

# Geschlossene Flugzeugfonds

## Airbus A380 – „Part-Out“ als letzte Option



**Nun steht es fest: Für den ersten A380, dessen zehnjähriger Erst-Leasingvertrag ausgelaufen ist, konnte weder ein neuer Leasingnehmer noch ein Käufer gefunden werden. Stattdessen wird das Flugzeug in seine Einzelteile zerlegt und diese als Ersatzteile verkauft. Für Anleger bedeutet die nun gefundene Lösung aller Voraussicht nach ein glimpfliches Ende ihres A380-Investments.**

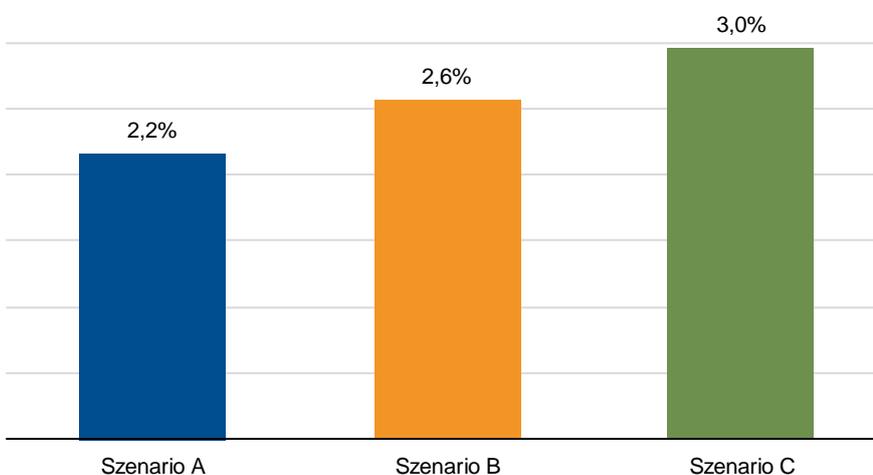
Der erste Leasingvertrag eines Airbus A380 ist 2017 ausgelaufen. Das Flugzeug ist im Eigentum des geschlossenen Fonds DS 129, der 2007 vom Emissionshaus Dr. Peters aufgelegt wurde. Nach Ablauf des zehnjährigen Leasingvertrags mit Singapore Airlines konnte kein Anschlussvertrag für das Flugzeug geschlossen werden. Auch ein Verkauf des Flugzeugs konnte nicht realisiert werden. Nun haben sich die Fondsgesellschafter für den Verkauf des A380 in Einzelteilen – sogenanntes „Part-Out“ – entschieden.

Das Fondsmanagement skizziert drei Szenarien mit Verkaufserlösen zwischen 64 und 74 Mio. USD. Die Auszahlungen sollen den Anlegern 2019 und 2020 nach Tilgung der verbleibenden Kredite zufließen. Auf USD-Basis – der Handelswährung des Fonds – würden die kumulierten Ausschüttungen somit 128% (Szenario A), 133% (Szenario B) bzw. 138% (Szenario C) bei einer ursprünglichen Einlage von 105% betragen. Es ergäben sich hiermit die in Abbildung 1 dargestellten Renditen.

Erfreulich ist, dass auch in dem vom Emissionshaus dargestellten „pessimistischen“ Szenario eine positive Rendite erzielt werden kann. Zwar werden die bei Auflage des Fonds in Aussicht gestellten Renditen (zwischen 7% und 8% p.a.) deutlich verfehlt, dennoch werden – trotz negativer Marktentwicklung des A380 – Anleger des Fonds aller Voraussicht nach keine Verluste erleiden. Die skizzierten Szenarien bleiben allerdings mit Unsicherheit behaftet, da bislang noch kein A380 in Einzelteilen veräußert wurde.

Auch die Akteure auf dem Zweitmarkt für geschlossene Fonds honorieren das nun beschlossene Konzept. Die geminderte Unsicherheit und die damit verbesserte Planbarkeit hinsichtlich potentieller Rückflüsse schlägt sich in steigenden Handelskursen nieder. Dennoch: Trotz Kurssprung werden die Fondsanteile weiterhin mit einem hohen Risikoabschlag gehandelt. Dies zeigt, dass es dem Markt noch an Erfahrungswerten mangelt, um die zu erzielenden Preise für A380-Komponenten valide einschätzen zu können.

**Abbildung 1: Prognostizierte Rendite (p.a.)\* für die Anleger des DS 129**



Quelle: Fondsdokumentation; Darstellung: Scope Analysis; Stand: 15.07.2018

\* Die Szenarien sind aus Sicht eines USD-Investors berechnet. Für EUR-Investoren ergeben sich aufgrund der bisherigen Wechselkursentwicklung Renditeszenarien oberhalb der hier dargestellten Werte (siehe dazu auch weiter unten).

### Analyst

Frank Netscher  
+49 30 27891 138  
[f.netscher@scopeanalysis.com](mailto:f.netscher@scopeanalysis.com)

### Head of Alternative Investments

Sonja Knorr  
+49 30 27891 144  
[s.knorr@scopeanalysis.com](mailto:s.knorr@scopeanalysis.com)

### Business Development

Thomas Auschill  
+49 69 6677389 79  
[t.auschill@scopegroup.com](mailto:t.auschill@scopegroup.com)

### Redaktion / Presse

André Fischer  
+49 30 27891 147  
[an.fischer@scopeanalysis.com](mailto:an.fischer@scopeanalysis.com)

### Weitere Veröffentlichungen

A380-Fonds - Zukunft  
weiter ungewiss  
Januar 2018

Aviation Finance Outlook  
Dezember 2017

Geschlossene Flugzeugfonds –  
Quo Vadis A380?  
August 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](mailto:info@scopeanalysis.com)  
[www.scopeanalysis.com](http://www.scopeanalysis.com)

  Bloomberg: SCOP

Vermietung der Triebwerke  
sicherte vorläufig Liquidität und  
Kapitaldienst

Anleger stimmen Part-Out mit  
deutlicher Mehrheit zu

### Komponentenverkauf als einzig konkrete Vermarktungsalternative

Der erste Leasingvertrag eines Airbus A380 ist im Oktober 2017 ausgelaufen. Das Flugzeug ist im Eigentum eines geschlossenen Fonds, der im Jahr 2007 vom Emissionshaus Dr. Peters aufgelegt wurde. Nach Ablauf des zehnjährigen Leasingvertrags konnte kein Anschlussvertrag für das Flugzeug geschlossen werden.

Lediglich die Triebwerke konnten an den Hersteller Rolls Royce verleast werden. Durch diesen Schritt konnte die Liquidität und planmäßige Tilgung des Fremdkapitals vorerst gesichert werden. Dennoch stellte diese Lösung aufgrund des noch zu leistenden Kapitaldienstes auf die Bankdarlehen keine kostendeckende und damit dauerhafte Lösung dar.

Dem Fondsmanagement boten sich die folgenden drei Handlungsoptionen:

- Vermietung des A380 an eine Fluggesellschaft
- Verkauf des Flugzeugs
- Verkauf des Flugzeugs in Einzelteilen („Part-Out“)

Nach Angaben des Emissionshauses konnte kurzfristig kein neuer Leasingnehmer gefunden werden, da potentielle Leasingnehmer entweder aktuell keinen Bedarf hatten oder keine überzeugenden Konzepte präsentieren konnten. Auch der Verkauf des Flugzeugs konnte nicht realisiert werden.

Entsprechend wurde den Anlegern des Fonds der Verkauf des Flugzeugs in seinen Einzelteilen als einzig konkrete Vermarktungsalternative zur Abstimmung vorgelegt. Die Gesellschafter des Fonds und seines ebenso betroffenen Schwesterfonds stimmten dem Konzept des Part-Outs mit deutlicher Mehrheit (jeweils >99%) zu.

Gemäß dem Konzept soll der Triebwerkslease mit Rolls Royce bis Ende 2020 zu den bestehenden Konditionen verlängert werden und anschließend der Verkauf der Triebwerke erfolgen. Auch der Verkauf der restlichen Komponenten des A380 soll bis Ende 2020 abgeschlossen sein.

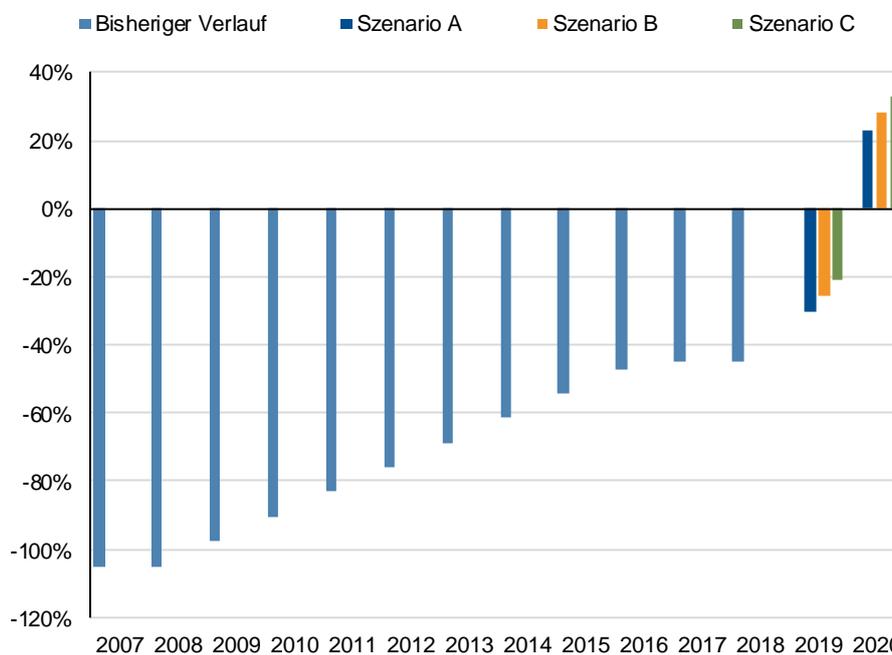
### Drei Szenarien werden skizziert

Das Fondsmanagement skizziert drei Szenarien für mögliche Kapitalrückflüsse:

- Szenario A: Verkaufserlös 64 Mio. USD (40 Mio. USD aus dem Verkauf der Komponenten zzgl. 4 x 6 Mio. USD aus dem Verkauf der Triebwerke)
- Szenario B: Verkaufserlös 69 Mio. USD (45 Mio. USD aus dem Verkauf der Komponenten zzgl. 4 x 6 Mio. USD aus dem Verkauf der Triebwerke)
- Szenario C: Verkaufserlös 74 Mio. USD (50 Mio. USD aus dem Verkauf der Komponenten zzgl. 4 x 6 Mio. USD aus dem Verkauf der Triebwerke)

Die Auszahlungen aus diesen Verkäufen sollen den Anlegern 2019 und 2020 zufließen, so dass sich für ihr Kapitalkonto das folgende Bild ergäbe:

Abbildung 2: Idealisiertes Kapitalkonto der Anleger des DS 129-Fonds (in USD)



Quelle: Fondsdokumentation; Darstellung: Scope Analysis; Stand: 15.07.2018

\* Die Szenarien sind aus Sicht eines USD-Investors dargestellt. Für EUR-Investoren ergeben sich aufgrund der bisherigen Wechselkursentwicklung Kapitalflüsse oberhalb der hier dargestellten Werte.

Hierbei wird unterstellt, dass die Anleger 2007 beigetreten sind und das übliche Agio in Höhe von fünf Prozent erbracht haben.

Bis einschließlich 2016 erfolgte die planmäßige Auszahlung in Höhe von 7,75% p.a. bevor diese aufgrund der Unsicherheit der Fortführung nach dem Ende des Leases mit Singapore Airlines erst gekürzt und dann eingestellt werden musste.

Die Rückflüsse aus dem Verkauf der Komponenten und Triebwerke werden zuerst für die Rückführung des Bankdarlehens verwendet und sollen nach dessen Tilgung in den Jahren 2019 und 2020 an die Anleger des Fonds ausgezahlt werden.

### Alle drei Szenarien mit positiver Performance

Auf USD-Basis – der Handelswährung des Fonds – würden die kumulierten Ausschüttungen somit 128% (Szenario A), 133% (Szenario B) bzw. 138% (Szenario C) bei einer ursprünglichen Einlage von 105% betragen. Es ergäben sich hiermit die oben in Abbildung 1 dargestellten Renditen (p.a.).

Erfreulich ist, dass auch in dem vom Emissionshaus dargestellten „pessimistischen“ Szenario eine positive Rendite erzielt werden kann. Zwar werden die bei Auflage des Fonds in Aussicht gestellten Renditen (zwischen 7% und 8% p.a.) deutlich verfehlt, dennoch werden – trotz der negativen Marktentwicklung des A380 – Anleger des Fonds DS 129 aller Voraussicht nach keine Verluste erleiden. (Hinweis: Die drei skizzierten Szenarien bleiben allerdings mit Unsicherheit behaftet, da bislang noch kein A380 in Einzelteilen veräußert wurde. Anzumerken ist auch, dass die Fondslaufzeit in den drei Szenarien im Vergleich zur ursprünglich geplanten Laufzeit um vier Jahre reduziert ist.)

### Wechselkursentwicklung spielt Euro-Anlegern in die Karten

Auch erfreulich – zumindest für Anleger, die ihre Rückzahlungen stets in Euro getauscht haben – ist die Entwicklung des Wechselkurses. Die Schwäche des Euro während der Fondslaufzeit hat Anlegern in die Karten gespielt. (Hinweis: Im Jahr 2008 notierte der Wechselkurs noch bei durchschnittlich mehr als 1,47 EUR/USD. Derzeit sind es 1,17

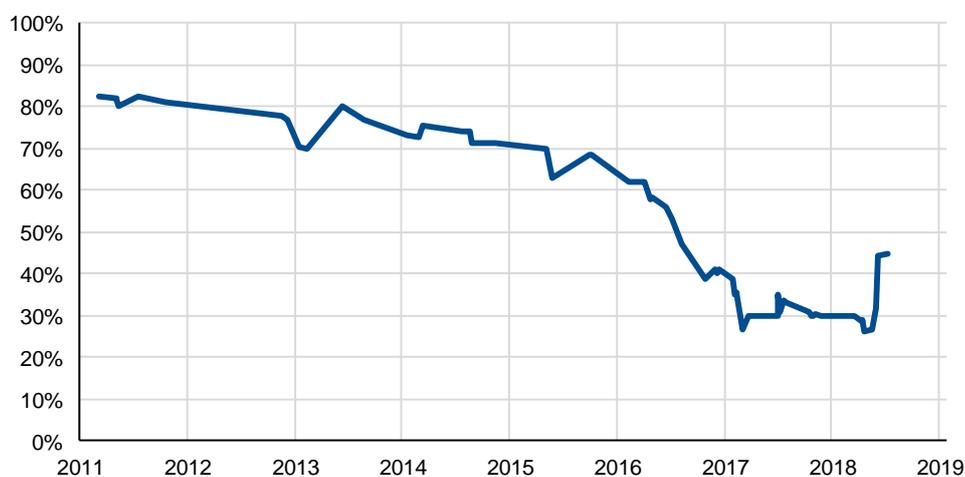
EUR/USD.) Aus Sicht eines Euro-Investors liegt die tatsächliche Rendite daher über den drei skizzierten Szenarien.

### Zweitmarkt – Entscheidung über „Part-Out“ lässt Kurs steigen

Wie zu erwarten war, honorieren auch die Käufer auf dem Zweitmarkt für geschlossene Fonds das nun beschlossene Konzept. Die geminderte Unsicherheit und die damit verbesserte Planbarkeit hinsichtlich potentieller Rückflüsse und verbleibender Fondslaufzeit schlägt sich eindeutig in den Handelskursen nieder – siehe Abbildung 3.

Zwar ist der Zweitmarkt für geschlossene Fondsanteile (im Vergleich zu Wertpapierbörsen) deutlich weniger liquide, dennoch sind die Handelskurse ein guter Gradmesser für Unsicherheit.

Abbildung 3: Kurshistorie A380-Fonds



Quelle: Fondsbörse Deutschland Beteiligungsmakler AG; Darstellung: Scope Analysis; Stand: 15.07.2018

Sollte von den drei Szenarien das schwächste (A) eintreten (Ausschüttungen von 14,5% im Jahr 2019 und 53,25% im Jahr 2020) wäre selbst bei einem Einstiegskurs von 45% im Juli 2018 immer noch eine sehr hohe Bruttorendite für Zweitmarktinvestoren zu erwarten (bei derzeitigem Kursniveau von rund 20% p.a.).

#### Risikoabschlag auf Fondsanteile weiter hoch

Trotz Kurssprung (siehe oben) werden die Fondsanteile also nach wie vor mit einem hohen Risikoabschlag gehandelt. Dies zeigt auch, dass es dem Markt noch an Erfahrungswerten mangelt, um die zu erzielenden Preise für A380-Komponenten valide einschätzen zu können.

### Exkurs: Gutachter setzen A380 Werte weiter nach unten

Die Herausforderung mangelnder Erfahrungswerte besteht natürlich nicht nur in Bezug auf einzelne Komponenten, sondern auch hinsichtlich des gesamten A380. Diese Sachlage wollen wir anhand eines anderen Airbus A380 verdeutlichen:

Abbildung 4 zeigt die prognostizierte Entwicklung der zukünftigen Verkehrswerte eines deutlich neueren, im Jahr 2014 erbauten A380. (Zur Erinnerung: der A380 aus dem oben genannten Komponentenverkauf wurde bereits 2007 ausgeliefert.)

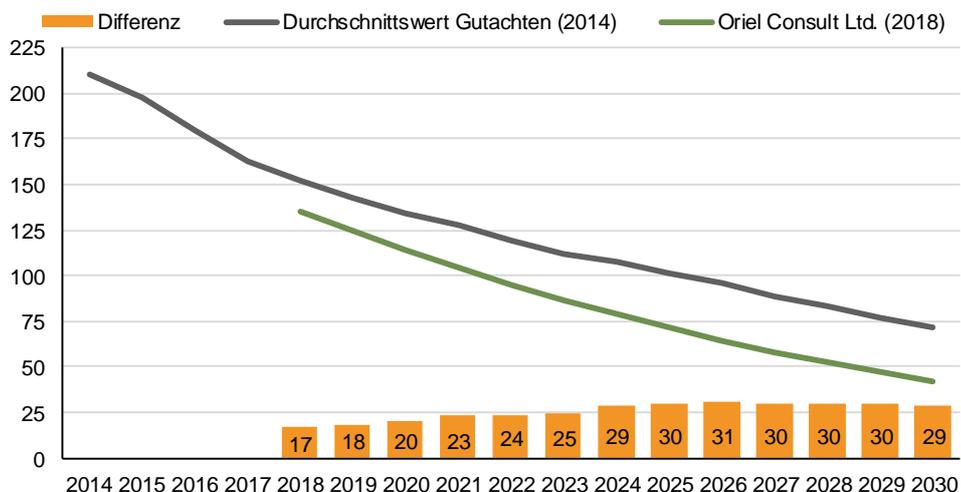
#### Gutachterwerte für A380 liegen heute bis zu 30 Mio. USD unter denen von 2014

Hier zeigt sich, wie sehr die Einschätzung der Gutachter in den vergangenen vier Jahren noch nach unten korrigiert wurden, obwohl bereits 2014 bekannt war, dass das Flugzeug die ursprünglichen Erwartungen nicht erfüllen können. (Hinweis: Die Sicht auf den A380 war bereits 2014 eingetrübt. Dies wurde in den damaligen Gutachten bereits berücksichtigt. Gutachten aus 2007 hätten eine noch positivere Entwicklung unterstellt.)

Zum einen ist in der Abbildung der Durchschnittswert von drei Gutachten aus dem Jahr 2014 abgetragen. Zum anderen die aktuelle Einschätzung für das gleiche Flugzeug aus dem Juli 2018. Die Balken in Abbildung 4 zeigen die Differenz zwischen den beiden Zeitreihen in Millionen US-Dollar.

Unterstellt man bei diesem A380 eine typisch strukturierte Finanzierung, so kann man von einem Eigenkapital von rund 100 Mio. USD ausgehen. Die Differenz der Zeitreihen kann somit für die Anleger im Falle der Veräußerung des Flugzeugs einen Unterschied von bis zu 31% in der Auszahlung machen.

**Abbildung 4: Unterschied Gutachterwerte A380 – 2014 versus 2018 (in Mio. USD)**



Quelle: Scope Analysis, ORIEL; Darstellung: Scope Analysis; Stand: 15.07.2018  
Future Half-Life Base Values



## Geschlossene Flugzeugfonds

Airbus A380 – „Part-Out“

### Scope Analysis GmbH

#### Headquarters Berlin

Lennéstraße 5  
D-10785 Berlin

Tel. +49 30 27891-0

[info@scopeanalysis.com](mailto:info@scopeanalysis.com)

[www.scopeanalysis.com](http://www.scopeanalysis.com)

#### Frankfurt am Main

Neue Mainzer Straße 66-68  
D-60311 Frankfurt am Main

Tel. +49 69 66 77 389-0

### Nutzungsbedingungen / Haftungsausschluss

© 2018 Scope SE & Co. KGaA und sämtliche Tochtergesellschaften, einschließlich Scope Ratings GmbH, Scope Analysis GmbH, Scope Investor Services GmbH, Scope Risk Solutions GmbH (zusammen Scope). Alle Rechte vorbehalten. Die Informationen und Daten, die Scopes Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen und die damit verbundenen Recherchen und Kreditbewertungen begleiten, stammen aus Quellen, die Scope als verlässlich und genau erachtet. Scope kann die Verlässlichkeit und Genauigkeit der Informationen und Daten jedoch nicht eigenständig nachprüfen. Scopes Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen oder damit verbundene Recherchen und Kreditbewertungen werden in der vorliegenden Form ohne Zusicherungen oder Gewährleistungen jeglicher Art bereitgestellt. Unter keinen Umständen haftet Scope bzw. haften ihre Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter und andere Vertreter gegenüber Dritten für direkte, indirekte, zufällige oder sonstige Schäden, Kosten jeglicher Art oder Verluste, die sich aus der Verwendung von Scopes Ratings, Rating-Berichten, Rating-Beurteilungen, damit verbundenen Recherchen oder Kreditbewertungen ergeben. Ratings und andere damit verbundene, von Scope veröffentlichte Kreditbewertungen werden und müssen von jedweder Partei als Beurteilungen des relativen Kreditrisikos und nicht als Tatsachenbehauptung oder Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren angesehen werden. Die Performance in der Vergangenheit prognostiziert nicht unbedingt zukünftige Ergebnisse. Ein von Scope ausgegebener Bericht stellt kein Emissionsprospekt oder ähnliches Dokument in Bezug auf eine Schuldverschreibung oder ein emittierendes Unternehmen dar. Scope publiziert Ratings und damit verbundene Recherchen und Beurteilungen unter der Voraussetzung und Erwartung, dass die Parteien, die diese nutzen, die Eignung jedes einzelnen Wertpapiers für Investitions- oder Transaktionszwecke selbständig beurteilen werden. Scopes Credit Ratings beschäftigen sich mit einem relativen Kreditrisiko, nicht mit anderen Risiken wie Markt-, Liquiditäts-, Rechts- oder Volatilitätsrisiken. 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 Ratings GmbH, Lennéstraße 5, D-10785 Berlin.