

FLUGZEUG-LEASING – EIN VIELVERSPRECHENDER INVESTITIONSMARKT FÜR INSTITUTIONELLE ANLEGER

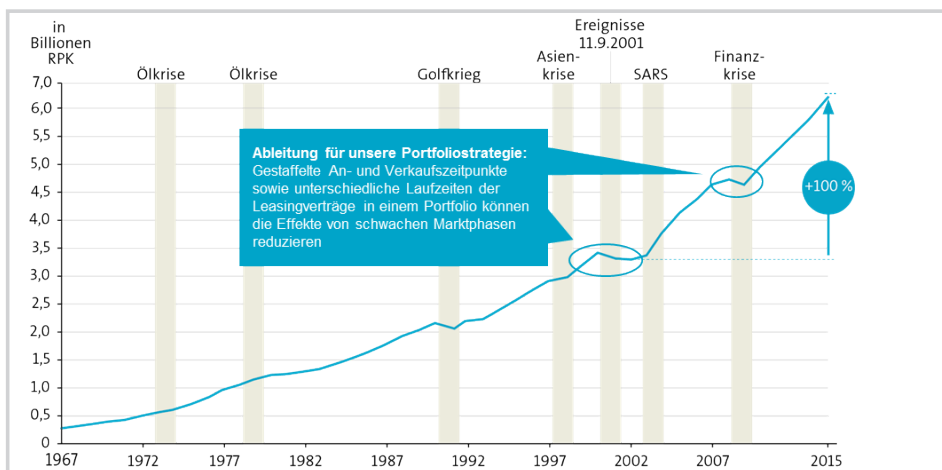
1. EINFÜHRUNG

Die Assetklasse Flugzeuge war bis vor kurzem kaum im Fokus deutscher institutioneller Investoren. Anders im angelsächsischen Raum: Dort ist die Anlage als ergänzende Portfoliobeimischung schon lange fest etabliert.

Flugzeuge sind ein langlebiges Standardgut, flexibel einsetzbar und im Angebot begrenzt. Ihre üblicherweise mittel- bis langfristige Vermietung im Rahmen von Operating-Leasing-Verträgen sorgt für planbare, stabile Cashflows. Die Realkapitalanlage Flugzeug empfiehlt sich auch für defensiv ausgerichtete Investoren. In der anhaltenden Niedrigzinsphase bietet diese Anlageklasse stabile Cashflows und bessere Renditechancen etwa im Vergleich zu Anleihen.

Zudem sorgt diese Anlageform für eine Diversifizierung im Investment-Portfolio dank der geringen Korrelation mit anderen Assetklassen. Für Versicherungen dürften mögliche Diversifizierungseffekte auch hinsichtlich Solvency II von besonderem Interesse sein.

WELTWEITER JÄHRLICHER FLUGVERKEHR IN BILLIONEN RPK (PERSONENKILOMETER)



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Airbus Global Market Forecast 2016–2035 und ICAO

Der Luftfahrtmarkt wächst seit Jahrzehnten überaus stabil. Selbst weltweite Krisen, wie der Golfkrieg, 9/11 oder die Finanzkrise wirkten sich nur relativ kurzfristig auf den weltweiten Flugverkehr aus. Operating Leases sind eine verbreitete Form des institutionellen Engagements in diesem Wachstumsmarkt. Seit seinen Anfängen zu Beginn der 70er-Jahre wächst der Flugzeug-Leasingmarkt stärker als die globale Flugzeugflotte. Flugzeugleasinggeber treffen damit seit Jahrzehnten auf eine beständig steigende Nachfrage von Seiten der internationalen Airlines.

Für den Erfolg eines Flugzeug-Leasingfonds sind der Werterhalt der Maschine und ihre Vermarktbarkeit entscheidend. Inwieweit die Anforderungen institutioneller Investoren an Ertragsstabilität, Performance und Risikosteuerung erfüllt werden, wird im Folgenden genauer untersucht.

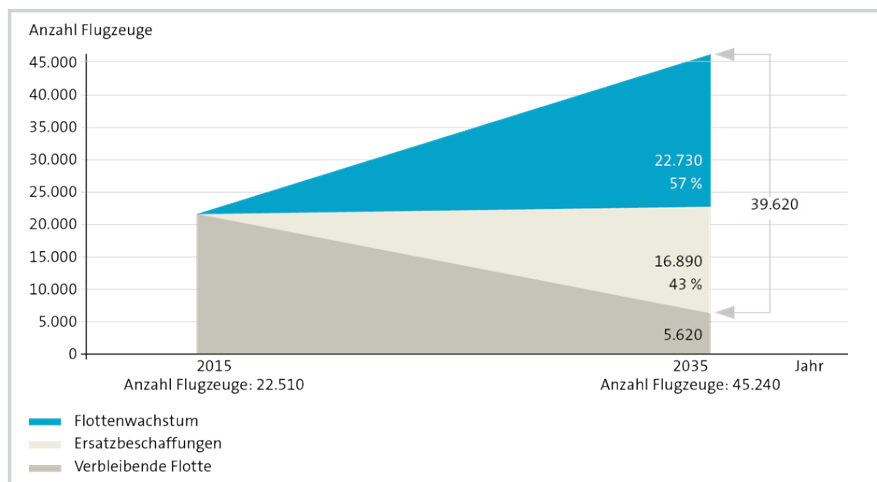
2. ENTWICKLUNG DES LUFTFAHRTMARKTES

Das kontinuierliche Wachstum des weltweiten Luftfahrtmarktes ist in verschiedenen Studien (u.a. von IATA, Airbus und Boeing) dokumentiert. Gleiches gilt für die relativ schnelle Erholung nach großen Krisen, die der Markt bislang und ohne Ausnahme gezeigt hat. Zum Ausdruck kommt darin nicht zuletzt, dass das Fliegen als Dienstleistung kaum zu substituieren ist. Auch die Korrelation zwischen der globalen wirtschaftlichen Entwicklung und dem Luftverkehr ist augenfällig.

DER LUFTFAHRTMARKT
ZEIGT SICH WACHSTUMS-
STARK UND RELATIV
KRISENROBUST

Prognosen sehen auch die zukünftige Entwicklung der internationalen Flugzeugflotte positiv. So rechnet der Dachverband der Fluggesellschaften IATA (International Air Transport Association) mit einer Verdoppelung der Welt-Flugzeugflotte bis zum Jahr 2034.

ENTWICKLUNG DER WELTWEITEN VERKEHRSFLUGZEUGFLOTTE (PROGNOSE)



Quelle: Boeing Current Market Outlook 2016–2035

Die obige Grafik zeigt den entsprechend dieser Prognose geschätzten Bedarf von rund 38.000 neuen Flugzeugen in den kommenden 20 Jahren. Die erforderlichen Investitionen belaufen sich auf USD 5,6 Billionen.

WACHSTUMSFAKTOREN DER INTERNATIONALEN LUFTFAHRT

Die Wachstumserwartungen hinsichtlich Passagier- und Frachtaufkommen basieren auf den folgenden Einflussgrößen:

- Globales Wirtschaftswachstum, insbesondere in den Schwellenländern z. B. Asiens und Lateinamerikas
- Anhaltende Urbanisierung
- Weltweit wachsende Mittelschicht (erwartetes Wachstum laut OECD von aktuell 32 Prozent auf 62 Prozent in 2032)
- Anstieg des weltweiten Handels und der Industrieproduktion
- Zunehmende Liberalisierung des Luftfahrtmarktes

Boeing erwartet, dass bis zum Jahr 2034 der Passagierflugverkehr im Schnitt jährlich um fünf Prozent zunimmt. Ein überdurchschnittlich starkes Wachstum wird dabei in den aufstrebenden Schwellenländern Asiens (+ 6,3 %), Südamerikas (+ 6,0 %), des Mittleren Ostens (+ 6,2 %) und Afrikas (+ 5,7 %) gesehen.

OLIGOPOL DER FLUGZEUGHERSTELLER

Der steigenden Nachfrage nach Flugzeugen steht eine begrenzte Anzahl an Herstellern gegenüber. Flugzeugproduktion ist Hochtechnologie: Entsprechend lang sind die Entwicklungszeiten und entsprechend hoch die Markteintrittsbarrieren für neue Hersteller. Die Wettbewerbssituation ist seit vielen Jahren gekennzeichnet durch ein Oligopol weniger führender Produzenten, bestehend aus Airbus (Europa), Boeing (USA),

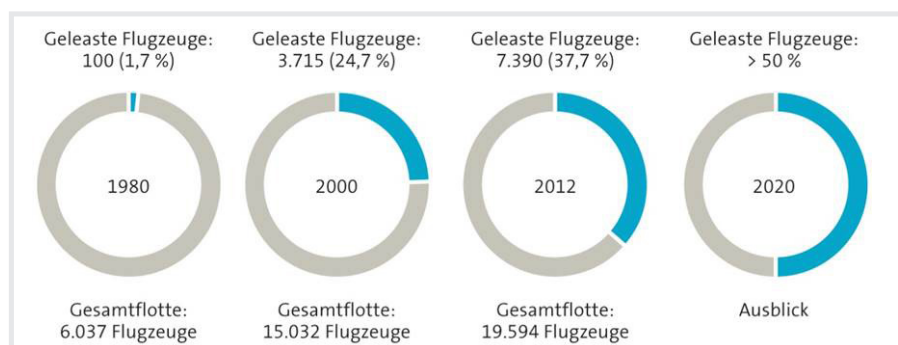
Bombardier (Kanada) und Embraer (Brasilien). Bei den Widebody- und Narrowbody-Flugzeugen reduziert sich der Kreis der führenden Anbieter gar auf das Duopol Airbus und Boeing. Entsprechend der kleinen Anzahl an Herstellern lässt sich die Produktion nur langsam ausweiten. Der Produktions- bzw. Bestellvorlauf beträgt bei Airbus und Boeing aktuell rund drei bis fünf Jahre. In den Auftragsbüchern von Airbus stehen derzeit rund 5.550 Flugzeuge. Markteinsteiger, wie Suchoi (Russland), Comac (China) und Mitsubishi (Japan), sind bislang lediglich im heimischen Markt mit relativ geringen Stückzahlen erfolgreich (wie Suchoi), oder befinden sich mit ihren Modellen noch in der Entwicklung (Comac und Mitsubishi).

Für eine Fluggesellschaft bedeutet es einen großen Schritt, sich für einen neuen Hersteller zu entscheiden. Wenn sie ein neues Flugzeug international einsetzen will, müssen zunächst die Piloten speziell auf diesem Flugzeug ausgebildet werden. Auch seine Zuverlässigkeit und weltweite Einsetzbarkeit muss gewährleistet sein, beispielsweise durch eine globale Ersatzteilversorgung etc. Entsprechend langwierig ist der Prozess, bis ein neuer Flugzeughersteller den Sprung in den internationalen Markt schafft.

BEDEUTUNG DES FLUGZEUG-LEASINGMARKTES

Der Anteil geleaster Flugzeuge an der weltweiten Flotte betrug im Jahr 1970 0,5 Prozent (17 von 3.722 Flugzeugen). In 2012 waren es bereits 37,7 Prozent (7.390 von 19.594 Flugzeugen). Ihre Anzahl ist somit stärker gewachsen als die Flugzeugflotte im selben Zeitraum.

ENTWICKLUNG DES OPERATING LEASING FÜR FLUGZEUGE



Quelle: Boeing Capital Corporation

Investitionen in Flugzeuge erfordern eine hohe Kapitalbindung. Das operative Flugzeug-Leasing stellt deshalb eine wichtige Finanzierungsalternative für Fluggesellschaften dar. Es ermöglicht den Fluggesellschaften, auf kurz- und mittelfristige Nachfrageschwankungen zu reagieren, ohne kapitalintensive Investitionen tätigen zu müssen. Indem Airlines einen Teil ihrer Flotte anmieten, verbessern sie ihre Liquidität, was sich nicht zuletzt positiv in ihrer Bilanz niederschlägt. Der Trend zum Flugzeug-Leasing hat infolge der Deregulierung und Liberalisierung des Flugverkehrs zugenommen. In der sich verschärfenden Wettbewerbssituation streben deshalb die meisten Airlines danach, ihre Flugzeugflotte möglichst liquiditätserhaltend zu finanzieren.

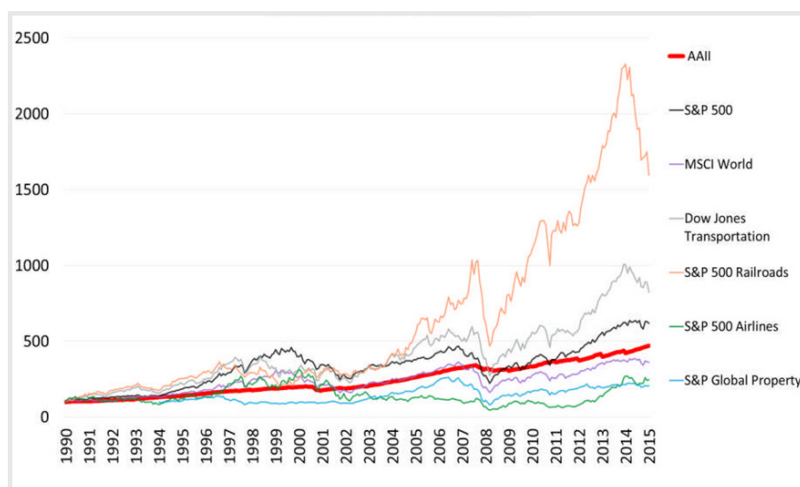
DER TREND ZUM
FLUGZEUG-LEASING
VERSTÄRKT SICH

3. SPEZIFIKA DER ASSETKLASSE

Für die Bewertung des Eigenkapitalinvestments in Flugzeuge liefert ein Performancevergleich mit anderen Eigenkapitalinvestments wichtige Aussagen. Der von Ascend, einem weltweit anerkannten Gutachter und Berater im Luftfahrtbereich entwickelte Ascend Aircraft Investment Index (AAII) ist ein spezieller Index für Flugzeug-Leasingportfolios. Er dokumentiert die Entwicklung eines fiktiven aber repräsentativen Port-

folios über die letzten zwei Jahrzehnte und stellt den Vergleich zu anderen Eigenkapitalinvestitionen her. Dabei verfolgt der AAIL-Index eine passive Portfoliostrategie, d.h. dass – bis auf Kauf und Verkauf – kein aktives Portfoliomanagement erfolgt.

DER ASCEND AIRCRAFT INVESTMENT INDEX IM VERGLEICH ZU ANDEREN INDIZES



Quelle: Ascend Advisory

Im direkten Vergleich mit den anderen Assetklassen zeigt die Indexentwicklung des AAIL einen sehr konstanten Kurvenverlauf mit stabiler Performance und geringer Volatilität. Der Return des Portfolios über den gesamten Zeitraum (1991–2012) beträgt 6,2 % ohne Leverage.

Deutlich ist die große Abweichung gegenüber dem S&P 500 Airlines Index. Sie belegt, dass das Flugzeug-Leasinggeschäft und das Airline-Geschäft nahezu entkoppelt sind. Während die Flugunternehmen hinsichtlich konjunktureller Schwankungen, wie sinkende Nachfrage, steigende Ölpreise, etc., unmittelbar ausgesetzt sind, befinden sich Lessoren in vergleichsweise guter Position und können während der Laufzeit des Leasingvertrags langfristig konstante Mieteinnahmen vereinnahmen – die fortwährende Solvenz der Airline vorausgesetzt.

WENIG KORRELATION DES FLUGZEUG-LEASINGGESCHÄFTS MIT WIRTSCHAFTLICHEN SCHWANKUNGEN

Darüber hinaus zeigt das Flugzeug-Leasing eine vergleichsweise geringe Korrelation mit anderen globalen Wirtschaftsindikatoren und -faktoren, was die Eignung der Assetklasse als Diversifikationsinstrument unterstreicht.

KORRELATION DES AAIL MIT ANDEREN INDIZES

Indextyp (alle Werte in %)	AAIL	S&P 500	MSCI World Index	S&P Global Property Index	S&P 500 Airlines Index
AAIL	100	40	45	34	13

Quelle: Ascend Advisory

BEDEUTUNG EINES AKTIVEN ASSETMANAGEMENTS

Wie bereits erwähnt, verfolgt der oben dargestellte AAI-Index eine rein passive Strategie. Ein aktives Assetmanagement kann demgegenüber vielfältige Möglichkeiten nutzen, die Performance zu stabilisieren bzw. zu optimieren. Mit Blick auf das High-tech-Produkt Flugzeug ist eine Steuerung von Chancen und Risiken des Assets durch einen erfahrenen Assetmanager unabdingbar.

FLUGZEUGINVESTMENTS UND SOLVENCY II

Mit Blick auf das Inkrafttreten von Solvency II zum 1. Januar 2016 stellt sich bei Versicherungen die Frage nach der Attraktivität von Sachwertinvestitionen (wie Flugzeuge)

unter den neuen Eigenkapitalvorschriften. Zwar lässt sich dieses Thema im Rahmen dieser Abhandlung nicht umfassend beantworten. Sicher ist jedoch, dass Anlagen, die ein Portfolio diversifizieren, den Duration-Mismatch nivellieren und die Ertragsvolatilität reduzieren, den Eigenkapitalverbrauch sogar senken können.

4. CHANCE-RISIKO-PROFIL DES FLUGZEUG-LEASINGS

Der wirtschaftliche Erfolg eines Flugzeugfonds hängt wesentlich von zwei Faktoren ab: der zuverlässigen Erbringung der Leasingraten durch die Airline sowie den Vermarktungsmöglichkeiten und letztlich dem Restwert des Flugzeugs. Einem aktiven Portfoliomanagement obliegt es, die assetspezifischen Risiken zu bewerten und zu steuern. Positiv zu Buche schlägt dabei grundsätzlich die weltweite und standortunabhängige Einsetzbarkeit des Assets.

ADÄQUATE RISIKOBEWERTUNG UND -STEUERUNG ALS BASIS FÜR WIRTSCHAFTLICHEN ERFOLG

ASSETQUALITÄT

Jeder Flugzeugtyp ist detailliert zu bewerten, u.a. hinsichtlich seiner Verbreitung, der Fungibilität und des Treibstoffverbrauchs. Diese Faktoren bestimmen die Restwertentwicklung und am Ende eines Leases auch dessen Vermarktung.

WARTUNG UND BETRIEB DES FLUGZEUGS

Die regelmäßige Wartung des Flugzeugs liegt in der Verantwortung des Leasingnehmers. Sie wird durch Standards und Regularien von Flugzeugherstellern und internationale Aufsichtsbehörden streng reglementiert und überwacht. Zwar verliert das Asset Flugzeug über seine rund 25-jährige Nutzungsdauer beständig an Wert. Doch mit regelmäßigen technischen Überholungen und dem Austausch wichtiger Bauteile gewinnt es auch wieder an „Leben“. So können am Ende der Betriebsdauer immer noch Einzelteile verwertet werden (Partout), wie z.B. Triebwerke. Der tadellose technische Zustand und ordnungsgemäße Betrieb entscheiden in Vermarktungssituationen darüber, wie viel „Potenzial“ ein Flugzeug noch hat.

RESTWERTPROGNOSE

Von zentraler Bedeutung für den Erfolg des Leasingengagements ist die solide Einschätzung des Restwerts eines Flugzeugs, also des jeweiligen Marktwerts zum Zeitpunkt einer geplanten Weiterveräußerung. Diese wird in der Regel von spezialisierten internationalen Gutachtern vorgenommen und ist letztendlich bestimmt durch die erwartete Nachfrage nach genau diesem Flugzeugtyp.

Faktoren, welche diese Nachfrage insbesondere beeinflussen sind u.a. der weltweite Verbreitungsgrad eines Flugzeugtyps, die vielfältige Einsetzbarkeit auf Strecken, welche in das Flugroutenkonzept der Airlines passen, Betriebskosten des Flugzeugtyps, das zukünftige Flugverhalten der Passagiere und auch die Strategien der Fluggesellschaften. Ein guter Wartungszustand und eine vollständig vorhandene Dokumentation sind wesentliche Voraussetzungen für eine erfolgreiche Vermarktung.

AIRLINE-BONITÄT

Der Leasingnehmer ist entscheidend für die kontinuierliche Zahlung der Leasingraten. Entsprechend ist die Kreditwürdigkeit der Airline zu prüfen und ihre Unternehmensentwicklung und Strategie auf Zukunftsfähigkeit zu analysieren. Dennoch ist ein marktgängiges Flugzeug wichtiger als die Bonität einer Airline. Bei Ausfall eines Leasingnehmers kann bei einem weit verbreiteten Flugzeugtyp im Idealfall schneller eine Anschlussvermietung erfolgen.

5. STEUERUNGSOPTIONEN EINES AKTIVEN ASSETMANAGEMENTS

Die Langlebigkeit von Flugzeugen und ihre langfristige Vermietung ggf. über verschiedene Vermietungszyklen stellen besondere Anforderungen an ein aktives Assetmanagement. Bereits die Zusammensetzung des Portfolios und die Selektion des einzelnen Flugzeugs erfolgt nach definierten Investitionskriterien, entsprechend der Marktsituation sowie der voraussichtlichen Wertstabilität und Vermarktbarkeit des Assets. Zu beurteilen sind dabei auch Aspekte wie bekannte technische Probleme, einfache Wartung, Bedienbarkeit, Treibstoffverbrauch etc. Bei gebrauchten Maschinen sind auch Wartungszustand und Dokumentationsstatus vor Kauf fachkundig zu prüfen.

VERTRAGSGESTALTUNG

Die Gestaltung der Verträge, wie Leasingvertrag, Kreditvertrag und Kaufvertrag sind wichtige Stellschrauben für die Performance des Leases und letztlich auch des gesamten Portfolios. So muss beispielsweise die fachkundige technische Beurteilung des Flugzeugs in angemessener Weise in die Vertragsverhandlungen einfließen, etwa in Form von Rückgabebedingungen oder Kompensationszahlungen. Auch das Wechselkursrisiko kann zu einem gewissen Grad durch eine vertraglich festgelegte Splittung der Mietraten in Euro und US-Dollar fallweise neutralisiert werden. Die Fremdfinanzierung erfolgt währungskongruent ebenfalls in US-Dollar (Flugzeuge sind per se ein US-Dollar-Investment).

STEUERUNG WÄHREND DER BETRIEBS-/LEASINGDAUER

Die aktive und vorausschauende Fondssteuerung erfordert eine laufende Beobachtung des Luftfahrtmarktes, u.a. hinsichtlich technischer Entwicklungen, der Flottenpolitik der Airlines sowie Nachfrageentwicklungen.

Ein weiter wichtiger Bereich ist das Monitoring des Assets selbst. Die Kontrolle der vorschriftsmäßigen Durchführung der Wartungsprogramme, regelmäßige Vor-Ort-Inspektionen sowie eine lückenlose Dokumentation aller Wartungen und Reparaturen sind notwendige Voraussetzung für die erfolgreiche Vermarktung eines Flugzeuges. Hierfür ist ein hoch spezialisiertes, technisches Knowhow erforderlich.

Zudem sollte die Bonität des Leasingnehmers regelmäßig überprüft werden, um ein vorausschauendes und frühzeitiges Handeln zu ermöglichen.

OPPORTUNITÄTSMANAGEMENT

Außerplanmäßige Entwicklungen können korrigierende Maßnahmen erforderlich machen. Beispiel Repossession (Wiederinbesitznahme des Flugzeuges). Kommt es zu gravierenden Zahlungsschwierigkeiten oder im Extremfall zu einer Insolvenz des Leasingnehmers, leitet das Assetmanagement sofortige Schritte ein, um die Maschine wieder in Besitz zu nehmen, rückzuführen und schnellstmöglich einen Anschlusslease oder Verkauf herbeizuführen. Ein weiteres Opportunitätsinstrument sind alternative Exit-Strategien, wie z.B. die vorzeitige Veräußerung eines Flugzeuges, ggf. zusammen mit dem bestehenden Leasingvertrag.

Diese Strategie kann sinnvoll sein, wenn sich günstige Marktsituationen für einen vorzeitigen Verkauf ergeben oder zum vertragsgemäßen Verkaufszeitpunkt eine Übersättigung des Marktes für bestimmte Flugzeugtypen abzusehen ist. Gerade wenn schnell gehandelt und eine alternative Lösung gefunden werden muss, sind die profunde technische Expertise und eine globale Vernetzung mit sicherem Marktzugang des Assetmanagers von ausschlaggebender Bedeutung.

UNABDINGBAR:
LAUFENDE MARKT-
BEOBACHTUNG UND
REGELMÄSSIGES
ASSET-MONITORING

6. SCHLUSSFOLGERUNGEN

Sachwerte, wie Immobilien, Aktien oder Rohstoffe, sind bewährte Beimischungsprodukte im Portfolio institutioneller Investoren. Im aktuellen, von Niedrig- bis Negativzinsen geprägten Investitionsumfeld rückt zunehmend die Assetklasse Flugzeuge in den Blick. Sie ist nicht neu, aber in Deutschland noch relativ unbekannt.

Bei näherer Betrachtung zeigt sich, dass das Flugzeug-Leasing mit seinen stabilen Renditen und einem Asset, das einschätzbar, flexibel einsetzbar, langlebig und fungibel ist, ein attraktives Investitionsziel für institutionelle Investoren darstellen kann. Umso mehr, als sich das Flugzeugleasing-Geschäft hinsichtlich der Performance als gering volatil und relativ unabhängig von allgemeinen Faktoren der weltwirtschaftlichen Entwicklung zeigt. Das aktive Management eines Flugzeugportfolios kann die Performance des Anlageprodukts weiter optimieren und assetspezifische Störfaktoren wirksam steuern.

Damit qualifiziert sich das Flugzeug-Leasing als attraktive Portfoliobeimischung mit deutlich diversifizierenden Eigenschaften. Es ermöglicht eine Partizipation am starken, relativ krisenstabilen Wachstum des Luftfahrtmarktes, ohne den Schwankungen der Weltwirtschaft frontal ausgesetzt zu sein.

Im Portfolio von Versicherungen kann sich die alternative Anlageklasse Flugzeuge aufgrund ihrer diversifizierenden Effekte zudem (hinsichtlich Solvency II) eigenkapitalmindernd auswirken.

ANSPRECHPARTNER



Florian Martin
Sprecher der Geschäftsführung
KGAL Capital GmbH & Co. KG
florian.martin@kgal.de



Stephan Gundermann
Leiter Portfolio Management Aviation
KGAL Investment Management GmbH & Co. KG
stephan.gundermann@kgal.de

QUELLENANGABEN

Airbus Global Market Forecast 2016-2035 | Ascend Flightglobal Consultancy, London/UK | Boeing Current Market Outlook 2016–2035, Seattle/USA | International Civil Aviation Organization (ICAO), Quebec/Canada

DISCLAIMER

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung oder Finanzanalyse dar, sondern geben lediglich die Ansichten der KGAL wieder. Die in der Vergangenheit erzielten Erfolge sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung einer Anlage. Soweit nicht anders angegeben, beruhen die in diesem Dokument enthaltenen Ansichten auf Recherchen, Berechnungen und Informationen der KGAL. Diese Ansichten können sich jederzeit ändern, abhängig von wirtschaftlichen und anderen Rahmenbedingungen.

Sämtliche Rechte sind vorbehalten. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf heutiger Einschätzungen der jeweiligen Marktsituationen und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Es gibt keine Gewähr, dass sich Länder, Märkte oder Branchen wie erwartet entwickeln werden. Investitionen beinhalten gewisse Risiken, darunter politische und währungsbedingte Risiken. Die Rendite und der Wert der zugrunde liegenden Anlage sind Schwankungen unterworfen. Dies kann zum vollständigen Verlust des investierten Kapitals führen.

Dieses Dokument ist kein Verkaufsprospekt und stellt kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anteilen an einem Investmentfonds oder Finanzinstrument dar. Das Dokument dient ausschließlich Werbe- und Informationszwecken. Das Dokument ist nicht auf die persönlichen Bedürfnisse möglicher Anleger angepasst. Das Dokument ersetzt keine individuelle Beratung auf Basis eines Verkaufsprospektes. Das Dokument erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Auf Basis des Dokumentes kann kein Beitritt in eine Beteiligung erfolgen.

KGAL GRUPPE

Tölzer Straße 15 · 82031 Grünwald
T +49 89 64143-0
F +49 89 64143-150
kgal@kgal.de · www.kgal-gruppe.de

