



Geschlossene Flugzeugfonds

Quo Vadis A380?

Mehr als 1,6 Mrd. Euro haben deutsche Anleger mit geschlossenen Fonds in den Airbus A380 investiert. In Kürze laufen die ersten Leasingverträge mit den Airlines aus. Dann wird sich entscheiden, ob der A380 ein gutes Investment war. Die Kurse der A380-Fonds an der Zweitmarktbörse machen wenig Hoffnung: Auf den Nominalwert der Fonds müssen Anleger zum Teil deutliche Abschläge hinnehmen.

Die Luftfahrtindustrie boomt. Die geflogenen Passagierkilometer wachsen stetig, die Produktion neuer Flugzeuge ist nahezu ausgelastet. Privatanlegern, die am Wachstum der Branche partizipieren möchten, steht als Option neben dem Erwerb von Aktien der Hersteller oder Airlines vor allem die Investition in geschlossene Flugzeugfonds offen.

Über viele Jahre hinweg waren Flugzeuge eine der beliebtesten Asset-Klassen im Bereich geschlossener Beteiligungen. Von 2006 bis 2016 wurden insgesamt 70 Flugzeugfonds mit einem Eigenkapitalvolumen von zusammen rund 3,2 Mrd. Euro emittiert. Das Investitionsvolumen betrug 7,6 Mrd. Euro. Insgesamt 86 Flugzeuge wurden erworben.

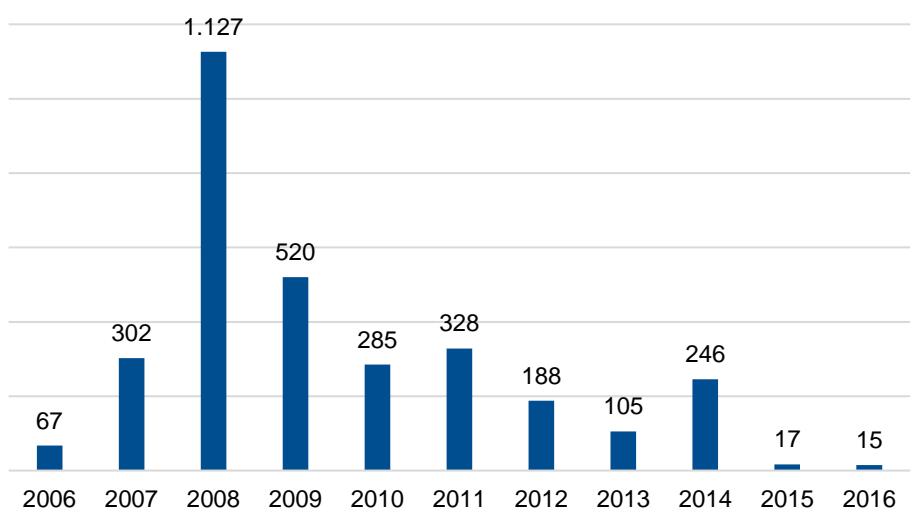
Vor allem in den Jahren 2006 bis 2010 erfreuten sich Flugzeuginvestments bei Anbietern und Anlegern großer Beliebtheit: Mehr als 70% des emittierten Eigenkapitals seit 2006 entfällt auf diese fünf Jahre. Das Rekordjahr war 2008. Mehr als eine Mrd. Euro Eigenkapital wurden 2008 emittiert (siehe Abbildung 1).

Derzeit kaum Emissionsaktivitäten bei Flugzeug-AIF

In den beiden vergangenen Jahren sind die Emissionsaktivitäten jedoch nahezu zum Erliegen gekommen. Auch das Segment Flugzeugfonds leidet unter dem allgemeinen Markteinbruch bei geschlossenen alternativen Investmentfonds (AIF).

Zwar gibt es Zeichen der Belebung bei geschlossenen AIF. Allerdings setzen Vertriebe derzeit vor allem auf risikogemischte Fondskonzepte, die in mehrere Assets investieren. Dies ist bei Flugzeugen in der Regel nur mit sehr großvolumigen Fonds zu realisieren. Große Volumen wiederum sind mit beträchtlichen Vorfinanzierungen verbunden – ein Risiko, das viele Anbieter derzeit noch scheuen.

**Abbildung 1: Emissionsgeschichte geschlossener Flugzeug-Publikumsfonds
(emittiertes Eigenkapital in Mio. EUR)**



Quelle und Darstellung: Scope Analysis

Analyst

Frank Netscher
+49 30 27891 138
f.netscher@scopeanalysis.com

Head of Alternative Investments

Sonja Knorr
+49 30 27891 144
s.knorr@scopeanalysis.com

Business Development

Wolfgang Kubatzki
+49 69 6677389 61
w.kubatzki@scopeinvestors.com

Redaktion / Presse

André Fischer
+49 30 27891 147
a.fischer@scopeanalysis.com

Weitere Veröffentlichungen

Oil Prices to Stay Low: Material Support for Aviation Credit
Juli 2017

Aviation Finance Outlook
März 2017

Ausblick 2017: Alternative Investments und AIF
Jan. 2017

Scope Analysis GmbH

Lennéstraße 5
10785 Berlin
Tel. +49 30 27891 0
Fax +49 30 27891 100
Service +49 30 27891 300
info@scopeanalysis.com
www.scopeanalysis.com

Bloomberg: SCOP

Rund 1,6 Mrd. Euro Eigenkapital flossen in A380-Fonds

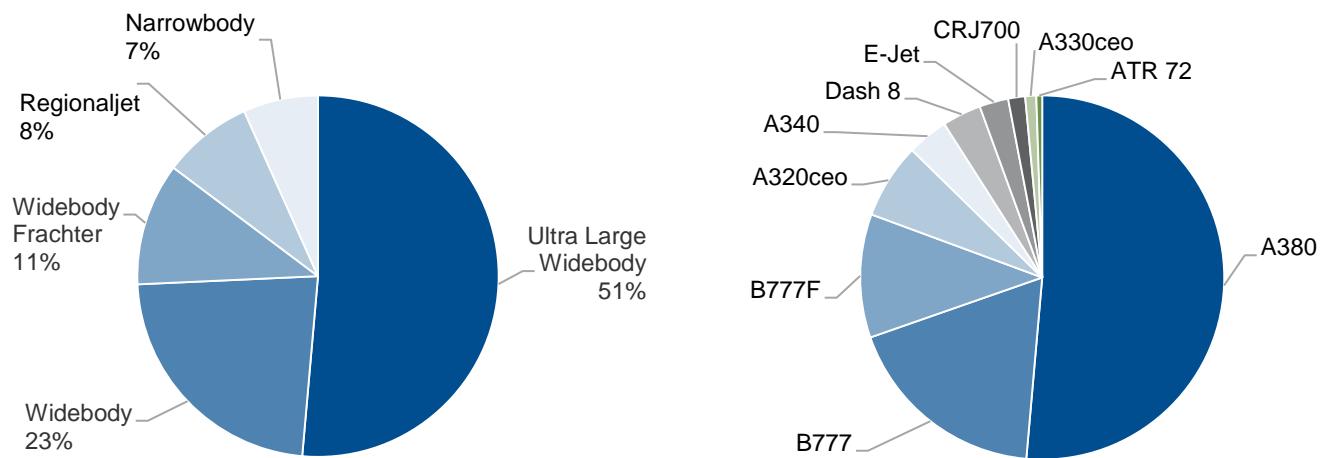
Mehr als die Hälfte des Anlegerkapitals floss in den A380

Die Emissionen seit 2006 zeigen eine Auffälligkeit: Der Airbus A380 spielt eine herausragende Rolle: Insgesamt 20 Fonds sammelten 1,6 Mrd. Euro Eigenkapital ein und finanzierten damit 21 Flugzeuge vom Typ A380.

Von dem gesamten Kapital, das Privatanleger in den vergangenen zehn Jahren in deutsche Flugzeugfonds investierten, floss somit mehr als die Hälfte in den Airbus A380 (siehe Abbildung 2). Im Vergleich zu der Rolle, die der A380 im globalen Fluggeschäft spielt, sind deutsche Anleger in diesen Flugzeugtyp überallokiert.

Die Frage ist nun, ob das größte Passagierflugzeug der Welt ein gutes Investment war und sich der Fokus auf den A380 für deutsche Anleger auszahlt. Um das Ergebnis vorwegzunehmen: Es ist noch zu früh, um diese Frage final zu beantworten. Doch gibt es eine klare Indikation.

Abbildung 2: Emittiertes Eigenkapital 2006 bis 2016 nach Flugzeuggröße und Flugzeugfamilie



Quelle und Darstellung: Scope Analysis

Stabile laufende Erträge – hohe Ausschüttungen

Die Rendite eines geschlossenen Flugzeugfonds speist sich im Wesentlichen aus zwei Quellen. Zum einen aus den laufenden Einnahmen, die die Vermietung der Flugzeuge generieren. Und zum anderen aus dem Verkauf zum Ende der Fondslaufzeit.

Sämtliche Fonds haben den A380 an große und etablierte Airlines wie Air France, Emirates und Singapore Airlines vermietet. Die Leasingverträge sind jeweils über mindestens zehn Jahre geschlossen.

Mit dieser Konstruktion sind Anleger bislang gut gefahren. Kein Leasingnehmer ist ausgefallen. Sämtliche Leasingraten wurden gezahlt. Auch für die Restlaufzeit der Leasingverträge sind unter normalen Umständen keine Ausfälle zu erwarten.

Für die Anleger der A380-Fonds bedeutet dies, dass sie über zehn Jahre vergleichsweise hohe Ausschüttungen zwischen 7% und 8,5% p.a. erhalten haben bzw. noch erhalten werden. Damit ist bereits ein Großteil des investierten Kapitals wieder an die Anleger zurückgeflossen.

Langlaufende Leasingverträge mit renommierten Airlines

Auch das zur Finanzierung verwendete Fremdkapital ist nach zehn Jahren weit überwiegend getilgt. Das Flugzeug steht nach Ablauf des Leasingvertrags also nahezu lastenfrei im Eigentum der Anleger.

Fungibilität des A380 trübt Performance-Erwartungen ein

Neben den laufenden Einnahmen ist die Verwertung des Fondsobjekts die entscheidende Performance-Komponente. Gelingt es, nach Ablauf der Leasingdauer den A380 zu einem attraktiven Preis zu veräußern, erhalten Anleger eine hohe End-Ausschüttung. (Alternativ kann auch ein attraktiver Anschluss-Leasingvertrag geschlossen werden.) Gelingt das nicht, werden die in Aussicht gestellten Renditeziele nicht erreicht und Anleger erleiden unter Umständen sogar Verluste.

Für A320 oder Boeing 737 gibt es liquide Zweitmärkte...

... für den A380 noch nicht

Die Veräußerung eines gebrauchten Flugzeugs steht und fällt mit dessen Fungibilität. Fungible Flugzeugtypen zeichnen sich vor allem durch eine breite „Operator Base“ aus – das heißt, sie werden von zahlreichen Airlines verwendet. Für die fungibelsten Modelle wie den A320 oder die Boeing 737 gibt es einen regen Markt für gebrauchte Flugzeuge. Nahezu jede Airline setzt diese Modelle ein. Entsprechend liquide ist der Sekundärmarkt.

Für den A380 gilt dies jedoch nicht. Zwar wurden von Airbus mittlerweile rund 200 Exemplare ausgeliefert. Ein Markt für gebrauchte Modelle hat sich jedoch noch nicht entwickelt, da erst jetzt die ersten Leasingverträge auslaufen. Die Frage, was ein gebrauchter A380 wert ist, wird sich also erst mit der ersten vollzogenen Transaktion beantworten lassen.

Die Fungibilität des größten Passagierflugzeugs wird noch durch einen weiteren Aspekt eingeschränkt: Es kommen nur wenige Airlines als Käufer in Frage. Denn bislang nutzen überhaupt nur 13 Airlines den A380 und verfügen über Personal zum Betrieb dieses Flugzeugtyps. Ob künftig weitere Airlines den Betrieb aufnehmen, ist noch ungewiss.

Erschwerend kommt hinzu, dass die Zukunft des A380 insgesamt ungewiss ist: Der Kundenstamm stagniert und die Produktion soll 2018 auf zwölf und 2019 auf nur noch acht Flugzeuge pro Jahr reduziert werden.

A380-Fonds mit zum Teil hohen Kursabschlägen

In der jüngsten Vergangenheit haben sich Meldungen gehäuft, dass Airlines, die den A380 betreiben, die Verlängerungsoption der Leasingverträge nicht ziehen wollen. Davon sind zahlreiche Fondsanleger unmittelbar betroffen. Die Chancen, das Fondsobjekt nach Ablauf der Grundleasingdauer zu attraktiven Konditionen weiter zu vermieten oder zu verkaufen, sinken damit.

Abbildung 3 veranschaulicht die Erwartungshaltung von Investoren und die sich eintrübenden Aussichten für den A380. In der Abbildung sind 475 öffentliche Umsätze abgetragen, die zwischen dem 27.07.2009 und dem 24.07.2017 an der Fondsbörse Deutschland vollzogen wurden. An dieser Zweitmarktbörse können Anleger Anteile an geschlossenen Fonds handeln.

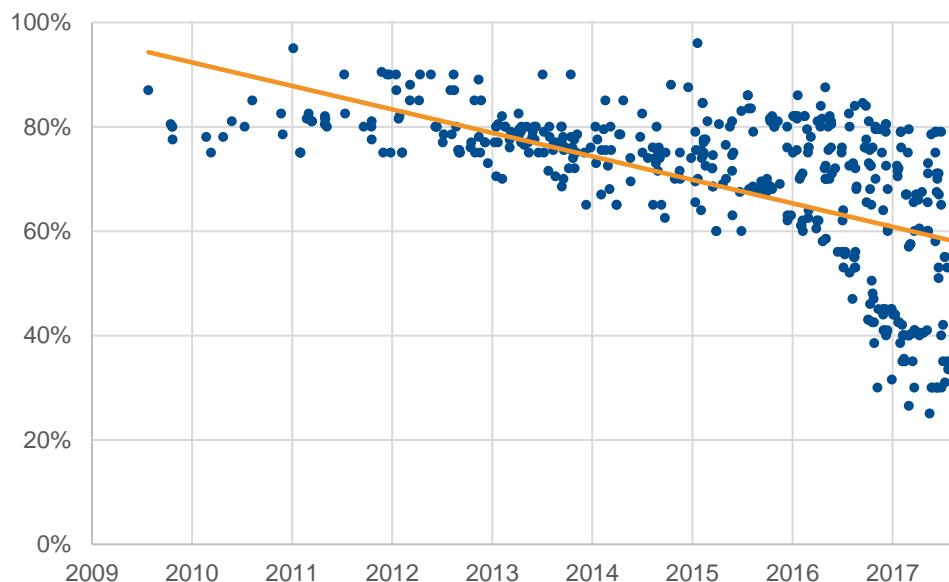
Durchschnittlicher Kurs in diesem Jahr bei rund 50%

Die orangefarbene Linie repräsentiert den Trend der durchschnittlichen Vermittlungskurse der Fonds über den zugrundeliegenden Zeitraum hinweg. Der durchschnittliche Vermittlungskurs lag in den Jahren 2009 bis 2012 noch bei rund 80% des Nominalwertes. 2016 sank er auf 66% und liegt in diesem Jahr bei bislang nur noch knapp über 50%. (Hinweis: Abschläge von bis zu 20% sind am Zweitmarkt für geschlossene Fonds auch bei prospektgemäßem Verlauf durchaus üblich.)

Auffällig ist, dass gerade jene Fonds, deren zehnjährige Grundleasingzeit sich dem Ende nähert, zum Teil äußerst hohe Abschläge auf den Nominalwert hinnehmen müssen und Vermittlungskurse von zum Teil nur 25% des Nominalwerts erreichen – der Abschlag

beträgt dementsprechend 75%. Im Klartext bedeuten diese Zahlen, dass zahlreiche Investoren die wirtschaftlichen Perspektiven des A380 nach Ablauf der üblicherweise zehnjährigen Leasingdauer als unsicher bzw. negativ einstufen.

Abbildung 3: Kurshistorie A380-Fonds



Quelle: Fondsbörse Deutschland Beteiligungsmakler AG; Darstellung: Scope Analysis.

Fazit: Rendite-Ziele verfehlt – Verluste aber unwahrscheinlich

Bislang konnte der A380 die in ihn gesetzten Erwartungen nicht erfüllen. Die Marktakzeptanz dieses Modells ist derzeit geringer als prognostiziert. Für Anleger geschlossener Fonds sind das keine guten Nachrichten. In den kommenden Monaten werden die ersten Leasingverträge der Fonds auslaufen. Dann wird sich zeigen, ob und zu welchen Konditionen Leasingverträge verlängert werden, ob Flugzeuge verkauft oder im schlimmsten Fall sogar nur als Ersatzteillager verwertet werden.

Bislang haben alle A380-Fonds die prospektgemäßen Leasingraten erhalten und hohe jährliche Ausschüttungen an ihre Anleger geleistet. Nach Ablauf der üblicherweise zehnjährigen Leasingzeit aber werden die prospektierten Ziele aller Voraussicht nach nicht erreicht. Das Konzept der A380-Fonds beinhaltete von Anfang an eine Wette auf die Marktakzeptanz dieses Flugzeugtyps. Diese Wette scheint nicht aufzugehen. Die Transaktionen an der Fondsbörse Deutschland sind hierfür ein klarer Indikator.

Dennoch: Berücksichtigt man die bisher getätigten Ausschüttungen werden Anleger auch bei unterhalb der Erwartung liegenden Verwertungserlösen für den A380 aller Voraussicht nach keine Verluste erleiden. Selbst bei einem Verkauf des Flugzeugs zu beispielsweise nur 50% des Neupreises ist eine positive Gesamtverzinsung auf das eingesetzte Kapital der Anleger sehr wahrscheinlich.

Die im Emissionsprospekt in Aussicht gestellten Renditen werden aber deutlich verfehlt. Sie würden erreicht, wenn es gelänge, die Flugzeuge für weitere fünf bis acht Jahre zu attraktiven Konditionen zu vermieten oder hohe Verkaufspreise zu erzielen. Beide Szenarien sind derzeit unwahrscheinlich.



Geschlossene Flugzeugfonds

Quo Vadis A380?

Scope Analysis GmbH

Headquarters Berlin

Lennéstraße 5
D-10785 Berlin
Phone +49 30 27891 0

info@scopeanalysis.com
www.scopeanalysis.com

Frankfurt am Main

Neue Mainzer Straße 66-68
D-60311 Frankfurt am Main
Phone +49 69 66 77 389 0

Nutzungsbedingungen / Haftungsausschluss

© 2017 Alle Rechte vorbehalten. Scope Analysis GmbH ist keine Ratingagentur im Sinne der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen in der Fassung der Änderungsverordnungen (EU) Nr. 513/2011 und (EU) Nr. 462/2013 (zusammen die „Ratingagenturen-Verordnungen“) und ist nicht als Ratingagentur im Sinne der Ratingagenturen-Verordnungen registriert. Ratings von Asset Management Companies, Investment Fonds und Zertifikate Emittenten sind kein Rating im Sinne der Ratingagenturen-Verordnungen und können daher von Kreditinstituten, Wertpapierfirmen, Versicherungsunternehmen, Rückversicherungsunternehmen, Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung, Verwaltungs- und Investmentgesellschaften, Verwaltern alternativer Investmentfonds und zentralen Gegenparteien nicht für aufsichtsrechtliche Zwecke verwendet werden. Die von der Scope Analysis GmbH verfassten Ratings sind keine Empfehlungen für den Erwerb oder die Veräußerung von Investmentvehikeln und beinhalten kein Urteil über den Wert oder die Qualität des Investmentfonds, der Zertifikate Emittenten und der Management Companies. Die Scope Analysis GmbH hat alle erforderlichen Maßnahmen getroffen, um zu gewährleisten, dass die den Ratings zugrunde liegenden Informationen von ausreichend guter Qualität sind und aus zuverlässigen Quellen stammen. Scope Analysis GmbH hat aber nicht jede in den Quellen genannte Information unabhängig überprüft. Die Scope Analysis GmbH erstellt mit der gebotenen fachlichen Sorgfalt ihr unabhängiges und objektives Rating zu einem bestimmten Stichtag, an dem das Rating erteilt wird. Daher sind künftige Ereignisse als ungewiss anzusehen. Deren Vorhersage beruht dabei auf Einschätzungen, so dass ein Rating keine Tatsachenbehauptung darstellt, sondern lediglich eine Meinungsäußerung, die sich anschließend auch wieder ändern und in einem geänderten Rating niederschlagen kann. Scope Analysis GmbH haftet folglich nicht für Schäden, die darauf beruhen, dass Entscheidungen auf ein von ihr erstelltes Rating gestützt werden. Das Rating sollte von den beteiligten Akteuren nur als ein Faktor im Rahmen der Anlageentscheidungen betrachtet werden und kann eigene Analysen und Bewertungen nicht ersetzen. Das Rating stellt somit nur eine Meinung zur Qualität dar und beurteilt unter keinem Umstand das Rendite-Risiko-Profil eines Investments und trifft auch keine Aussage dahingehend, ob die beteiligten Akteure einen Ertrag erzielen, das investierte Kapital zurückerhalten oder bestimmte Haftungsrisiken durch die Beteiligung an einem Investment eingehen. Die hierin enthaltenen Informationen und Daten sind durch Urheberrechte und andere Gesetze geschützt. Um hierin enthaltene Informationen und Daten zu reproduzieren, zu übermitteln, zu übertragen, zu verbreiten, zu übersetzen, weiterzuverkaufen oder für eine spätere Verwendung für solche Zwecke zu speichern, kontaktieren Sie bitte Scope Analysis GmbH, Lennéstraße 5, D-10785 Berlin.