

Flugzeugfinanzierung (3/6)

Wie sich Risikomodelle für Flugzeuginvestitionen mit Corona ändern

Die Frage nach dem Marktrisiko für Flugzeuginvestitionen war schon vor Corona nicht unumstritten. Jetzt verändert die Pandemie die Rahmenbedingungen der Anlageklasse "Aircraft" nachhaltig. Dr. Peter Smeets von "360 Aircraft Finance" geht in seinem Gastbeitrag der Frage nach "Quo Vadis Aviation Finance?"

Von Dr. Peter Smeets

27. April 2021, 12:30 Uhr



Adobe Stock / RomanR

- Die Pandemie hat den stabilen Wachstumstrend in der Luftfahrt jäh unterbrochen und zahlreiche Kernaussagen zur Assetklasse Aircraft widerlegt
- Investments in Flugzeuge beziehungsweise Flugzeugfonds unterfallen der Anlageklasse der alternativen Investments.
- Das Marktrisiko für alternative Investments ist hoch, die Renditechancen aber limitiert.
- Risikomodelle institutioneller Investoren werden nun zweifelsohne angepasst, die Assetklasse "Aircraft" könnte unattraktiver werden.

Quo Vadis Aviation Finance?

Die Welt der Anleger unterteilt sich nach der Definition des deutschen Kapitalanlagegesetzbuches in drei Gruppen: private, professionelle und semiprofessionelle Anleger. Private Investoren stellen insgesamt eine kleine Gruppe dar, die im Feld der Aviation Investments quasi keine Rolle spielen. Semiprofessionelle Investoren wie zum Beispiel Family Offices, Stiftungen, HNWIs und so weiter gelten als heimliche Macht, sind aber für den Bereich Aviation ebenfalls kaum relevant. Die Anzahl der im Bereich Aircraft investierten deutschen semiprofessionellen Investoren erreicht eine kaum zweistellige Zahl.

Den absolut wesentlichen Einfluss auf das deutsche Finanzierungsgeschehen im Bereich Aviation haben professionelle, institutionelle Investoren. Die maßgeblichen dabei sind Versicherungsgesellschaften, Investmentvermögen und Kapitalverwaltungsgesellschaften sowie Versorgungswerke, Pensionskassen und andere öffentliche Versorgungsanstalten.

Flugzeugleasing oder Kauf, neu oder gebraucht? Bei der Finanzierung von Flugzeugen gibt es für Fluggesellschaften zahlreiche Optionen. Mit Corona verändert sich aktuell die Nachfrage und das Angebot. In der airliners.de-Serie "Flugzeugfinanzierung im Wandel"¹ erläutern Experten die Auswirkungen. Am 11. Mai 2021 veranstalten wir um 14 Uhr ein Webinar mit den Autoren der Serie².

Über den Autor

Der Autor ist Geschäftsführer der in Frankfurt am Main und Berlin ansässigen 360 Aircraft Finance GmbH³, einer auf die Bereiche Aircraft Asset Management und Aviation Advisory Services spezialisierten Beratungsgesellschaft. Smeets besitzt die Qualifikation als Geschäftsleiter eines Kreditinstituts der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), hat Rechtswissenschaften studiert und an der Universität Konstanz promoviert. Kontakt⁴



Diese Anlegergruppe verfolgt eine strenge Vermögensaufteilung nach Assetklassen, um dadurch eine Reduzierung des Risikos bei Erhöhung der Rendite zu erreichen. Institutionelle Anleger sind bei der Vornahme von Investitionen an die Anlageverordnung (genauer die "Verordnung zur Änderung der Anlageverordnung und der Pensionsfonds-Kapitalanlagenverordnung") beziehungsweise die "Solvency II"-Richtlinie gebunden.

Die Solvabilität II ist eine auf der Rahmenrichtlinie 2009/138/EG basierende Richtlinie der Europäischen Union, mit der unter anderem risikobasierte Solvabilitätsvorschriften für die Eigenkapitalausstattung der Versicherungsunternehmen/-gruppen sowie qualitative Anforderungen an das Risikomanagement von Versicherungsunternehmen/-gruppen vorgegeben werden. Rahmenrichtlinie 2009/138/EG wurde am 25. November 2009 gültig.

Durch diese Vorschriften werden Anlagegrundsätze für die Versicherungswirtschaft und andere institutionelle Kapitalsammelstellen formuliert, die vorgeben, wie das gebundene Vermögen unter Wahrung bestimmter Quoten und Mindestkapitalanforderungen risikoadäquat investiert werden darf. Darüber hinaus werden in den Vorschriften qualitative Anforderungen an die Corporate Governance (Risk Management, Versicherungsmathematik, Compliance und Revision) sowie an das laufende Reporting zur Wahrung von Transparenz über die Finanz- und Solvenzlage des Unternehmens definiert.

Marktrisiko für Flugzeuginvestitionen

Sinn und Zweck dieses prinzipienbasierten Regelwerkes ist es, institutionelle Anleger auf eine risikoorientierte Steuerung der Anlagen durch entsprechende Eigenkapitalunterlegungspflichten bei gleichzeitiger Sicherstellung einer ständigen Überprüfbarkeit der Risikotragungsfähigkeit zu verpflichten. Auf Basis der sogenannten Marktrisikofaktoren wird mit Hilfe der sogenannten "Solvency Capital Requirement (SCR)"-Standard-Formel die Solvenzkapitalanforderung für das Investment berechnet.

Verkürzt gesprochen ergibt diese Berechnung zum Beispiel bei europäischen Staatsanleihen einen SCR-Load von Null Prozent und bei festverzinslichen Wertpapieren mit Investment Grade Ranking und einer Laufzeit von unter zehn Jahren einen SCR-Load von ein bis zehn Prozent. Investments in Flugzeuge beziehungsweise Flugzeugfonds unterfallen der Anlageklasse der alternativen Investments, wozu auch die Segmente Private Debt, Real Estate, Hedgefonds oder Rohstoffe und die Spezialitäten wie beispielsweise Flugzeug- oder Schiffsfinanzierungen sowie auch Krypto-Assets zählen. Für Anlagen in diese Assets beträgt der SCR-Load zwischen 30 und 60 Prozent.

Anders ausgedrückt wird das Marktrisiko für diese Assets als sehr hoch beurteilt, entsprechend viel Solvenzkapital muss für ein solches Investment unterlegt werden. Ein Investor, der bereit ist mit seinem Investment ein vergleichsweise hohes (und durch die erforderliche Kapitalunterlegung teures) Risiko einzugehen, erwartet einen entsprechend positiv korrelierenden Ertrag.

Die Spezial-Assetklasse, die hier betrachtet werden soll, ist Aviation, also das Investment in Flugzeuge beziehungsweise Flugzeugfonds. Das Underlying des Investments ist in der Regel ein Special Purpose Vehicle (SPV) als Leasinggeber des Flugzeugs mit einem bestehenden Leasingvertrag. Im Rahmen der Kapitalstruktur kann bei Flugzeugfinanzierungen in Eigenkapital, Mezzanine und Fremdkapital investiert werden, wobei die Bedienung jeder dieser Tranchen davon abhängt, dass die Fluggesellschaft die Leasingraten an das SPV bezahlt und die Anschlussverwertung (Verlängerung Leasingvertrag, Verkauf oder Part-out) des Flugzeugs am Ende des Leasingvertrages funktioniert (oder bei atypischem Geschehensverlauf ein neuer Leasingnehmer gefunden werden kann).

Hohe Erwartungshaltung

Im Wettbewerb mit den Konkurrenten in der Assetklasse der alternative Investments hatten Flugzeuge noch nie einen leichten Stand, wenn es darum ging, bei der Asset Allokation Gehör zu finden. Die Rendite, die ein Flugzeug erwirtschaften kann, ist durch die Höhe der Leasingraten und den Restwert des Flugzeugs am Ende der Leasingdauer limitiert. Mehr ist ausgeschlossen. Private Equity als Assetklasse kann hingegen für sich reklamieren, ein unlimitiertes Renditeversprechen abgeben zu können, denn gelingt es dem Portfoliounternehmen ein Vakzin gegen Covid-19 zu entwickeln, wird der Unternehmenswert in kaum vorstellbare Höhen steigen. Im Rahmen eines Leasingverhältnisses ist eine solche Performance undenkbar.

"Falsch", könnte man dem Private Equity Protagonisten entgegen, "der Vergleich hinkt", denn im Gegensatz zu einem Flugzeugleasing-Investment fehlt es bei einem Private Equity Investment an der laufenden Ausschüttung, hingegen besteht ein veritables (Total)Verlustrisiko. Je nach Ausgestaltung der Flugzeugfinanzierung mit einer Balloon-Zahlung am Ende erlaubt die Höhe der Leasingrate neben Zins und Tilgung nämlich auch eine Ausschüttung auf die Eigenkapitaltranche.

Weiteres Ziel der Argumentation, ein Flugzeuginvestment in Richtung der Assetklasse "Festverzinsliches Wertpapier" zu rücken, war stets auch, eine günstigere Beurteilung unter dem Aspekt des Marktrisikos zu erhalten, folglich das Investment mit geringerem Solvenzkapital unterlegen zu müssen und sich damit im Risiko-/Renditevergleich zu Private Equity besser positionieren zu können.

Der Erwartungswert eines Investors im Bereich Private Equity liegt bei mindestens 20 Prozent pro Anno und diese Zahl vermag ein auch noch so klug strukturiertes Flugzeuginvestment in keinem Segment der Kapitalstruktur zu erzielen. Wie sollte es auch, wenn die Verzinsung über den Leasingvertrag kaum zehn Prozent erreicht.

Corona und Wertentwicklung

Die Pandemie hat die Assetklasse Aircraft um viele Argumente beraubt und gleichzeitig in zahlreichen Kernaussagen widerlegt. Der über 40 Jahre kontinuierlich stabile Wachstumstrend in der Luftfahrt wurde jäh unterbrochen, der Bedarf an und damit der Wert von Flugzeugen hat sich

erheblich nach unten bewegt und ehemals scheinbar unangreifbare Geschäftsmodelle konnten nur mit massiver Staatshilfe gerettet werden.

Der Markt der Flugzeugmuster hat sich radikal in vier Gruppen unterteilt: Winner, Partially-out-of-Favor, Most-likely-out-of-Favor und Loser. Dieser Segmentierung folgte die Wertentwicklung der einzelnen Flugzeugtypen. Ebenso lässt sich die Welt der Airlines in vier Güteklassen unterteilen: Top aufgestellte und/oder systemrelevante Airlines, die die Krise zweifelsfrei überstehen und danach das Geschäft erfolgreich wiederanfahren, Airlines mit gewissem Restrukturierungsbedarf, weil das Geschäftsmodell bereits vor Covid-19 gewisse Schwächen aufgewiesen hat, Airlines, die ihre Geschäftsmodell erheblich restrukturieren müssen, um zu überleben, und zuletzt Airlines, die mit der Krise definitiv verschwinden werden.

Webinar und Fragen an die Autoren

Am **11. Mai 2021** veranstalten wir um **14 Uhr** ein Webinar mit den Autoren und Interviewpartnern der Serie. Zuschauen ist kostenlos möglich. Nutzen Sie als **airliners+** Abonnent jetzt schon die Möglichkeit, Ihre Fragen an die Experten zu stellen. Weitere Infos zum Webinar.²

Wer über sein Flugzeug bei Airlines engagiert war, die zu den letzten drei Quartilen gehört haben, der musste in den letzten Monaten den vollständigen oder teilweisen Zahlungsausfall unter dem Leasingvertrag hinnehmen. Wer zudem an einem Most-likely-of-Favor und Loser Flugzeug beteiligt war, der muss die Hoffnung begraben, dass diesem nach dem Long-Term-Storage Aufenthalt in der Wüste ein besseres Schicksal als ein bloßer Part-out beschieden sein wird. Die Performance-Ausweise vieler Flugzeuginvestments bei nicht sorgsam ausgewählten Leasingnehmern und/oder Flugzeugen fallen entsprechend aus.

Diese schmerzhaft Erfahrung wird die Anlageklasse "Flugzeug" noch längere Zeit begleiten. Das Marktrisiko in Form des exogenen Schocks Pandemie hat die Industrie mit aller Wucht getroffen, so dass die Risikomodelle institutioneller Investoren für diese Assetklasse zweifelsohne angepasst werden. Das wird sich in erhöhten Solvenzkapitalanforderungen niederschlagen, ohne dass jedoch zu erwarten ist, dass sich die Renditechancen in gleicher Weise erhöhen, sprich die Assetklasse könnte unattraktiver werden.

