuere das Thema an, um ihre Kapitalanlagen mit Sachwerten zu diversifizieren. Es müsse sich aber nicht zwingend um ein Eigenkapital- oder ein deutsches Investment handeln.

Das Family Office WSH hat auch mit Fonds in der Form der deutschen Kommanditgesellschaft gute Erfahrungen gemacht. „Wichtig ist, dass die Fondsstruktur professionell aufgesetzt ist und man eine Möglichkeit findet, die anfängliche Kostenbelastung für den Investor möglichst gering zu halten. Darüber hinaus ergibt sich für nicht steuerbefreite Investoren die Möglichkeit, die Einnahmen aus dem Leasingvertrag mit den anfänglichen Abschreibungen auszugleichen und Ausschüttungen aus der Beteiligung so zunächst ohne nennenswerte steuerliche Belastung zu vereinnahmen“, erklärt Drathen. WSH hat auch das eine oder andere Direktinvestment begleitet, bei dem ein paar



Investoren in einem Clubdeal ein ganzes Flugzeug erworben haben. Drathen dabei aber: „Vor einigen Jahren waren solche Transaktionen mit starken Airlines attraktiver, weil das akzeptierte Verhältnis der Leasingraten zu den Kaufpreisen besser als heute war.“

## Alternativen zum Fondsvehikel

Die lange Laufzeit von Flugzeugfonds im Mantel der Kommanditgesellschaft, die nach dazu nicht sehr fungibel ist, schreckt Investoren unter Umständen aber ab. Das ist für sich genommen noch kein Grund, von Flugzeugen Abstand zu nehmen, denn alternative Anlagemöglichkeiten gibt es, beispielsweise mit Kreditverbriefungen, die kurzläufiger und handelbar sind. „Die Renditen sind aber recht mager, und der Leverage ist vergleichsweise hoch“, gibt Martin zu bedenken.

Im direkten Vergleich der Investitionsstrukturen stechen zunächst Eigenkapitalbeteiligungen hervor, weil deren prognostizierter Ertrag vergleichsweise hoch ist. Der Preis dafür ist allerdings deutlich weniger Sicherheit im Vergleich mit Fremdkapital zeichnen. „Wer ein Fremdkapitalinvestment eingeht, muss darauf achten, dass er im Rang so weit vorn steht, dass das Flugzeug seine Beteiligung sichert“, betont Drathen.

Eine Portfoliotransaktion bietet mehr Sicherheit als die Finanzierung eines einzelnen Flugzeugs. Noch weniger Risiko tragen Kredite oder sogar Wertpapiere (Anleihe und Pfandbrief), die durch Garantien einer Export- und Versicherungsagentur oder durch den Emittenten höher abgesichert sind. Sicherheit hat allerdings ihren Preis, und deshalb war der im Sommer 2012 platzierte Flugzeugpfandbrief der Nord/LB mit einem Kupon von „nur“ 1,625 Prozent ausgestattet. Und trotzdem waren die 500 Millionen Euro nach Angaben der Bank in zwei Stunden um das Doppelte überzeichnet. 95 Prozent des Volumens wurden bei Versicherungen, Sparkassen, Asset Managern, Fonds und Pensionsfonds in Deutschland platziert.

Wer Eigenkapital zur Verfügung stellt, geht mehr unternehmerisches Risiko ein. Als Miteigentümer des finanzierten Flug-

zeugs ist der Investor davon abhängig, dass die Airline die vertraglich vereinbarte Leasingrate für das Flugzeug in voller Höhe und pünktlich bezahlt, um die Verpflichtungen aus der langfristigen Fremdfinanzierung bedienen zu können. Erst wenn das erfüllt ist, kann der Investor über Ausschüttungen auf sein investiertes Eigenkapital nachdenken. Sollte das Darlehen nicht über die Laufzeit vollständig getilgt werden, muss entweder ein Verkauf die Restschuld tilgen oder eine Anschlussfinanzierung den Kredit ablösen. Das birgt erhebliche Risiken.

Der Kreditgeber sitzt dagegen in einer relativ komfortablen Position. Sein Verlustrisiko ist historisch betrachtet vergleichsweise gering. „In den vergangenen Jahren war das durchschnittliche Ausfallrisiko eines gut strukturierten Flugzeugkredites aus meiner Sicht durchaus akzeptabel“, sagt Caplantic-

Risiko strukturell größer, dafür ist aber auch die Ertragsersparnis zu Recht höher. Für den Erfolg des Investments spielten der Manager und seine Industrieexpertise aus meiner Sicht eine entscheidende Rolle.“ Fremdkapitalinvestments seien hingegen in der Regel unmittelbar besichert und durch die Struktur der Covenants besser geschützt, weshalb der Return geringer ausfalle.

Dass die Erträge dabei gar nicht so schmal sein müssen, zeigen etwa die EETC-Schuldverschreibung der britisch-deutschen Doric Gruppe. EETC steht für „Enhanced Equipment Trust Certificates“ – das sind Anleihen, die in den USA ein weit verbreitetes Finanzierungsinstrument der Fluggesellschaften sind. Die Flugzeuge werden in eigens gegründete Gesellschaften („Trusts“) eingebracht und an die Airline vermietet. Für den Investor hat diese Kon-

## » Das Verlustrisiko bei Flugzeugkrediten ist historisch betrachtet vergleichsweise gering.«

Dr. Michael Schwalba, Caplantic Alternative Assets

Geschäftsführer Schwalba. Die Flugzeuge werden mittlerweile nur noch zu 60 bis 80 Prozent ihres Marktwertes über Darlehen finanziert und haben eine durchschnittliche Lebensdauer von bis zu 25 Jahren, deshalb ist mehr oder weniger gewährleistet, dass die Kreditgeber den Darlehensbetrag in der Regel vollständig zurückerhalten.

## Eigenkapitalrenditen

Sollte die Airline die Leasingrate jedoch nicht begleichen können, muss der Eigenkapitalinvestor die Fluggesellschaft in Regress nehmen, was schwierig ist, wenn sie sich in wirtschaftlicher Not befindet. Einen Zugriff auf das Flugzeug hat der Investor nur mit Zustimmung und Absprache der Bank. Wenn hingegen der Flugzeugkredit nicht bedient wird, können die Financiers das Flugzeug arretieren. Aus Sicht des Eigenkapitalinvestors wären in diesem Fall (vorläufig) sowohl das Flugzeug als auch sein investiertes Kapital weg.

Risikomanager Schwalba fasst zusammen: „Im Eigenkapital ist naturgemäß das

strukturell den Vorteil, dass die Maschinen im Insolvenzfall nicht Teil der Insolvenzmasse sind. Außerhalb der USA sind EETC-Papiere allerdings nur selten zeichenbar. Doric legte 2012 und 2013 zwei EETC-Anleihen auf, die in der vorrangigen Class-A-Tranche einen Kupon von 5,125 beziehungsweise 5,250 Prozent hatten. Die Laufzeit beträgt jeweils rund zehn Jahre. In der nachrangigen Tranche (Class B) bot Doric 6,5 beziehungsweise 6,125 Prozent; die bessere Verzinsung spiegelt einerseits den höheren Leverage und andererseits den schlechteren Rang wider.

Fazit: In der Luftfahrtindustrie existiert ein gigantischer Finanzierungsbedarf. Die Finanzierungsbedingungen wurden infolge der Finanzkrise verschärft. Die Flieger erhalten weniger Kredit und strengere Auflagen. Institutionelle Anleger können sowohl auf der Eigenkapital- als auch auf der Fremdkapitalseite investieren. Aus Renditegesichtspunkten könnten sie sich bevorzugt für Eigenkapitalinvestments entscheiden. Eine Beteiligung im Kreditbereich kann allerdings die sicherere Bank sein. 