

Der Flugzeugpfandbrief und alternative Investmentmöglichkeiten für institutionelle Anleger

Die Luftfahrtbranche im Allgemeinen und die Flugzeugfinanzierung im Besonderen sind eine wachstumsstarke Industrie mit signifikantem Investitionsbedarf. Nach den Analysen der großen Hersteller Airbus und Boeing werden bis zum Jahr 2031 zwischen 28 000 und 34 000 neue Flugzeuge abgeliefert werden, was einem Investitionsvolumen zwischen 3,7 und 4,5 Billionen US-Dollar entspricht.¹⁾ Der allein für Neulieferungen bestehende Finanzierungsbedarf lag in 2011 bei über 77 Milliarden US-Dollar, und für das Jahr 2012 wird das erwartete Volumen mit etwa 95 Milliarden US-Dollar beziffert.

Diverse Finanzierungsquellen

Der Finanzierungsbedarf zur Anschaffung von Flugzeugen wird über diverse Quellen bedient:²⁾ Der Beitrag der kommerziellen Objekt-/Hypothekenfinanzierung betrug im Jahr 2011 zirka 25 Prozent des vorgenannten Gesamtvolumens und wird für das vergangene Jahr auf ähnlichem Niveau prognostiziert. Ein ebenfalls erheblicher Anteil in Höhe von knapp 30 Prozent entfällt für 2011 (etwa 23 Milliarden US-Dollar) und 2012 (zirka 29 Milliarden US-Dollar) auf sogenannte „Exportfinanzierungen“, das heißt durch Hermes, den amerikanischen Exportversicherer US-Exim Bank oder die englischen beziehungsweise französischen Exportversicherer ECGD respektive Coface garantierte Darlehen. Hinzu kommen mit Anteilen von fünf Prozent/neun Milliarden US-Dollar (2011) beziehungsweise zehn Prozent/zehn Milliarden US-Dollar (2012) Kapitalmarktfinanzierungen.

Darüber hinaus war in den vergangenen Jahren eine sehr starke Investmenttätigkeit im Bereich der geschlossenen Fonds für Flugzeuge zu verzeichnen, zuletzt aber mit reduzierten Volumina. Mit einer für

den deutschen Markt hervorzuhebenden Kapitalmarkttransaktion wurde im Juli des Jahres 2012 mit der Erstemission des Flugzeugpfandbriefs ein Novum gesetzt: Die Norddeutsche Landesbank emittierte auf Basis des Pfandbriefgesetzes den weltweit ersten Flugzeugpfandbrief mit einem Volumen von 500 Millionen Euro.

Vor diesem Hintergrund soll im Folgenden zunächst dargelegt werden, warum Flugzeuge ein hochattraktives Investitionsfeld darstellen. Im Weiteren wird dann aufgezeigt, warum sich der Flugzeugpfandbrief für Pfandbriefinvestoren besonders eignet und welche weiteren Investitionsmöglichkeiten in Bezug auf Flugzeuge für nach

Anlageoptionen suchende institutionelle Investoren verfügbar sind.

Grundlagen der Flugzeugfinanzierung

Der Luftfahrtmarkt: Seit die kommerzielle Luftfahrt in den fünfziger Jahren des 20. Jahrhunderts den Kinderschuhen entwachsen ist, verzeichnet sie, gemessen an den geflogenen Passagierkilometern und der beförderten Fracht, ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 5,5 Prozent.³⁾ Diese Entwicklung ist auf zwei Hauptursachen zurückzuführen: Erstens ist das Wachstum des Luftverkehrs eng mit dem weltweiten Wirtschaftswachstum verknüpft. Die aktuelle wirtschaftliche Entwicklung in weiten Teilen Asiens, Lateinamerikas, Afrikas und im arabischen Raum sorgt für ein Umfeld, welches in Zukunft einen stabilen Wachstumstrend nach sich ziehen wird. Zweitens hat der technische Fortschritt dazu beigetragen, das Flugzeug zu einem massentauglichen Verkehrsmittel zu machen und immer neue Bevölkerungsschichten für den Luftverkehr zu erschließen.

Aufgrund der hohen Korrelation zum weltweiten Wirtschaftswachstum zeigt der Luftfahrtmarkt eine ausgeprägte Zyklik. Insbesondere im vergangenen Jahrzehnt haben die größten Luftfahrtkrisen seit Beginn der kommerziellen Luftfahrt – im Detail sind hier „9/11“, SARS und die Weltfinanzkrise ab 2008 zu nennen – jeweils zu drastischen temporären Rückgängen des Luftverkehrs geführt. Jedoch haben selbst derart ausgeprägte Krisen nur eine vorübergehende Wirkung auf die Luftfahrtindustrie. Nach allen Krisen der vergangenen Jahrzehnte hat sich der Luftverkehr jeweils sehr kurzfristig erholt und fand bereits im Folgejahr des unmittelbaren Markteinbruchs auf den langfristigen Wachstumspfad zurück. Die verzeichneten Krisen sind

Tammo Reimann, Director, und Matthias Reuleaux, LL.M., Rechtsanwalt und Senior Director, beide NORD/LB Norddeutsche Landesbank Girozentrale, Ship and Aircraft Finance Department, Hannover

Trotz einschneidender Krisen zählt der weltweite Luftfahrtmarkt nach wie vor zu den Wachstumsmärkten. Die Luftfahrtbranche hat deshalb jährlich einen signifikanten Finanzierungsbedarf, der inzwischen durch verschiedene Quellen gedeckt werden kann. Ein Novum stellte hierbei die Mitte 2012 platzierte Erstemission eines Flugzeugpfandbriefs dar. Nach einer kurzen Einführung in die Grundlagen zur Flugzeugfinanzierung beschreiben die Autoren neben der Ausgestaltung dieser Platzierung auch alternative Investmentmöglichkeiten wie Enhanced Equipment Trust Certificates oder Kreditinvestments auf. Zu den Faktoren für eine erfolgreiche Investition in diesem Sektor zählen sie neben einer sehr präzisen Strukturierung der Transaktionen die Fokussierung auf die „richtigen“ Flugzeuge und das Spezial-Know-how im Umgang mit der Wiedervermarktung nach Ausfall eines Betreibers. (Red.)

zudem zunehmend regional geprägt: SARS führte zu Rückgängen der Verkehrs vornehmlich in Asien, 9/11 zog insbesondere Restrukturierungsverfahren US-amerikanischer Fluggesellschaften nach sich, und die Eurokrise zeigt ihre stärkste Wirkung im europäischen Luftverkehr.

Die Rolle der Fluggesellschaften: Zu Beginn der kommerziellen Luftfahrt und in den darauf folgenden Jahrzehnten wies der Markt eine ausgeprägte staatliche Regulierung auf. Mittlerweile stellt sich der Luftfahrtsektor infolge eines einschneidenden Deregulierungsprozesses als ein Segment mit einer Vielzahl von Regionen, konkurrierenden Geschäftsmodellen und Marktteilnehmern dar. Bezüglich der Fluggesellschaften und ihrer Rolle in der Flugzeugfinanzierung sind zwei Kernaspekte zu nennen: Während sich die Auslastung der Kapazitäten der weltweiten Flugzeugflotte seit den späten sechziger Jahren von knapp über 55 Prozent auf 79 Prozent in 2011 erhöht hat, wird der erzielte Effizienzgewinn durch sinkende Durchschnittserlöse der Branche kompensiert: So zeigen etwa die durchschnittlichen Erlöse pro verkauftem Sitzplatzkilometer über Jahrzehnte eine negative Tendenz. Da die Weitergabe des Kostendrucks (Ölpreis, Steuern, Luftsicherheitsgebühren, Emissionsgebühren, Streiks, Tarifierhöhung, Ausfälle durch Vulkanausbrüche et cetera) an den Kunden nur bedingt möglich ist, verfügen Fluglinien somit über eine eingeschränkte Kontrolle ihrer Ertragsseite. Im Rahmen der gesamten Wertschöpfungskette der Luftfahrt stellen die Fluggesellschaften im Vergleich zu den Herstellern, den Leasingfirmen und den Banken folglich das schwächste Glied dar.

Der Flugzeugmarkt: Die Entwicklung und Herstellung von Flugzeugen gehört heute zu den industriell komplexesten und hinsichtlich der Entwicklungskosten zu den kapitalintensivsten Vorgängen überhaupt. Hieraus resultieren hohe Markteintrittsbarrieren sowie ein langfristiger Konsolidierungsprozess, in dessen Verlauf heute mit Airbus und Boeing (im Segment der größeren Flugzeugmuster über 100 Sitze) sowie Bombardier und Embraer (im Segment der kleineren Flugzeugmuster unter 100 Sitze) noch vier nennenswerte Hersteller den Markt für Passagier- und Frachtflugzeuge unter sich aufteilen. Diese Entwicklung zieht folgende Konsequenzen nach sich: Zum einen ist infolge des Oligo-

pols auf der Angebotsseite der Markt sehr kontrolliert. Die beschränkten Fertigungskapazitäten stehen aufgrund des langfristigen Marktwachstums einer hohen Nachfrage gegenüber. Die Entstehung von Angebotsüberhängen ist im Vergleich mit anderen Assetklassen, wie etwa der Schifffahrt, aufgrund der Marktstruktur in der Luftfahrt deutlich unwahrscheinlicher. Diese Zusammenhänge wirken stützend auf die Flugzeugwerte. Die Preise auf dem Sekundärmarkt weisen auch in Krisenszenarien eine relativ geringe Volatilität auf. Zweitens ist das Asset „Flugzeug“ aufgrund der beschränkten Angebotsseite sehr standardisiert, das heißt, die wirklich relevanten Flugzeugtypen beschränken sich auf eine Gruppe von rund 20 Mustern. Deshalb ist ein Flugzeug, das heute beispielsweise für eine amerikanische Fluglinie fliegt, nach deren Ausfall mit übersichtlichem Aufwand bei einer asiatischen Fluggesellschaft einsetzbar. Demzufolge verfügt das Asset „Flugzeug“ über eine hohe Fungibilität: Pro Jahr erfolgen zirka 800 bis 1000 Sekundärmarkttransaktionen, und insbesondere während der oben genannten Luftfahrtkrisen blieb die Liquidität des Sekundärmarktes erhalten. Folglich sind Flugzeuge nachweislich auch in Krisenzeiten veräußerbar.

Der Flugzeugfinanzierungsmarkt: Experten gehen in den kommenden 20 Jahren von einer Verdopplung der heutigen Weltflugzeugflotte aus (zirka 19890 Verkehrs- und Frachtmaschinen⁴⁾). Insgesamt wird für diesen Zeitraum ein Bedarf an 34000 Flugzeugen (inklusive der Ersetzung älterer Flugzeuge) prognostiziert: Die beiden großen Hersteller Boeing und Airbus beziffern den Marktwert dieser auf den Markt kommenden Flotte mit durchschnittlich 4,47 Billionen US-Dollar, also deutlich mehr als 200 Milliarden US-Dollar pro Jahr. Die Finanzierung dieses immensen Volumens bietet der Finanzierungsindustrie ein erhebliches und attraktives Geschäftspotenzial.

Grundsätzlich bedarf es für das erfolgreiche Betreiben des Flugzeugfinanzierungsgeschäfts eines objektbezogenen Marktantritts – des sogenannten Asset Based Lendings. Hierbei fokussiert sich die Risikoanalyse neben der Bonität der das Flugzeug betreibenden Airline schwerpunktmäßig auf das Flugzeug als Träger des ökonomischen Risikos der Finanzierung. Das Flugzeug gewährt aufgrund seiner hohen weltweiten

Fungibilität im Rahmen des global langfristig wachsenden Luftverkehrs die Möglichkeit, die für die Leistung von Zins- und Tilgungsleistungen notwendigen Cash-Flows langfristig zu sichern – und zwar unabhängig vom Fortbestand der betreibenden Fluggesellschaft. Die spezielle Expertise der das Flugzeugfinanzierungsgeschäft in dieser Form betreibenden Banken liegt in der treffsicheren Prognose der langfristigen Vermarktbarkeit des Flugzeuges auf dem Sekundärmarkt, der maßgeschneiderten Erstellung individueller Finanzierungs- und Sicherheitenstrukturen und insbesondere der Sicherstellung eines jederzeitigen Zugriffs auf das Flugzeug nach Ausfall der betreibenden Fluggesellschaft sowie dessen anschließende Vermarktung. Auf Basis des Asset Based Aircraft Lendings ist es den Banken gelungen, eine langfristige durchschnittliche Ausfallrate im Bereich weniger Basispunkte pro Jahr zu erzielen. Die Verlustrate in diesem Segment liegt somit bei weniger als zehn Prozent im Vergleich zu anderen Finanzierungssegmenten.

Folglich bieten der Luftfahrtmarkt im Allgemeinen und die Flugzeugfinanzierung im Besonderen attraktive Möglichkeiten für objektbezogene Investitionen. Einige dieser Optionen sollen im Folgenden im Überblick dargestellt werden.

Der Flugzeugpfandbrief – die gesetzlichen Vorgaben

Die Regelungen zum Flugzeugpfandbrief haben im Zuge der Pfandbriefgesetznovelle 2009 Eingang in das Pfandbriefgesetz (PfandBG) gefunden⁵⁾. Die allgemeinen Regelungen des Pfandbriefgesetzes zum Investorenschutz, die für die traditionellen Pfandbriefgattungen Hypothekendarlehen, Öffentlicher Pfandbrief und Schiffspfandbrief gelten, finden daher auch Anwendung auf den Flugzeugpfandbrief. Die Besonderheiten des Flugzeuggeschäfts werden einmal über die Sondervorschriften der §§ 26a–26f PfandBG geregelt, die weitestgehend den Sonderregelungen für den Schiffspfandbrief nachgebildet wurden. Zudem werden die Anforderungen an die Beleihung in der sogenannten Flugzeugbeleihungswertermittlungsverordnung vorgegeben. Aus Investorensicht sind folgende Kernaspekte hervorzuheben: Als Deckungswerte kommen nur solche Darlehen infrage, die mit deutschen Flugzeughypotheken (Registerpfandrechten) und

vergleichbaren ausländischen Flugzeughypotheken besichert sind (§ 26a S. 1 i.V.m. § 26b Abs. 4 PfandBG). Um eine vergleichbare Qualität der ausländischen Flugzeughypotheken nachzuweisen, werden die ausländischen Rechtsordnungen einer umfassenden Legal Due Diligence unterzogen. Hierzu ist grundsätzlich anzumerken, dass das deutsche Registerpfandrecht der Grundstockhypothek weitestgehend nachgebildet ist und es sich somit um die Abwandlung eines sehr etablierten Kreditsicherungsinstruments handelt. Das maximale Flugzeugalter ist auf 20 Jahre begrenzt (§ 26b Abs. 3 PfandBG), und es dürfen nur Abzahlungsdarlehen verwendet werden, um die Wertentwicklung eines Flugzeugs im Deckungsstock adäquat abzubilden (§ 26b Abs. 3 S. 4 PfandBG).

Das Herzstück des Flugzeugpfandbriefregulariums sind aber die Beleihungsregelungen: Wie beim Hypotheken- oder Schiffspfandbrief liegt die Beleihungsgrenze bei 60 Prozent des Beleihungswertes, der wiederum auf Basis der Flugzeugbeleihungswertermittlungsverordnung festzulegen ist. Grundsätzlich muss die Ermittlung des Flugzeugbeleihungswerts im Rahmen einer vorsichtigen Bewertung unter Berücksichtigung der nachhaltigen Objektmerkmale sowie unter Nichtberücksichtigung spekulativer Elemente erfolgen, was im Einklang mit § 16 PfandBG (bezüglich Immobilien) und § 24 PfandBG (bezüglich Schiffen) ist.

Die eigentliche Beleihungsgrenze setzt das dreifache Obergrenzenmodell (§ 4 Abs. 2 S. 1 FlugBelwertV), wonach der Beleihungswert weder den aktuellen Marktwert noch den sogenannten „Wert bei ausgeglichenen Marktverhältnissen“ („Base Value“) noch einen historischen Durchschnittswert übersteigen darf. Der sogenannte Wert bei ausgeglichenen Marktverhältnissen ist ein simulierter Gutachterwert, der normale Marktverhältnisse und ausgewogene Käufer-/Verkäuferverhandlungsbedingungen unterstellt. Auf diese Weise gelingt es, außergewöhnliche Markthoch- beziehungsweise Marktniedrigphasen auszublenden.

Erstmission eines Flugzeugpfandbriefs

Die im Juli 2012 platzierte Erstmission eines deutschen Flugzeugpfandbriefs nach den Regelungen des Pfandbriefgesetzes war mit einer Laufzeit von fünf Jahren und einer Verzinsung von 1,625 Prozent schnell

deutlich überzeichnet.⁶⁾ Die Flugzeugpfandbriefemission wurde mit nur drei Basispunkten Aufschlag gegenüber einem gleichzeitig vom EFSF aufgelegten und mit einem AAA Rating versehenen Bond platziert. Der Flugzeugpfandbrief ist von Moody's mit einem Rating von „A2“ bewertet worden, was lediglich einer Stufe Verbesserung gegenüber dem von Moody's vergebenen Unsecured Rating der Nord-LB entspricht. Die Abweichung zu den von Moody's jeweils mit Aaa bewerteten Hypothekenspfandbriefen und Öffentlichen Pfandbriefen der Landesbank ist primär auf zwei Aspekte zurückzuführen: Erstens werden Flugzeugwerte im Vergleich zu Immobilienwerten als volatil angesehen. Zweitens ist (etwa im Gegensatz zu Immobilien) noch kein größeres Flugzeugportfolio ausgefallen, sodass es an empirischen Daten fehlt, um eine spezifische Ratingmethodik entwickeln zu können.⁷⁾ Aufgrund dieser fehlenden Ratingmethodik nimmt Moody's einen hundertprozentigen Abschlag auf den Wert des Deckungsstocks vor,⁸⁾ das heißt, der Wert des Deckungsstocks (der die Anforderungen des PfandBG erfüllt) wird faktisch nicht berücksichtigt.

Dieser Bewertungsansatz erscheint angesichts von Ausfallquoten im Rahmen von wenigen Basisquoten wenig praxisorientiert. Vor diesem Hintergrund sind die erwähnten niedrigen Ausfallraten im Finanzierungsgeschäft für den Ratingprozess eher nachteilig. Folglich sind es zu einem erheblichen Anteil formale Gründe, die einem besseren Rating entgegenstehen. Bezüglich des Ratings ist weiterhin anzumerken, dass der anfängliche Deckungsstock die Anforderungen des Pfandbriefgesetzes weit übererfüllt hat⁹⁾: So liegt das Durchschnittsalter der Deckungsstockflotte bei lediglich 2,8 Jahren, und der Anteil der Flugzeuge, die jünger als fünf Jahre sind, beträgt 81 Prozent (was im Kontext zu den oben genannten 20 Jahren Höchstalter der Flugzeuge zu sehen ist). Auch bezogen auf die Flugzeugklassen ist das Portfolio ausgewogen: Die sogenannten Kurz-/Mittelstreckenflugzeuge (Narrowbodies) machen etwa die Hälfte des Portfolios aus, während sich die zweite Hälfte auf Frachter, Langstreckenflugzeuge (Widebodies) und Regionalflugzeuge verteilt. Eine ähnliche Diversifikation ist auch bei der Verteilung der Registerstaaten und der Betreiberwahl zur Anwendung gekommen, sodass die Bildung von Risikokonzentrationen vermieden wurde.

Aus Investorensicht (bezüglich Banken) ist das Thema „Risikogewichtung“ (also die Eigenkapitalunterlegungspflicht) von entscheidender Bedeutung: Während aktuell noch eine Risikogewichtung von zehn Prozent beziehungsweise 20 Prozent zur Anwendung kommt, droht durch Basel III eine Verschärfung: In den aktuellen Entwürfen der CRR/CRD-IV-Regularien¹⁰⁾ ist für den Flugzeugpfandbrief im Gegensatz zu den anderen Pfandbriefgattungen vorerst keine Privilegierung vorgesehen, sodass im Regelfall eine Risikogewichtung von 50 Prozent zur Anwendung kommen dürfte.

Alternative Investmentmöglichkeiten in Flugzeuge

EETCs (Enhanced Equipment Trust Certificates): EETCs¹¹⁾ waren historisch schon in den 1990er und 2000er Jahren eine insbesondere von amerikanischen Fluglinien häufig genutzte Finanzierungsvariante. In einer EETC-Struktur werden entweder von einer Fluglinie oder einer Leasinggesellschaft Notes begeben, die wiederum mit Flugzeugen aus der Flotte der Fluglinie besichert werden.¹²⁾ Die Besonderheit von EETCs liegt in der Tranchierung der Notes: Diese sind in mehrere vertikal gestaffelte Klassen aufgeteilt, bei denen die ersten Klassen im Verwertungsfall eine höhere Priorität genießen und das Risiko mit jeder nachrangigen Klasse ansteigt.¹³⁾ Das geringe Risiko der Vorrangklassen ist insbesondere auf das niedrige Beleihungs-Profil („Loan to Value“-Profil) innerhalb der Vorrangklasse sowie auf das Vorhandensein einer externen Liquiditätsreserve zurückzuführen: Die externe Liquiditätsreserve steht in Höhe des jeweils für typischerweise 18 Monate im Voraus berechneten Zinsanspruchs in Gestalt einer Zahlungsgarantie zur Verfügung. Dieser Garant muss dauerhaft ein Mindestrating erfüllen und wird bei einem Unterschreiten ausgetauscht.

EETCs hat es in der Vergangenheit, von einer Ausnahme abgesehen, ausschließlich in Bezug auf US-amerikanische Airlines gegeben, was unter anderem daran liegt, dass das US-Recht für Flugzeugfinanzierer sehr weitgehende und schnell durchsetzbare Verwertungsrechte im Insolvenzfall vorsieht.¹⁴⁾ Der Nachteil von EETCs liegt in der fehlenden Streuung der die Flugzeuge betreibenden Fluggesellschaften. Bei einer Insolvenz der Airline müssen daher alle

das Wertpapier besichernden Flugzeuge gleichzeitig vermarktet werden. In dieser Hinsicht ist die Verfügbarkeit einer Liquiditätsreserve unerlässlich, um den Vermarktungszeitraum ohne den Ausfall von Zinsverpflichtungen gegenüber den Investoren überbrücken zu können.

Im Juli 2012 ist eine EETC Emission gelungen, die in mehrfacher Weise bemerkenswert ist:¹⁵⁾ Platziert wurde der erste in US-Dollar denominated EETC eines nicht-amerikanischen Emittenten, und erstmals wurde das Flugzeugmuster A380 als Sicherheit herangezogen. Betreiber der vier A380 Flugzeuge ist die Fluglinie Emirates, und erstmals wurde auch seitens der Ratingagenturen nicht auf das angesprochene amerikanische Verwertungsregime, sondern auf die Verwertungsregelungen der sogenannten „Kapstadt-Konvention“¹⁶⁾ abgestellt. Das Transaktionsvolumen lag bei 578,5 Millionen US-Dollar, aufgeteilt in zwei Klassen: Die A-Tranche mit einem Coupon von 5,125 Prozent wurde von Moody's mit A3 bewertet. Die nachrangige B-Tranche erhielt ein Baa3-Rating, und die Investition wurde mit 6,5 Prozent verzinst. Angabegemäß wurde die Anleihe sowohl

von amerikanischen als auch europäischen und asiatischen Investoren aus dem Versicherungssektor gezeichnet. Die Emission selbst erfolgte im Einklang mit dem Regime des § 144a US Securities Act 1933¹⁷⁾, wonach über ein Zwischenvehikel eine vereinfachte Form der Platzierung eines Wertpapiers möglich ist.¹⁸⁾

Bei der Risikoanalyse, die im Lichte des Pricing des Investments erfolgt, ist das Rating von besonderer Bedeutung. Hier ist bei der Ratingnote anzumerken, dass die gute Bewertung der Senior Tranche erreicht werden konnte, obwohl erstens der Betreiber nicht geratet und zweitens das Sicherungsobjekt erst seit fünf Jahren auf dem Markt ist und sowohl im Vergleich zu anderen Langstreckenflugzeugen als auch zu älteren EETCs eine geringere Marktdurchdringung vorweisen kann. Zu bedenken ist bei EETCs, dass es sich um ein Kapitalmarktprodukt mit echtem Objektisrisiko handelt, da die finale Rückzahlung des Investments vom erfolgreichen Verkauf des Objekts abhängt.¹⁹⁾

Kreditinvestments: Die bisher vorgestellten Investmentoptionen stellen reine Kapi-

talmarktprodukte dar. Im Gegensatz dazu beteiligt sich der Investor bei einem Kreditinvestment an der eigentlichen Finanzierungstransaktion. Hierbei grundsätzlich zu unterscheiden sind Beteiligungen an einzelnen Finanzierungstransaktionen und Beteiligungen an Finanzierungsportfolios, bei denen mehrere Einzeltransaktionen zu einem Portfolio zusammengefasst und an den Investoren weitergereicht werden.

Eine weitere Unterscheidung liegt in der Struktur der Finanzierungen selbst: Während sogenannte „Full-Pay-Out-Transaktionen“ während der Darlehenslaufzeit im Rahmen regelmäßiger Raten vollständig zurückgeführt werden, verbleibt bei Operating-Lease-Transaktionen am Ende der Darlehenslaufzeit eine offene Schlussrate, die aus dem Verkaufserlös respektive durch eine Abschlussfinanzierung getilgt wird. Wirtschaftlicher Kreditnehmer bei Full-Pay-Out-Strukturen ist im Regelfall eine Fluggesellschaft. Im Gegensatz dazu erfolgt die Finanzierung von Operate-Lease-Transaktionen zugunsten von Leasinggesellschaften, die das finanzierte Flugzeug im Rahmen eines Leasingvertrages an eine betreibende Fluggesellschaft vermieten.

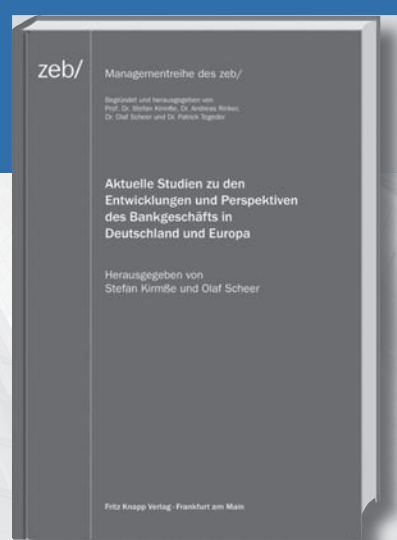
Entwicklungen und Perspektiven der Finanzdienstleistungsindustrie

Die seit Jahren anhaltende Diskussion um die Zukunft der Finanzdienstleistungsbranche, mögliche Strategien und erfolgversprechende Geschäftsmodelle wird derzeit intensiver denn je geführt. Nicht nur die aktuelle Finanz- und Wirtschaftskrise und grundlegende Veränderungstrends wie die Globalisierung und Europäisierung der Bankenwelt stehen dabei im Fokus, sondern auch das grundsätzliche Überdenken von Geschäftsmodellen und die Rückbesinnung auf das Kundengeschäft, die Risk-Return-orientierte Steuerung des Geschäftsportfolios, die strengeren Eigenkapitalvorschriften und die Anforderungen zur Liquiditätssteuerung.

Band 2 der Managementreihe des zeb/ bietet ganz unterschiedliche Sichtweisen auf die Situation in wichtigen Bereichen des Bankgeschäfts und liefert fundierte quantitative Analysen sowie konkrete Handlungsanleitungen für Banken.

Fritz Knapp Verlag | 60046 Frankfurt am Main

Postfach 11 11 51 | Telefon (069) 97 08 33-21 | Telefax (069) 707 84 00
E-Mail: vertrieb@kreditwesen.de | www.kreditwesen.de



Stefan Kirmße und Olaf Scheer (Hrsg.)
Aktuelle Studien zu den Entwicklungen und Perspektiven des Bankgeschäfts in Deutschland und Europa
Managementreihe des zeb/ Band 2.
2011. 388 Seiten, gebunden, € 69,00.
ISBN 978-3-8314-0842-9.

Die Risiken eines Investments in Flugzeugfinanzierungen liegen für die finanzierende Bank und somit auch für den institutionellen Investor im Spannungsfeld zwischen dem Ausfallrisiko der das Flugzeug betreibenden Fluggesellschaft und dem Vermarktungsrisiko des Flugzeugs. Durch die hohe Fungibilität des Assets ist ein Ausfall der betreibenden Fluggesellschaft heilbar, wenn das Flugzeug in eine kostendeckende neue Beschäftigung überführt wird. Dieses geschieht entweder durch dessen Verkauf, oder – und das ist der Regelfall – durch die Vermietung an einen anderen Betreiber. Hierbei entscheiden die Auswahl des finanzierten Assets und dessen damit zusammenhängende Vermarktbarkeit sowie die Darlehens- und Sicherheitenstruktur über das Risikopotenzial der individuellen Transaktion. Die Cash-Flows bleiben im Regelfall bei richtiger Strukturierung auch nach einem Ausfall des originären Betreibers erhalten. Infolge der hohen Fungibilität des Assets stellt die Flugzeugfinanzierung eine Anlageform mit außerordentlich geringer Verlustquote dar.

Die im Rahmen von Kreditinvestments erzielbare Rendite orientiert sich am Risiko der individuellen Finanzierungstransaktion. So wirken Transaktionen mit guten Fluggesellschaften, erstklassigen Flugzeugmustern mit problemloser Vermarktbarkeit, niedrigen Darlehensausläufen und werthaltigen Zusatzsicherheiten risikomitigierend und im Umkehrschluss renditereduzierend. Je nach Risikoposition ist im aktuellen Marktumfeld von einer Verzinsung von Libor respektive Midswaps plus 200 bis 400 Basispunkten auszugehen. Bei Beteiligungen an der endfälligen Schlussranche bei Operate-Lease-Transaktionen kann die Verzinsung aufgrund des erhöhten Vermarktungsrisikos eventuell auch darüber liegen.

Im Verhältnis der beteiligten Parteien fungiert die finanzierende Bank als Konsortialführer und übernimmt sämtliche Tätigkeiten hinsichtlich der Darlehensverhandlung, -dokumentation und -abwicklung sowie die Servicetätigkeiten während der Darlehenslaufzeit. Darüber hinaus wird die Bank vollumfänglich im Rahmen einer eventuell notwendigen Restrukturierung im Zusammenhang mit Repossession- und Vermarktungsaufgaben tätig. Diese Aufgaben werden mit einer regelmäßigen Serviceprovision entgolten, die aus den Cash-Flows der Finanzierung einbehalten

werden. Für den Investoren bietet die umfassende Betreuung den Vorteil, auf die Expertise und Erfahrung der Bank in diesem Segment zurückgreifen zu können und keine eigene Analyse der zugrunde liegenden Kreditrisiken vornehmen zu müssen. Hier liegt auch der Unterschied zu einer einfachen Syndizierung von Darlehensteilen innerhalb einer Gruppe von Banken. Im Rahmen einer Syndizierung wird Marktkenntnis und Mitwirkung der beteiligten Banken vorausgesetzt. Im Falle des Kreditinvestments gehen die Serviceleistungen des Konsortialführers gegenüber den Investoren deutlich weiter.

Da die Bank regelmäßig einen Anteil der Finanzierung in den eigenen Büchern behalten wird, sind die Interessen von Bank und Investor gleichgerichtet und Interessenkonflikte weitestgehend ausgeschlossen. Die praktische Umsetzung der Platzierung von Darlehensteilen im Rahmen von Kreditinvestments bei institutionellen Investoren kann zum Beispiel über sogenannte Darlehensplattformen erfolgen. Hierfür werden Darlehen, die im Neugeschäft akquiriert werden, auf eine Zweckgesellschaft übertragen. Von dieser aus werden Darlehenstransaktionen dann mit Blick auf die individuellen Anforderungen der jeweiligen Investoren strukturiert und im Rahmen von Wertpapieren an diese weitergegeben. Auf diese Weise können auch die unterschiedlichen rechtlichen Anforderungen der unterschiedlichen Investorenkreise (wie Solvency II, Basel III und AIFM) jeweils individuell adressiert werden.

Wachstumsstarker Wirtschaftszweig mit vielfältiger Produktpalette

Die Luftfahrt- und Flugzeugindustrie hat sich in den vergangenen Jahrzehnten als ein wachstumsstarker Wirtschaftszweig herauskristallisiert. Alle Prognosen gehen von einem weiterhin stabilen Wachstum des Sektors aus. Die hohe Fungibilität des Flugzeugs bietet eine im Vergleich zu anderen Assetklassen attraktive Risiko-/Renditerelation. Angesichts der Komplexität des Sektors erfordert das Investieren in den Sektor Luftfahrt- und Flugzeug jedoch die Einbindung von spezialisierten Marktteilnehmern. Aufgrund der systemimmanenten Schwäche der Fluggesellschaften bedarf es einer sehr präzisen Strukturierung der Transaktionen, einer Fokussierung auf die „richtigen“ Flugzeuge und dem Spezial-Know-how für den Umgang mit

der Wiedervermarktung nach dem Ausfall eines Betreibers.

Die Produktpalette im Sektor „Luftfahrt und Flugzeuge“ ist vielfältig: Sie beginnt beim Flugzeugpfandbrief, der sich aufgrund seines geringen immanenten Risikos auch für konservative Anleger eignet, und führt über Kreditinvestments, die je nach individueller Ausgestaltung auch die Renditeerwartungen progressiverer Investoren erfüllen können, bis hin zu Eigenkapitalinvestments in geschlossenen Fonds. Die Investmententscheidung basiert letztendlich auf der individuellen Renditeerwartung und Risikoneigung des Anlegers.

Fußnoten

- ¹⁾ Airbus: Global Market Forecast 2012–2032, S. 12 ff.; Boeing: Current Market Outlook 2012–2031, S. 16 ff.
- ²⁾ Boeing Capital: Aviation Weekly, Dezember 2011.
- ³⁾ Boeing Market Outlook, verschiedene Jahrgänge.
- ⁴⁾ Boeing: Current Market Outlook 2012–2031, S. 15.
- ⁵⁾ Hierzu: Fischer, Corporate Finance Law 2/2012, 57 ff., Reimann/Reuleaux, vdp Factbook 2009–2010, S. 46 ff.; Reuleaux: ZfgK 6/2010, 295 ff., Schmalenbach/Sester, WM 2009, S. 725 ff.; Stöcker in: Schimansky/Bunte/Lwowski: Bankrechtshandbuch, § 87, Rn. 54 a.
- ⁶⁾ Siehe FAZ vom 11. Juli 2012, Die Welt vom 11. Juli 2012, Börsenzeitung vom 11. Juli 2012.
- ⁷⁾ Siehe: Moody's Rating Report „Aircraft Covered Bond“ vom 17. Juli 2012; abrufbar unter www.nordlb.de/investorrelations.
- ⁸⁾ Moody's Rating Report „Aircraft Covered Bond“ vom 17. Juli 2012; abrufbar unter www.nordlb.de/investorrelations.
- ⁹⁾ Siehe Moody's: Pre Sale Report vom 20. Juni 2012; abrufbar unter www.nordlb.de/investorrelations.
- ¹⁰⁾ Capital Requirements Regulation/Capital Requirement Directive IV.
- ¹¹⁾ Zu EETCs allgemein: Scheinberg, Exogenous Elements to consider when investing in Enhanced Equipment Trust Certificates (EETCs), The Journal of Structured Finance, Winter Issue 2005, 46 ff.; ders., EETCs in the Downturn: An Assessment for Banks, The Banking Law Journal 2004, 108 ff.
- ¹²⁾ In der Konstellation, in der eine Leasinggesellschaft als Emittent fungiert, wurden die Flugzeuge von einer Fluglinie über eine Sale-and-lease-back-Transaktion erworben und zurückvermietet.
- ¹³⁾ Scheinberg, a.a.O., 46, 50.
- ¹⁴⁾ Sogenannte „Section 1110“-Regelung: siehe dazu: Edelman in: Crans/Nath (Hrsg.): Aircraft Repossession and Enforcement, 1033, 1079 ff.
- ¹⁵⁾ Airline Economics Juli/August 2012, S. 4; Airfinance Journal Juli/August 2012, S. 14.
- ¹⁶⁾ Zur Kapstadt-Konvention: Schmalenbach/Sester, WM 2005, Internationale Sicherungsrechte an Flugzeugen nach der Kapstadt-Konvention, 302 ff.
- ¹⁷⁾ Doric Asset Finance: Pressemitteilung vom 29. Juni 2012; abrufbar unter www.doricassetfinance.com.
- ¹⁸⁾ Johnson Jr./McLaughlin, Corporate Finance and Securities Laws, Third Edition, S. 501, 502.
- ¹⁹⁾ Cahill, EETCs – Evolution not Revolution, Vortrag auf der 14. Annual European Airfinance Conference, Dublin, Januar 2012.