



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

FEKK01
Kandidatuppsats i finansiering
VT 2009

Värdepapperisering – en flygande finansieringsform?



Handledare

Mats Persson

Författare

Henrik Cederqvist
Kalle Lundberg
Axel Smith
Erik Åkerlund

Sammanfattning

Uppsatsens titel	Värdepapperisering - en flygande finansieringsform?
Seminariedatum	2009-06-05
Ämne/kurs	FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 hp
Författare	Henrik Cederqvist, Kalle Lundberg, Axel Smith & Erik Åkerlund
Handledare	Mats Persson
Nyckelord	Värdepapperisering, securitization, leasing, lessor, lessee, EETC, ALPS, flygplansfinansiering, SPV
Syfte	Syftet med denna uppsats är att utreda värdepapperiseringens potential som finansieringsinstrument inom flygbranschen.
Metod	Genom både kvalitativa intervjuer och kvantitativa enkätundersökningar har vi inhämtat information om flygbranschens syn på värdepapperisering. Uppsatsen har en deduktiv ansats.
Teoretiska perspektiv	De teoretiska perspektiven består främst av företagsekonomiska teorier inom finansiering och marknadsfriktioner. Även branschspecifika teorier inom värdepapperisering används.
Empiri	Det empiriska materialet behandlar främst lessors som tillhandahåller stora leasetransaktioner. I den mån möjligt har även leasetagare konsulterats. Även övriga sakkunniga individer med bl.a. legal kännedom inom flygindustrin har bidragit med information. Vi har också tillämpat dokumentstudier av årsredovisningar, artiklar, tidskrifter och övrig forskning.
Resultat	Flygplansvärdepapperiseringar är för närvarande dyra och ineffektiva, och blir meningsfulla endast vid isolerade tillfällen. För en ökad användning bör instrumentet genomgå en processuell sofistikerad kombination med marknadens tillfrisknande.

Abstract

Title	Securitization - a flying form of financing?
Seminar date	2009-06-05
Course	FEKK01, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credits Points (UPC) or ECTS-cr)
Authors	Henrik Cederqvist, Kalle Lundberg, Axel Smith & Erik Åkerlund
Advisor	Mats Persson
Key words	Securitization, leasing, lessor, lessee, EETC, ALPS, airfinance, SPV
Purpose	The purpose of this thesis is to examine securitization as a potential form of financing within the aircraft industry.
Methodology	Through both qualitative and quantitative research methods information has been gathered regarding securitization as a form of aircraft financing. The base of the study is deductive.
Theoretical perspective	The theoretical perspectives are based on well-known theories in the fields of corporate finance, and market frictions etc. More specific theories regarding securitization within the aircraft industry is also presented.
Empirical foundation	The empirical foundation mainly consists of interviews with lessor. When possible, lessees have also been consulted. Expert advise from consultants within the industry have also contributed to the thesis. Thorough studies of articles, financial statements and other research is also accounted for.
Conclusions	At the moment, securitizations are expensive and ineffective and will only fill its purpose in isolated cases. To gain further utilization, the instrument must undergo a structural sophistication, in relation with the recovery of the capital markets.

Förord

Under våra studier inom finansiering kom vi att stöta på instrumentet värdepapperisering eller securitization som det också benämns. Det fångade våra intressen och vi insåg ganska snart att ämnet var relativt outforskat. Att i dagens finansiella klimat hitta alternativa finansieringslösningar, oavsett vilken bransch, tror vi är väldigt viktigt.

Vi har valt att undersöka detta instrument med tillämpning på flygbranschen som är oerhört kapitalintensiv och framför allt beroende av många olika finansieringslösningar.

Vi hoppas att med denna uppsats kunna ge en introduktion till instrumentet och samtidigt ge läsaren en inblick i hur den betydelsefulla flygbranschen fungerar och verkar.

Vi vill först och främst tacka vår handledare Mats Persson som fungerat som ett viktigt stöd i vårt arbete. Vi vill även rikta ett stort tack till Mats Ericson på Avion Aviation som bistått med idéer och tankar kring ämnet och som även förmedlat ovärderliga kontakter.

Stort tack till Sven Holmgren och Jonas Lundeberg på Volito Aviation Services som varit mycket hjälpsamma vid våra intervjuer och bidragit med mycket information. Tack även till Thomas Wrangdahl på Fortis Bank och Henrik Ossborn på advokatfirman Vinge.

Utan er hade denna studie inte gått att genomföra.

Lund, 2009-05-28

Henrik Cederqvist

Kalle Lundberg

Axel Smith

Erik Åkerlund

Innehållsförteckning

1. INLEDNING	5
1.1 BAKGRUND	5
1.2 PROBLEMDISKUSSION	8
1.3 SYFTE	9
1.4 MÅLGRUPP	9
1.5 AVGRÄNSNINGAR	9
1.6 DISPOSITION	10
2. METOD	11
2.1 METODANSATS	11
2.2 FORSKNINGSANSATS	13
2.3 UNDERSÖKNINGSMETOD	13
2.4 TEORETISK UTGÅNGSPUNKT	14
2.5 DATAINSAMLING	14
2.5.1 Primärdata	15
2.5.2 Sekundärdata	15
2.6 INTERVJUER	15
2.6.1 Arrangemang av intervjuer	16
2.6.2 Respondenter	16
2.6.3 Intervjuteknik	18
2.7 SURVEYUNDERSÖKNINGAR VIA E-POST	18
2.8 VAL AV DATAANALYS	18
2.9 METODKRITIK	19
2.9.1 Källkritik	19
2.9.2 Trovärdighet och äkthet	20
3. TEORI	22
3.1 FINANSIELL TEORI	22
3.1.1 Pecking-order teorin	22
3.1.2 Principal-agent problemet	23
3.1.3 Adverse Selection	23
3.1.4 Moral Hazard	23
3.2 VÄRDEPAPPERISERING (SECURITIZATION)	24
3.2.1 Historik	24
3.2.2 Grunderna inom värdepapperisering	26
3.3 PRAKTISKT RAMVERK	28
3.3.1 Finansieringsfordon inom flygbranschen	28
3.3.2 Spektrumet av finansieringsfordon	30
3.3.3 ETC - Equipment Trust Certificates	31
3.3.4 EETC - Enhanced Equipment Trust Certificates	32
3.3.4.1 Single Model EETC	35
3.3.4.2 Diversified Model EETC	35
3.3.5 ALPS - Aircraft Lease Portfolio Securitization	36
3.4 ALTERNATIVA TEORIER	38

4. EMPIRI	39
4.1 RESULTAT AV EMPIRISKA UNDERSÖKNINGAR	39
4.1.1 Läget i branschen.....	39
4.1.2 Flygplansfinansiering med värdepapperisering.....	39
4.1.3 Ratinginstitutens påverkan och delaktighet	41
4.1.4 Lessorernas situation.....	43
4.1.5 Instrumentet värdepapperisering.....	45
4.1.5.1 EETC - Enhanced Equipment Trust Certificate.....	47
4.1.6 Framtiden	48
4.1.7 Finansieringsgapet.....	49
4.2 RESULTAT AV DOKUMENTUNDERSÖKNINGAR.....	50
4.2.1 Dokumentkällor.....	50
4.2.1.1 Wachovia Securities.....	50
4.2.1.2 J. David Cummins & Christopher M. Lewis.....	51
4.2.1.3 AerCo & Airplanes Group.....	51
5. ANALYS	52
5.1 VÄRDEPAPPERISERINGENS PROCESSUELLA FRIKTIONER	52
5.2 VÄRDEPAPPERISERINGENS PLACERING INOM PECKING-ORDER	54
5.3 VÄRDEPAPPERISERINGENS FÖRDELAR.....	55
5.4 VÄRDEPAPPERISERINGENS NACKDELAR.....	56
5.5 OLIKA FINANSIERINGSLÖSNINGAR.....	57
5.6 ALPS vs. EETC.....	58
5.7 VÄRDEPAPPERISERINGENS RESULTAT OCH NYTTJANDE	60
5.8 FRAMTIDEN FÖR INSTRUMENTET.....	63
6. SLUTSATS	65
7. VIDARE FORSKNING	67
KÄLLFÖRTECKNING	68
BILAGOR	71
BILAGA 1 - TERMINOLOGI.....	71
BILAGA 2 - EPOSTKORRESPONDENS.....	73
BILAGA 3 - INTERVJUER	75
BILAGA 4 - TELEFONINTERVJUER	83
BILAGA 5 - EPOSTENKÄTER	89
BILAGA 6 - AVKASTNING PÅ ALPS-CERTIFIKAT.....	96

KAPITEL 1

INLEDNING

Det inledande kapitlet kommer att ge läsaren en inblick i bakgrunden till ämnet samt en diskussion av de problem som kommer att behandlas. Vi redogör för syftet och vilka avgränsningar som gjorts och ger läsaren en inblick i dispositionen. För att öka förståelsen och underlätta läsningen av uppsatsen vill vi rekommendera läsaren att vid eventuella frågetecken kring terminologin se till ordlistan i bilaga 1.

1.1 Bakgrund

Utvecklingen av finansiella instrument har i stora drag stått still sedan bankens födelse i Italien under tidig medeltid, då italienska köpmän upptäckte finansiering och dess förtjänstmöjligheter med att agera som utlånare av växlar. Detta har sedan dess kommit att prägla utformningen av vårt moderna finansieringssystem, med utlåning av monetära medel mot någon form av säkerhet som inlösen.

"We estimate it will take 10 to 15 years for structured securitised credit to replace to displace completely the classical lending system -not a long time, considering that the fundamentals of banking have remained essentially unchanged since the Middle ages"

(Kothari, 2009, < <http://www.vinodkothari.com> >; Lowell L. Bryan)

Med andra ord är bankväsendet ett någorlunda trögrörligt system men ett nytt sätt att låna kapital och finansiera är under utveckling. Sedan 1970-talet i USA har ett nytt finansiellt instrument växt fram, securitization, eller 'värdepapperisering' som vi härnäst kommer att benämna det. Värdepapperisering förklaras lättast som att man buntar ihop relativt homogena framtida kassaflöden och säljer ut dessa till investerare. Ett något förenklat men väldigt förklarande sätt att se på värdepapperisering är att se på det som en börsintroduktion av ett stabilt homogent kassaflöde, där investerare kan teckna sig för andelar i kassaflödet.

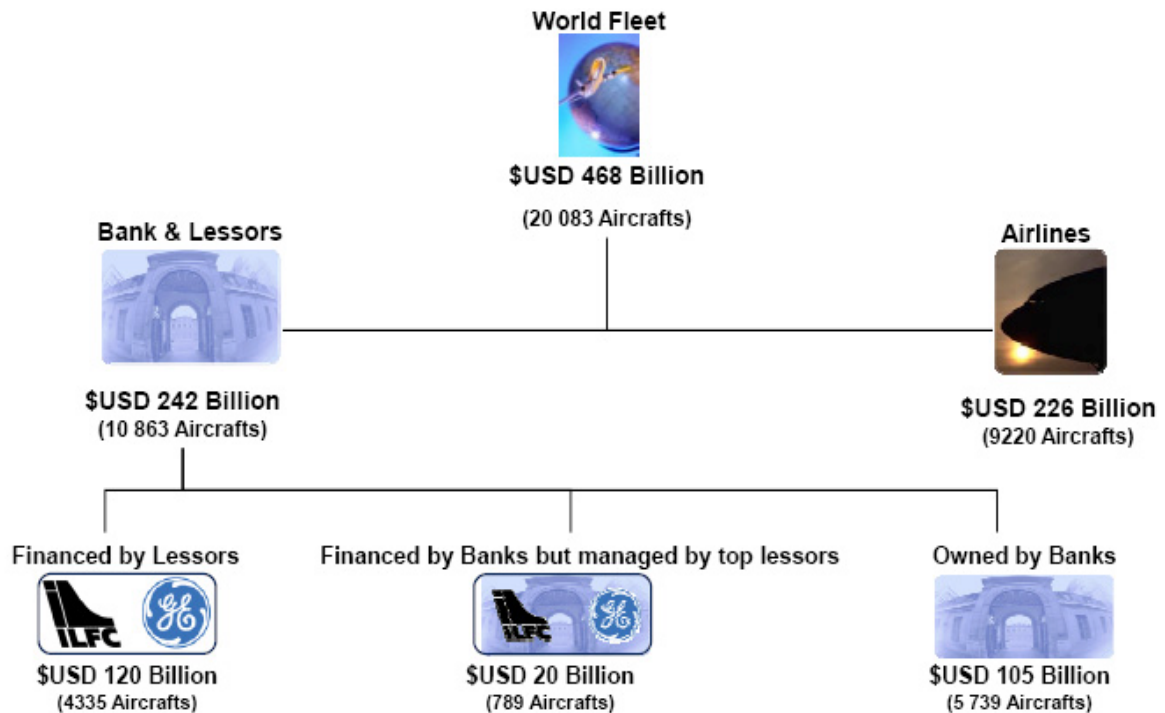
Följer utvecklingen av värdepapperisering i Sverige samma spår man kunnat iaktta i andra länder, kommer detta finansieringsfordon snart beröra ett stort antal aktörer, företag som myndigheter.

De första värdepapperiseringarna var amerikanska bostadslån. Dessa står fortfarande för den största delen av den värdepapperisering som sker i världen. På senare tid har dock instrumentet utvecklats och tillämpas i dagsläget inom diverse olika finansieringssammanhang, bland annat inom kredithantering och royalties. En känd banbrytande värdepapperisering är på David Bowies framtida royalties som såldes ut till investerare för ca 480 miljoner amerikanska dollar.

Möjligheterna att värdepapperisera framtida homogena positiva kassaflöden kan komma att revolutionera företagens investeringslösningar, speciellt inom de verksamhetsområden som anses realkapitalintensiva, exempelvis flygbolag. Flygbranschen är en marknad som på senare år genomgått revolutionerande förändringar. Från att ha varit en oligopolliknande marknad till en effektiv marknad med ett flertal aktörer. Denna utveckling kan delvis förklaras som en konsekvens av de antal nya finansieringslösningar flygbolag numera tillämpar. Dagens finansieringsinstrument likt leasing eller värdepapperisering har minskat kraven på grundinvesteringsskapital vid nyetablering och på så sätt främjat denna förändring. Rederier i jämförelse anses inte besitta samma möjlighet att värdepapperisera då skeppen i deras flottor oftast seglar under olika flagg och betingar olika driftskostnader vilket i sin tur resulterar i en alltför heterogen betalningsström för att värdepapperisera tillgången.

Inom flygbranschen och dess utveckling har USA varit ledartröjan, framförallt inom olika finansieringslösningar. Innan avregleringen av flygmonopolet 1978 finansierades flygplan primärt av banker genom kombinationer av lån och amorteringar. Efter avregleringen försvann som sig bör de monopolistiska effekterna. Istället för halvfulla flygplan kunde nu även mindre bemedlade personer åka längre på kortare tid. Med intåget av marknadskrafterna sjönk priserna och flygbolagen fokuserade mer på kostnadsbegränsningar. De prisokänsliga resenärernas kostnad för deras sista minuten resor fick stå för mellanskillnaden när helgresenärerna bokade sina flyg långt i förväg. Effekten blev drastiskt minskade antal tomma säten (Heberle & van Heerden, 2005, s.2).

Vid Gulfkrigetets slut försattes flygindustrin i en tre år lång nedgång försvann de traditionella finansieringskällorna. Dessa försvann då de förlitade sig på företagets kreditvärdighet som försämrats avsevärt. Istället uppstod nya finansieringsstrukturer som tog större hänsyn till den underliggande säkerhetens värde, i detta fall flygplanet, för återbetalning av skulden. Värdepapperiseringen gjorde därmed sitt inträde på scenen för flygplansfinansiering (Heberle & van Heerden, 2005, s.3).



Figur 1.1. Finansieringen av världens alla flygplan (Christian McCormick, 2008, s.49).

Enligt en nyligen publicerad artikel i Airfinance Journal angående 2009 års flygplansfinansiering förväntas ett ansevärt finansieringsgap uppstå mellan flygplanstillverkare och flygbolag. De ledande flygplanstillverkarna Airbus och Boeing har tillsammans estimerat detta gap till 9 miljarder dollar (Air Finance Journal, 2009, <<http://www.airfinancejournal.com>>). Normalt sett fylls detta gap igen av traditionella finansieringsinstitutioner liksom banker och kreditgivare men på grund av dagens finansiella klimat är dessa aktörer inte längre att räkna med. Ingen kunde förutspå denna förändring och flygbranschen går följaktligen mot ytterligare ett år av finansieringssvårigheter.

1.2 Problemdiskussion

I dagsläget finns det ett par olika finansieringslösningar för flygbranschen som alla har sina fördelar respektive nackdelar. Leasing av flygplan är ett av de vanligaste sätten för flygbolag att finansiera sin flotta. Bland annat Lufthansa som är ett väletablerat flygbolag använder sig i stor utsträckning av denna lösning och hade 2008 en flottilj på 276 flygplan varav 106 var leasade (Lufthansa årsred. 2008). Leasingföretagens möjlighet att värdepapperisera flygflottiljer är än så länge ett relativt outforskat ämne men som anses komma att revolutionera flygbolags- och leasingföretagens finansieringsmöjligheter ytterligare (Kendall & Fishman, 1996, s.1).

Trots värdepapperiseringens utbredda spelplan i Nordamerika och England saknar instrumentet fotfäste i Sverige. Frånvaron förklarades tidigare genom lagar vilka eliminerade de positiva egenskaper en värdepapperisering medförde. De flesta av dessa lagar är numera reviderade och anpassade för att underlätta användandet av detta instrument. Förändringarna har dock inte betingat någon större användning av instrumentet vare sig i Sverige eller resten av Europa, England undantaget.

Den senaste tidens ekonomiska klimat främjar dock nya sätt för företag att finansiera sin verksamhet. Värdepapperisering inom flygbranschen är ingen ny företeelse men fortfarande under utveckling. Enligt både författarnas åsikt och experter inom området förtjänar detta finansieringsinstrument all uppmärksamhet.

Den starkt kapitalintensiva flygbranschen står inför ständigt återkommande finansieringsproblem då kraven på teknisk innovation är hög. Flygbranschen har således varit mottaglig för nya finansieringslösningar, till exempel var de väldigt tidigt ute med olika leasinglösningar. Värdepapperisering av framtida leasingintäkter är en typisk alternativ lösning och vi strävar därför efter att öka förståelsen för detta instrument genom en kartläggning.

Forskning kring den finansiella krisen som slog över världen under 2008 har lärt oss att värdepapperisering fortfarande besitter en del olösta gåtor (Ashcraft, Schuermann, 2009, <<http://www.mediafinance.tv>>). Det har visat sig att friktion mellan instrumentets spelare uppstår vid dess tillämpning. För att skapa en ökad förståelse kring ett av ekonomins potentiellt viktigaste områden ämnar vi kartlägga värdepapperiseringens möjligheter och framtid inom flygbranschen då denna strukturellt lever och dör med finansieringsfrågan.

Vi har således valt att koncentrera vår utredning till huruvida värdepapperisering kan användas för finansiering av flygplan och vilka fördelar respektive nackdelar detta finansieringsfordon potentiellt kan medföra.

1.3 Syfte

Syftet med denna uppsats är att utreda värdepapperiseringens potential som finansieringsinstrument inom flygbranschen.

1.4 Målgrupp

Vilket nämnts tidigare är förhoppningarna med denna uppsats att öka förståelsen inom området för värdepapperisering och dess tillhörande marknader. För att kunna tillgodogöra sig informationen i arbetet är vissa förkunskaper att föredra. Arbetet riktar sig mot grupper med intressen för och i flygindustrin.

1.5 Avgränsningar

Då flygindustrin är en oerhört komplex och global bransch är avgränsningar en viktig del i det fortsatta arbetet. För att praktiskt kunna genomföra arbetet har vi därför gjort en del avgränsningar i vår utredning. Flygbranschen och framför allt handel med flygplan sker på alla kontinenter och varje transaktion för med sig olika villkor. I arbetet hänvisar flygbranschen till de aktörer vilka figurerar på marknader för leasing, försäljning och användningen av flygplan. Vi har valt att fokusera på värdepapperisering som finansieringsalternativ och vilka villkor det för med sig. Vi har valt att avgränsa oss till att undersöka värdepapperisering och kort nämna de andra finansieringsformer som finns. En fullständig jämförelse av alla olika finansieringsalternativ för stor för att avhandla i en kandidatuppsats.

1.6 Disposition

Kapitel 1: Inledning

Detta kapitel förklarar värdepapperiseringens bakgrund. Problemdiskussionen fortsätter med att förklara hur värdepapperiseringen påverkar flygbranschen. Den mynnar ut i vårt syfte som följer uppsatsens gång. Sedan tas målgruppen och avgränsningarna upp och till sist dispositionen.

Kapitel 2: Metod

Kapitel två redogör för vilka metoder vi har valt att använda oss av som referensmaterial under vår kartläggning. Vi förklarar och motiverar vilken data vi har använt oss av samt hur insamlingsprocessen gått tillväga. Vidare presenteras brister i de valda metoderna samt vilka risker dessa medför.

Kapitel 3: Teori

Här får läsaren en överblick över den teori vi anser vara kopplad och tillämpbar avseende syftet. De centrala begreppen inom instrumenten värdepapperisering och leasing förklaras och de friktioner som kan uppstå vid instrumentets användning.

Kapitel 4: Empiri

Under empirikapitlet redogörs för den rådata som anskaffats. Resultatet av de intervjuer vi genomfört sammanfattas och presenteras efter författarnas subjektiva urval. Vi redogör också för några av de dokumentstudier vi genomfört.

Kapitel 5: Analys

I kapitel fem analyseras empirin vi redogör för i kapitel fyra. Med analytisk infallsvinkel relateras de teoretiska modeller som presenterades i kapitel tre till den insamlade empirin. Avslutningsvis diskuteras instrumentets framtid.

Kapitel 6: Slutsats

I avhandlingens avslutande kapitel diskuteras de slutsatser vi kan dra utifrån vår analys av empirin. Slutligen redovisar vi instrumentets potential som finansieringsfordon inom flygbranschen och förslag till vidare forskning presenteras.

KAPITEL 2

METOD

I detta kapitel förklarar vi hur vi gått tillväga vid valet av metod i uppsatsen. Vi presenterar vår teoretiska utgångspunkt. Det följs av en redogörelse av hur vi gått tillväga vid insamlandet av empirin. Vi diskuterar ett kritiskt förhållningssätt till metodvalen och vad man bör tänka på vid användandet av rådata. Intervjurespondenternas bakgrund presenteras och i slutet för vi resonemang kring trovärdighet och äkthet.

2.1 Metodansats

Vi anser det viktigt att poängtera vikten av att vara flexibel vid ett uppsatsskrivande. Vi började ganska tidigt med att bestämma oss för att använda oss av en kvalitativ metodansats. Tidigare forskning om värdepapperisering belyser oftast bolånebranschen och har då utnyttjat den kvalitativa metodansatsen. Dock insåg vi begränsningarna med denna ansats, eftersom vi behövde få kontakt insatta personer som befinner sig över hela världen. Därav beslutet att använda en flerfaldig strategi, för att nå både djup och bredd.

Forskare gör skillnad på kvantitativa och kvalitativa forskningsstrategier. Den kvantitativa metoden innebär användandet av enkäter och siffror för att få en bredd i analysen. Den kvalitativa forskningsstrategin handlar om att man bl.a. gör intervjuer och lägger tyngden på ord vid insamlingen och analysen av data. Vi vill gå på djupet inom ämnet snarare än att få en bred översikt och anser därmed att vi kommer att dra mest fördelar genom att använda en flerfaldig forskningsstrategi. Det är en blandning av den kvantitativa och den kvalitativa forskningsstrategin. Forskare ser strategin som ett komplement och den används i syfte att få olika aspekter av en undersökning att passa ihop med varandra. Med hjälp av enkäter, intervjudata och observationsdata kan man kombinera denna kvantitativa informations precisa och specifika karaktär med den kvalitativa analysens förmåga att tolka karakteristiska drag och komplexa uppfattningar. Resultaten från en kombination av kvalitativ och kvantitativ forskning kan vara både planerade/förväntade och oplanerade/oväntade, vilket gör resultatet mer generaliserbart och förståeligt. Tilliten till resultatet stärks även av två använda metoder. Flerfaldig forskningsstrategi rymmer ofta fördelar men är givetvis också underkastad samma överväganden och svårigheter som den forskning som bygger på en enda metod eller en enda strategi. En fördel med multistrategin är att den kvalitativa ansatsens

kritik, i form av bristande generaliserbarhet, suddas ut genom kombinerandet. Däremot finns det en del aspekter att ha i åtanke. Den flerfaldiga strategin måste vara kompetent genomförd, den måste anpassas efter frågeställningen. Den kan försvaga insatserna och ansträngningarna på grund av spridningen på flera områden, samt att forskarnas eventuella bristande kunskaper kring genomförandet av multistrategin (Bryman & Bell, 2005, s. 500-515).

Användning av den ena metodstrategin utesluter allt som oftast inte en kombinerad med den andre. Detta eftersom en djupare förståelse för resultatet kan erbjudas och bilden av verkligheten förbättras. Däremot ska denna kombination erbjuda resultatet tillräcklig information relativt ”kostnaden” för tillämpningen. Med kostnad menas dels tid, pengar men även kunskap då forskare trampar utanför sitt område. Svårigheten ligger i att bedöma förtjänsten av resultatpåverkan innan beslut om kombinerad fattas. Bedöms påverkan av resultatet stort utförs kombinerad, vilket leder till förlust ifall ”påverkan” inte var större än ”satsningen” av kombinerad. Dock bör en kombinerad utföras om ”satsningen” för den understiger ”påverkan” av resultatet (Bryman & Bell, 2005, s. 514).

Vi ville utreda värdepapperiseringens potential som finansieringsfordon inom flygbranschen och för att genomföra detta behövde vi veta mer om finansieringen av flygplan. Det är en komplex bransch och vi ansåg att det bästa sättet att finna information om branschen var via kontakt med olika företag som i sin tur kunnat länka oss vidare i rätt riktning. Vi har genomfört intervjuer men på grund av den internationella branschen har vi blivit begränsade. Vi har inte haft något direkt val vid utnyttjandet av metodansats för flygbranschen. Den flerfaldiga strategin tedde sig ganska naturlig på grund av intervjuerna, intervjuerna online, samt epostenkäterna via mail.

Ett annat tillvägagångssätt som man hade kunnat tillämpa för att reda ut värdepapperiseringen är att använda sig av den kvantitativa metoden. Det är en relativt outforskad metodansats inom detta område. Empirin hade då antagligen bestått av enkäter och massutskick via mail till berörda parter såsom leasingföretag och flygbolag. Generaliserbarheten hade förmodligen ökat men skapat en brist i djupet i uppsatsen. Vi anser dock att det inte hade fungerat för denna uppsats på grund av den bristfälliga medvetenheten om detta finansiella instrument. Det är som sagt ett relativt nytt fenomen som inte har spridit sig lika snabbt i Sverige jämfört med exempelvis USA.

2.2 Forskningsansats

Det finns två typer av forskningsansatser, deduktiv och induktiv. Båda tar upp synsättet på relationen mellan teori och forskningspraxis men den deduktiva ansatsen formas efter redan kända teorier medan den induktiva ansatsens teori genereras efter praktiken (Bryman & Bell, 2005, s.588 ff.).

Forskningsansatsen för uppsatsen är deduktiv då det redan finns teorier och metoder för att genomföra en värdepapperisering. Den deduktiva ansatsen innebär att man utgår från en teori, formar en hypotes som sedan testas genom utformningen av undersökningen. Vår teori består av värdepapperisering och hypotesen är om värdepapperiseringen kan vara ett potentiellt alternativ för finansiering av flygplan. Detta kommer att testas genom intervjuer, epostenkäter samt dokumentstudier och utifrån detta material kan vi till sist dra en logisk slutsats om hypotesen ska accepteras eller förkastas (Eriksson & Wiedersheim-Paul, 2001, s.220).

2.3 Undersökningsmetod

Den flerfaldiga undersökningsmetoden bidrar med beskrivande information om värdepapperiseringen via kvalitativa intervjuer samt 'utfyllandet av luckorna', genom den kvantitativa metodansatsen. Med utfyllandet av luckorna hänvisar till problematiken med att komma i kontakt med vissa grupper och det har den kvantitativa ansatsen hämmat. (Bryman & Bell, 2005, 506).

Kvantitativa forskare kritiserar kvalitativa undersökningar för att de är allt för subjektiva. De menar att de kvalitativa resultaten, i allt för stor utsträckning, bygger på forskarnas ofta osystematiska uppfattningar om vad som är betydelsefullt och det osunda personliga förhållande som de etablerar med undersökningsspersonerna. De kvalitativa forskarna kritiserar jämförelsevis de kvantitativa forskarna för deras statiska inställning.

Det finns alltid för och nackdelar med de två undersökningsmetoderna men vi anser att den flerfaldiga strategin är bäst lämpad för denna uppsats. Användandet av en kombinerad hämmar det icke önskvärda förtroendet mellan intervjuare och respondent som kan skapas vid en kvalitativ ansats. Emellertid är det viktigt att poängtera användandet av ett

standardiserat formulär så att resultatet av intervjuerna kan återkopplas till ämnet och därmed bli mer äkta, samtidigt som man ska ha flexibilitet i intervjuerna.

Vi har genomfört semistrukturerade kvalitativa intervjuer då vi söker utförligare svar kontra den kvantitativa som bidrar med vaga och standardiserade svar. Däremot har vi använt oss av den kvantitativa ansatsen med e-postenkäter som ett komplement till insamlandet av data. E-forskning kan nyttjas vid både den kvantitativa och den kvalitativa ansatsen vilket styrker vårt val av metodansats (ibid., s. 537).

Den huvudsakliga undersökningen behandlar värdepapperisering men då andra intressanta ämnen dykt upp under uppsatsens förlopp har vi följt upp dessa efter bästa förmåga. Därför har de semistrukturerade intervjuerna passat bra. Då utgår intervjuaren från en intervjuguide med frågor som är relevanta till ämnet men med utrymme för följdfrågor och fortsatt diskussion (Bryman & Bell, 2005, s. 364).

2.4 Teoretisk utgångspunkt

Både finansiell teori och det praktiska ramverket kring utförandet av en värdepapperisering inom flygbranschen behandlas i kapitel tre. Teorierna är hämtade från böcker, tidsskriftsartiklar, tidningsartiklar, uppsatser samt elektroniska källor. De praktiska ramverk som används vid värdepapperisering inom flygbranschen är inte lika väl förankrad som den finansiella teorierna. Vi anser dock att de är relevanta och utgör en referensram som visar på hur en värdepapperisering går till. Dessa kommer sedan att finnas med vid analysen av empirin.

2.5 Datainsamling

Värdepapperiseringen av flygplan är ett relativt nytt fenomen och flygbranschen är internationell och därav för oss svårtillgänglig för insamling av information. Det innebär att datainsamlingen till stor del har bestått av intervjuer med lokal expertis, dokumentstudier samt e-postenkäter. Datainsamlingen i sin helhet presenteras i bilagorna.

Vi hade svårt att komma i kontakt med vissa grupper av människor som vi ansett varit relevanta, såsom CEO:s, CFO:s etc. Vi har dragit slutsatsen att det är antagligen med

personer med dessa befattningar som besitter erfarenhet och information om värdepapperisering.

2.5.1 Primärdata

Primärdatan består av information från diverse leasingföretag och flygbolag då de står för värdepapperisering inom flygbranschen. Denna data har gett oss en bra utgångspunkt för att utreda instrumentets potential. Det har varit viktigt att respondenterna gett sin bild av verkligheten som de uppfattar den och att vi sedan analyserat resultatet utifrån vår ansats.

2.5.2 Sekundärdata

Sekundärdata har bestått av information om flygplansfinansiering och värdepapperisering. Vi har använt oss av e-forskning i form av exempelvis Air Finance Journal, Lufthansas årsredovisning, tidskriftsartiklar, artiklar, nyhetsartiklar. Även relevant litteratur om finansieringsfordon och då främst värdepapperiseringens plats i denna miljö har använts.

2.6 Intervjuer

Vi har valt kvalitativa intervjuer inom flervälsstrategin eftersom kvantitativa intervjuer har en tendens att inte bli lika dynamiska. Den kvantitativa metodansatsen har tagit sin form i massutskick via epost till olika lessors och berörda parter. Eftersom forskningen ska ge en upplysande funktion har vi valt att inte begränsa oss utan använda olika former av kvalitativa intervjuer, d.v.s. ostrukturerade och semistrukturerade.

I den semistrukturerade intervjun är det viktigt att undvika ledande frågor som är alltför styrande då respondenten kan påverkas att svara på ett visst sätt. Främsta anledningen till att vi valt den semistrukturerade intervjuformen är för att försöka frambringa så nyanserade svar som möjligt. Dels för att det är ett komplext ämne, där det oftast inte räcker med ett ja eller nej som svar men även för att vi tror att intervjuaren behöver en rimlig frihet. Detta för att trovärdigheten skall styrkas. Att använda sig av den här tekniken kan dock innebära en uppenbar risk då intervjuaren kan påverka hur frågorna blir ställda. Respondenten kan utveckla egna följdfrågor som i sin tur kan ge avvikelser i svaren. Problemet med att svaren avviker alltför mycket från respondent till respondent gör det svårt att dra generella slutsatser av intervjun. För att undvika detta är det viktigt att intervjuaren inser vikten av en entydigt utformad intervju. Vi genomförde även asynkrona kvalitativa individuella intervjuer online.

Det innebär att mailväxling har skett under en viss tidsperiod och alltså inte i realtid (Bryman & Bell, 2005, s. 363, 525).

Urvalet av intervjuobjekt blev en typ av kedjeurval som resultat av att vi 'fyllde i luckorna'. Kedjeurval tas upp i de kvantitativa metoderna, vilket innebär att man som forskare får kontakt med en mindre grupp människor som sedan kan hjälpa en att få kontakt med ytterligare väsentliga intervjuobjekt. Användandet av kedjeurval har rönt större framgångar under årens lopp och har verkligen hjälpt oss i forskningen (ibid., s. 126).

2.6.1 Arrangemang av intervjuer

Först gjorde vi en asynkron kvalitativ individuell intervju online. Denna ostrukturerade intervju inleddes med allmänna frågor kring flygplansfinansiering och hur värdepapperisering kunde brukas som en alternativ finansieringsform. Denna intervju i form av epostkorrespondens med Mats Ericson som är Managing Director på Avion Aviation Ltd. under perioden 2009-04-17 - 2009-05-07. Han jobbar 'in the front end', som han uttrycker det, med att leasa ut flygplan till flygbolagen (se bilaga 2). Han hjälpte oss att skapa en bild av hur marknaden ser ut och vad som kan vara värt att undersöka. Vidare hjälpte han oss med 'utfyllandet av luckorna', och vidarebefordrade oss till Volito Aviation Services AB.

På Volito, som vi hädanefter kommer nämna företaget, utförde vi en semistrukturerad intervju med Sven Holmgren som är företagets General Counsel. Han gav oss lite mer kött på benen dock hade han främst arbetat på den legala sidan av värdepapperisering inom flygplansfinansiering och hjälpte oss komma i kontakt med Volitos CFO, [Jonas Lundeberg](#). Sven vidarebefordrade oss till Henrik Ossborn på advokatfirman Vinge. Via personliga kontakter lyckades vi också få kontakt med Thomas Wrangdahl.

2.6.2 Respondenter

Respondenterna har haft olika positioner inom företagen, vilket ger en bredare bild av finansieringsfordonen. Gemensamt är dock att de har varit långsiktiga aktörer och att diskussionen om finansiering av flygplan ingår i deras dagliga arbete. Nedan presenteras samtliga respondenter som intervjuats.

Mats Ericson, Managing Director, Avion Aviation Ltd, Singapore

Sedan 1989 har Mats varit verksam inom flygplansleasing. Han känner till branschen väl även om han inte har jobbat med finansiering av flygplan sedan 1997. Han har mest varit aktiv i affärer med indonesiska kunder från europeiska uppdragsgivare. Han har varit i managerial och executive positioner i stora och små bolag samt jobbat med små och stora kunder med komplexa transaktioner. Vi anser att Mats breda kunskaper inom området legitimerar honom som källa och vägledare för oss. Han var den person som först blev och som hjälpte oss vidare med kontakter.

Sven Holmgren, General Counsel, Volito Aviation Services AB, Malmö

Sven har varit på Volito i ca 10 år och arbetar som deras General Counsel. Han har arbetat med flygplansfinansiering under lång tid och har stor erfarenhet inom den legala sektorn. Vi tror att Sven kommer hjälpa oss få en övergripande bild över hur branschen ser ut just nu och framför allt hur en typisk lessor fungerar.

Jonas Lundeberg, CFO, Volito Aviation Services AB, Malmö

Mellan 1995 och 2007 arbetade Jonas på SAS Finans. Han var ansvarig för en finansavdelning inom SAS som fungerade som ett internt leasingbolag. Han har arbetat som CFO på Volito sedan 2007 och har även bakgrund inom bank och finans. Vi tror att Jonas med sin gedigna bakgrund kan ge oss detaljerad information om hur branschen i stort fungerar och vilken roll värdepapperisering har nu och kan komma att ha i framtiden.

Henrik Ossborn, Advokat - Delägare, Vinge Advokatfirma, Malmö

Henrik är verksam som jurist inom bank och finans samt M&A. Han har tidigare arbetat på bl.a. GE Capital Equipment Finance i Stockholm och arbetar just nu med de juridiska aspekterna inom finansiella tjänster, bygg & fastigheter samt flygindustrin på Vinge. Han har varit delaktig och utfört värdepapperiseringar, dock med andra bakomliggande tillgångar än flyg. Vi tror att Henrik med sin gedigna bakgrund som finansjurist kommer att kunna ge oss en bra överblick över de legala aspekterna inom värdepapperisering.

Thomas Wrangdahl, tidigare VD för Solitaire, VD för Fortis Bank, Stockholm

Thomas har arbetat med finansiering av flygplan och värdepapperisering, dock aldrig i kombination med varandra. Han jobbade på ABB och fick sedermera chansen att bli VD för Solitaire 1990-92. Det var ett företag som höll på med flygplansleasing finanskrisen i början

av 90-talet försatte Solitaire i konkurs. Thomas fortsatte dock inom ABB-koncernen på deras finansiella avdelning och började därifrån arbeta med värdepapperiseringar. Detta innebär att Thomas har således breda kunskaper om instrumentet och därför tror vi att han kan ge oss en generell bild om värdepapperisering.

2.6.3 Intervjuteknik

För att intervjuerna inte ska bli snedvridna har vi spelat in dem, samtidigt som vi har fört löpande anteckningar under själva intervjun. I direkt anslutning till avslutad intervju har materialet bearbetats. Detta krävs för att den sammanställda intervjun skall bli så trovärdig som möjligt. Alla författare har närvarat vid samtliga intervjuer och det har bidragit till att det skapats en mer rättvisande bild.

2.7 Surveyundersökningar via e-post

När epostenkäter skickas ut till respondenterna finns det två tillvägagångssätt. Det ena är att skriva direkt i dokumentet och det andra är att bifoga en fil med frågorna. I Bryman & Bell (2005) argumenteras det kring att respondenten kanske inte besitter tillräcklig kunskap för att öppna dokumentet, att man har fel programvara, att det kan finnas virus etc. Ett intressant exempel på detta är svarsresultaten som Dommeyer & Moriarty (2000) jämförde vid en undersökning. Det visade sig i en studie av slumpmässigt valda studenter att svarsprocenten var betydligt lägre när det fanns ett bifogat dokument kontra frågor direkt i mailet (8 respektive 37 %). Därför har vi följt Bryman & Bells råd och skrivit frågorna direkt i mailet (Bryman & Bell, 2005, s. 529; Dommeyer & Moriarty, 2000, s. 39-50).

2.8 Val av dataanalys

Vi har valt en flerfaldig metodansats men vid analyserandet av datainsamlingen har vi valt den kvalitativa dataanalysen. Detta val har vi gjort som ett resultat av att vi har tvingats omformulera frågorna i intervjuerna. Denna kompromiss har uppstått då vi tror denna typ dataanalys genererar en mer rättvis bild.

Vid användandet av en kvalitativ dataanalys, finns det inga särskilda regler för hur den ska genomföras. Intervjuer genererar data som är svåra att analysera och därför finns det två generella analysstrategier. Dessa är grundad teori och analytisk induktion. Dessa två generella strategier är iterativa vilket innebär att man vid insamling och analys av data formar vidare

insamling efter befintlig insamlade data. Det betyder att man ändrar sin intervju efter tidens gång om de första frågorna skulle visa sig vara irrelevanta för forskningen. För att sedan analysera den insamlade datan tillämpas en typ av kodning. Strauss & Corbin (1987) delar upp kodningen i den grundande teorin på tre nivåer. Vi har valt att använda oss av den selektiva kodningen. Det är en process som innebär att man ”väljer ut en kärnkategori och systematiskt relaterar den till andra kategorier, validerar dessa relationer och fyller på med kategorier som behöver bearbetas och utvecklas ytterligare” (Bryman & Bell, 2005, s. 450; Strauss & Corbin, 1987). Vi har valt den selektiva kodningen för att den är bäst lämpad vid vår analys då värdepapperisering är ett relativt outforskat ämne.

2.9 Metodkritik

Nackdelar med intervjuer är att intervjuaren kan påverka informationen som respondenten ger. Detta kallas för intervjuareffekten och den uppstår på grund av den sociala situationen intervjun medför. Risken är att informationen kan förvrängas beroende på vem som ger ut den och vad den ska användas till. Den största risken är dock att vi har feltolkat informationen. Det vi finner osammanhängande och komplicerat kan ha kommit att misstolkas omedvetet i riktning mot något som vi förstår eller kan dra slutsatser av (Svenning, 1999, s. 114). En del av intervjuerna har genomförts via epost och då finns det risk för att den svarande kan ha misstolkat frågorna. Respondenten har också kunnat välja själv hur mycket tid de vill lägga ned på svar och vi har därför inte alltid fått de uttömmande svar vi hoppats på.

2.9.1 Källkritik

Det är viktigt för uppsatsen att vara kritisk till sina källor. Det gäller att noga överväga vilka källor som ska vara med för att ge den mest korrekta bilden av verkligheten. Vår uppsats förlitar sig mycket på intervjuer men det är svårt att sätta sig in i respondentens sits. Personen i fråga har möjlighet att missvisa informationen om den kan se någon vinning i det. De kan vara misstänksamma och inte svara utförligt i tron om att informationen som delges kan skada respondenten på något sätt. Å andra sidan kan respondenten svara missvisande åt andra hållet för egen vinnings skull. Det skulle också kunna vara så att respondenterna ger oklara svar som man inte kan dra några slutsatser av eller som inte går att presentera.

2.9.2 Trovärdighet och äkthet

Wijk förklarar att då en viss grad av generalisering av resultatet alltid är önskvärd vid varje studie måste både forskaren och läsaren vara grundliga vid analyserandet av arbetet. Flera aspekter påverkar och begränsar arean av resultatets generalisering, t.ex. tid, plats och djup. Beroende av metodinriktning ser bedömningen av generaliseringen även annorlunda ut. Den kvantitativa forskningen vidhåller sina utarbetade begrepp och bedömer arbetets styrka och generaliserbarhet utifrån dessa. Kvalitativa forskare tonar ner mätbetydelsen hos kriterierna och fokuserar istället på kvalitén i studien, vilket renderar i en mer övergripande generalisering där man ser till likheter i hela kulturella kontexter och överförbarheten mellan dessa (Gösta Wijk, Lunds Universitet, 2008).

I slutskedet av uppsatsskrivandet ska man bedöma om uppsatsen är trovärdig och äkta. Wijk menar att uppsatsen ska följa en röd tråd. Syftet och problemformuleringen ska vara relevant formulerade så att resultatet svarar på frågeformuleringen (Gösta Wijk, Lunds Universitet, 2008). Trovärdighet och äkthet, som vissa författare menar passar bättre till den kvalitativa forskningsstrategin, är en alternativ metod att förklara validitet och reliabilitet. Validitet och reliabilitet mäter de kvantitativa instrumenten (Bryman & Bell, 2005, s. 306).

Som tidigare nämnts har vi valt den flerfaldiga metodansatsen. Vi valde att närma oss bedömningen av undersökningarna från den kvalitativa ansatsen då den flerfaldiga strategin inte har någon uttalad motsvarighet. Trovärdigheten handlar om att datainsamlingen har möjlighet att utvecklas efter tidens gång, vilket ger en dynamisk bild av den sociala verkligheten. Man vill skapa flera hållbara beskrivningar av verkligheten, vilket är forskarens uppgift att avslöja (Bryman & Bell, 2005, s. 306).

Äktheten handlar om att informationen inte snedvrids. För att förhindra detta har vi skapat ett forum där respondenterna fritt kan uttrycka och beskriva sin bild av värdepapperisering. Vi önskar att respondenterna ska hålla sig till intervjuguiden, men med chans att sväva iväg. De kommer att få möjlighet att följa processen och ändra sina svar eller fylla ut dem i efterhand. På detta sätt minskar risken för intervjuareffekten.

Vår avsikt är att beskriva värdepapperisering så utförligt att framtida studenter inom finansiering kan använda sig av informationen och eventuellt överföra dessa resultat till andra forskningar eller studier. För att vara objektiva kommer vi som har skrivit denna uppsats att

kontinuerligt granska svaren och forskningen för att säkerställa att vi har fått en fullgod redogörelse (Bryman & Bell, 2005, s. 306). Detta för att få ut det mest relevanta materialet och nå bästa resultat.

Vid användandet av massmedia såsom tidskriftsartiklar, publicerade dokument etc. gäller det att vara kritisk till äktheten då upphovsmännen kan ha bristande kunskap om ämnet. Vi har funnit att det är samma återkommande personer som skriver om ämnet i vårt fall vilket leder till att äktheten styrks. Vi anser därmed att informationen vi valt att ta med är relevant, då det är insatta källor samt att källorna presenterar samma information (ibid., s. 436).

KAPITEL 3

TEORI

I detta kapitel kommer de teorier och regelverk som används att introduceras. Teorierna ligger som grund för vår analys av de empiriska undersökningarna. Vi börjar med att presentera välkända finansiella teorier, för att sedan göra en historisk redogörelse kring värdepapperisering och dess grunder. Det praktiska ramverk som värdepapperisering för med sig läggs fram och slutligen presenteras teorier kopplade till de friktioner som kan uppstå mellan värdepapperiseringens olika aktörer.

3.1 Finansiell teori

3.1.1 Pecking-order teorin

Stewart Myers formulerade (1984) den mest använda hypotesen kring valet av finansieringsmetod som organisationer tillämpar. Rangordningen över finansieringsalternativen för ett företag regleras efter kapitalinförskaffningens kostnad. Minst kostsam är självfinansiering sedan följer lån och sist kommer nyemission.

Företag föredrar internt tillförda medel och de kommer att anpassa sin utdelning efter sina investeringsmöjligheter. Om första instansen inte är tillämpbar väljer man istället att låna. Den sista instansen, utfärdande av nyemission, används endast i nödfall då denna i sig är kostsam. Ifall extern finansiering är nödvändig kommer företaget att använda sig av det minst kostsamma först. Vilket innebär, i fallande ordning, lån, hybrid och till sist nyemission. Alla företag tillämpar givetvis den struktur av lån och eget kapital som de anser lämpar sig bäst (Myers, 1984, s. 575-592).

3.1.2 Principal-agent problemet

Principal-agent problemet tar upp hur man ska motivera ledningen i ett företag att jobba för företagets intressen snarare än sina egna (Berk & DeMarzo, 2007, s. 10). Det kan uttrycka sig i form av att ledningen (agenten) genomför kortsiktiga mål för att skapa vinst så snabbt som möjligt för att framhäva sig själv. Ett sätt att få bukt med problemet har varit att ägarna (principalerna) infört bonusprogram eller kopplat ledningens löner till hur väl företaget presterar. Syftet med detta har varit att motverka de kortsiktiga målen och skapa långsiktig vinst i syfte att främja aktieägarnas intressen. Principal-agent problemet och adverse selection har liknelser med varandra genom att informationsasymmetrin minskar.

3.1.3 Adverse Selection

Teorin är konstruerad av George Akerlof (2007) som dessutom fick Nobelpriset för denna dogm. Han liknade problemet vid en bilmärnad för högkvalitetsbilar kontra lågkvalitetsbilar, även kallade ”cherries” resp. ”lemons”. Då säljaren har, för köparen okänd information, saknar köparen underlag för att bedöma om bilen är ett cherry eller en lemon. Till följd av denna asymmetrisk information kommer köparen att kräva ett lägre pris. Således kan säljare av bra bilar inte få ut det pris bilen rimligen bör ha. En hög grad av dåliga bilar på marknaden resulterar i en utträngning av bra bilar från marknaden. Detta informationsproblem kan medföra att dåliga bilar blir överrepresenterade. Till följd av ofullständig information förlorar marknaden en god produkt. Denna princip fungerar inte bara på bilmärnaden utan kan tillämpas på alla situationer där asymmetrisk information råder mellan säljaren och köparen (Berk & DeMarzo, 2007, s. 514; Akerlof, 1970, s. 488).

3.1.4 Moral Hazard

Moral hazard är ett informationsproblem och ett försäkringsproblem. Det innebär att beteendet hos en individ påverkas av vetskapen om att han är försäkrad. Moral hazard innebär vidare att en individ blir mindre försiktig då denne är försäkrad. Fenomenet innebär också en onödig resursförbrukning i samhället. Inom finans skulle man kunna beskriva det som att den part som är isolerad från risk skulle bete sig annorlunda än om samma part var utsatt för full risk. Likväl att den som har kapital att spendera men som inte är ansvarig för kapitalet agerar mer oförsiktigt och slösaktigt då ansvaret ligger hos någon annan (Ashcroft & Schuermann, 2009, s. 41).

3.2 Värdepapperisering (securitization)

3.2.1 Historik

Förr hade samtlig extern finansiering ursprung från de traditionella källorna exempelvis banklån, factoring eller investmentbolag. Men sedan 1970-talet i USA har ett komplement till de traditionella källorna utvecklats vilket benämns värdepapperisering. Det var den amerikanska regeringen som ville främja den sekundära marknaden för hypotekslån som var först med att möjliggöra värdepapperisering.

"Värdepapperisering är en finansieringsmetod som innebär att man på ett direkt sätt kopplar ihop låntagare med kapitalmarknadens aktörer"

(Månson, Andersson, 1995, s.11)

Government National Mortgage Association eller 'Ginnie Mae' var det första bolag som genomförde en värdepapperisering. De köpte upp bolån från andra låneinstitut och omvandlade dessa till Mortgage Backed Securities, MBS, som i sin tur såldes till en sekundär marknad (American Securitization Forum, 2003, <<http://www.house.gov>>). På så vis fick staten och bolåneinstituten in utestående lån i en klumpsumma som kunde användas för finansiering av ytterligare bostäder. Dagens finansiella klimat har resulterat i kraftig minskning av MBS. De finansiella institut som tidigare ansåg MBS som en tillförlitlig investering har ändrat uppfattning. Många mindre långgivare som förlitat sig till den sekundära lånemarknaden tvingas således behålla utestående lån, vilket följaktligen resulterat i en kraftig ränteökning för låntagaren (Fannie Mae, 2009, <<http://www.fanniemae.com>>).

1985 tog värdepapperiseringen ytterligare ett steg i sin utveckling genom utfärdandet av värdepapper baserade på leasing av datorutrustning, denna form av värdepapperisering fick namnet Asset Backed Securities, ABS (ibid.). ABS är ett värdepapper med lån, lease, fodring eller liknande som bakomliggande säkerhet. Genom att bunta ihop en pool av underliggande diversifierade tillgångar ökar papperets säkerhet (Risk Glossary, 1996, <<http://www.riskglossary.com>>). ABS är idag den näst vanligaste formen av värdepapperisering. Sedan 1985 har utvecklingen fortlöpt, instrumentet har genom lagrevidering spridit sig till resterande världsdelar och nya tillämpningsområde har utforskats. Den senaste tidens finansiella bekymmer har dock avstannat användningen och utvecklingen

något. Mycket på grund av att värdepapperiseringen anses ha spelat en huvudroll i såväl skuld som spridning av den finansiella krisen. (Federal Reserve, 2008 <<http://www.federalreserve.gov>>).

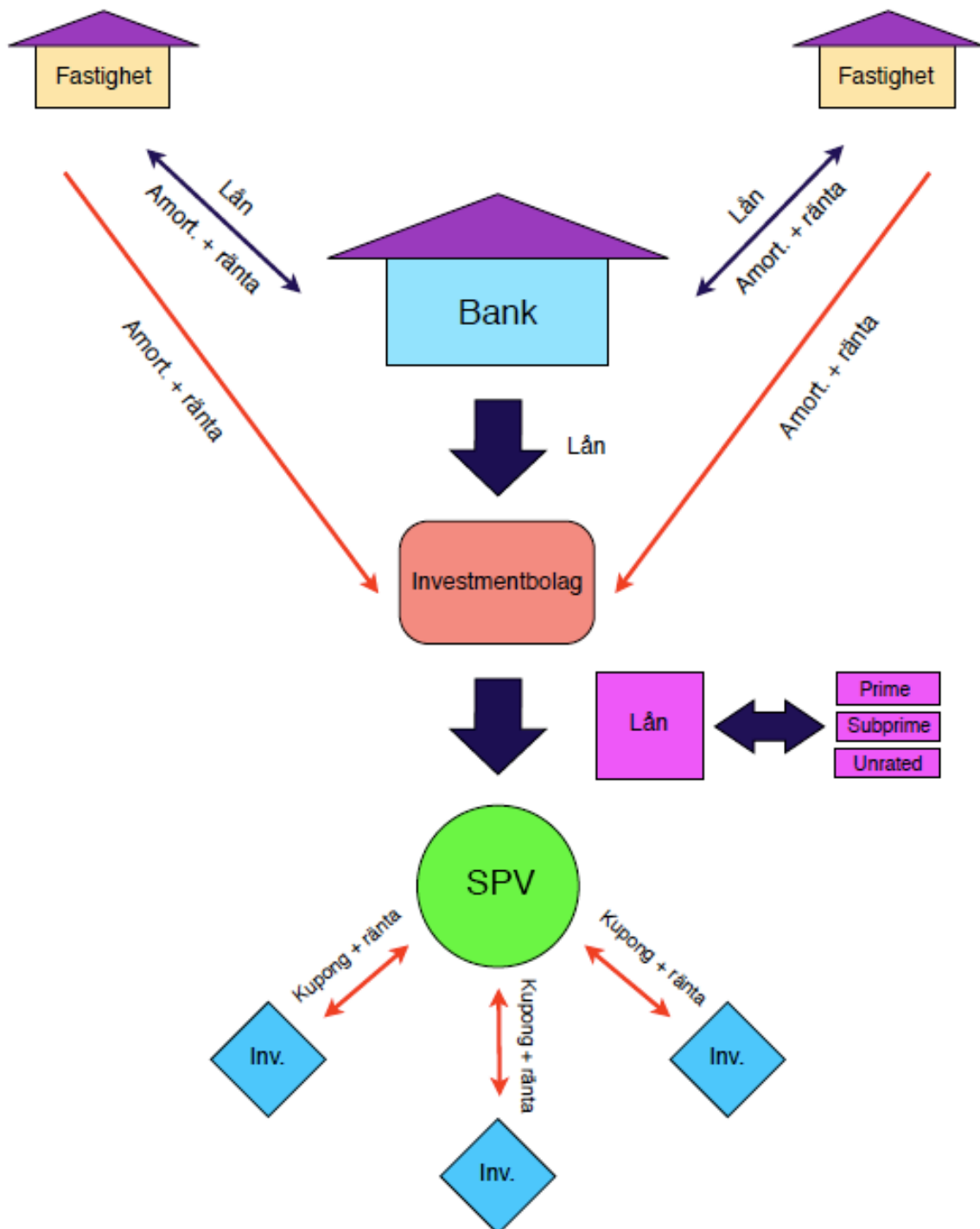
Finanskrisen tros ha sin början i IT-bubblans påverkan på den amerikanska ekonomin. Efter IT-bubblans krasch sänkte den amerikanska riksbanken sin styrränta till en väldigt låg nivå för att motverka en potentiell recession. Detta gav marknaden ett välbehövligt uppsving men resulterade även i att investerare som normalt sett investerat sina pengar i säkra statsskuldväxlar sökte sig till andra investeringsobjekt med högre ränta. Samtidigt blev det väldigt förmånligt för banker att låna pengar från Federal Reserve (statsbanken) då räntan var låg. Bankerna fick således oändligt med likvida medel, utlåningsräntan sjönk och låntagare fick väldigt förmånliga bostadslån. Investmentbolag, som var på jakt efter relativt säkra investeringar som suppleant till de förlegade statsskuldväxlarna, insåg att bostadslånen var goda investeringar och köpte upp rättigheterna till bolåneinstitutens lån. Dessa lån värdepapperiserades dvs. buntades ihop, och såldes vidare till ytterligare ett led av investerare. Då de amerikanska fastighetspriserna ökat under en lång tidsperiod förutsåg ingen den kommande prisminskningen och bankerna lånade därför ut till personer som normalt sett inte var lämpade att få lån, s k sub-prime bolån. När sedan värdet på fastigheterna sjönk försvann stora delar av säkerheten för låntagarna. De låntagare som inte var lämpade för lånet, från början, tvingades lämna tillbaka huset till investmentbolaget då de inte klarade av att betala sina lån. Därmed fick investmentbolaget tillbaka ett hus mindre värt än det utställda lånet. På grund av amerikansk lagstiftning som limiterar utställaren av lånet till enbart huset och inga andra tillgångar vid eventuell insolvens av låntagaren, förlorar utlånanaren på avtalet då huset sjunkit under värdet av det återstående lånet. Eftersom bankerna utfärdat en mängd olämpliga sub-prime bolån blev investmentbolagen ägare av en massa fastigheter. Investmentbolagen ställde ut dessa fastigheter på marknaden i hopp om att få tillbaka sina investeringar och marknaden blev således överbelastad och priserna sjönk. Investmentbolagen och investerare sitter följaktligen fast med otaliga miljarder i fastigheter som de inte kan få sålt och finanskrisen är ett faktum. Genom värdepapperiseringens möjliggörande av en sekundär marknad har dessa värdelösa värdepapper dessutom spridit sig till investerare världen över (Business and Public Policy at Brookings, 2008, <<http://www.brookings.edu>>)

3.2.2 Grunderna inom värdepapperisering

I sin bredaste mening syftar värdepapperisering på den process där en finansiell relation konverteras till en transaktion. En finansiell transaktion är sammanfogandet av två eller fler enheter medan en finansiell relation syftar på enheternas stadigvarande. Ett lån till en organisation är en finansiell relation, omvandlas sedan lånet till ett handelsbart värdepapper övergår relationen till en transaktion. Det tidigaste och viktigaste användandet av denna process är skapandet av aktier vilka representerar ägandeskap i en organisation (Fabozzi & Kothari, 2007, s. 2).

Grundidén bakom värdepapperisering är att förenkla finansieringen av en tillgång eller framtida tillgång genom skapandet av ett finansiellt instrument baserat på tillgången som dessutom når ut till samtliga potentiella investerare (Månson, Andersson, 1995, s.12). I figur 3.1 nedan förklaras processen och tekniken bakom genomförandet av en värdepapperisering av bostadslån. Processen börjar med att banken utfärdar ett bolån med fastigheten som underliggande säkerhet. Rättigheten till detta lån köps av ett investmentbolag. Investmentbolaget, i transaktionen kallad originatorn, köper upp en mängd lån och buntar sedan ihop dessa till en bolånspool. Den underliggande säkerheten, bolånspoolen, blir således diversifierad då den är uppbyggd av olika lån. Bolånspoolen förs vidare till en SPV, special purpose vehicle. Då SPVn är en konkursskyddad legal enhet förvaltar poolen och skyddar mot fordringsägare vid eventuell konkurs av originatorn. Denna bolånspool trancheras därefter upp baserat på lånens säkerhetsnivå och säljs vidare till investerare/placerare. De vanligaste är att man delar upp bolånspoolen i tre delar, prime, sub-prime och unrated. Prime är den säkraste och betingar följaktligen en lägre avkastning än sub-prime och unrated. Denna uppdelning ger investerare/placerare möjligheten att utforma riskdiversifierade portföljer och vidgar marknadspotentialen.

Strukturen i figuren nedan är specifik för värdepapperisering av bostadslån men oberoende av vilken form av värdepapperisering det rör sig om följer tekniken samma grundläggande struktur.



Figur 3.1 Modell för Mortgage Backed Securities. De mörkblå pilarna symbolisera flödet i primärmarknaden medan de röda symbolisera flödena efter en genomförd värdepapperisering (Källa: Egen).

3.3 Praktiskt ramverk

3.3.1 Finansieringsfordon inom flygbranschen

Factoring

Factoring innebär att ett företag belånar eller säljer sina kundfordringar till en tredje part. Värdepapperisering och factoring har liknande karaktärsdrag. Båda finansieringsfordon baseras på möjligheten att använda sig av framtida positiva kassaflöden för att lösa aktuella likviditets- och finansieringsproblem. En skillnad är att värdepapperisering är bäst lämpad för stora homogena tillgångsmassor medan factoring inte kräver samma underliggande tillgångsmassor för att genomföra. Ytterligare en skillnad är användning av specialföretag. Vid värdepapperisering överförs den underliggande tillgången till ett specialföretag (SPV) som är fristående från originatorn och därför skyddat vid fall av konkurs. (Berk, DeMarzo, s.863)

Leasing

Leasing har blivit en allt vanligare finansieringslösning, speciellt inom kapitalintensiva branscher som flygbranschen. Ett leaseavtal kan jämföras med ett lånekontrakt mellan två parter. Den ena parten, lessorn, binder sig att tillhandahålla en tillgång och får månatliga betalningar i utbyte av lesseen. Stadgarna i ett leasekontrakt kan skilja sig väldigt mycket från bransch till bransch. (Berk, DeMazo, s.802) Inom flygbranschen är det vanligt att lessorn sköter en stor del av servicen då de är väldigt måna om ett bra restvärde. Leasekontrakt kan även innebära en överlåtning av tillgången mot kostnaden av restvärdet vid kontraktets utgång men så är oftast inte fallet inom flygbranschen.

Sale and lease-back

Sale and lease-back är när ett företag säljer en tillgång de äger till ett leasingbolag med och därefter hyr tillbaka den. Detta finansieringsfordon tillåter den ursprungliga köparen att utnyttja tillgången till fullo utan att binda något kapital. En fördel med värdepapperiseringen kontra sale and lease-back är att värdepapperiseringen är tranchad och därmed är risken utspridd på flera ägare/investerare än om man stod som ensam ägare på tillgången som vid sale and lease-back. En annan skillnad är det mer omfattande ratingförfarandet som finns vid värdepapperiseringen. (Berk, DeMarzo, s.802)

Dry & Wet lease

Ett wet leasekontrakt inom flygbranschen betyder att lessorn förutom planet ska tillhandahålla all kabinpersonal, servicepersonal samt försäkring som krävs för att flygplanet ska kunna flyga. Wet leasekontrakten har vanligtvis en löptid på några månader och lesseen betalar per flygtimme. Ett dry leasekontrakt har oftast längre löptid och lesseen hyr endast flygplanet. Vid dry lease sköter lesseen underhållet av tillgången men leasekontraktet innehåller nästan alltid stadgar med underhålls krav. (Morrell, S. Peter, s. 204)

Islamic banking

Islamic banking är bankverksamhet som är förenligt med principerna för islamsk lag (Sharia). Denna lag förbjuder avgifter vid utlåning av pengar och gör det således olagligt att bedriva klassisk europeisk bankverksamhet. Då islamska banker inte tillåts bedriva konventionell utlåningsverksamhet har de utvecklat en mängd sätt att kringgå denna lag. Dessa utlåningsmetoder påminner mycket om investmentbankers utlåningssystem med krav på procent av vinst eller liknande. Vid bostadslån köper banken upp fastigheten istället för att ge intressenten ett lån, sedan säljer de fastigheten till intressenten för den nominella summan plus en avgift för transaktionen. Köparen får sedan betala av kostnaden av huset genom amorteringar tills husets nominella kostnad plus transaktionskostnad är avbetalad. På så vis får banken tillbaka mer än det nominella belopp de köpte huset för men har inte brutit mot lagen då köparen endast har betalt tillbaka summan han köpte huset för (Islamic Banking, 2009, <<http://www.islamic-banking.com>>).

Obligationslån

Obligationer kan utfärdas av såväl staten som företag. En obligation är ett löpande skuldbrev som intygar att innehavaren lånat ut pengar till obligationsemittenten. Den vanligaste formen av obligationer är kupongobligationer. Dessa obligationer ger, förutom det nominella beloppet, ut periodiska utbetalningar i form av kuponger. Då företag emitterar obligationer spelar deras kreditrisk stor roll vid obligationens prissättning. Avkastningen på en obligation speglar dels kreditrisken på låntagaren, dels om det finns någon underliggande säkerhet för obligationen. (Berk, DeMarzo, s.228).

Senior loan

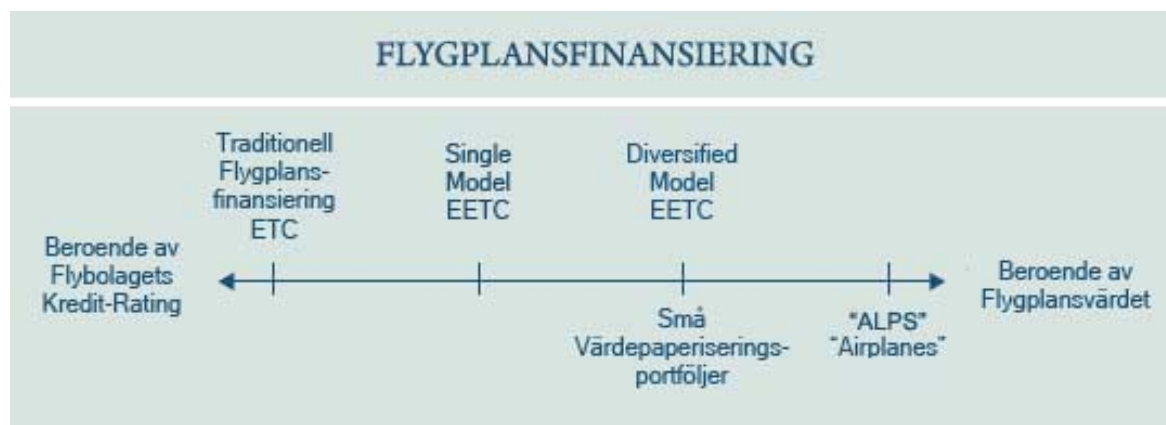
Senior loan är ett lån med hög säkerhet. Det är de högst rankade lånet och ger långgivaren förmånsrätt vid fall av konkurs. Denna säkerhet gör lånet mindre riskfyllt än andra och långgivare kräver således lägre ränta. Senior loans placerar sig näst längst upp på Pecking-order, endast självfinansiering är överordnad (Maria Gårdängen, Lunds Universitet, 2009-03-16).

Mezzanine loan

Mezzanine loan är lån underordnade senior loan. Istället för en real tillgång har mezzanine loan aktieandelar som underliggande säkerhet. Maria Gårdängen menar att mezzanine betyder att lånet är en slags hybrid av lån och värdepapper. Mezzanine används för att förbättra soliditeten i företaget då den kan vara preferensaktier istället för skuld. Denna brist på real säkerhet gör lånet dyrt och hamnar därför näst sist, endast överordnad equity, på Pecking-order. (Maria Gårdängen, Lunds Universitet, 2009-03-16)

3.3.2 Spektrumet av finansieringsfordon

Spektrat av olika finansieringsfordon varierar från de som är beroende av flygbolagets kredit till de som är beroende av flygplanets värde. Med andra ord värderas de emitterade värdepapperna i de olika fordonen antingen efter flygbolagets kreditvärdighet eller baserat på flygplansvärdet i olika omfattning. (Standard & Poor's, 1999, s.3)



Figur 3.2 Spektrumet av värdepapperiseringens finansieringsfordon inom flygindustrin (Standard & Poor's 1999, s.4).

3.3.3 ETC - Equipment Trust Certificates

Säkerställda lån och leasing inom den traditionella flygplansfinansieringen placerar sig i kreditänden av spektret i figur 3.2. Dessa alternativ används för att finansiera enskilda flygplan eller grupper av flygplan av ett enskilt flygbolag.

För flygbolagen har den största delen av deras skuld härstammat från finansieringen av flygplan. Vidare har finansieringskostnaderna av flygplanen alltid grundat sig i kreditföretagens rating av företaget. Problemet har därför varit huruvida det fanns något sätt att utnyttja restvärdet på det införskaffade flygplanet för att minska kostnaden för skulden anknuten till planet. Lösningen på detta problem blev Equipment Trust Certificates (ETC) (Cummins & Lewis, 2002, s.26).

I utfärdandet av en ETC-transaktion använder sig flygbolaget av ett Special Purpose Vehicle (SPV) för att kunna utfärda en säkrad skuld till investerare för att finansiera flygplansköpet. I transaktionen överlåter flygbolaget äganderätten och alla relaterade äganderätter (t.ex. flygplanets leaseavkastning) tillhörande flygplanet till SPVn som säkerhet för återbetalningen av de av SPVn utställda värdepapperna. På detta sätt erbjuds investerarna högsta ränteprioritet av flygplanet och alla tillhörande säkerheter och är även berättigade till en fördelaktig utbetalningsplan vid eventuell konkurs av flygbolaget. Investerarnas intresse i flygplanets säkerhet leder till förbättrade utsikter för en god återhämtningsgrad vid händelse av en konkurs av flygbolaget. Genom detta förbättras flygbolagets kreditrating ett till två steg, vilket sänker räntan på leaseskulden för flygbolaget. Effekterna är tydliga då flygplanet finansierats på ett billigare sätt. (ibid.).

SPVn säljer ut värdepapper för ungefär 80% av värdet av den underliggande tillgången, i det här fallet flygplanet, och betalar sedan tillverkaren med avkastningen. Resterande summa betalas av flygbolaget via en initial betalning av skulden. Flygbolagets leasingbelopp är tillräckligt stort för att betala ränta till investerarna samt "pensionera" de utställda certifikaten periodiskt. Lesseen (flygbolaget) har sedan vid avtalets slutdatum optionen att köpa tillgången för restvärdet som ofta är uträknat vid avtalets bildande i samband med att kupongräntan kvantifierades. Eftersom SPVn äger flygplanet kan de vid eventuell konkurs av flygbolaget välja att leasa ut planet till ett nytt flygbolag. (Spaulding, 2008, <<http://thismatter.com>>).

ETCs utfärdas oftast som serier med ett jämnt antal värdepapper som betalas av varje år, vilket sprider utbetalningarna över tiden med serierna. En 20 år lång ETC värd 100 miljoner USD, skulle exempelvis pensionera 5 miljoner USD varje år tills hela ETCn är avbetald. Generellt sett erbjuder certifikat med längre livstid högre avkastningar (ibid.).

3.3.4 EETC - Enhanced Equipment Trust Certificates

Kostnadsbesparingarna som gjordes tillgängliga genom ETCs fick flygbolagen att utforska fler alternativ som ytterligare skulle förbättra kreditratingen för skulderna och på så sätt sänka införskaffningskostnaderna för flygplanstillgångar. Utvecklingen genererade nästa fordon i spektret: Enhanced Equipment Trust Certificates (EETC) (Cummins & Lewis, 2002, s.27).

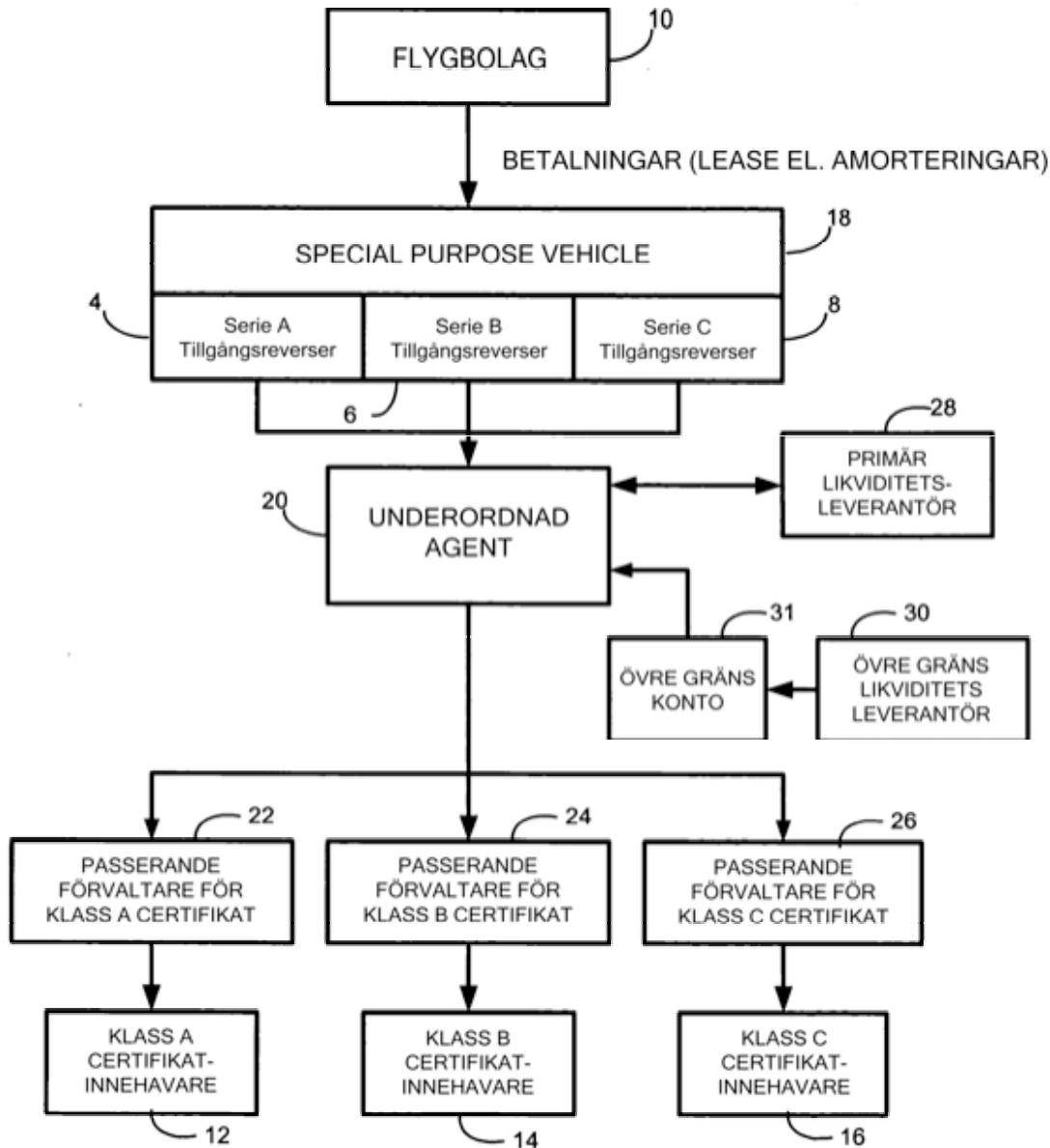
Även om den strukturella grundtanken från ETCs finns kvar i dessa "förstärkta" värdepapperiseringar, använder sig dessa nya EETC-strukturer dessutom av tranching och flexibla betalningsvillkor. Detta för att minska flygplanets (säkerhetens) risk för fallissemang, i motsats till ETCns förbättrade återhämtningsgrad i händelse av konkurs. Denna ansats gav flygbolagen förbättrad kreditrating och därmed även lägre finansieringskostnad. (ibid., s .26)

Huvuddragen till varför EETCs är mer sofistikerade än ETC:

- SPVn i en EETC-transaktion är bankruptcy remote och därmed isolerade från en konkurs av leasetagaren.
- Skuldtranching, vilket erbjuder olika risknivåer av over-collateralization.
- Tillägnade liquidity facilities som kan fortsätta skuldutbetalningar (ofta enbart ränta) under den tid som krävs för SPVs att återbesitta och sälja flygplanssäkerheter. Detta för att betala av skuldobligationerna vid händelse av konkurs - upp till högst 18 månader.
- Låga amorteringskrav som tillåter förlängningar av återbetalningskupongerna upp till sista förfallodag.
- Förlitan på förbättrade legala mekanismer som försäkrar tillgängligheten till den underliggande säkerheten.

Den fundamentala fördelen med de tre sista ovan nämnda särdragen var att SPVn fick tillräckligt med flexibilitet att bestämma den optimala tidpunkten för försäljning av den återbesatta tillgången på marknaden. Tidigare SPVs som tvingades rea ut återbesatta

flygplanssäkerheter demonstrerade risken med att behöva sälja tillgångarna till en nedåtgående marknad. SPVns beviljade flexibilitet i en EETC var ett försök att undvika en "fire-sale" av tillgången och därmed berättiga ett större värde i transaktionen. (ibid.)



Figur 3.3 Modell över en standard EETC-transaktion (Cahill & Weinmann, 2004, <<http://www.freepatentsonline.com>>).

Figuren visar strukturen av en typiskt avancerad EETC-transaktion. Det emitterande flygbolaget (#10) i förening med SPVn bildar ett antal "passerande förvaltare" (eng. pass-through trustee) med separata avtal för varje förvaltare. I illustrationen finns tre av dessa förvaltare, 22, 24 och 26. Varje passerande förvaltare emitterar en enskild tranche EETC-

certifikat. I figuren emitterar den passerande förvaltaren för klass A (#22) certifikat med samma klass.

Förvaltaren för klass B (#24) emitterar således klass B certifikat och så vidare. Tillsammans står klasserna för 100% av alla utestående värdepapper i EETC-transaktionen (Cahill & Weinmann, 2004, <<http://www.freepatentsonline.com> >).

Med intäkterna från försäljningen av EETC-certifikaten, köper varje passerande förvaltande (#22, 24, 26) tillgångsreverser emitterade av flygbolaget (eller annan ägare av SPVn när det rör sig om ett belånat lease) för att finansiera flygplan tillhörande flybolagets (#10) flotta. Flygbolaget (#10) emitterar tillgångsreverserna genom en separat SPV för varje flygplan. I detta avseende övergår flygbolagets betalningsåtaganden (#10) för flygplanet (t. ex. leasebetalningar för det leasade planet eller amorteringar för flygplanet ägt av flygbolaget) till SPVn (#18). I figuren emitteras tre klasser av EETC-certifikat. Den passerande förvaltaren för klass A certifikat (#22) köper och håller alla klass A:s tillgångsreverser (#4). Förvaltaren för klass B (#24) köper alla klass B:s tillgångsreverser osv. De passerande förvaltarna och SPVn är skilda legala enheter, men deras roller utförs ofta av samma institution (ibid.).

Precis som de flesta skuldinstrument, berättigar innehav av EETC-certifikat, ägaren till kupong- och ränteutbetalningar. Dessa utdelningar är oftast gjorda per halvår eller kvartal. Räntan kan vare bunden eller rörlig, där den rörliga vanligtvis använder sig av en något ränteindex, exempelvis LIBOR. De olika klasserna av certifikat prioriteras olika med hänsyn till utbetalningarna. I exemplet rankas klass A högre än klass B, som är rankat över klass C. De seniora certifikaten, i detta fallet klass A, genererar vanligtvis lägst avkastning och de mest underordnade (Klass C i figuren) genererar högst (ibid.).

SPVn (#18) betalar ut inbetalningarna erhållna från flygbolaget (#10) till den underordnade agenten (#20). Agenten (#20) distribuerar sedan sina utbetalningar enligt ett så kallat kassaflödes-vattenfall. Vattenfallet är den hierarkiska ordning i vilken betalningarna från tillgångsreverserna fördelas. I de konventionella EETC-strukturerna, efter att ha betalt avgifter och kostnader, fördelar den underordnade agenten (#20) kapitalet till de passerande förvaltarna (#22, 24, 26). Detta görs så att innehavarna av klass A certifikaten (#12) får betalt kupongen och räntan av de EETCs med klass A före innehavarna av klass B certifikat (#14). Sist i det vattenfallet befinner sig innehavarna av klass C certifikaten (#16), som erhåller sin respektive kupong och ränta sist av de inblandade klasserna i exemplet. Eftersom innehavarna

av klass C certifikat (#16) riskerar att erhålla mindre kuponger och ränta än förväntat vid eventuell konkurs av flygbolaget, kompenseras de med högre avkastning gentemot klass A och B certifikaten. Näst sist befinner sig klass B certifikatinnehavare (#14) som exponeras för risken att kapitalet inte skulle räcka till att betala av deras certifikat, efter att klass A innehavarna erhållit deras utdelning. Innehavare av klass B certifikat erhåller således högre avkastning än klass A men lägre än klass C.

Flygbolaget förser vanligtvis investerarna med en primär likviditetsleverantör (liquidity facility) (#28) vid händelse av betalningssvårigheter. Leverantörens uppgift är att täcka upp de obetalda räntekostnaderna. Leverantören förbinder sig också, i utbyte mot en avgift, att i förskott tillhandahålla räntebetalningar för EETC-certifikaten. Dessa betalas till den underordnade agenten (#20) i upp till 18 månader vid händelsen av otillräcklig solvens från flygbolagets sida (ibid.).

I de EETCs med rörliga räntor, kompenserar vanligtvis en "övre gräns"-likviditetsleverantör (#30) investerarna i det fall då det uppstått en mellanskillnad ränteindex och den avtalade räntan. Vid eventuell konkurs av flygbolaget besitter finansörerna i en EETC-transaktion fortfarande äganderätten av den underliggande tillgången (flygplanet) och har således ingen skyldighet gentemot flygbolagets fordringsägare. I den typiska EETC-strukturen kontrollerar ägarna av klass A certifikat den underliggande säkerheten, samtidigt har de underordnade trancherna (t. ex. klass B och C) optionen att köpa ut innehavarna av de seniora certifikaten och därmed kontrollen. För att åstadkomma detta måste dock alla underordnade trancher köpa ut alla seniora trancher (ibid.).

3.3.4.1 Single Model EETC

Single Model EETCs, närmst flybolagskreditänden i spektret i figur 3.2 av de två olika EETCs, måste uppfylla ytterligare kriterier som möjliggör högre rating. Detta på grund av den nytta som härrör från flygplanens säkerställda värde, en dedikerad likviditetsfacilitet och andra strukturella förbättringar. Dessa Single Model EETCs menar att transaktionen finansierar endast en typ av flygplan (antingen ett enskilt flygplan eller flera flygplan av samma typ) (Standard & Poor's, 1999, s.4).

3.3.4.2 Diversified Model EETC

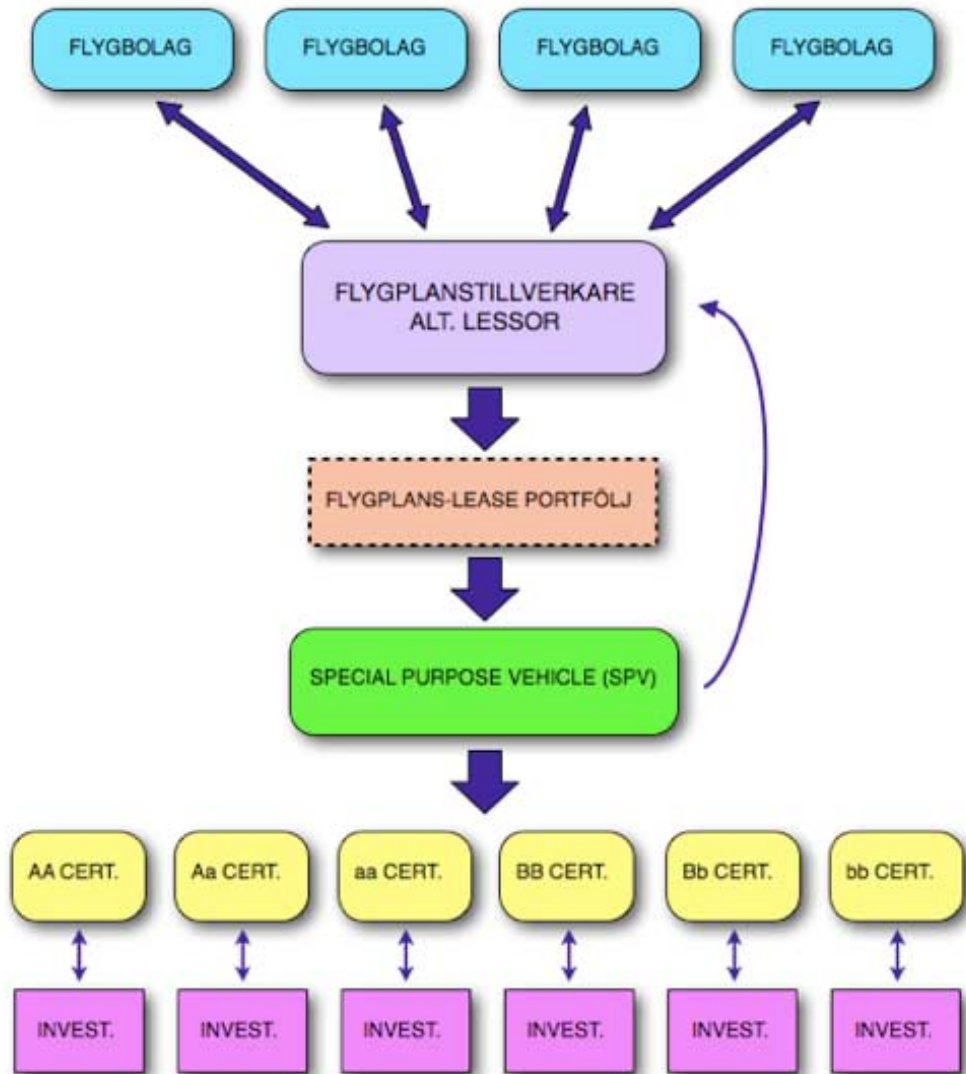
Diversified EETCs, närmre flygplansvärdet i spektret i figur 3.2, åstadkommer något högre ratings på grund av att flygplanstillgångens risk har diversifierats.

3.3.5 ALPS - Aircraft Lease Portfolio Securitization

Samtidigt som flygbolag undersökte sätt att minska förvärvskostnaderna för flygplan letade flygplanstillverkare och lessors efter möjligheter att värdepapperisera sina leasingavtal. I ett leaseavtal leasar flygplanstillverkaren eller lessorn ett plan till ett flygbolag för kommersiellt syfte under en bestämd tidsperiod. Under leaseperioden har flygbolaget rätten att vid finansiella svårigheter lämna tillbaks planet till lessorn. Detta resulterar i att leaseavtalen innebär en signifikant risk för lessorn. Framförallt eftersom utvecklingen av ogynnsamma förhållanden för flygbolagen ofta är korrelerade med recessioner av industrin i helhet, med lägre värderade restvärden på flygplan. När ungefär 10 % av alla kommersiella flygplan världen över finansierades genom leasing fanns starka incitament att försöka minska risken och att utveckla alternativ för kostnadsbesparingar genom nya ABS-strukturer. Resultatet blev Aircraft Lease Portfolio Securitization (Cummins & Lewis, 2002, s.28).

ALPS har sin plats i den högra ytterkanten av spektret i figur 3.2 och förlitar sig således på flygplanets värde istället för flygbolagets kreditvärdighet. (Standard & Poor's, 1999, s.4). Genom en ALPS emitterar lessorn eller flygplanstillverkaren värdepapper genom ett SPV som beviljar investerarna rätten till leasekundfordringar från en portfölj av flygplan som leasas ut. Utöver lessorns kundfordringar från flygbolagen beviljas även investerarna rätten till restvärdet av flygplanen vid slutet av leaseavtalet. I transaktionen behåller SPVn äganderätten av leaseintäkterna och restvärdet av flygplanen för att förvalta skuldutbetalningarna till investerarna. Samtidigt accepterar investerarna risken tillhörande leaseavtalet. Den består av att i det förenade fall då flygbolag inte kan betala deras leasekostnader och under en period då värdet på den underliggande tillgången (flygplanet) understiger restvärdet av portföljen. (Cummins & Lewis, 2002, s.26).

Den stora skillnaden mellan ALPS och EETCs är emellertid ratingens ursprung i transaktionen. Istället för rating av den underliggande sponsorn (flygbolaget i en EETC-transaktion) värderas nivån av diversifiering i portföljen (antal flygbolag, flygplanstyper, geografiska regioner), robustheten i flygplansteknologin, tillverkarens rykte, kvalitén hos lessorn och den förväntade likviditeten i marknaden för flygplan. Även om SPVn har befogenhet att sälja flygplanet för att kunna bistå med utbetalningar till investerare, är andemeningen att avbrutna leaseavtal ska ersättas med nya (ibid., s. 29).



Figur 3.4 Modell över en ALPS-struktur. (Källa: Egen).

Modellen visar en typisk ALPS-struktur. Flygbolagen leasar flygplan av tillverkaren eller lessorn. De leaseintäkter lessorn erhåller buntas sedan ihop i en leaseportfölj som emitteras ut genom en SPV. Beroende på de olika sätten att diversifiera elementen (typ av flygplan, flygbolag, länder med mera) inkluderade i ALPS-transaktionen, kan sedan SPVn trancha värdepapperna och erbjuda investerarna olika nivåer av risk. De investerare som föredrar mindre risk riktar in sig på de säkrare certifikaten (till exempel AA i exemplet) och de som vill ha högre avkastning men större risk köper de certifikat med lägst rating (bb i illustrationen).

3.4 Alternativa teorier

En uppsats som behandlar olika finansieringslösningar såsom denna och således kan tänkas röra vid begrepp som exempelvis kapitalkostnad av skuld, kan förväntas diskutera fundamentala finansiella teorier. Dessa teorier kan vara Modigliani & Millers propositioner och teorem samt teorier kring en optimal kapitalstruktur såsom Weighted Average Cost of Capital (WACC).

Vi har valt att inte använda dessa teorier då informationen kring värdepapperisering är för knapphändig. För att använda M&M samt WACC hade vi behövt komma i kontakt med statistik över de kostnader en värdepapperisering kan medföra. Då denna information är ytterst svåröverkommen leder detta till att vi inte kan väga instrumentets kapitalkostnad jämfört med konventionella finansieringslösningar såsom lån eller equity. Då vi inte kan presentera relevanta analyser baserade på dessa teorier har vi valt att inte använda dem.

KAPITEL 4

EMPIRI

I detta kapitel presenteras resultaten av de empiriska undersökningar vi gjort. Empirin är baserad på intervjuer, telefonintervjuer, e-postenkäter samt dokumentstudier. Vi börjar med att redogöra för hur läget i branschen är för att sedan reda ut hur situationen för aktörerna på marknaden ser ut. Vidare presenteras också de dokumentstudier som vi utfört och dess betydelse för vår vidare analys.

4.1 Resultat av empiriska undersökningar

4.1.1 Läget i branschen

Flygbranschen är en oerhört volatil bransch och i och med att den är så kapitalintensiv så blir finanskrisens påverkan mycket stor. Det minskade resandet slår direkt mot flygbolagens biljettintäkter. Nya resvanor och den pågående miljödebatten bidrar också till det minskade resandet. Alternativa transportsätt som exempelvis tåg har fått kraftiga uppsving i resandet och det slår hårt mot flyget som tvingas till sänkta biljettpriser. Samtidigt står flygbolagen med stora fasta kostnader och givetvis skulder gentemot leasingbolagen. Det minskade resandet innebär att bolagen inte kan fylla upp sina flygplan och blir ett flygplan stående innebär det enorma kostnader för flygbolagen. För att få en uppfattning om vilka kostnader detta innebär kan vi ta ett enkelt exempel. Enligt Sven Holmgren kostar en Airbus 330 upp emot 100 miljoner dollar och leasehyran ligger kring 1 % av värdet på flygplanet, dvs. 1,5 miljoner dollar per månad. Om detta plan blir stående innebär det att flygplanet per månad bara kostar pengar genererar inga intäkter för flygbolaget.

4.1.2 Flygplansfinansiering med värdepapperisering

Att finansiera ett flygplan via värdepapperisering är en av de mest komplexa ekonomiska transaktioner som kan göras säger Sven Holmgren. Volito är ett relativt litet bolag och det är antagligen därför som företaget inte har gjort någon värdepapperisering under de senaste 9 år Sven har jobbat där. Han fortsätter, i grund och botten är det den underliggande tillgången dvs. flygplanet som gör transaktionen komplex. Om vi tar en fabrik som exempel så står den still på marken, i ett land och på en plats. Det innebär jämförelsevis inte speciellt mycket arbete kring den fabriken då man endast behöver ta hänsyn till en lagstiftning, en försäkring,

en skatteaspekt osv. Om vi ser till flygplanet ligger det i dess natur att det flyttar på sig. Ett flygplan kan ena dagen befinna sig i Tyskland och nästa dag i Tanzania exempelvis. Det gör att säkerhetsstrukturerna kring transaktionen blir mycket omfattande då ett antal olika lagstiftningar och s k cross-border konstellationer skall bearbetas. Med cross-border konstellationer menas länders olika lagstiftningar och försäkringsvillkor etc. Sven Holmgren talar om upp emot 100 sidor per transaktion och flygplan i bara villkor och legala aspekter. Självklart för detta med sig stora kostnader i form av administration och utredningar som skall genomföras för varje enskild transaktion. Thomas Wrangdahl menar på att det är en kostsam process då dessa konsultuppdrag innebär mycket stora utgifter och därför måste volymerna upp för att det ska löna sig att genomföra en värdepapperisering. Även Jonas Lundeberg bekräftar detta. Henrik Ossborn fyller i och berättar att det krävs ett antal advokatbyråer i olika länder för genomförandet och han tror att en transaktion som genomförs på mindre än ett år, är en relativt snäv tidsperiod. Henrik förstår dock med att tillägga att processen faktiskt har effektiviserats med standardiseringar och förbättringar genom IT-utvecklingen.

Sven Holmgren menar att processen är för lång:

"Generellt sett, när de är så mycket assets inblandade blir alla parter blir väldigt försiktiga. Vi hade för avsikt att sälja delar av Volito men marknaden kom ikapp och vi fick dålig tajming. Det här med ratinginstitutet och annat, det tar extremt lång tid. Att skriva prospekt på alla de här sakerna, det är ingen liten apparat. Kostnadsbiten på detta är enorm i kringkostnader och då vet man inte vad priset blir i sista sekunden."

Intervju med Sven Holmgren, se bilaga 3

Jonas Lundeberg förklarar hur det hade sett ut för Volito om de skulle göra en securitization:

"Vi har 42 flyg idag. Om vi skulle göra en värdepapperisering, skulle vi behöva ta 10-20 stycken flygplan i en bunt. Företag som kräver stora summor kapital måste kanske vända sig till flera marknader för att finansiera sin verksamhet. Det finns en utveckling, man startar inte och en värdepapperisering vid sin första affär för det innebär att man skulle behöva köpa 10-20 flyg på ett bräde och då kan du inte betala den som du har köpt dem av förrän du har satt dem på obligationsmarknaden. För på något vis måste du ändå köpa flygen genom någon form av finansiering."

Intervju med Jonas Lundeberg, se bilaga 3

4.1.3 Ratinginstitutens påverkan och delaktighet

Ratinginstituten spelar även en stor roll då vi diskuterar värdepapperisering som finansieringsform, berättar Henrik Ossborn. Deras bedömning av en värdepapperisering får mycket stor genomslagskraft hos investerare som ofta litar blint på deras bedömning, menar Jonas Lundeberg. Institutens roll i samhället spelar en större roll än vad man kan tro. Ratinginstituten har enligt Thomas Wrangdahl fått sig en rejäl känga pga. finanskrisen och förtroendet för dem är just nu mycket lågt. Detta tror han beror på att ratinginstituten inte lyckades rata olika värdepapperiseringsfonder på ett riktigt sätt. Även Sven Holmgren bekräftar detta och menar på att ratinginstituten har varit en av orsakerna till att vi just nu är i en finansiell kris.

Sven Holmgren förklarar att inom värdepapperisering och leasing av flygplan sker ofta många omförhandlingar under transaktionens löptid. Därför behövs servicebolag som Volito som administrerar dessa. Ratinginstituten går in och bedömer det aktuella flygbolagets finansiella situation, flygplanets värde behandlas och sedan sätter dem olika parametrar i villkoren för just den värdepapperiseringen. Lessorerna får på så sätt kunskap om vilka flygbolag som har vilken kreditrating och således planerar dem affären efter denna information.

Henrik Ossborn berättar vidare att ratinginstituten har en enorm makt och ponerar vidare om ratinginstitutens roll i framtiden:

"Frågan är, kommer folk att titta lika slaviskt på deras rating och kommer de att bli utsatta för regulatory reviews av banker? Sannolikt. Kommer investorer att bli noggrannare i sin due diligence eller bara titta på rating, förmodligen i mer komplicerade strukturer. Kanske göra en bättre due diligence själva? Där får ratingen mindre betydelse. Allt det där vet vi ju inte. Men det kommer spela rätt stor roll."

Intervju med Henrik Ossborn, se bilaga 4

Jonas Lundeberg berättar vidare om EETCs som finansieringsprodukt: "Det är ett smart, typiskt amerikanskt sätt att göra en produkt lite mer komplicerad och till viss del sofistikerad." Han menar att de var någorlunda vettigt strukturerade, med princip att låna ut 50-70 % till ett förhållandevis bra flygplan. Flygplan i sin tur är en god säkerhet att göra värdepapperiseringar på, detta för att ratinginstituten sätter värde på flygplan och de har en relativt god säkerhet kontra CDOs. En CDO är Collateral Debt Obligation, vilket innebär att man värdepapperiserar rörliga homogena framtida kassaflöden. Ett flygplan är en ABS - Asset Backed Security vilket betyder att man har flygplanet som underliggande tillgång. Fördelen med ABS är att det har ett relativt förutsägbart värde.

Jonas fortsätter, nackdelen med ratinginstituten är deras dubbla roll. De är betalda av flygbolagen för att rata en produkt samtidigt som ratingen är riktad mot investerarna. Jonas säger: "Det är en knepig roll och ett jättestort ansvar". Det otroliga var att folk inte ifrågasatte ratingarna. Jonas menar att dagens finanskris (2009) kanske inte hade inträffat om folk hade satt sig in i, och själva analyserat vad de köpt. Det amerikanska investmentbankernas bonus system kan också vara en bidragande faktor till att produkter som aldrig borde sålts av dessa banker ändå gjorde det, då det är så lönsamt för individerna som jobbar där, och att de ej tar egen risk i transaktionerna i normalfallet. Jonas fortsätter vidare och tycker att det är synd att sub-primelånen tog död på en fullt fungerande marknad. Han tror dock att en värdepapperisering av flygplan kan vara en av de första produkterna som öppnar upp, kontra exempelvis CDOs.

4.1.4 Lessorernas situation

Jonas Lundeberg berättar om leasingföretagens roll:

"Det är nästan 1000 flygplan per år som tillkommer marknaden av nyproducerade flygplan som alla då kostar mellan 25-100 miljoner dollar. Så mycket pengar har inte flygbolagen, så att de själva kan köpa flygen utan finansiering. Så de måste hela tiden refinansiera sig, löpande. Det är där leasingbolag kommer in i bilden och har det som en affärsidé. En del flygbolag använder sig av sale and leaseback. Hur mycket flyg som behöver finansieras av leasingbolag beror på hur branschen utvecklas. Tittar du för 20 år sedan kanske det fanns 5 % leasing i världen och idag så är det 30-35 %. Jag är helt övertygad om att inom säg 5 år, så har det ökat till 50 %. Detta för att flygbolagen har insett att de inte ska äga sina egna flygplan, det är två helt olika affärsmodeller att bedriva flygtrafik, och att äga dyra tillgångar. Bara för att man jobbar på ett kontor, behöver man inte äga hela fastigheten."

Intervju med Jonas Lundeberg, se bilaga 3

Då vi kommit i kontakt med en av Sveriges största lessors (Volito) inom flygbranschen har vi fått mycket information om hur deras situation ser ut just nu. Sven Holmgren berättar att Volito i dagsläget servar 30-35 leasetagare med ca 50 st. narrow-body flygplan. Med narrow-body menas flygplan med en mitt-gång och två rader med säten och klassas som kort- till medeldistans flygplan. Dessa flygplan tar mellan 120-180 passagerare. Exempel på dessa är Airbus A320 och Boeing 737.

Sven Holmgren förklarar vidare att när det kärvar för flygbolagen märks det givetvis hos leasingbolagen som står i andra ledet. Flygbolagen måste ju fortfarande betala sin hyra trots minskade intäkter. Det är först när de verkligen inte kan betala som det märks och omförhandlingar är mycket vanliga då flygbolagen söker rabatter eller s k "rental holidays". Enligt Sven handlar det i detta läget om riskspridning som lessor. Han säger att Volito hellre tillhandahåller fem mindre flygplan än ett stort flygplan. Om vi återkopplar till de kostnader och risker det innebär att ha ett flygplan stående på marken (se 4.1.1) så menar Sven på att de hellre har en femtedel eller två femtedelar stående istället för att ett stort flygplan, exempelvis jumbojet, står still. Det har varit Volitos policy sedan starten och Sven menar på att det fungerar mycket bra. Som lessor klarar Volito att ha 3-4 plan stående på marken av en flotta

på 42 st. men enligt Sven finns det leasingbolag som har en sämre och mindre flotta där 3-4 flygplan kan utgöra 20 % av flottan. Att då ha 20 % av intäkterna borta och samtidigt sitta med kostnader kan bli tufft.

Paul Wilson förklarar att marknaden har förändrats och att som en operating lessor kan man påverka leasetagarens situation. Nuförtiden (2009) är det brist på kapital och därför är leasetagaren villig att betala mer för sale and leasebacktransaktioner. Däremot så har den kommersiella situationen som råder i flygbranschen också påverkat flygbolagen. De har brist på intäkter och därför har leaseräntan också sjunkit.

Flygplanens värden spelar också stor roll och just nu ligger många värden under book value i många flygplansportföljer, säger Sven. Han tror att vi kommer få se många lessors som kommer få problem kring årsskiftet att försvara sina värden och tycker det ska bli intressant att se hur revisorerna hanterar detta.

"Vi pratade om att marknaden för värdepapperisering var död just nu. Om värdena är nere för flygplanen, då vet man också att det kommer att påverka efterfrågan på flygplanen negativt. Då sjunker intäkterna och priserna på flygplan vilket leder till sänkta hyror och då sjunker även kassaflödet i securitizationportföljen."

Intervju med Sven Holmgren, se bilaga 3

Sven berättar att Volito inte brukar rekommendera olika finansieringslösningar.

"Vi tar inte så mycket hänsyn till vad kunden ber om. Vår kund är ju flygbolagen som kan välja mellan att ha fast eller rörlig hyra och den rörliga hyran är bunden till vad vi har för finansieringskostnader. Där påverkas kunden och vi binder ju in vår riskspread så att säga. Vi binder räntan och vi binder hyran. Då vet vi vad mellanskillnaden är, vad vårt fria cash flow är så att säga. Vi väljer finansieringsform efter stunden, sedan ska inte kunden påverkas av den."

Intervju med Sven Holmgren, se bilaga 3

4.1.5 Instrumentet värdepapperisering

Jonas Lundeberg menar att det inte har varit leasingbolag eller flygbolag som drivit värdepapperisering framåt, det har de amerikanska investmentbankerna gjort.

"För närvarande är aptiten för värdepapperisering mycket låg bland presumtiva köpare. När kreditmarknaden kryar på sig och aptiten återvänder kommer det säkert att finnas former av värdepapperisering igen, det är ett bra sätt att sprida och reducera risk, det kommer dock antagligen att finnas ny reglering hur det får göras och ratinginstituten kommer att vara försiktigare. Hela sub-prime kollapsen var en typ av värdepapperisering där ratinginstituten gjorde stora misstag och reglering saknades."

Onlineintervju med Mats Ericson, se bilaga 2

Sven Holmgren instämmer om att aptiten är mättad och går så långt med att säga att: "Just nu är det heldött". Den uppfattning vi fått av värdepapperisering genom våra intervjuer och enkäter är att de tror på instrumentet som ett mycket bra alternativ till sedvanlig bankfinansiering med lån och standardiserade leaselösningar, men att förtroendet för det just nu är mycket lågt. Sven fortsätter och förklarar att för deras del är det flexiblere och billigare att totalt sett ha standard loan transactions, pga. långa relationer omkring 10-15 år med bankerna.

"Vi tror att värdepapperisering är ett jättebra komplement, om man har rätt typ av asset. Man kan ju slå ihop och en pool med assets därifrån och vår pool med assets och sedan få en bättre totalfinansiering dvs. säkerhetsmassa. En flygplansportfölj får nog gå upp i mer än 1 miljard dollar för att det skall vara lönsamt. Då måste man ha den kritiska massan. Då vet man inte hur tiderna är när detta sedan går igenom. Absolut, vi sneglar lite då och då på det, men vi är inte där än att vi tycker att det är läge. Goldman Sachs guidar oss när det är dags, men det är intressant."

Intervju med Sven Holmgren, se bilaga 3

Sven fortsätter betona vikten av kostnaden av värdepapperisering, vilket leder till att strukturen främst tilltalar större investerare. Det gäller att hitta attraktionskraften hos

investerarna och eftersom instrumentet är så kostsamt vänder man sig inte främst till mindre företag. GECAS som är den största lessorn i branschen använder sig inte av värdepapperisering för tillfället men de vet med sig att köpare av deras flygplan har använt sig av strukturen säger Paul Wilson på GECAS. Det tror vi antagligen beror på att GECAS som lessor föredrar banklån som finansieringskälla.

Thomas Wrangdahl liknar värdepapperisering vid en "produkt/koncept" och som alla produkter är de olika populära vid olika tillfällen. Just nu menar han att konceptet fått sig en känga i och med att finanskrisens grogrund var just värdepapperiseringar av bostadslån. Han tror att det är svårt att få nya värdepapperiseringar till stånd oavsett vilken bransch det gäller. Han säger också att även om det tidigare var ett smidigt sätt att få bort tillgångarna från balansräkningen så kommer det pga. nya redovisningslagstiftningar och krav på transparens i redovisningen inte att fungera på samma sätt i framtiden. Dock tror han, som många andra vi talat med, att värdepapperisering som ett reellt sätt att finansiera verksamhet kommer att leva vidare då det är effektivt sätt att sprida risker och vid tillräckliga volymer en fördelaktig form av finansiering.

Nils Hallerstöm på GECAS, tycker att produkten är lite för komplex att reda ut vid händelse av konkurs. Han fortsätter och tycker att strukturen borde förenklas. Han anser inte att produkten har förändrats nämnvärt de senaste 10 åren. Även Paul Wilson kommenterar värdepapperisering och menar på att i dagsläget är dörrarna stängda för att finansiera flygplan på detta sätt.

"As to whether this instrument will return is clearly dependent on how the wider capital markets survive or develop after the current crisis. For sure there is a need for additional capital into aviation - the banks themselves are short of capital and airlines overall cost of capital will increase unless new sources are developed and realised."

Epostenkät med Paul Wilson, se bilaga 5

Paul tror också att det krävs ett nytt reviderat ramverk gällande regler och rating som omger värdepapperisering, för att instrumentet på lång sikt skall kunna återvända och då kanske i en annan form. Vi har även kommit i kontakt med William Bowers, jurist på Pillsbury Law, som

tidigare arbetat på GECAS. Han tror på instrumentet men poängterar även här att marknaden måste återhämta sig för att instrumentet skall kunna ta fart igen.

4.1.5.1 EETC - Enhanced Equipment Trust Certificate

Jonas Lundeberg utvecklar resonemangen om EETCs och menar på att de har fungerat bättre för de amerikanska flygbolagen snarare än för de europeiska. De amerikanska flygbolagen har haft dåliga krediter och därmed har varken de amerikanska eller europeiska bankerna beviljat lån till de amerikanska flygbolagen. EETC är en relativt avancerad form av strukturell lösning på värdepapperisering som utvecklades och blev i stor utsträckning standardiserad. Det gjorde att obligationsplacerarna ville placera sitt kapital där. Många tyckte att det var en bra produkt men Jonas berättar att under hans 10 år på SAS kom de fram till att EETCs var övervärderade och att man istället kunde låna lika mycket eller mer pengar av de europeiska bankerna, dessutom till en lägre kostnad. Frågan är dock om det kommer finnas lika många banker om två år som det fanns för ett år sedan. Om det visar sig att det färre banker i framtiden som lånar till flyg kommer EETCn bli vanligare i Europa också. Jonas tror att det har förekommit två EETC (European). Innovativa amerikanska banker kom fram till att den strukturen även borde fungera på den europeiska marknaden men det blev ingen succé. I den första emissionen gick bankerna gick in och köpte upp hela strukturen. Kontentan var att det varken blev billigare och att EETC förblev ett finansieringsinstrument mest använt på den amerikanska marknaden.

Jonas Lundeberg fortsätter och han tror att de A-ratade certifikaten inom värdepapperisering och EETC kommer att överleva. Antagligen har inte priserna på andrahandsmarknaden förändrats märkbart negativt. Det har i alla fall inte förekommit några spektakulära branschnotiser om certifikaten hittills.

William Bowers har varit delaktig i många värdepapperiseringar bl.a. APLS-92 och ALPS-94. Han säger att EETCs är användbara för flygbolag som har en anständig rating. Han anser att ALPS är användbart för lessors som har en adekvat portfolio av flygplan eller maskiner som kan skapa en individuell pool. William Bowers fortsätter med att förklara hur marknaden har förändrats de senaste 10 åren och menar på att antalet transaktion ökade avsevärt fram till 9/11 för både ALPS- och EETC-värdepapperiseringar. EETC-transaktioner gjordes både med och utan finansiell garantiförsäkring. Efter 9/11 blev nästan alla EETC-transaktioner

och ALPS-affärer hopsatta med en garantipolicy med några undantag. Krisen på kreditmarknaden har försatt strukturerna i obalans endast ett fåtal transaktioner genomförs.

4.1.6 Framtiden

Sven ser ett problem med att instrumentets tillämpning tar så lång tid att genomföra men han tror att desto fler värdepapperiseringar som görs, desto billigare och enklare kommer processen att bli. Henrik Ossborn instämmer. Dock fortsätter han med att samstämna i att processen är ineffektiv. Det bästa hade varit om man kunde hitta strukturer som förenklar processen, samtidigt som man tillgodoser investerarens intressen och säkerhet. Henrik tror att om samtliga parter hade använt sig av Cape Town Convention, hade det blivit billigare och smidigare. Den innebär att man har bl.a. internationella register för registrering och hantering av flygplanens dokumentation. Det betyder således att om man hade utnyttjat fördraget fullt ut och inte registrerat lokalt hade informationsasymmetrin minskat mellan aktörerna. Henrik menar att om den juridiska biten hade förenklats hade det även fått stor effekt på framtida strukturer.

Jonas Lundeberg tycker att det är läge att köpa flygplan nu, men det klassiska utlåningsdilemmat är satt i spel. Det är svårt att få finansiering nu när man behöver kapital och sedan när marknaden har vänt och man har mycket likvida medel, då har man inte längre något behov av nytt kapital.

Nils Hallerström tycker att det är en bra produkt, förutom komplexiteten gällande dess kassaflöde. Dock tror han på en större framtida marknad utanför USA när fler börja rätta sig efter Cape Town Convention.

Paul Wilson tror på förändringar inom värdepapperisering i framtiden. De större finansmarknaderna måste återhämta sig först och därefter kan utvecklingen kanske ta fart. Han hoppas även på att de olika teknikerna kan anpassas till islamic banking, men att det kommer att dröja.

4.1.7 Finansieringsgapet

Jonas Lundeberg tror inte det kommer bli ett äkta finansieringsgap. Han tror att alla aktörer inom industrin kommer att bidra till att minska gapet på ett eller annat sätt. Jonas är övertygad om att det skall levereras kommer att finansieras. Han tror däremot att det verkliga finansieringsgapet, kommer att ligga hos lessorerna i deras relation till bankerna. Finanskrisen är ett faktum och bankerna är inte villiga att låna ut pengar, även om de bara skulle behöva finansiera 60 % av flygplanets totala värde. Nils Hallerström och Paul Wilson instämmer i antagandet.

Sven tror finansieringsgapet kan påverka crossborder-operations, alltså samverkan mellan länder. Trycket på ECAs kommer antagligen att öka säger han. Detta kan leda till att det kommer bli mer nationella affärer.

Jonas Lundeberg förklarar vad Export Credit Agency är och hur de fungerar:

"Det är institutioner i varje land som går in och garanterar exempelvis banken som får en förfrågan om lån. De ställer upp med en garanti, dvs. staten i respektive land fungerar som garant åt banken som i sin tur lånar ut pengar till exempelvis flygbolaget. ECAs fungerar som ett exportstödinstrument. De lånar inte ut egna pengar, de hanterar inga monetära medel men fungerar som garant med staten i ryggen. Det fyller rollen att när bankerna inte vågar låna ut pengar så går de in med sin garanti. Deras roll är att stöda respektive lands exportindustri."

Intervju Jonas Lundeberg, se bilaga 3

4.2 Resultat av dokumentundersökningar

Flygplansfinansiering i allmänhet och värdepapperisering i synnerhet är informationsfattiga områden. När de båda kombineras förminskas informationsmängden ytterligare. Vad vi har upplevt under vår datainsamling är att de personer som besitter den genuina kunskapen om instrumentet är få. Således har vi vänt oss mot andra källor av information och då främst publikationer från Internet.

De flesta typerna av dokument som analyserats har publicerats av företag eller skribenter med tillförlitlig insikt i branschen, oftast genom arbete med värdepapperisering eller finansiering. På detta vis har uppsatsen kunnat fördjupas inom båda aspekter.

4.2.1 Dokumentkällor

4.2.1.1 Wachovia Securities

Wachovia Securities är ett amerikanskt företag med 18 000 anställda som erbjuder organisationer olika investeringslösningar och annan finansiell konsultering inom flera segment, däribland flera former av värdepapperisering. Företaget tillägnar en hel division åt detta instrument och får räknas som en av de större aktörerna inom sektorn.

I uppsatsen har företaget bistått främst analyskapitlet med djupgående information om värdepapperiseringens användande, resultat och framtid inom flygbranschen. Flera olika modeller har återgivits i arbetet som alla får anses inneha god trovärdighet då företaget opererat länge och väl i branschen. Författarna av detta arbete vill dock uppmärksamma läsaren om tidpunkten för publiceringen av de diverse använda dokumenten som alla inträffat före finanskrisen. Några analyser och siffror kan te sig optimistiska men dessa har använts med stor försiktighet i arbetet samtidigt som de förväntas skänka en större inblick inom området och kvalité till arbetet.

4.2.1.2 J. David Cummins & Christopher M. Lewis

Mr. Cummins och Mr. Lewis är två bevandrade herrar inom området värdepapperisering. Deras gedigna bakgrunder har förbättrat uppsatsens teoretiska genomgång av värdepapperiseringens två instrument, ALPS och EETC. Deras utförliga artikel "Securitized Risk Instruments as Alternative Pension Fund Investments" förklarar flera olika begrepp och processer inom den djungel av alternativ som värdepapperiseringen erbjuder marknaden.

4.2.1.3 AerCo & Airplanes Group

Dessa två passerande förvaltare (pass-through trustees) tillhör de få företag som för tillfället har utestående ALPS-certifikat. Företagen är skapade för hantering och ägande av flygplansportföljer vid emittering av värdepapperiseringscertifikat. Airplanes Group är även det företag som emitterat den största ALPS-transaktionen genom tiderna då senior och mezzanine skuld finansierades med 4 048 000 000 USD. Transaktionen innehöll 229 flygplan på lease till 83 olika lessees i 40 länder.

Tillgången till deras rapporter, ämnade för deras certifikatinvesterare, bidrar arbetet med avkastningssiffror från de närmsta fyra åren. Dessa har beräknats genom ränteutbetalningarna dividerat med det, vid tillfället, utestående kapitalet. Hänsyn till tidvärdet av pengar har tagits då perioderna har hållits korta med 2,33 år som längst. Då dessa rapporters upplägg är av den högre skolan, utan vidare förklaring, ska inte resultaten tas som definitiva utan mer som fingervisningar av instrumentens avkastning till investerarna.

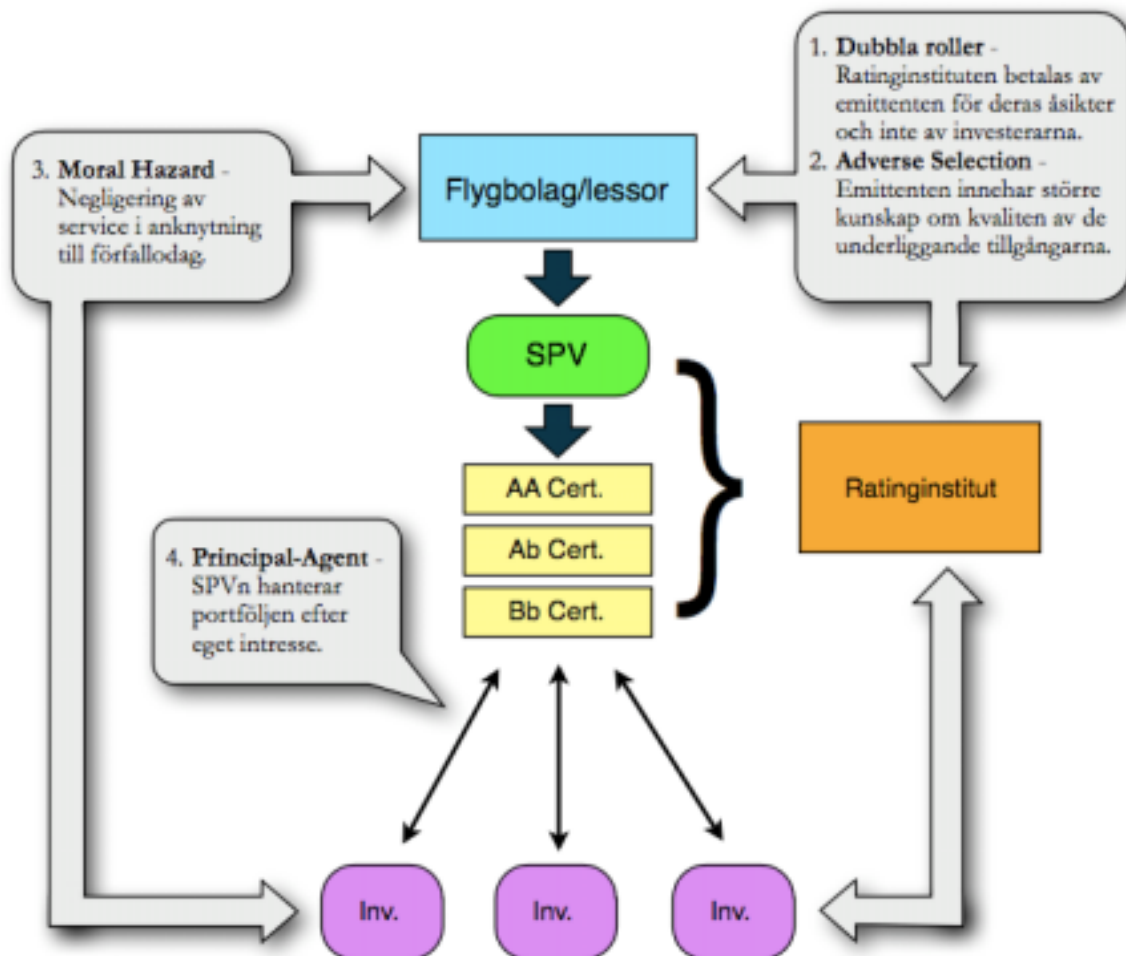
KAPITEL 5

ANALYS

I detta kapitel analyserar vi den empiri vi samlat in, med hjälp av de teorier vi presenterat i kapitel tre. Analysen börjar med en redogörelse för de friktioner som kan uppstå mellan marknadens aktörer för att sedan förklara för- och nackdelar med värdepapperisering. Kapitlet avslutas med en diskussion kring instrumentets framtid.

5.1 Värdepapperiseringens processuella friktioner

Värdepapperiseringsprocessens komplexitet och antalet involverade instanser främjar uppkommandet av friktioner. Mer ingående förklaring av vår friktionsmodell följer efter figuren. De olika friktionerna är numrerade för att förenkla förståelsen för figuren.



Figur 5.1 Fyra processuella friktioner. (Källa: Egen)

Dubbla roller (1)

Ratinginstituten betalas av emittenten för deras åsikter och inte av investerarna. Detta leder oundvikligen till frågor kring ratinginstitutens opartiskhet, vilket i förlängningen kan leda till misfits på marknaden. Ratingen förlitar sig även på modeller som kan förfördela marknadens investerare.

Adverse Selection (2)

Då emittenten har större kunskap om kvalitén på de underliggande tillgångarna än ratinginstituten kan företaget välja att värdepapperisera de sämre tillgångarna och behålla de bättre. Enligt denna teori borde således ratinginstituten värdera de underliggande tillgångarna lägre för att kompensera denna informationsasymmetri. Det kan dock argumenteras huruvida ratinginstituten applicerat denna strategi då värdepapperiseringarna inom flygbranschen nedgraderats avsevärt endast efter något år, vilket tyder på initiala felvärderingar. Vidare forskningen får visa i vilken utsträckning dessa felbedömningar påverkats av informationsasymmetrin respektive ratinginstitutens utförda arbete.

Moral Hazard (3)

Moral hazard-problem uppstår när en part inte drabbas av de negativa effekter som följer partens eget handlande. Exempelvis kan de förekomma mellan lessorn och lesseen i en ALPS-transaktion. Exempelvis om det finns risk att leasingkontraktet förfaller har lesseen väldigt få incitament att vidbehålla god service av tillgången.

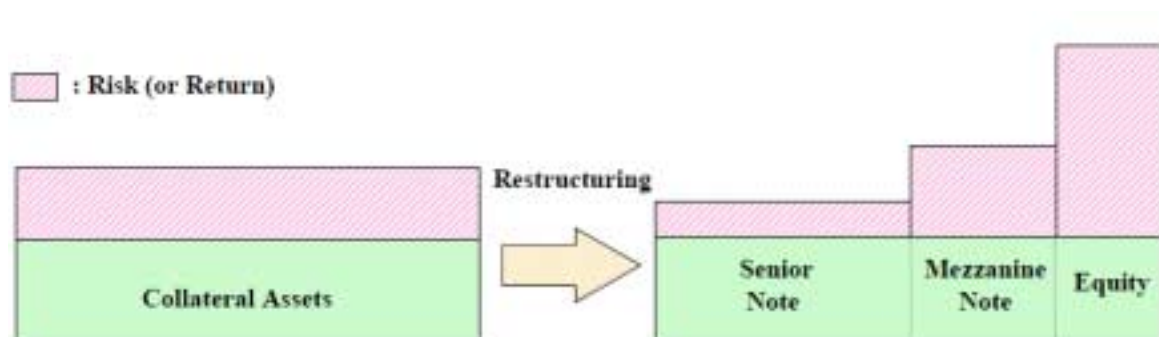
Principal-agent (4)

SPVn arbetar främst efter emittentens intresse trots investerarnas kapitaltillförsel. Till följd av detta kan principal-agent problem uppstå då investerarna inte är medvetna om exempelvis vilka plan som finns tillgängliga i portföljen och hur dessa administreras. För att de underliggande tillgångarna ska hanteras på bästa sätt från en investerares perspektiv krävs perfekt informationsflöde.

5.2 Värdepapperiseringens placering inom Pecking-order

De nya redovisningsprinciperna och dess krav på transparens, förhindrar värdepapperiseringens tillämpbarhet som finansiering utanför balansräkningen. Trots dessa bestämmelser påverkas fortfarande företagets kapitalstruktur vid en värdepapperisering, dock inte med de positiva effekter som erhöles innan finanskrisen.

Värdepapperiserade obligationer trancheras och ges olika rating baserade på diversifieringen av den underliggande säkerheten. Denna tranchering ger oss inblick i var en värdepapperisering placerar sig på Pecking-order. En obligation med hög rating kan jämföras med ett senior loan och är således placerad näst längst upp. Normalt sett ges även subprime-ratade obligationer ut vid en värdepapperisering. Dessa kan liknas vid mezzaninelån och hamnar således längst ner på listan över lån, endast överordnad equity. Vid värdepapperiseringar kan även sk unratade obligationer ges ut, dessa har hög riskfaktor och betingar följaktligen ett avkastningskrav likvärdigt equity. I figur 5.2 nedan illustreras andelarna av respektive lån i en fiktiv värdepapperisering. Tillsammans bildar de ett "lån" (Collateral Assets) understigande senior men överstigande mezzanine. Denna fiktiva värdepapperisering bör, teoretiskt sett, hamna under senior loan men högt över mezzaninelån på Pecking-order. Värdepapperiseringar med denna ratingstruktur och placering på Pecking-order är vanligast då de oftast trancheras upp i de tre lånmodellerna visade i figur 5.2 nedan. Teoretiskt sett kan emellertid en värdepapperisering, endast baserad på en underliggande säkerhet med högst rating, placera sig ovanför senior loans på Pecking-order. Detta då den underliggande tillgången transporteras till ett specialföretag fristående från originatorn och är således fullkomligt skyddad vid konkurs.



Figur 5.2 Modell över fiktiv värdepapperiseringslånstruktur. (Global CDO: Introduction, 2004, <<http://www.bond.co.kr>>).

5.3 Värdepapperiseringens fördelar

Kapitalintensiva marknader ställs ständigt inför finansieringsproblem vid kostsamma investeringar. Inom flygbranschen uppstår dessa dilemman givetvis vid finansiering av just flygplanet. Den mest uppenbara och grundläggande aspekten i en värdepapperisering är åtkomsten till framtida intäkter innan de realiserats. Värdepapperiseringen av dessa intäkter erbjuder framtida skuldtagare ett intressant alternativ till den vanliga lånstrukturen och dess tillhörande effekter på kapitalstruktur och avkastningskrav från finansörerna. Avkastningskravet tillåts variera under en värdepapperiseringstransaktions livstid genom andrahandsmarknaden jämfört med ett banklån med tillhörande fast ränta och amorteringar. Hur emissionen från en värdepapperisering påverkar kapitalstrukturen förklaras ovan i avsnittet om Pecking-order.

Från den första värdepapperiseringen fram till finanskrisen år 2008 härstammade många av instrumentets fördelar i möjligheten till att redovisa ”skulden” utanför balansräkningen, s.k. off-balance sheet treatment. Nya redovisningsprinciper har reducerat dessa positiva effekter till nära obefintlighet. Istället grundar sig fördelarna i en värdepapperisering på de mer strukturella aspekterna som inte berör balansräkningen i samma utsträckning.

Möjligheten att nå ut till nya marknader genom värdepapperiseringen frigör större potentiellt kapital för det emitterande företaget. Exempelvis hjälpte värdepapperiseringen till att fylla tomrummet av investeringsalternativ under återhämtningen av finanskrisen på 1990-talet då politiker, bransch- och intresseföretag efterlyste ökad konkurrens i banksektorn (Månsson & Andersson, 1999, s.21). För den kapitalintensiva flygbranschen innebär detta en smidig möjlighet att finansiera verksamheten.

Utöver en större finansieringskälla kan företagen genom den konkursbefriade SPVn erhålla högre rating för de emitterade värdepapperna. Genom denna process tillåts sämre värderade emittenter kringgå alltför höga kreditkostnader då de överlåter äganderätten av den underliggande tillgången till investerarna. Då flygplanet, i form av den underliggande tillgången, legalt sett tillhör SPVn kan denna vid eventuell konkurs av originatorn (flygbolaget, tillverkaren, lessorn m.fl.) leasa vidare flygplanet eller sälja av det till investerarnas belåtenhet. I förlängningen leder detta till lägre avkastningskrav från investerarna, vilket inom flygbranschen besparar skuldtagaren stora summor.

Investerarna har fler anledningar att lockas från företagsobligationer till förmån för detta finansieringsinstrument. Poolningen av de framtida intäkterna ökar diversifieringen och minskar därmed risken av investeringen utan att påverka avkastningskravet. Via olika typer av flygplan från olika regioner exemplifieras diversifieringen i en värdepapperisering av en flygplansportfölj.

5.4 Värdepapperiseringens nackdelar

Värdepapperisering har teoretiskt sett få nackdelar. Den rådande finanskrisen har dock visat på att riskspridningen inom värdepapperisering kan anses utgöra en nackdel likväl som fördel. Spridningen av amerikanska Mortgage Backed Securities har i stor utsträckning varit den avgörande faktorn vid finanskrisens globala utveckling. Från en tillämpningsaspekt besitter dock värdepapperisering en del nackdelar. Det är fortfarande en relativt oprövad finansieringslösning och ökad förståelse hos samtliga inblandade aktörer krävs innan den finner samma acceptans hos investerare som mer konventionella papper. Denna brist på acceptans gör att värdepappret inte når ut till närheten av sin teoretiska marknadspotential och den potentiella fördelen med en sekundär marknad går för tillfället om intet. Det största hindret för ökad tillämpning av detta finansieringsfordon är dock bristen av en standardiserad process. Speciellt inom flygbranschen där en enskild flygplansförsäljning kan innebära över 100 sidor långa transaktionsdokument. En värdepapperisering innehållande 100 flygplan är under sådana förhållanden en alldeles för tidskrävande och kostsam process, menar Jonas Lundeberg på Volito. Varje plan måste genomgå en separat ratingbedömning och ratingprocessen av ett flygplan är en komplicerad vägning av ekonomisk data och underhåll. Expertisen som krävs inom flygplansservice gör ratingprocessen ännu mer komplex då ratinginstituten behöver anlita serviceexpertis utifrån. Flygbranschens volatilitet i kombination med värdepapperiseringens tidskrävande ratingprocess gör att instrumentet är alldeles för kostsamt och tidskrävande för att vara ett praktiskt finansieringsfordon inom flygbranschen.

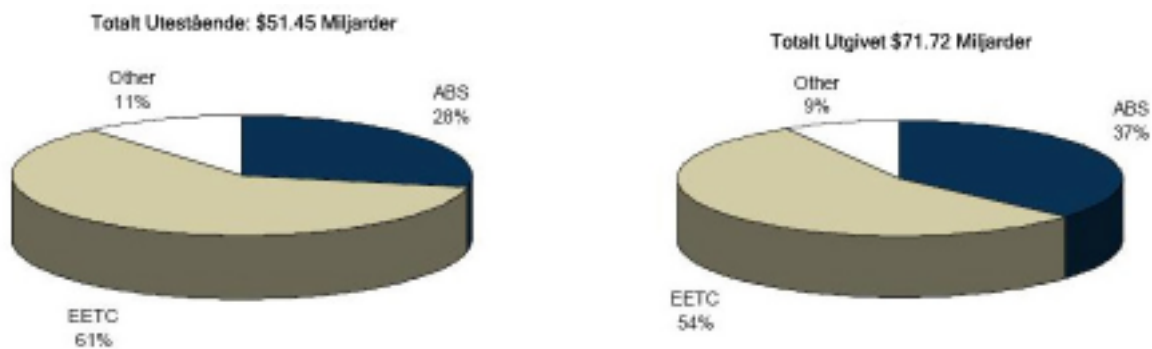
5.5 Olika finansieringslösningar

Leasinglösningar har fått väldigt stort genomslag då dessa reducerar behovet av stora kapitalbindningar. Nackdelen med leasinglösningar är att kostnaden teoretiskt sätt bör överstiga kostnaden av att själv binda kapitalet, då leasingföretaget måste finansiera sin egen kapitalbindning genom sina lessees. Trots denna nackdel är det ett av det vanligaste sättet för flygbolag att finansiera sina flygplan. Anledningen till detta tros vara den flexibilitet leasingbolag kan erbjuda men även flygbolagens svårighet att få egna lån. Enligt Sven Holmgren föredrar leasingbolaget Volito att finansiera sina flygplansköp via banklån. Fördelen med banklån relativt värdepapperisering anser han vara den snabba processen samt kostnaden ett lån innebär. De europeiska flygbranschen har haft väsentligt lättare att få tillgång till likvida medel för sina flygplansköp än vad den amerikanska haft då europeiska banker av tradition är mindre riskaverta. Värdepapperisering har således inte fått samma genomslag i Europa som i USA. Sven anser att värdepapperisering kan vara ett bra komplement till dessa mer traditionella finansieringslösningar men i dagsläget är den för tids- och kapitalkrävande för att instrumentet ska tillämpas. Speciellt som de europeiska bankerna varit tillmötesgående med tillförseln av likvida medel.

Finansiering via företagsobligationer delar många likheter med finansiering genom värdepapperisering. Båda är långsiktiga och har potential att nå ut till en bredare finansieringsmarknad. Likt vid en värdepapperisering krävs en omfattande ratingprocess för att bestämma obligationens säkerhet. Sådana processer är tidskrävande och kan utgöra ett problem då behovet av finansieringsmedel ofta är akut. Det största problemet med företagsobligationer är dock enligt Jonas Lundeberg marknadens brist på likviditet just nu. Efter ratingföretagens misslyckande med amerikanska MBS har obligationsmarknaden helt stannat av. På sikt tror han emellertid på en återhämtning inom marknaden då instrumentet i sig är en vettig investering.

5.6 ALPS vs. EETC

Riskdiversifieringen i en ALPS-struktur är mycket bredare än den spridning som fås i en EETC-struktur. Givetvis beror detta på de oändliga kombinationsmöjligheterna av flygplanstyper, regioner, lessees, med mera som tillåts i en ALPS-struktur. Detta samtidigt som flygbolaget i en EETC-struktur troligtvis enbart erbjuder investerarna en eller ett fåtal olika flygplanstyper och det koncentrerade beroendet av endast det emitterande flygbolaget. Å andra sidan är de underliggande flygplanstillgångarna normalt sett nya flygplan i en EETC-struktur och kreditvärdigheten hos det individuella flygbolaget är ofta högre än hos ALPS-strukturen. Däremot belyses diversifieringsproblematiken i skuggan av terroristattacker i USA då det endast är amerikanska flygbolag som hittills utfärdat EETC-certifikat (Heberle & van Heerden, 2005, s.8).



Figur 5.3 Totala mängden utestående (resterande återbetalning) och emitterat kapital från värdepapperisering inom flygbranschen (Heberle & van Heerden, 2005, s.7).

Risken vid releasing uppstår då leasetagarens får betalningssvårigheter, dessa påverkar däremot endast ALPS-transaktionerna. Mestadels beroende av många av dagens lessees svaga kreditvärdighet och, i varierande utsträckning, antalet flygplanstyper på grund av reducerade flygflottor i världen. EETCs som generellt är fullt amortiserade företagsvärdepapper över livstiden av tillgången, bekämpar istället den individuella kreditrisken. Även tvångsförsäljningen vid en eventuell konkurs, till en troligtvis oattraktiv marknad, påverkar flygbolagens risk i en EETC (Heberle & van Heerden, 2005, s.8).

Risken vid värderingen av flygplanen limiteras genom over-collateralization i båda de olika transaktionsformerna. Även fast båda de olika transaktionerna utsätts för risk vid nedgångar i flygplansvärdet gör strukturen av en ALPS-transaktion att den är mer motståndskraftig mot

kortsiktiga chockar och recessioner. Detta beror på effekter i värderingsbedömningen inom flygbranschen. Ett flygplan kan värderas genom sitt basvärde och sitt marknadsvärde. Basvärdet är det ekonomiska värde ett flygplan besitter i en öppen, obegränsad, stabil marknad med en rimlig balans på utbud och efterfrågan. Marknadsvärdet baseras å andra sidan på det mest troliga priset flygplanet har på den rådande marknaden. Vid svåra tider blir givetvis skillnaderna mellan dessa värderingar extra viktig. EETCs exponeras mest för marknadsvärdesrisken medan basvärdesrisken påverkar ALPS mer. Varför ALPS klarar sig bättre i svåra tider beror på de årliga uppdateringar som sker av deras basvärden, något EETCs inte använder sig av. På grund av detta påverkas EETCs negativt i större utsträckning vid längre perioder av finansiella svårigheter inom branschen.

I tabellen illustreras för- och nackdelarna av de två värdepapperiseringsmetoderna inom flygbranschen vid två olika tidpunkter.

	EETC	ALPS
Vid emission		
Fördelar	Nyare flygplan	Diversifierad genom flygplan, region och lessee
	Låg investment-grade lessee	Aktivt hanterad Pool
Nackdelar	Ingen lesseediversifiering	Generellt ingen rating av lesseebasen
	Ingen regionsdiversifiering	Flygplanen är oftast äldre än i EETCs
Rådande marknad		
Fördelar	Nyare flygplan	De flesta flygplan har hållits flygande, dock till billigare taxa
Nackdelar	Många amerikanska flygbolag är i trångmål	Vissa transaktioner har äldre flygplanstyper som alla lider av låga leasetaxor

5.7 Värdepapperiseringens resultat och nyttjande

För tillfället är marknaden för nya värdepapperiseringstransaktioner nästintill död, enligt Sven Holmgren på Volito. Det samma gäller för de flesta okonventionella finansieringslösningarna inom flygbranschen. Användandets minskning beror till största delen självklart på finanskrisen och dess söndertrasande av värdepapperiseringens förtroende som finansieringsinstrument. Svårigheten ligger i att uppskatta finanskrisens genomslagskraft på instrumentet värdepapperisering och vilka effekter det fått på transaktioner inom flygbranschen. Det råder inget tvivel om ratinginstitutens kraftiga påverkan på exempelvis bostadsobligationer och certifikat inom flygbranschen. Huruvida ratinginstituten gjort ett gott bedömningsarbete lämnar vi åt vidare forskning men då marknaden står still äger dessa institut en klar del av skulden.

Genom att bedöma värdepapperiseringens resultat från en investerares synvinkel kan vi analysera ytterligare en dimension av instrumentets vara eller icke vara inom flygbranschen.

Då marknaden för EETCs enligt våra undersökningar inte är lika utbredd och likvid som ALPS, är informationen om dessa begränsade. På grund av detta kommer det största analysarbetet ägnats åt ALPS och dess resultat på marknaden. Enligt uträkningen som presenteras i bilaga 6 beräknas avkastningen på AerCos (passerande förvaltare/pass-through trust) ALPS-certifikat klass A de senaste två åren ligga på omkring 3,57 % per år. Detta kan jämföras med de svenska tvååriga bostadsobligationerna som gav en avkastning på 4,68 % under 2008. Även de svenska statsskuldväxlarna på 12-månader gav en mer fördelaktig avkastning på 3,78 % under samma år. Då certifikaten inom flygbranschen räknas som en klart mer riskfylld investering än de två svenska obligationerna kan inte den låga avkastningen tillfredställa investerarna för tillfället. En annan stor passerande förvaltare, Airplanes Group, med utestående ALPS-certifikat redovisade under samma period en årsavkastning på 3,54 %, vilket även det fortfarande är sämre än de två mer riskfria alternativen (se bilaga 6). Beräkningar utförda på de utbetalningar som gjorts från mitten av 2005 och ett och ett halvt år fram visar på avkastningar på 4,69% respektive 4,66% per år för AerCo och Airplanes Group.

Vid amorteringen av certifikaten vilket anstår alla obligationer, använder ALPS-certifikaten sig av så kallade soft-bulletutbetalningar. Eftersom dessa utbetalningar använder sig av ett förväntat slutdatum istället för ett fast kan principalutbetalningen skjutas framåt i tiden. Jämfört med en

hard-bullet som förväntas bli återbetald vid det fastställda datumet. Denna princip används för att försäkra sig mot svårare tider och berättigar investerarna till en högre avkastning. Vad som har skett inom denna industri är att leasingbolagens intäkter inte räckt till att betala vare sig principalen eller tillräcklig ränta på de lägre trancherna. För investerarna är detta ytterst problematiskt då man riskerar att inte få tillbaka det kapital som investerats (Heberle & van Heerden, 2005, s.17).

**IO/PO-Analys av seniora poolade flygplanstillgångar (ALPS)
80% av beräknat kassaflöde**

Deal	Tranche	Current Price	IO @ 100 DM	PO @ 10%	Total	Diff	Begin Prin window	Prin Writedown %	Prin WAL
ACAP 2000	A1	77.5	41.28	24.86	66.14	11.36	2/15/2006	53.23%	6.86
Aeris	A3	75.75	46.91	20.32	69.24	6.51	4/8/2008	54.84%	6.49
AFT 1999	A1	64	56.75	6.43	65.18	1.18	6/15/2009	82.93%	10.62
AIRPT	A9	54.25	50.66	0.00	50.66	3.39	NA	NA	NA
EAST	A1	61.5	44.38	20.99	65.31	3.61	9/15/2007	60.68%	6.69
LIFT	A1	69.5	57.13	14.06	71.19	1.69	10/15/2011	48.15%	14.07
LIFT	A2	69.5	57.13	14.06	71.19	1.69	10/15/2011	48.15%	14.07
PALS 2000	A2	65	75.40	0.00	75.40	10.40	NA	NA	NA
PALS 2001	A1	51	54.04	0.57	54.61	3.61	9/15/2011	98.47%	10.22
PALS 2001	A2	51	54.04	0.57	54.61	3.61	9/15/2011	98.47%	10.22
TAF	A1	69	50.16	18.64	69.79	0.21	9/15/2007	60.71%	6.22

**IO/PO-Analys av seniora poolade flygplanstillgångar (ALPS)
100% av beräknat kassaflöde**

Deal	Tranche	Current Price	IO @ 100 DM	PO @ 10%	Total	Diff	Begin Prin window	Prin Writedown %	Prin WAL
ACAP 2000	A1	77.5	34.18	44.41	78.59	1.09	2/15/2006	13.40%	7.30
Aeris	A3	75.75	35.07	46.78	79.85	4.10	7/15/2007	0.00%	8.25
AFT 1999	A1	64	49.91	24.11	74.02	10.02	6/15/2009	0.00%	12.15
AIRPT	A9	54.25	44.00	23.14	67.15	12.90	6/15/2012	40.73%	9.74
EAST	A1	61.5	34.90	43.56	78.47	16.97	9/15/2007	14.06%	7.36
LIFT	A1	69.5	44.52	32.30	76.81	7.31	9/15/2010	0.00%	12.18
LIFT	A2	69.5	44.52	32.30	77.16	7.66	9/15/2010	0.00%	12.18
PALS 2000	A2	65	65.54	0.70	66.24	21.24	3/15/2015	97.86%	11.37
PALS 2001	A1	51	56.55	6.95	65.49	14.45	6/15/2011	78.66%	11.95
PALS 2001	A2	51	59.65	6.95	66.60	15.60	6/15/2011	78.06%	11.97
TAF	A1	69	34.57	47.67	82.24	13.24	9/15/2007	0.00%	6.15

**IO/PO-Analys av seniora poolade flygplanstillgångar (ALPS)
120% av beräknat kassaflöde**

Deal	Tranche	Current Price	IO @ 100 DM	PO @ 10%	Total	Diff	Begin Prin window	Prin Writedown %	Prin WAL
ACAP 2000	A1	77.5	30.62	50.51	81.14	6.64	2/15/2006	0.00%	7.57
Aeris	A3	75.75	30.47	50.18	80.65	4.90	7/15/2007	0.00%	7.50
AFT 1999	A1	64	40.17	38.63	78.80	14.80	6/15/2009	27.44%	10.34
AIRPT	A9	54.25	33.77	45.92	79.69	25.44	6/15/2010	0.00%	8.13
EAST	A1	61.5	26.35	35.88	62.23	20.73	9/15/2007	0.00%	6.28
LIFT	A1	69.5	44.43	32.40	76.83	7.33	9/15/2010	0.00%	12.15
LIFT	A2	69.5	44.78	32.40	77.18	7.68	9/15/2010	0.00%	12.15
PALS 2000	A2	65	31.29	6.41	37.70	32.70	3/15/2015	60.96%	11.47
PALS 2001	A1	51	49.60	27.19	76.79	25.79	6/15/2011	13.54%	12.45
PALS 2001	A2	51	49.60	27.19	76.79	25.79	6/15/2011	13.54%	12.45
TAF	A1	69	27.18	36.76	63.93	14.93	3/15/2006	0.00%	6.09

Figur 5.4 Nuvärdesanalys av beräknade kassaflöden på certifikaten. (Heberle & van Heerden, 2005, s.17).

De tre tabellerna ovan illustrerar en IO/PO-analys vilken demonstrerar nuvärdet av kassaflödet från ALPS-certifikat från olika lessors under 2005. Analysen jämför marknadens pris på certifikaten med ett uträknat nuvärde genom att dela upp räntans (Interest Only) och principalens (Principal Only) kassaflöde och värdera dessa enskilt. I denna analys värderas den seniora räntan vid 100 baspunkters rabattmarginal (Discount Margin, DM). Rabattmarginalen syftar till avkastningen utöver indexet av den underliggande säkerhetens rörliga ränta. I det illustrerade fallet betyder det att avkastningen är utöver den förväntade räntan, 100 punkter (1 %) bättre. Principalen i exemplet är satt med en avkastning på 10 %. Dessa nuvärden läggs ihop och jämförs med det rådande priset på marknaden. Det markerade området visar skillnaden i priset i dollar mellan det beräknade nuvärdet och marknadens pris. Det översta diagrammet är baserat på ett prognostiserat kassaflöde på 80 %. Diagrammet nedanför 100 % och sist 120 % av det prognostiserade kassaflödet. Med prognostiserat kassaflöde på 100 % menas att leasingföretag erhåller 100 % av de prognostiserade leasingintäkterna.

Genom denna värderingsmetodik kan några intressanta slutsatser dras. De värdepapper med ett tidigt principal window (den tidpunkt då principalen börjar betalas av) tenderar att ha ett marknadspris i närheten av det beräknade nuvärdet. ACAP A1 säljs endast en dollar från sitt nuvärde medan de värdepapper med ett sent principal window säljs till klart rabatterade priser, jämfört med deras beräknade nuvärde. Marknaden värderar därmed de värdepapperna med en tidig återbetalning av principalen närmare sitt nuvärde än de med längre tid till återbetalning.

De billigaste kassaflödena på marknaden tillhör de värdepapper som inte beräknas återbetala sina principaler till fullo. Dessa värdepapper är de med hög grad av principal writedown, vilket är en nedskrivning av principalen på grund av förluster i portföljen. Exempelvis handlas PALS-värdepapperna till väsentligt lägre priser än deras beräknade nuvärde. Med andra ord prissätts de mer osäkra värdepapperna med ett kraftigt reducerat pris på marknaden, vilket tyder på en väldigt osäker marknad.

5.8 Framtiden för instrumentet

Hur flygplan finansieras beror på de alternativ företaget som ämnar införskaffa flygplanet kan använda sig av. Inom kapitalintensiva branscher kan kombinationer av flera olika alternativ för finansiering vara den enda resonabla lösningen menar Jonas Lundeberg. Ett banklån kan kompletteras med utfärdandet av obligationer som tillsammans finansierar ett företags investeringar. Värdepapperiseringen ger finansieringsmarknaden ytterligare djup genom att vända sig till en ny marknad vid sidan av bankvärlden. Företag med sämre kreditrating tillåts bekosta sin finansiering på ett billigare sätt än vad kreditinstituten anser de vara berättigade till.

Instrumentets finurliga fördelar till trots, har dess användning inom flygbranschen begränsats nästan uteslutande till den nordamerikanska delen av världen. Detta faktum beror till stor del av amerikanska bankers ovilja att finansiera flygplansköp men även på grund av de amerikanska flygbolagens och lessorernas svaga krediter. I Europa har bankerna varit mer tillmötesgående och de kreditvärdiga företag som sökt finansiering genom banksystemet har inte behövt leta efter fler alternativ.

Aircraft Financing Environment

Capital Providers	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Today	2010	2011
Lessors	R/Y	Y	G	G	G	Y/R	R/Y	Y	Y/G
Commercial Banks	R/Y	G	G	G	G	Y/R	R/Y	Y	Y/G
Public Debt / Capital Markets	R	R	R/Y	Y	G/Y/G	R	R	R/Y	Y/G
Private Equity Hedge Funds	G	G	G	G	G	R	R	R/Y	Y

G Satisfactory
 Y Cautionary
 R Major Concern
 Y/G Change

Figur 5.5 Den rådande flygplansfinansieringsmiljön. (International Conference on Air Transport, Law and Regulation, 2009, <<http://www.mcgill.ca> >).

Vid skrivande tillfälle genomförs väldigt få värdepapperiseringar inom flygbranschen. Anledningen tros delvis vara instrumentets tabubelagda status till följd av delaktighet inom finanskrisen. Värdepapperiseringens framtid är bunden till standardiseringen av instrumentet

och dess ratingprocess. Vidare krävs en revidering av de europeiska lagstiftningarna för att underlätta den legala processen.

Något som också kommer spela en avgörande roll inom instrumentets framtid är de konventionella finansieringsinstitutens riskavertans. Om det europeiska bankväsendet likt sina amerikanska kollegor stryper kapitaltillförseln till flygbranschen måste denna söka sig till andra finansieringsinstrument. Värdepapperisering anses vara ett av flera bra komplement till den konventionella bankfinansieringen. Problemet är att då bankväsendet stryper tillförseln följer andra investerare ofta deras exempel. Obligationsmarknaden minskar följaktligen i likviditet och investerare skyr även värdepapperiserade obligationspapper. Finansmarknaden är i dagsläget inte långt ifrån bristen på kapitaltillförsel beskrivet ovan (illustrerat i figur 5.5 ovan). Enligt Jonas Lundeberg på Volito har deras finansieringsmöjligheter minskat avsevärt. Det senaste halvåret har ca 20 potentiella bankfinansiärer reducerats till två och likviditeten på obligationsmarknaden är alldeles för svag för obligationsfinansiering. För att värdepapperisering återigen ska bli till ett tillämbart finansieringsfordon inom flygbranschen krävs bättre likviditet på obligationsmarknaden där certifikaten handlas och framför allt en generell återhämtning inom finanssektorn.

KAPITEL 6

SLUTSATS

I uppsatsens avslutande kapitel redovisar vi de slutsatser vi dragit under arbetets gång. Vi sammanställer de svar som analysen frambringat och framhäver de mest intressanta resultaten av vår studie.

Finansieringsfrågan har alltid varit en viktig fråga inom flygbranschen. Sedan avregleringen av världens flygmonopol under slutet av 1900-talet har man sökt efter den bäst lämpade finansieringslösningen för denna volatila bransch. Det rådande finansiella klimatet har ytterligare komplicerat en redan besvärad finansieringssituation. Medel finns att tillgå men de konventionella finansieringsinstituten är för närvarande inte intresserade av denna realkapitalintensiva och osäkra bransch. Då konventionella lån är svåra att få har flygbolagen sökt sig till andra finansieringslösningar. Dagens finansiella situation har emellertid frusit så gott som samtliga finansieringsfordon och flygbranschen står inför ytterligare ett år av finansiell distress.

Värdepapperiseringens applicerbarhet som finansieringsfordon är teoretiskt sett ypperlig. Instrument är i grunden ett bra komplement till andra finansieringslösningar. Utöver åtkomsten till framtida intäkter som ännu inte realiserats, tillgängliggör även instrumentet kapital från nya marknader. Genom SPVns konkursskydd möjliggörs dessutom en lägre kapitalkostnad än vad företagets kreditrating egentligen tillåter. I fatet för användningen av instrumentet ligger dock för tillfället flera svåröverkomliga hinder. Dels är denna form av finansiering fortfarande relativt oprövad med bristande investeraracceptans. Vidare kommer instrumentets fortlevnad regleras i takt med standardisering av dess process, vilken i dagens skick endast attraherar en synnerligen nischad del inom flygbranschen. Situationen som den ser ut idag med en struktureringsprocess på över ett år och med tillhörande kostnader gör finansieringsfordonet riskabelt.

Samtliga intervjuobjekt vi konsulterat instämmer i fordonets teoretiska fördelar och processuella brister. De är emellertid inte helt överens om instrumentets framtid. I kölvattnet av finanskrisen skönjer de flesta av våra respondenter ingen större accelerering i användandet av finansieringsfordonet. Trots behovet av nya marknader influerar finansieringsinstitutens riskavertans investerare på alla marknader. Resultatet är en ond spiral av ovilja att investera,

när marknader behöver kapital som mest. Söndertrasandet av förtroendet för värdepapperisering under finanskrisen kan ha förstört marknaden för en betydande framtid. Finansieringsinstituten har likvida medel men finanskrisen har satt stopp för kapitalflödet. Det kommer krävas en anseilig förändring av de konventionella finansieringsinstituten riskavertans för dra ur denna finanspropp och åter likviditera marknaden. Det eventuella tillflödet av kapital till trots, levereras knappast tillräcklig tyngd för att vidga finansiärernas vyer och en ordentlig förfining av strukturen står sig finansieringsalternativet slätt.

Flygplansvärdepapperiseringar är för närvarande dyra och ineffektiva och blir meningsfulla endast vid isolerade tillfällen. För en ökad användning bör instrumentet genomgå en processuell sofistisering i kombination med marknadens tillfrisknande.

KAPITEL 7

VIDARE FORSKNING

Detta kapitel tar upp de frågeställningar som vi anser är lämpade för vidare och mer utförlig forskning.

Då värdepapperisering är ett relativt outforskat område inom den annars välutforskade finanssektorn finns det många aspekter som inte ännu är belysta. Under arbetets gång har vi stött på flera områden inom instrumentets omfång där vi inte funnit vad vi anser vara adekvat forskning. Den mest självklara av dessa är den processuella förbättring som krävs för att instrumentet skall öka i användning. Nedan presenteras förslag till vidare forskning:

- Undersökning av lämpliga processuella förbättringar för instrumentet värdepapperisering.
- Analys av ratinginstitutens delaktighet samt influens på finanskrisen.
- Islamic Banking som alternativ finansieringslösning inom flygbranschen.
- Den legala aspekten av värdepapperisering inom flygbranschen.

KÄLLFÖRTECKNING

Publicerade Källor

Litteratur

Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter (2007) *Corporate Finance*. Boston: Pearson Education, Inc.

Bryman, Adam & Bell, Emma (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Malmö: Liber AB

Eriksson, Lars-Torsten & Wiedersheim-Paul, Finn (2001) *Att utreda, forska och rapportera*. Malmö: Liber Ekonomi

Kendall, Leon T. & Fishman Michael J (1996) *A primer on securitization*. Cambridge: The MIT Press

Morrell, S. Peter (2007) *Airline Finance, tredje upplagan*. Hampshire: Ashgate Publishing Limited

Månson, Fredrik & Andersson, Per-Ulrik (red.) (1995) *Värdepapperisering - Securitisation*. Stockholm: Norstedts Juridik

Strauss, A. & Corbin, J. M. (1987), *Qualitative Analysis for Social Scientists*. New York: Cambridge University Press).

Svenning, Conny (1999) *Metodboken, tredje upplagan*. Staffanstorps: Lorentz Förlag

Tidsskriftsartikel

Akerlof, A. George (1970) The Market for "Lemons": *Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. I Akerlof, A. George. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3. Cambridge: The MIT Press. S.488-500

Artikel

Ashcraft, B. Adam & Schuermann, Til (2007) *Understanding the securitization of subprime mortgage credit*.

I Ashcraft, B. Adam & Schuermann, Til. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 318. New York: Federal Reserve Bank of New York

Ashcraft, B. Adam & Schuermann, Til (2009) *7 Deadly Frictions in Subprime Mortgage Securitization*. I Ashcraft, B. Adam & Schuermann, Til. *International Financial Research Forum: "Risk Management and the Financial Crisis"*. Paris: Europlace Institute of Finance

Cummins, J. David & Lewis, M. Christopher (2002), *Securitized Risk Instruments as Alternative Pension Fund Investment*, I Cummins. I J. David & Lewis, M. Christopher. *The Pension Challenge: Risk Transfers and Retirement Income Security*. Philadelphia: Pension Research Council, s.26-29.

Dommeyer, C. J. & Moriarty, E. (2000), *Comparison of Two Forms of an E-Mail Survey: Embedded vs. Attached*, *International Journal of Market Research*, 42: s. 39-50.

Fabozzi, J. Frank & Kothari, Vinod (2007) *Securitization: The Tool of Financial Transformation*. I Fabozzi, J. Frank & Kothari, Vinod. *Yale ICF Working Paper No. 070*. New Haven: Yale International Center of Finance

Heberle, Mark & van Heerden, Chris (2005), *Background to Aircraft-Backed Debt Securities*. Charlotte: Wachovia Securities

McCormick, Christian (2008) *Aircraft Financing*. Paris: Natixis

Myers, C. Stewart (1984) *The Capital Structure Puzzle*. I Myers, C. Stewart. *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, San Francisco: American Finance Association. S.575-592.

Standard & Poor's (1999) *Structured Finance: Aircraft Securitization Criteria*. New York: Standard & Poor's, s. 3, f.

Elektroniska källor

Air Finance Journal (2009), *Managing the airfinance gap*. : <<http://www.airfinancejournal.com/Article/2114388/Search/Results/Managing-the-airfinance-gap.html?Keywords=finance+gap>>. (2009-02-16).

Ashcraft, B. Adam & Schuermann, Til (2009) *International Financial Research Forum, 7 Deadly Frictions in Subprime Mortgage Securitization*. : <<http://www.mediafinance.tv:8080/risk09/P1-Schuermann.pdf>>. (2009-03-19), Bank of New York or the Federal Reserve System.

Baily, N. Martin; Litan, E. Robert; Johnson, S. Matthew (2008) *Business and Public Policy at Brookings. The Origins of the Financial Crisis*. : <http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/papers/2008/11_origins_crisis_baily_litan/11_origins_crisis_baily_litan.pdf>. (2008-11-01).

Board of Governors of the Federal Reserve System (2008). *Press Release: Federal Reserve announces the creation of the Term Asset-Backed Securities Loan-Facility (TALF)*.: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125a.htm>>. (2008-11-25).

Cahill & Weinmann (2004). *Enhanced equipment trust certificate structure*. : <<http://www.freepatentsonline.com/y2004/0205021.html?query=enhanced+equipment+trust+certificates&stemming=on>>).

Fannie Mae (2009). *Monthly Summary Archive*. : <<http://www.fanniemae.com/ir/monthly/index.jhtml;jsessionid=FJVSEORGD1D41J2FECHSFGA?s=Monthly+Summary>>/Investor Information/Monthly Information. (2009-04-30)

Global CDO: Introduction.: <http://www.bond.co.kr/pds_anal/CDO.pdf>. (2004)

Institute of Islamic Banking and Insurance (2009). *What is Islamic Banking?.* : <<http://www.islamic-banking.com/ibanking/whatib.php>> (2009-05-26).

Kothari, Vinod (2009). *Securitization - a primer.* : <<http://www.vinodkothari.com/seccont.htm>>/Online securitization Primer. (2009-05-11).

Matthews, J. (2009) Boeing Capital Corporation, *International Conference on Air Transport, Law and Regulation.*: <http://www.mcgill.ca/files/iasl/Session_8_Matthews.pdf>. (2009-04-16).

Risk Glossary (1996). *Asset-Backed Security.* : <http://www.riskglossary.com/link/asset_backed_security.htm>/Search/Asset-Backed Security. (1996).

Statement of Cameron, Cowan, Partner, Orrick, Herrington, and Sutcliffe, American Securitization Forum (2003). *Hearing on Protecting Homeowners: Preventing Abusive Lending While Preserving Access to Credit.* : <<http://www.house.gov/financialservices/media/pdf/110503cc.pdf>>/Search/Ginnie Mae/History and Overview of Securitization>(2003-11-05).

William C. Spaulding (2008). *Corporate Bond Types.* : <<http://thismatter.com/money/bonds/types/corporate/corporate-bond-types.htm>>). (2008).

Publikationer

Lufthansa Årsredovisning 2008

<<http://konzern.lufthansa.com/en/html/presse/downloads/publikationen/index.htm>>

Andra källor

Gårdängen, Maria (2009-03-16) Föreläsning, Lunds Universitet

Wijk, Gösta (2008-11-27) Föreläsning, Lunds Universitet

Bilagor

Bilaga 1 – Terminologi

Aircraft Lease Portfolio Securitizations (ALPS) – En typ av värdepappersfinansiering som används av företag som leasar eller tillverkar flygplan. Investerare köper värdepapper av den underliggande säkerheten som består av en diversifierad portfölj innehållande flygplan på operating leases från ett antal flygbolag.

Asset-Backed Security (ABS) – En finansiell tillgång med den underliggande säkerheten bestående av lån, leasing eller kundfordringar som inte härstammar från bostadslån.

Bankruptcy Remote – Ett företag inom en bolagsgrupp är bankruptcy remote när solvensen av de andra företagen i gruppen inte påverkar solvensen av företaget. Uttryckligen, skulle något "besläktat" företag försättas i konkurs kan inte det bankruptcy remote skyddade företaget förlora sina tillgångar till konkursföretagets fordringsägare.

Collateral Debt Obligation (CDO) – En finansiell tillgång med en underliggande säkerhet bestående av framtida homogena kassaflöden som härstammar från obligationer och lån.

Export Credit Agency (ECA) – En statlig institution som främjar ett lands exportindustri genom att garantera säkerheten bakom en skuldsättning.

Equipment Trust Certificates (ETC) – Värdepapper som betalar en fixerad avkastning baserad på leasing av utrustning. Finansieringstypen tillåter företaget att inneha en tillgång och betala av över tid. Skulden säkras genom tillgången samtidigt som äganderätten stannar hos innehavarna i form av en stiftelse tills dess då skulden betalats och äganderätten övergår till det lånande företaget.

Enhanced Equipment Trust Certificates (EETC) – Processuellt lik ETCs med strukturtillägg som tranching och flexibla betalningsvillkor vilket förminskar att betalningar försummas och därmed sänker kostnader för det leasande företaget.

Financial lease – En typ av lease där lesseen (kunden eller lånan) väljer en tillgång som lessorn (finansbolaget) köper och sedan leasar till lesseen som betalar en serie kuponger. Lessorn erhåller stora delar av kostnaden för tillgången plus ränta genom kupongerna. Leessen har sedan optionen att köpa tillgången för restvärdet som ofta är uträknat sedan tidigare när kupongräntan kvantifierades.

Finansieringsfordon – Ett instrument genom vilken en finansieringsprocess genomförs.

Fire Sale – Försäljning av varor för extremt låga priser, vanligtvis i samband med konkurs eller andra betalningssvårigheter.

Investment Grade – Ett värdepapper eller lån med en kreditrating bland de fyra främsta ("AAA" till "BBB-")

Kreditrating – En utvärdering av ett företag, värdepapper, eller investering för att bedöma hur väl betalningsförmåga tillgången besitter. Ratingen påverkar till exempel räntan tillhörande tillgången som

bedöms, vilket resulterar i kraven på högre avkastning på lågt värderade tillgångar och vice versa på högt värderade. Skalan går från högsta och, därmed bästa nivån, "AAA" till lägsta betyget "D". För ytterligare information om var företaget befinner sig per nivå används beteckningarna + och - med givna betydelser.

Leasing – Uthyrning genom leasingbolag av tillgångar till företag som betalar en leasingavgift bestämd utifrån tillgångens pris, ränta, avtalets löptid med mera. Ofta finns en köption för parten som leasar att köpa tillgången vid slutet av slutet av löptiden.

Lessee – Parten som leasar (hyr) tillgången.

Lessor – Parten som leasar ut (hyr ut) tillgången.

Liquidity facility – En typ av likviditetsleverantör bundet av ett avtal där "leverantören" tillhandahåller likviditet för köp och service av värdepapper som blivit överlätna till utställaren men som inte omedelbart kan återsäljas på marknaden.

Loan-To-Value-Ratio (LTV-ratio) – Ration mellan den belånade summan och den underliggande tillgången. En låntagare vill erhålla ett lån på 1 500 000 kr för en lägenhet samtidigt som lägenhetens värde är 2 000 000 kr. Detta ger således en ratio på 0,75. Ration används med fördel för utlånare vid bedömning av låntagarens kreditrisk.

Operating lease – Ett lease där löptiden är kort i förhållande till tillgångens ekonomiska livslängd.

Originator – En finansiell institution som ger ut lån som senare säljs.

Over-collateralization – Processen vid vilken säkerheten som ställs överstiger den summa som behövs för att säkra finansieringen av till exempel ett lån. Over-collateralization används ofta som en metod för att höja kreditratingen för det lånande företaget genom att sänka exponeringen för risken av konkurs.

Primary Market – Primär marknad är den marknad i vilken ett nyemitterat värdepapper först erbjuds till investerare.

Principal – Återstoden av alla amorteringar på ett certifikat eller obligation.

Secondary Market – Sekundär marknad där värdepapper handlas efter att de först erbjudits/sålt på primary market.

Securitization/Värdepapperisering – Processen där olika typer av homogena kassaflöden buntas ihop (bolån, kreditkort, billån) och packas om till värdepapper som sedan säljs till investerare.

Soft-bulletutbetalningar – En form av amortering där en förväntad förfallodag används, vid vilken återbetalningen förväntas göras men inte är garanterad. Skulle kapitalet inte räcka till kan den förväntade förfallodagen skjutas fram till den sista förfallodagen då alla investerare måste återbetalas till fullo.

Special Purpose Vehicle (SPV) – Ett företag utformat för en specifik orsak. Görs i värdepapperiseringssammanhang för att isolera tillgången från risk. Benämns i Sverige som "Specialföretag".

Speculative Grade/Non-investment Grade – Ett värdepapper eller lån värderad under investment grade (BB+ och lägre)

Tranche – En del av en värdepapperspool som innebar en individuell kreditvärdighet. Tranching är när en värdepapperspool delas upp i kreditvärdighets grupper.

Bilaga 2 – Epostkorrespondens

E-postkorrespondens: Avion Aviation Ltd. 2009-04-17 – 2009-05-07

Intervjurespondent: Mats Ericson

Intervjuare: Henrik Cederqvist

2009-04-17

Fråga: Känner du till begreppet securitization och vet du om det förekommer inom flygbranschen?

Svar: Yes, utbrett sedan 20 år. Leasingbolag (ILFC, GECAS, AirCap) etc. finansierar portföljer av flygplan med leasingavtal "attached" genom securitization, de säljer papper ofta med rating till banker och institutioner. Flygbolag och banksyndikat gör det också.

F: Hur mycket information om hur flygbolagen finansierar sina flygplan finns offentligt? I så fall var kan vi leta?

S: Finns nog en hel del, kolla Air Finance Journal, IATA kan ha statistik ang. Flygbolagen.

F: Vilken finansieringsform är vanligast inom branschen?

S: Nya flygplan Export Credit Guarantee / Insurance, Boeing via ExIm Bank in the US, Airbus via Hermes Germany and COFACE France. Leasing är mycket utbrett, en hel del bank finansiering via syndication förekommer.

F: Är värdepapperisering ett tänkbart alternativ som finansieringsform för flygplan?

S: Se ovan.

S: Flygplansfinansiering är ett spännande område att skriva en uppsats om. Ofta komplexa internationella finansieringslösningar med flera element inkl. tax leverage, Export Credit Insurance, olika former av securitization av lease receivables and revenue streams etc. Det finns nog mycket skrivet du kan använda som källmaterial. Du kan börja med länken nedan.

www.airfinancejournal.com och speciellt

www.airfinancejournal.com/SearchResults.aspx?Keywords=securitization

<http://www.airfinancejournal.com/Article/2175618/The-capital-markets-will-return-in-2010.html>

Några direkta svar nedan bakom dina frågor. .

En intressant aspekt är att runt 7 miljarder USD "saknas" för att finansiera nya flygplan som levereras 2009, pga. finanskrisen, hur löser man det.... Kan vara ett alternativt att skriva om

Om du vill inrikta dig på Sverige bör du tala med Volito i Malmö. De har ett Joint Venture med Goldman Sachs och kan allt om Flyg Finans. Vill du ha en intro? Men flygplansleasing är by nature international, att

begränsa uppsatsen nationellt är nog inte relevant. Men eftersom Volito internationellt och är i närheten bör du kontakta dem ändå

Lycka till och hör av dej om du behöver assistans. Jag kan alltid försöka point you in the right direction, jag har personligen inte arbetat med att refinansiera flygplansleasor, jag jobbar in the front end!

2009-05-05

F: Skulle det vara ok om du introducerade oss för Volito i Malmö så att vi kan kontakta de angående intervjuer etc. Vi undrar om du även har andra intervjuobjekt som du tycker är intressanta att intervjua? Vi hade uppskattat om du hade kunnat svara på lite andra frågor: Vilken form av securitization stöter du på oftast? ETC, EETC, ALPS? Och vem använder sig av vad , lessors respektive flygbolag? Vad är din generella uppfattning om securitization, i vilken omfattning används instrumentet jämfört med exempelvis leasing? Hur tror du omfattningen och användningen av instrumentet kommer att se ut i framtiden?

Vad tycker du att det finns för fördelar nackdelar med de bägge alternativen?

2009-05-06

S: Jag skickar en email till Volito. Bekräftar if, how and when när jag fått svar.

Svar på frågor, jag kommer i princip aldrig i kontakt med funding sidan, det gör Finans och Legals, jag är i "front-end" och dealar med flygbolagen som kunder. Jag vet att ALPS förekommit i flygleasingbranschen länge sedan, vet inte vad ETC och EETC är!

The nature of securitization innebär att en portfölj med olika assets och kredit kontrakt paketeras och styckas upp för att sprida risk, ofta tar bolaget / institutionen in ett ratinginstitut som ratar risken, för att sedan sälja delar av portföljen till investerare (Fonder, banker, försäkringsbolag etc.), men detta vet du säkert. Mot den bakgrunden borde det rimligen vara Lessors som använder securitization, om ett flygbolag gör det innebär det bara riskspridning på asset types, olika flygplan, kreditrisken är fortfarande flygbolaget, om inte flera flygbolag går ihop och gör det. Securitization har använts omfattande de senaste 20 – 25 åren av leasingbolag. För närvarande är dock aptiten mkt låg bland presumtiva köpare. Framtiden!, när kreditmarknaden kryar på sig och aptiten återvänder kommer det säkert att finnas former av securitization igen, det ar ett bra sätt att sprida och reducera risk, det kommer dock antagligen att finnas ny reglering hur det får göras och ratinginstituten kommer att vara försiktigare. Hela Sub Prime kollapsen var en typ av securitizing där ratinginstituten gjorde stora misstag och reglering saknades.

2009-05-07

S: Jag jobbade på Independent Finans i början på 80-talet och i London -89/-90. Du kan kontakta Sven Holmgren på Volito AB.

Bilaga 3 – Intervjuer

Intervju: Volito Aviation Services AB, 2009-05-19

Intervjurespondent: Sven Holmgren

Intervjuare: Henrik Cederqvist, Axel Smith, Kalle Lundberg, Erik Åkerlund

Sven om Volitos riskspridning:

S: Blir en Airbus 330 eller liknande stående på marken, de kostar kanske 150 miljoner dollar, då är det kanske 1,5 miljoner dollar i leasehyra. Man brukar säga att leasehyran ska motsvara 1 % av värdet på flygplanet. Det är då en månadsutgift och därför vill i alla fall Volito minska sin risk med att hellre ha 5 mindre flygplan än ett stort. Då är det bättre att ha en femtedel av det ena planet eller två femtedelar snarare än att ha ett stort flygplan som står still. Där har vi den riskspridningen. Den policyn har vi hållit fast med sedan mitten av 80-talet då Karl-Axel Granlund, som är huvudägare, när han började och då utformade han den och den har vi verkligen hållit fast vid.

F: Hur många flygplan kontrakterar flygbolagen upp sig på?

S: De måste vara oerhört noggranna i sin planering, det för ju med sig så mycket hur de ska sätta ihop sin organisation med maintenance-sidan, framförallt. De två smartaste bolagen är Ryan Air och South West. Ryan Air bygger ju på South West konceptet. Samma, singel aircraft, singel maintenance, singel pilot. Kontra SAS som har många flygplanstyper, många olika maintenance providers och de måste ha piloter som är utcheckade. Du får ju inte flyga en Boeing 767 ena dagen och en MB-80 andra dagen. Oftast har de därför då en och samma tillverkare, Airbus eller Boeing. De stora kan vikta. US Airlines har 200-300 flygplan, de vill ju inte bara ha Airbus, då kan de bli inträngda i ett hörn. De får väldigt bra villkor när de köper Boeing om de skulle haft 50 Airbusflygplan, de får extrema rabatter om de skulle byta.

Sven om ämnet värdepapperisering:

S: Just nu, som ni har förstått, är det heldövt. Det händer ju inte nånting och ratinginstituten har väldigt mycket att säga till om när det gäller securitizations och man tittar ju blint på vad de säger när de ratar. Idag skulle man kunna skriva en hel uppsats och titta på ratinginstitutens roll i samhället och hur mycket de har varit drivande i där vi sitter osv. Men nu är det så att banker och finansieringsinstitut och investerare tittat på vad ratinginstituten säger, även om de säger fel. Idag vet ju alla att flygplansvärlden är väldigt volatil och idag är vi ganska långt under book value i många portföljer runtom i världen. Det är klart att man kan ju titta på securitization och säga... alltså enbart titta på kassaflödet och säga hur säkert det är osv., men man måste också titta på den underliggande massan. Kommer folk att fortsätta flyga? Vad är det för efterfrågan på flygplan? Hur mycket kan värdena gå ned? Etc. För att du ska känna att det finns en stabilitet i hela konceptet.

F: Det är väldigt viktigt med ett homogent kassaflöde för att kunna genomföra...

S: Exakt. Visst vi kan ju titta på idag, senaste året, vi har inte några stora problem. Säg att vi har 50 flygplan och 30-35 leasetagare. Vi har inte några särskilt stora problem, men vi får jaga mer. Alltså, problemen står runt hörnet. Flygbolagen tar ju första smällen. En minskad, du skiter i att resa och besöka din farmor, det slår ju direkt igenom. De har sina fasta kostnader och sina rörliga kostnader men din minskade biljettintäkt den slår direkt igenom och de ska ju fortfarande betala oss, vi står ju i andra ledet. De måste betala hyran ju. Vi känner ju inte av det förrän de verkligen inte kan betala hyran längre. När de

börjar dra för betalningarna, då är det rätt illa. Antingen vill de förhandla, omförhandla och få rental holidays eller sänkta hyror. De har ofta säsongsbetonade hyror och vill betala mindre över vintern och mer under sommaren. Den typen av förhandlingar för vi hela tiden. Att ha 3-4 flygplan på marken på en bas på 50, det klarar vi. Men det finns ju många leasingbolag idag som har en mycket sämre flotta än vad vi har och 3-4 flygplan skulle kunna bestå av 20 % av ett företags flotta. Att ha 20 % borta av intäkterna och fortfarande ha kostnader, det blir kärrvt. Vi har många flygplan kvar från förra krisen, skrotar du de måste du ta bort de från balansräkningen och då blir det ett stort hål i resultaträkningen. Nu är flygplansvärdena ganska långt nedgångna, vi kommer att se många som kommer att få problem vid årsskiftet och kunna försvara sina värden. Det ska bli intressant att se hur revisorerna kommer att hantera det. Vi pratade om att marknaden för securitization var död just nu. Om värdena är nere för flygplanen, då vet man också att det kommer att påverka efterfrågan på flygplanen. Då sjunker intäkterna och sjunker priserna på flygplanskonsumtion, då sjunker hyrorerna och då sänks kassaflödet i securitizationportföljen.

Diskussion om de underliggande tillgångarna vid värdepapperisering

S: En fabrik står fortfarande kvar, medan flygplanens natur är att man inte kan följa var de tar vägen. Därför blir det komplext säkerhetsmässigt. Motorer kan bli kannibaliserade, dvs. att de stjäls. Detta leder till att säkerhetsstrukturerna är extremt komplexa. När man gör en transaktion som innefattar ett köp, en finansiering, en leasing så är det ungefär 100 dokument per flygplan som är på bordet samtidigt. Det beror mycket på cross-border konstellationer.

F: Finns det ett standardsätt att göra det här på eller är varje deal unik?

S: Till 70-80 % är det standard. Sedan måste du strukturera lite granna, det har oftast med skattemässiga bitar att göra. Sedan måste man titta ned i varje deal. Det viktigast av allt är att veta vad man får tillbaka, för vi vill inte se flygplanet när det är leasat. Våra tekniker är väldigt duktiga.

F: Hur mycket köper eller leasar flygbolagen sina flygplan?

S: Andelen leasade flygplan har ökat. Det är kanske idag runt 35-40 % och började antagligen runt 20 %, så det har varit en konstant ökning på det. De behöver inte anstränga sin egen balansräkning, det är inte säkert att de hade fått finansieringen själva, av banken. Om en bank lånar ut pengar som säkerhet till ett flygplan, så vill de inte bli ägare av det. Sedan är det också en planering för deras flotta, de vet i förväg vad det blir i fasta kostnader. Vi står ju kvar med restvärdesrisken. Hittills har det fungerat bra, men det hade kunnat vara dåligt. Singapore Airlines t.ex. de flyger sina flygplan i 6 år, nu äger de flygplanen sedan gör de kanske en sale-leaseback efter fyra år och forslar ut flygplanen och det kommer nya.

F: Hur ser du på värdepapperiseringen som en långsiktig finansieringsform inom flygbranschen?

S: Det är ett jättebra komplement till sedvanlig bankfinansiering. ECA och ExIm, export credit agency finansiering, de är ju väldigt stor nu och även manufacturers finance. Både Boeing och Airbus får ju hjälpa till och finansiera nu för att få ut sina plan. Men det där skiftar ju väldigt mycket med tiderna. Som sagt, det är dött nu och vi tittar främst till bankfinansiering. Oftast är det billigare och flexiblere för oss totalt sett att ha standard loan transactions. Det kan bero på långa relationer, ca. 10-15 år. Vi tror att det är ett jättebra komplement, om man har rätt typ av asset. Man kan ju slå ihop och en pool med assets därifrån och vår pool med assets och sedan få en bättre totalfinansiering dvs. säkerhetsmassa. Vi vet ju att inte alla våra flygplan hade inte kommit med, då kan man ju antingen köpa in eller leasa in eller låna in och sedan slänga in de där. Det finns ju en möjlighet att jobba flexibelt med det. Men sedan vet man att det är jättedyrt, om man inte har den kritiska massan. En flygplansportfölj får nog gå upp i mer än 1 miljard dollar. Om en transaktion har 100 dokument. Allting ska läsas in, allting ska gås igenom, allting ska värderas utifrån deras olika

modeller. Så ett antal law firms och accounting firms ska tjäna pengar däremellan. Då måste man ha den kritiska massan. Då vet man inte hur tiderna är när detta sedan går igenom. Absolut, vi sneglar lite då och då på det, men vi är inte där än att vi tycker att det är läge. Goldman Sachs guidar oss när det är dags, men det är intressant.

F: Ju fler transaktioner som genomförs desto billigare kommer nog processen att bli, när det blir standardiserat.

S: Absolut. Det borde det bli. Nu har du Standard & Poor's och några andra som kan göra det. Vi har gått igenom en skuggratingprocess på vår service i vår organisation, men något som är väldigt viktigt som har diskuterats mycket är hur kommer dessa assets att servas i framtiden? Hur vet man att det är rätt servicer? De gjorde då en genomgång på vår service och bara den processen höll på i 6 månader. Då hade de ens inte börjat titta på assetsen utan bara servicen. Detta för att de skulle kunna säga att Volito Aviation Services är en fullgod servicer för att ta hand om securitization vehicle.

F: Mötte ni på de här ETC-, EETC-transaktionerna någonting?

S: Alltså vi ser de bara, att våra större konkurrenter använder sig av dem. Jag kan inte säga att jag har stött på de.

F: Det känns som att det är egentligen där som den stora marknaden är i alla fall från flygbolagens sida.

S: I USA är det ju EETC som har varit och kommer förmodligen vara igen den stora biten, men det är ju en form av securitization.

F: Som lessor borde det gynna er ganska mycket då samarbetet er emellan är mer konkret, via att de går igenom er.

S: Alltså, jag har ingen erfarenhet av det och kan inte säga så mycket om det. På de senaste 9 åren har vi inte ens tittat på att ens göra någon.

F: Om man skulle utveckla konceptet värdepapperisering, hur skulle man kunna göra då?

S: Det hoppas jag att ni kan svara på i resultatet, hoho. Det är extremt komplext.

F: Just nu är processen för lång?

S: Det kan man säga. Generellt sett, på de här stora grejerna, de har så mycket assets inblandade. Det gör att alla parter blir väldigt försiktiga. Vi hade för avsikt att sälja delar av Volito, men marknaden om ikapp och vi fick dålig tajming. Det här med ratinginstitutet och annat, det tar extremt lång tid. Att skriva prospekt på alla de här sakerna, det är ingen liten grej. Kostnadsbiten på detta är enorm i kringkostnader och då vet man inte vad priset blir i sista sekunden.

F: Vi har fått svar från en kille på Pillsbury Law och han skrev att portfolio securitization are used for lessors with sufficiently large portfolio of aircrafts or engine, vi har märkt att det krävs en kritisk massa.

S: Man ska hitta attraktionskraften hos investorer. De som ska investera ska tycka det är lönt att investera, det får inte vara för litet, t.ex. microcaps osv.

F: Hur tycker du att det har utvecklats sig, är det samma fas nu som för tio år sedan?

S: Jag tror att det är samma. Det har gått upp och blivit populärt och funkade jättebra och det har gjorts ett antal och sedan går det ned och folk blir extremt försiktiga och sedan kan man göra, det som ni förhoppningsvis kan analysera - performance och tittar på det. Det har egentligen precis samma sak, alltså konceptet, i Tyskland har man jobbat mot ett kommanditbolag och säljer. Man köper då ett flygplan och säljer det till 500 tandläkare som har en hyfsat bra inkomst, då får man 1 femhundredel och med en service i mitten.

F: Det handlar ju mycket om att man ska ut till en ny marknad, en sekundär marknad, kanske inte bara en investmentbanking.

S: Exakt, man lovar en return i det läget under de förutsättningarna. Och nu finns det ingen return och vad händer då. Vad händer med assetsen bakom osv. Man skulle kunna titta på Cargo shipping? 23:40 Som är en microvärd patenterad, kommanditbolagsreglerna gör att den blir skatteunderlag för ägaren och kan bli i stort sett kan bli väldigt bra, men får du dippen på marknaden, då åker du med. Då blir man försiktig igen och det blir dött ett tag och sedan så börjar det vakna igen också döper man om det lite grann och gör en liten twist som man inte riktigt kan förklara och man säger att det är jättebra och ett antal analytiker och ett antal ratinginstitut säger att nu kör vi igen. Ibland kan man tro att de är i maskopi med varandra.

F: När en deal är på 5-10 år kanske, är det många omförhandlingar då?

S: Om man tittar inom assetmassan blir det omförhandlingar under tiden, det är därför du behöver dessa servicebolag. Det är därför ratinginstituten tittar på kassaflödet. Det tittar väldigt mycket på vilket typ av flygplanssituation. De tittar väldigt mycket på vilket flygbolag det är, sedan sätter de vissa parametrar i villkor, man får inte leasa ut till sämre credit än de och de flygbolagen för att man ska kunna behålla massan.

F: Vad tycker ni om finansieringsgapet 2009?

S: Det kommer ju komma tillbaka. Alltså bankerna står ju, de har hur mycket pengar som helst, men de vågar inte. En av riskerna vi ser med de statliga räntegarantierna är att de kommer att minska lusten att ha crossborder operations. Om den tyska staten garanterar den tyska banken om den är default. varför vill då de tyska skattebetalarna, som i slutändan står för den här garantin. Därför kommer det att bli mer nationella affärer. Sedan kommer då de stora, ECA finance och ExIm finance, att öka, under en kortare period. Man kan inte låta flygbolag eller manufacturer, inte få finansiering. Det är ett jättegap och det kommer att bli tufft alltså.

F: Som lessor, rekommenderar Ni denna typ av finansiering eller är det något som kunden ber om?

S: Vi tar ju aldrig hänsyn till vad kunden ber om. Vår kund är ju flygbolagen. Vår kund kan välja mellan att ha fast eller rörlig hyra och den rörliga hyran är bunden till vad vi har för finansieringskostnader. Där påverkas kunden, men det är väldigt sällan man har... Vi binder ju in vår risk spread så att säga. Vi binder räntan och swapparna och vi binder hyran. Då vet vi vad mellanskillnaden är, vårt fria cash flow, så att säga. Vi väljer finansieringsform efter stunden, sedan ska inte kunden påverkas av den.

F: Fördelar, nackdelar med värdepapperisering?

S: Ni har de klassiska, frigöra kapital, förändra balansräkningen så att nyckeltalen ser bättre ut, man kan poola ihop med andra, man kan 'dress the bride' – man gör en produkt bättre än vad den ser ut. Om vi fixar in detta här också så kommer ratingen att slå och påverka finansieringen.

F: Ren kurios, hur ser tillverkare av flygplan till att vara egna lessors?

S: De vill helst inte vara det. Då konkurrerar de med alla de andra leasingbolagen. Men de tar ju tillbaka, t.ex. Boeing, GECAS. Airbus har ju också sitt eget finansieringsbolag, leasingbolag, men när de hjälper till att byta ut flottor måste de sitta på flygplanen under en viss tid. Oftast förmedlar de vidare på en lessor.

Intervju: Volito Aviation Services AB, 2009-05-19

Intervjurespondent: Jonas Lundeberg, CFO

Intervjuare: Henrik Cederqvist, Axel Smith, Kalle Lundberg, Erik Åkerlund

Diskussion om securitization:

Svarande: Genom securitization, är en bra produkt som kommer åt en stor investerarklass, om den marknaden fungerar, men det gör den ju inte alltid heller.

Frågor: Det säger de andra som vi kommit i kontakt med, ex. GECAS att det är ett fullgott instrument men just nu finns det ingen marknad.

S: Var och en kommer fram till att det blir ofördelaktigt. Är man så stor som GECAS har man en balansräkning som gör att man kan belåna sig på andra sätt kontra lilla Volito. Vår balansräkning räckes inte till finansiering via obligationsmarknaden etc. Tar man bort alla flygen så är vi inte ett tungt kapitaliserat bolag. Att ha ett paket med flyg och sedan sätta det som securitization, när den marknaden fungerar, det går att göra, men då måste man upp i volym.

F: Skulle du säga att värdepapperisering enbart är ett alternativ under bra tider?

S: Nu får man ju säga att det är så. Men i dagens läge står hela finansieringsmarknaden still.

F: Vi har förstått att man måste upp i volym för att göra en securitization, är det sån omsättning av flygplan, är det så att man finansierar ett, två, tre flygplan eller buntar man ihop 20-30 stycken på löpande band hela tiden?

S: Det varierar nog lite granna, vem man är. Vi har ju 42 flyg idag. Om vi skulle göra det en sådan här sak, skulle vi behöva ta en 10-20 stycken i en bunt och göra det. Jag skulle nog tycka, om man inte är ett företag, ett leasingbolag som har 500 flyg så... Företag som kräver stora summor kapital måste kanske vända sig till flera marknader för att finansiera sin verksamhet. Det finns en utveckling, man startar inte och gör sin första securitization vid sin första affär för det innebär att man skulle behöva köpa 10-20 flyg på ett bräde och då kan du inte betala den som du har köpt de av, förrän du har satt det på obligationsmarknaden. För på något vis måste du ändå köpa flygen genom någon form av finansiering.

F: Hur många flygplan tillkommer varje år?

S: Det är nästan 1000 flyg per år som tillkommer i marknaden av nyproducerade flygplan. Som alla då kostar mellan 25-100 miljoner dollar. Så mycket pengar har inte flygbolagen. Så de måste belå tiden refinansiera sig, löpande. Det är där leasingbolag kommer in i bilden och har det som en affärsidé. En del flygbolag använder sig av sale and lease back. Hur mycket flyg som behöver finansieras av leasingbolag, det beror ju på hur branschen utvecklas. Tittar du för 20 år sedan kanske det fanns 5 % leasing i världen och idag så är det 30-35 %. Jag är helt övertygad att inom säg 5 år, så har det ökat till 50 %. Detta för att flygbolagen har insett att de ska inte äga sin egna flygplan, det är två helt olika affärsmodeller. Bara för att man jobbar på ett kontor, behöver man inte äga hela fastigheten.

Diskussion om uppkomsten av värdepapperisering:

S: Jag kan inte säga att leasingbolag eller flygbolag driver just värdepapperisering. De som har drivit den här marknaden framåt är de amerikanska investmentbankerna som har varit duktiga på att hitta investerarna.

Diskussion om ratingen:

S: Det är ett smart, typiskt amerikanskt sätt att göra en produkt lite mer komplicerad och till viss del sofistikerad. (30:36). Också har man belå ratingproblematiken som har fungerat mer eller mindre bra de senaste 10 åren med att rata rätt eller att rata fel.

F: Vad är din åsikt kring EETC?

S: Det är transaktioner som flygbolagen använder sig av. De har väldigt bra för amerikanska flygbolag snarare än för europeiska. De amerikanska flygbolagen har inte haft så mycket tillgång till banksystemet. De har dåliga svaga egna krediter och de europeiska bankerna har inte velat låna ut pengar till dem. Är man inne på mer eller mindre avancerade former av strukturella lösningar, som EETC. Den är en hyggligt avancerad produkt som utvecklades och som blev väldigt standardiserad i stora volymer, då ville obligationsplacerarna gärna lägga sina pengar där. Sedan var de ratade och alla tyckte att det var väl en bra produkt, men vid varje enskilt tillfälle, under nästan 10 år som jag jobbade på SAS så kollade vi hur EETCn prissattes. Vid varje enskilt tillfälle, så kunde man av de europeiska bankerna låna lika mycket eller mer pengar till en lägre kostnad. Nu vet man inte hur bankerna... För ett år sedan fanns det 20 banker som lånade ut pengar och idag finns det en. Om 2 år, kommer det vara 20 banker igen, eller inte? Om det bara är tre banker måste den här produkten komma till Europa också, givet att den kan struktureras på ett sådant sätt att europeiska investerare kan göra ytterligare affärer. På så vis kanske den kommer att växa i Europa och i Asien. Det har gjorts två EEETC, tror jag, (European) för att innovativa amerikanska banker tyckte att det måste fungera i Europa också. De blev ingen succé. De fick inte så mycket pengar och det slutade med att banken köpte hela strukturen. De breddade alltså aldrig investerarsbasen. De blev varken billigare eller mer pengar än om de hade gjort andra finansieringslösningar.

F: Om man tittar från en investerares synvinkel på EETC, hur det har gått på marknaden.

S: Jag lever i tron att alla A-ratade fortfarande klarar sig. Jag tror inte att något flygbolag har defaultat sin EETC-transaktion, utan jag tror fortfarande att de överlever. Jag tror att priserna på andrahandsmarknaden inte helt har sparat ut. Jag har ingen statistik, inga bevis, men det har inte varit några stora spektakulära branschnotiser om att nu har vissa ratade gått omkull.

Diskussion om ratingen:

S: Det är risken investörerna tog (att inte få betalt), även om de hoppades att få betalt hela vägen ut. På sitt sätt kan man säga att de A-ratade var någorlunda vettigt strukturerade, som princip att låna ut 50-70 % till ett vettigt flygplan, det är inget konstigt för den som behöver pengar och den som investerar. Flyg lämpar sig bra för securitization för att det är en god säkerhet. Det finns massa värderingsinstitut som sätter värde på flyg och det är en någorlunda global produkt. Flyg är en vettig tillgångsmassa som säkerhet både för bank och obligationsinvestorare. Det kommer alla gånger komma tillbaka, men när och i vilken form och i vilken takt och när och på vilket sätt den kommer till Europa, det är svårt att veta exakt. Vad har ratinginstitutens för roll i det här, att få det att fungera eller att inte fungera för stunden. Deras dubbla roller i allt det här. Att rata en produkt som flygbolagen har nytta av samtidigt som det är investerarna som de ska hjälpa för att det är de som är ute på att ratingen är rätt. De får ju betalt av flygbolagen många gånger för att se till att en sådan här kan sjösättas. De har en knepig roll och ett jättestort ansvar.

F: Hur vanligt är det att man ifrågasätter ratingen?

S: Det gör man inte. Jag är fullkomligt övertygad om att hela den här krisen som vi har sett nu, inte hade skett om folk hade fattat vad de hade köpt och amerikanska investmentbanker inte hade fått så höga bonusar för varje gång de sjösatte en sådan här produkt som EETC. För de var så otroligt kreativa, så att det var ingen hejd på det, och höjde sin bonus dag ett varje gång som de sjösatte en sådan. Och folk köpte de i blindo i tron att AAA är AAA. Det går ju att läsa i Standard & Poor's vad chansen är att AAA defaultar inom ett år. Subprime har tagit död på en marknad som är sund och strukturellt viktig och fungerar, bara det att ingenting fungerar just nu. Det här borde vara den första produkten som öppnar upp. Det är inte framtida kassaflöden man finansierar, här finansierar man en produkt som har ett värde, nämligen flygplan som i normalfallet har ett förutsägbart värde. Det borde komma tillbaka med flyg, absolut.

F: Det är en lång och krävande process att genomföra en värdepapperisering, hur ser du på det?

S: Det är en extremt smärtsam process att gå igenom för dem som håller på med upplägget av finansieringen och framför allt det legala. Då värdepapperiseringar inom flygbranschen främst kommer från USA så måste man ofta konsultera amerikansk lagstiftning och det finns ingen människa som vill hålla på med amerikansk lagstiftning. Det innebär enorma juristkostnader. Tiden det tar, pengarna det kostar och den dokumentation som man måste leva med efteråt kräver säkert 2 anställda som bara skall hålla på med rapportering i flera år framåt. Det är en löjligt komplex produkt och det är till dess nackdel. Så om man kan väljer man hellre andra renare, enklare former av finansiering. Men om du inte kan få tag på kapital på andra håll så får man som bolag gå igenom den smärtsamma process det innebär att genomföra en värdepapperisering.

F: Vilka är investerarna i slutändan?

S: Det är de stora kapitalförvaltarna såsom pensionsbolag, försäkringsbolag och det är inte produkt som i dagsläget går att få ut till privatpersoner.

F: Var är marknaden? Vilka är säljare så att säga?

S: Det är det stora amerikanska investmentbankerna som förmodligen har ett team som strukturerar värdepapperiseringen och gör den säljbar, dvs. räknar på hur många procent kan man tjäna, vad kommer det att kosta osv. Sen har du ett team på 10 säljare som har hand om dem institutionella placerarna och så fort alla beräkningar är gjorda så kontaktar dem investerarna och bör hur mycket dem är villiga att betala, samt vilken avkastning de kräver för att hoppa på tåget.

F: Varför tror du att värdepapperisering inte har slagit igenom som finansieringsform i Europa?

S: Självklart pga. den komplicerade processen. Men jag tycker även att bankerna har varit för snåla i sin utlåning. Det är bankernas roll att ge kredit. Att bara sälja tjänster och fondprodukter och hoppas på att tjäna pengar på de utan att använda sin balansräkning tycker jag är lite märkligt. Bankerna ska ta kreditrisker, det har en samhällsfunktion att göra det och därför tycker jag att bankerna alltid skall vara en del av kapitalmarknaden och ju fler alternativ, ju större paletten av finansieringsalternativ är desto bättre. Både för investerare och låntagare.

F: Vad är och hur fungerar Export Credit Agencies (Europa) och ExIm (USA)

S: Det är institutioner i varje land som går in och garanterar exempelvis banken som får en förfrågan om lån. De ställer upp med en garanti, dvs. staten i respektive land fungerar som garant åt banken som i sin tur lånar ut pengar till exempelvis flygbolaget. ECAs fungerar som ett exportstödsinstrument. De lånar inte ut egna pengar, de hanterar inga monetära medel men fungerar som garant med staten i ryggen. Det fyller rollen att när bankerna inte vågar låna ut pengar så går de in med sin garanti. Deras roll är att stöda respektive lands exportindustri.

F: Hur ser du på det funding gap som det talas om just nu?

S: Jag tror inte att det är ett äkta funding gap då alla kommer aktörer kommer att dra sitt strå till stacken. Flygplanstillverkare som Airbus och Boeing kommer att kunna ta in pengar nästa år och på så sätt minska gapet, samtidigt som flygbolagen själva kanske har lite pengar i kassan att bidra med. Även ECAs och ExIm kommer att bidra så det som skall levereras kommer att finansieras. Det är jag övertygad om. Jag tror att det verkliga fundinggapet ligger hos oss som lessors, i vår relation till bankerna. När vi skall refinansiera ett flygplan som flugit i Panama i 7 år hos ett litet bolag så säger bankerna nej. Vi behöver finansiering för 60 % av flygplanets värde för att leasa det vidare men i det fallet får vi inga pengar. Det beror på att bankerna i dagsläget inte vågar ta risk. Ett nytt flygplan är en sak men för andrahandsmarknaden spelar helt andra risker roll och då får vi inga pengar av banken.

F: Vad tror du händer när det vänder?

S: Ja nu är det ju läge att köpa flygplan. Vi som är i den här branschen vill och kan ju vara opportuna nu. Oavsett vad man är intresserad av så är de köpläge om det så gäller en bil, fritidsbåt eller liknande men det gäller ju att någon kreditgivare släpper till lite grann. Man kan inte köpa allt för egna pengar.

F: Vad tror du om de ändrade resvanorna och den rådande miljödebatten? Hur kommer det påverka flygbolagen och branschen i stort?

S: Om det blir en så pass drastisk förändring så måste ju flygbolagen ändra sina affärsmodeller givetvis. Det leder till att även vi som lessors måste ändra våra affärsmodeller. Men finner man ett sätt att köra flygplan på alger så kommer ju branschen blomstra och fler kommer att flyga.

Bilaga 4 – Telefonintervjuer

Telefonintervju: Solitaire (KK), 2009-05-22

Intervjurespondent: Thomas Wrangdahl

Intervjuare: Henrik Cederqvist

Frågor: Du har jobbat med värdepapperisering?

Svarande: Jag har jobbat med finansiering i flygbranschen och värdepapperisering. Dock ej kombinationen. Men jag känner ju väl till den.

Thomas om sin bakgrund:

S: Just nu är jag chef för en bank i Sverige som heter Fortis Bank. Vi sysslar inte här i Sverige med vare sig flygplansfinansiering eller värdepapperisering. Min erfarenhet kommer från den tiden då jag var VD för ett börsnoterat bolag som hette Solitaire. Det här bolaget var jag VD för 1990-92, så det var ju ganska länge sedan. Vad det gäller värdepapperisering där så gjorde våra ägare sedan värdepapperiseringar på sin portfölj. Det var ett sätt för de att finansiera, men det var ju inte jag involverad i. Ägarna hette GPA, Guinness Peat Aviation. Om vi pratar flygleasinghistoria, så är GPA en stor del av det. De fick ju problem och försökte lösa sina problem med bl.a. göra värdepapperiseringar. Jag tror de lyckades med det delvis, men inte helt, för GPA finns ju inte kvar i den formen.

F: Vilken tid var det här ungefär?

S: Detta var -92, strax efter -92. Vi hade ju en finansiering då, precis som idag. Så konceptet med värdepapperisering inom flygindustrin går ju tillbaka till dess. Jag skulle tro att GPA var en av de första som gjorde värdepapperisering för flygplan. De var enormt stora och hade en enorm portfölj och du kan ju googla GPA. De var jättestora på den tiden. Det finns ju personer i din närhet som, i Lunds närhet, nämligen Malmö som också jobbade med de här.

F: Vad hette de?

S: Den personen jag tänker på heter Karl-Axel Granlund på Volito. Karl-Axel var ju med och startade Solitaire. Man kan säga att han var en av idégivarna. De som gick in då som ägare i detta Solitaire var GPA och ABB Financial Services, som jag jobbade för och det var så jag blev VD för Solitaire. ABB Financial Services var en del av ABB-koncernen, den finansiella delen. Det var så jag fick chansen att bli VD för det här börsnoterade bolaget Solitaire. På den tiden var Karl-Axel nyckeln, som sedan gick i putten. Men han var med och var idégivare och fanns i bakgrunden till det här Solitaire. Som sagt, jag slutade med flygplansleasing när jag slutade som VD på Solitaire och då gick jag tillbaka till ABB och sedan dess har jag inte hållit på med det. Så det är ju ganska gammalt för mig. Sedan har jag hållit på med värdepapperiseringsprojekt inom ramen för ABB för andra assets.

F: Vad är det för assets då?

S: Det var fordringar, kundfordringar. Som värdepapperiserades. Men man kan ju säga att hela värdepapperiseringsmarknaden har fått en ganska stor känga i hela den här krisen som är nu. Man kan ju säga att flygplansbusinessen är ju väl så god som någon annan business, lämpad att göra securitization på. Jag

skulle säga att svaret på hur väl lämpat och vilken framtid flygleasingvärdepapperiseringen har, skulle i min värld sammanhånga väldigt mycket med hur det går att göra värdepapperisering på andra asset-types. Jag skulle inte säga att det skulle skilja sig så mycket från någon annan, de följer varandra. Själva finansinstitutet får tillbaka lite granna av den confidens som man hade innan finanskrisen. Jag menar finanskrisen, som du säkert vet, började med värdepapperiseringar av bostadslånen. Jag kan tänka mig att hela värdepapperiseringskonceptet har fått sig en ordentlig känga. Jag följer inte den marknaden idag, men jag skulle kunna tro att produkten har det besvärligt, att det är svårt att sätta ihop nya värdepapperiseringar, just nu även på flygplanssidan.

F: Vi försöker utreda potentialen i framtiden eller hur det har sett ut förut och hur det har utvecklats? Tankar kring det?

S: Jag tror på konceptet, absolut. Det jag inte tror på, i viss mån så var värdepapperiseringen ett sätt för aktörer, den som hade tillgångar, som man ville få ut ur balansräkningen. Man gjorde en värdepapperisering för att få ut tillgångarna ur balansräkningen, med hjälp av värdepapperiseringen så fick man det, men fortfarande hade man upsiden med tillgångarna, sedan kunde man då göra ytterligare affärer. Man levererar upp sig, genom värdepapperisering. Det tror jag inte att man kommer kunna göra på samma sätt i framtiden. Det är det bl.a. som den här finanskrisen har slagit ned på. I vissa fall så pratade man om att det var värdepapperiseringar och där man utgick från att den då som hade tillgångarna som man började papperisera verkligen var av med all risk, men jag tror att i realiteten, utan att vara specialist, så fanns det liksom återkopplingar till den emittenten. På något sätt när den underliggande verksamheten började gå dåligt så påverkade det ändå emittenten, om den nu heter det, alltså den som hade tillgångarna från början. Som ett fiffigt sätt att få det ur balansräkningen så tror jag inte på värdepapperisering längre. Det gör jag inte, det kommer liksom accounting rules och genomlysande krav, transparens, som vill sätta stopp för det. Som ett reellt sett att finansiera verksamhet, så tror jag på det. Det är ett sätt att nå en annan debt market och få andra investorer att kunna finansiera en verksamhet där man genom värdepapperisering har spridit riskerna. Så den biten, tror jag fortfarande kommer att leva. Det finns ju värdepapperisering av bl.a. bolån.

F: Vi har förstått att det var svårt i Sverige...

S: Marknaden tog väl aldrig riktigt fart i Sverige. Det finns ju en del värdepapperiseringar som är gjorda i Sverige men det var mer en internationell företeelse. Det är ju relativt dyrt att göra en värdepapperisering, så man måste ha en ganska stor underliggande stock. Vi jobbade ju med värdepapperisering, när jag kom tillbaka till ABB, jobbade vi som konsulter inom värdepapperisering. Jag har för mig att vi sa då att det skulle vara assets på minst 100 miljoner euro. Men det blir det ju snabbt inom flygbranschen. Det finns mycket pengar och en Jumbo kostade på min tid 130 miljoner euro. Och den kostar antagligen inte mindre idag.

F: Vi har förstått att det är en stor process, med den legala verksamheten och ratinginstitutet osv.

S: Exakt. Och det är det som gör att det blir kostsamt. Det är en massa konsulter som ska ha betalt och de är inte billiga. För att man då ska få ett värde i det att det ska löna sig, måste man ha väldigt stora volymer. Ratinginstitutet fick sig en rejäl känga pga. finanskrisen. Att man inte hade lyckats rata dessa värdepapperiseringsfonderna på ett riktigt sätt. Det var ett annat problem, men det förtroendet måste byggas upp igen.

F: Vi har förstått att det är mera av lessors kontra flygbolagen som värdepapperiserar

S: Absolut. Det var lessorerna som gjorde det här, i sina portföljer. Det blir lättare då om man har alla sina leasingkontrakt som man då kan värdepapperisera, men du skulle ju kunna tänka dig rent principiellt att flygbolagen securitize sina biljettintäkter.

F: Flygbranschen är ju rätt volatil nu, så vi får se hur det ser ut i framtiden.

S: Exakt.

Telefonintervju: Vinge, 2009-05-25

Intervjurespondent: Henrik Ossborn, Advokat inom Bank och Finans, M&A; Branscher: Bygg & Fastigheter, Finansiella tjänster, Flyg

Intervjuare: Henrik Cederqvist

Fråga: Vad har du för tankar kring securitization?

Svarande: Det jag har kommit i kontakt med, såvitt jag vet så har det inte gjorts någon svensk värdepapperisering på flygplan. Däremot så har det gjorts en del, som jag har varit med på, där det har varit flygplan som har varit registrerade i Sverige, så man fick sätta sig in i olika strukturer. Det har gjorts, sedan jobbar jag mycket med värdepapperisering av andra saker, fastigheter och receivables och liknande. Mycket av principerna är desamma.

F: Hur ser Ni på värdepapperisering som en långsiktig finansieringsform inom flygbranschen?

S: Det är indirekt för flygbranschen, det är framförallt för investorer dvs. för lessors. Just nu är den fullständigt värdelös finansieringsform, eftersom marknaden är död. Papperna är döda. Det beror på vad som händer framöver om bondmarknaden släpper eller inte.

F: Vilken form av securitization stöter Ni på oftast? ETC, EETC, ALPS?

S: De har jag inte kommit i kontakt med. De har jag aldrig stött på. Det jag har stött på är rena equipment/lease securitizations.

F: Vad har du för tankar kring framtiden eller hur det har utvecklats och vad tror du kan vara för- och nackdelar, hur kommer det sig att det inte har fått mer genomslagskraft?

S: Det har det väl haft, det vågar jag inte beller säga, men det har väl haft en hyfsad genomslagskraft tidigare i och med att... när CDO-marknaden dog så mycket av de här papperna har marknaden dragit alla de här papperna över en kam. Man börjar väl få en liten annan syn på det nu, som gör att folk försöker titta och analysera papperna på ett mer individuellt perspektiv. Olika former av CDO:s har ju helt enkelt, vare sig det är om flygplansbackat eller fastighetsbackat eller pensions, eller vad det nu har varit, så har ju den marknaden varit död på grund av det som händer i USA. Det är jättesvårt att säga, men jag tror på... det är en fantastisk fin idé och det är de flesta överens om. Det är en jättebra idé, med allt ifrån mortgage till flygplan. Vad man kan se framöver och tänka sig, från advokathåll, kan vara när man tittat på portföljer

Idag så finns det old- och new generation flygplan. Och securitization är ett sätt att finansiera olika, om du sitter på en tillgångsmassa, en som är bra och en som är dålig, så kan ju ett sätt vara att skilja ut den braiga för att få en billigare finansiering på den separat, det finns investorer som inte vill ta risken i den dåliga och på andra hållet skulle man kunna säga att vi kanske vill slänga ut våra old och sedan göra någon slags high yield, halvjunk bond på våra old generation plan för att bli av med de. Då får man saluföra den som en investor och där blir risken dels i equipment ålder och en fråga om folk tror på Afrika och Östeuropa som en stor marknad för Old generation, 373, att det finns ett behov för det. Det beror på vad man ser för behov, om man ser för investorer hur man tror man kan sälja den produkten. Men det kan vara ett sätt att separera ut Old Generation från new Generation. På det viset skulle det kunna vara ett bra sätt för framtiden, men allting bygger på att man hittar... att marknaden för collateral debt obligation, på ett eller annat sätt, släpper. Nu är det ju ingen större grej. Utvecklingsmöjligheter för securitization, det som inte har gjorts redan, det finns nog inte. Så säger vi ju alltid, men jag menar...det som var stora utvecklingen inom mortgage backed i USA var de här... man slicar de i olika trancher längsmed. Och som man i sin tur slicade de sämsta osv. Där hände ju mycket. Vad man skulle kunna göra mer specifikt för flygplan, så tror jag om man kunde hitta enklare strukturer som är billigare att sätta upp. Idag innebär en securitization på flygplan väldigt mycket jobb. Med väldigt höga transaktionskostnader. Det krävs fruktansvärt mycket papper för flygplan. I och med att ett flygplan är registrerat på något ställe och leasen finns kanske på samma ställe och sedan finns det en gammal bank... nya finansiärer. Det är oerhört många parter och det är väldigt många länder i varje enskilt fall, som gör att det blir väldigt höga transaktionskostnader. Skulle man kunna jobba med strukturer... sedan har man ju skatteproblematiken med allt ifrån överlåtelseskatter till skatter vid betalning av skuld och betalning av leasingavgifter som gör att det blir väldigt konsultintensivt och väldigt dokumentationsintensivt. Men om man kan tänka sig hitta strukturer, där man kan förenkla detta, men ändå tillgodose investorer intresse och säkerhet... en sak som skulle kunna utvecklas vidare är det här, utifrån ett juridiskt perspektiv, Cape Town Convention som säger att där man...Man har internationella register för registrering av flygplan, att man utnyttjar det fullt ut och inte kör något lokalt. Idag kör man både och för att vara säker från banksidan. Och idag har vi en bankmarknad där banken tar allt de kan få. Man kan ju se framöver om den juridiken utvecklas så att man skulle kunna hitta billigare och enklare strukturer att göra det på, annars är kostnaderna och tidsåtgången just nu ett stort hinder. Att hitta möjligheter, rent juridiskt, för att göra det enklare skulle nog få en stor effekt.

F: Hur många konsulter krävs det för att göra en värdepapperisering?

S: Svårt att säga, men ett flygbolag de har en advokatbyrå. Du har en finansiär som har en advokatbyrå, du har en nuvarande ägare som har en advokatbyrå sedan behöver du en advokatbyrå i det landet där värdepapperiseringsstrukturen ska vara, sedan behöver du en local counsel i den jurisdiktionen där flygplanet är registrerat. Då är vi uppe i 5 advokatbyråer. Därutöver ska du ha tax counsel, för att titta på frågorna av deras överlåtelseskatt. Och sedan ska du ha någon som ska titta på om betalningsflödena ska beskattas på ett visst sätt och sedan får du titta på hur skattestrukturen i värdepapperisering i sig ska se ut och sedan får du då en sjätte byrå och /eller skattekonsult som ska titta på själva, det som vi kallar själva värdepapperiseringsdelen, bond- issues och registrering av bonden och prospekt och allt det där. Det blir 5-6 advokatbyråer i olika länder.

F: Hur lång tid brukar tidsspektret vara?

S: Det beror helt på hur många flygplan vi pratar om. Att överlåta och trycka in ett flygplan i en struktur, skulle du göra det på 2-3 veckor så är det en relativ snabb period. Och sätta upp hela strukturen, att bestämma allting, då pratar vi månader. Att sätta det fullständigt på plats inom ett år, det känns rätt så snabbt.

F: Då kan ju marknaden ha vänt?

S: Absolut. Det har ju hänt. Jag har gjort värdepapperiseringar i andra strukturer på andra typer av tillgångar, där själva överlåtelseprocessen ... allting sattes på plats och sen dog marknaden, vilket gör att hela förvärvet ... i vanligt banklånefinansierat idag ... om man bara ligger och väntar på en möjlighet i marknaden att refinansiera den vanliga bankskulden med då värdepapper. Och den marknaden har inte riktigt öppnat upp sig än.

F: Det vore ju bra om man kunde förbättra hela processen

S: Precis. Skulle man kunna hitta ett sätt att få in tillgångarna billigare och snabbare... Man har blivit mycket bättre, generellt, om man tittar på receivables securitization så sa man för 5-6 år sedan att göra en på mindre volym än 1 miljard på årsbasis, gör man inte för att det är inte värt det. Det kostar för mycket att sätta upp det. Idag tittar man på strukturer där man sätter upp det på 300-400 miljoner på årsbasis, för att man har väldigt mycket duktigare på administration.

F: Det är väl för att det har genomförts mer, med mer expertis.

S: Det är exakt så. Dels är det för att den har blivit med standardmässigt och att man har blivit mycket bättre på IT-sidan, så att man kan automatisera processen mycket enklare. Helt rätt.

F: Vad anser Ni om finansieringsgapet av flygplanen år 2009?

S: Svårt att säga. Min känsla är väl att man, det gäller väl hela marknaden över huvud taget, att bankerna är väldigt wait and see fortfarande. Lokalt börjar det släppa, på vissa områden.

F: För och nackdelar, t.ex. off-balance sheet.

S: Det tror jag. För den som gör det... det är ett sätt att göra exit på. Du har en helt annan investorbaserad säljare, du har en helt annan investorbaserad köparens av din portfölj av flygplan. Det där beror på vilken marknad du har, i vissa marknader så kan det vara väldigt opportunt att försöka sälja ut genom en securitization, genom att du ser att det finns ett behov på investorsidan att det finns en aptit för flygplan som en alternativ investering. Och då är det vettigt att göra det. Säkert om du jämför med de reguljära marknaderna dvs. sälja till någon annan lessor eller sälja till något annat flygbolag. Den marknaden är inte lika stor och därför ger det inte ett lika bra pris. Det där beror hel på hur den alternativa marknaden ser ut. Det har funnits i många år ... på 90-talet fanns det Swedish tax based leasing, alla svenska börsbolag på dåvarande A-listan, ägde flygplan på grund av stora skattemässiga fördelar. Sedan kom German tax leasing och Japanese operating leasing som var stora fördelar för japanska investorer. Det är en väldigt opportun marknad på det sättet. Vad det gäller för flygplan så är det väldigt beroende av vad det finns för alternativa köpare i marknaden där du vill gå ur. Sedan finns det ju flygbolagen, för de kan det vara mycket att lätta upp balansräkningen. De har helt andra behov av att göra det, för de har en operativ verksamhet som kanske blir lidande av stora nedskrivningar på flygplansvärden. Medan en lessor, det är det som är deras business, så att nedskrivningar i sig visar vad deras balansräkning egentligen skulle visa. Men flygbolag har passagerarintäkter och annat och då kanske flygplansvärdena bara får en negativ effekt på deras operativa verksamhet, som egentligen inte är riktigt rättvis.

F: För och nackdelar respektive andra finansieringslösningar, exempelvis obligationer eller lån.

S: Den stora skillnaden är att som säljare får du ut det utav balansräkningen, så det är en jättestor skillnad. Detta är ett sätt att finansiera via obligationer. Säg att du är ett flygbolag, du har ett rätt kasst...kanske resultaträkning, men du har väldigt fina flygplan som du äger... jag är osäker om det ens existerar några sådana flygbolag, men säg att det gör det. Då kanske det är jättebra och separera ut de här planen för att det är ingen som har lust att finansiera dig på din balansräkning men de har lust att finansiera de här fina tillgångarna. Då är det kalasbra. Eftersom flygplan är rätt mycket commodity å ena sidan med listpris osv., å andra sidan är det rätt drivet av...hur går flygbolagen. Så fort flygbolagen går dåligt, får det direkt genomslag på flygplansvärdena. Det spelar alltså väldigt stor roll om du är lessor eller flygbolag...vilket håll resemarknaden är på väg åt.

F: Vad har du för tankar kring ratinginstitutens påverkan?

S: Det är en jättebra fråga. De har en nyckelroll. En stor drivkraft i det som jag var inne på precis är ju att du kan finansiera dig på en högre rating än vad din egen balansräkning borde ha och därför får ratinginstitutens...vad de är beredda att göra för ratingen får en väldigt stor betydelse för hela transaktionen. Deras krav kan få väldigt höga... spela väldigt stor roll för kostnaderna också. T.ex. säg att du bara har jurisdiktion där du skulle kunna använda dig utav bara s k Cape Town dvs. bara göra internationella registreringar över flygplanen och inga lokala inteckningar, bara det skulle spara fruktansvärt mycket pengar och speeda upp processen något alldeles fruktansvärt. Men om ratinginstitutet inte skulle vara beredda att AAA-rata en sån struktur, men de skulle vara beredda att AAA-rata en där du har satt ut lokala inteckningar överallt. Då får deras beslut en oerhörd .. det fördyrar och fördröjer någonting fruktansvärt.

F: De har en enorm makt?

S: Ja, det har dem. Vad de bestämmer ... ratinginstitutets roll, hur den har påverkat och vad de har gjort på motsvarande transaktioner på mortgage backed securities i USA. Det har de fått kritik för. Frågan är, kommer folk att titta lika slaviskt på ... kommer de bli utsatta för ... satt under regulatory reviews av banker, sannolikt. Kommer investorer att bli noggrannare i sin due diligence eller bara titta på rating...förmodligen i mer komplicerade strukturer kanske göra en bättre due diligence själva. Där får ratingen mindre betydelse. Allt det där vet vi ju inte. Men det kommer spela rätt stor roll.

Bilaga 5 – Epostenkäter

Finance , 2009-05-22; svar samma dag.

Intervjurespondent: Nils Hallerström, President

Intervjuare: Henrik Cederqvist, Erik Åkerlund, Kalle Lundberg, Axel Smith

2009-05-22

Frågor: Hej Nils,

Vi är en grupp ekonomstudenter med inriktning finansiering från Lunds Universitet. Vi skriver en kandidatuppsats om securitization och vårt syfte är att utreda instrumentets potential inom flygbranschen. Vi uppmärksammade er S.A.F.E - modell som utvärderar flygplansinvesteringar och skulle bli väldigt tacksamma om du kunde svara på några frågor.

Mvh Henrik, Kalle, Axel, Erik

Svarande: Lycka till med uppsatsen. Skicka en kopia. Skrev Engelska. Min dator saknar prickar.

Frågor

1. Hur ser Ni på värdepapperisering som en långsiktig finansieringsform inom flygbranschen?

S: Yes

2. Vilken form av securitization stöter Ni på oftast? ETC, EETC, ALPS?

S: EETC

3. Vad är Er generella uppfattning om securitization?

S: Good product - a bit complex in its waterfall. Should become more common outside the US as Cape Town convention takes off.

4. Hur tror Ni omfattningen och användningen av instrumentet kommer att se ut i framtiden?

S: See above

5. Vad tycker Ni att det finns för fördelar och nackdelar med värdepapperisering?

S: More complex workout process in case of default.

6. Ser Ni några utvecklingsmöjligheter inom instrumentet securitization, ifall ja, vilka?

S: Simplification.

7. Hur uppfattar Ni att värdepapperiseringsmarknaden har utvecklats sedan tio år tillbaka, inom flygbranschen?

S: Not that much. Wrap guarantees after September 11, but that turned out to be worth not so much.

8. Vad anser Ni om finansieringsgapet av flygplanen år 2009?

S: Will be filled by ECAs and deferrals by airlines.

9. Tycker Ni downgradningen av ALPS- och EETC-certifikatratingen inom flygbranschen är befogad, som en följd av finanskrisen?

S: Absolutely. Next winter will show why.

10. Kostnadsfritt, sett ur en skuldtagares perspektiv, i vilken ordning skulle Ni rekommendera de möjliga finansieringsalternativen (lån, värdepapperisering, leasing, m.fl.) på marknaden för tio år sedan och idag?

S: Leasing is becoming more attractive, but the cost is not measurable by most people. The attraction of leasing is in the reduction of risk capital. Since the risk capital is more costly, the leasing solution is probably cheaper for the debtor.

11. Hur tycker Ni värdepapperiseringarna inom flygbranschen har stått sig jämfört med andra finansieringslösningar för skuldtagarna?

S: Very deep market, very resilient.

12. Skulle Ni som investerare placera/t i en ABS-transaktion inom flygbranschen idag respektive för tio år sedan? Ifall ja, ALPS eller EETC? Vad tittar Ni specifikt efter vid en placering i en sådan tillgång (flygplanstyp, lessors, m.fl) och hur mycket av din bedömning baseras på ratinginstitutens åsikt? Ifall Ni avstår en placering vid båda tillfällena, var god utveckla varför.

S: No reliance of rating agencies. ABS structures generally more attractive than EETCs as it offers diversification of obligors.

E-postenkät: GE Commercial Aviation Services (GECAS), 2009-05-08 – 2009-05-20

Intervjurespondent: Paul Wilson, Senior Vice President

Intervjuare: Henrik Cederqvist, Erik Åkerlund, Kalle Lundberg, Axel Smith

2009-05-08

Frågande:

Hi Paul!

We were forwarded to you through Tina Hongisto at PK Air Finance.

We are a group of four Swedish students writing a Bachelor thesis on securitization within the airline finance industry. Our goal is to map out the instrument's future significance within the industry.

We wonder if you would be so kind to answer some questions for us.

With your permission of course we would then like to quote you in our thesis.

Below we have compiled a number of questions on the subject and we would be very happy if you could answer as many of them as you can. If you have time please elaborate. You don't have to feel obliged to answer them all.

We are sincerely thankful for your help!

2009-05-20

Svarande: Dear Henrik

See my replies below - apologies for the delay but life is a little busy.

Let me know if there is anything else you require

Questions

1. What is your opinion of securitization as a long term form of financing aircraft?

S: I think the the time being this approach is pretty much closed for the purposes of aircraft financing. As to whether this will return is clearly dependent on how the wider capital markets survive or develop after the current crisis. For sure there is a need for additional capital into aviation - the banks themselves are short of capital and airlines overall cost of capital will increase unless new sources are developed and realised. I think there will be a strong desire to create a revised regulatory and rating framework surrounding securitisation generally so long term, perhaps in a different form, the product will return.

2. Do GECAS administer securitization and if you do, how much of your total aircraft financing is it responsible for?

S: We do manage aircraft for a number of securitisation vehicles though not the securitisation entities (or their debt paper) themselves. We do not generally use the product to finance our own aircraft but purchasers of our aircraft have used the structure.

3. As a lesser, do you recommend this type of financing in favor of traditional financing such as leasing?

S: As mentioned above we do not use the product for our financing. Most of our aircraft are financed by debt of one sort or another.

4. Have customer demands changed considerably due to the financial crisis in the credit market?

S: As an operating lessor, the lessee changes his demands according to the commercial situation at any time. Currently given capital is in short supply, lessees are prepared to pay more for purchase and leaseback transactions. However, again due to the commercial situation governing aviation generally, aircraft are in greater supply so lease rates have fallen.

5. Which form of financing do you prefer as a lesser?

S: Debt

6. Which form of securitization do you encounter the most? ETC, EETC, ALPS? And who/which lesser or airline is using what and why?

S: We come across portfolio lease securitisations the most - that is mainly because the other forms are not appropriate to us.

7. What is your general opinion of securitization and to which extent is it used in the airline industry?

8. How do you think securitization as a financial instrument will develop in the future?

9. What obvious advantages/disadvantages do you think comes with securitization?

S: Clearly is vulnerable to the type of shocks we are currently seeing

10. Do you see any development opportunities within securitization and if, which?

S: The wider finance market needs to recover first then we will see new developments. I would hope / expect that the various techniques could transfer to Islamic finance in due course, but this will take considerable time.

11. Have you participated in a securitization transaction and if, can you give us some examples?

S: Been an investor, no.

12. What are the basic requirements to get involved in a securitization transaction?

S: Please define "involved"

13. What costs do you associate with securitization?

S: Have no knowledge of this but would expect substantial- perhaps 5% of issue.

14. How do you reckon the market for securitization has developed during the past ten years?

15. What obstacles do you believe is standing in the way of an increase in securitization business?

S: see above - mainly the current financial situation and general investor reluctance to take structured paper of any type.

16. If you think we should pursue any further questions we would be happy to know them.

17. What do you think of the financial gap that is connected with aircrafts that are to be delivered in 2009?

S: I am not so concerned with 2009 - most deliveries have already been financed and most financial institutions are standing by their obligations to fund. More concern for 2010 - ECAs for sure will be more involved than currently (and there may be capital market structures surrounding this product) but lack of pre delivery payment finance and exit from the market of a number of players will push pricing up and availability down.

E-postenkät: Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP, 2009-05-13 - 2009-05-14

Intervjurespondent: William C. Bowers, Partner

Intervjuare: Henrik Cederqvist, Erik Åkerlund, Kalle Lundberg, Axel Smith

2009-05-13

Frågande: Hello!

We are a group of four Swedish students writing a Bachelor thesis on securitization within the airline finance industry. Our goal is to map out the instrument's future significance within the industry.

We wonder if you would be so kind to answer some questions for us? With your permission of course, we would then like to quote you in our thesis.

Below we have compiled a number of questions on the subject and we would be very happy if you could answer as many of them as you can. If you have time please elaborate. You don't have to feel obliged to answer them all.

We also understand if company policy does not allow you to answer some of the questions of more sensitive matter.

We are sincerely thankful for your help!

2009-05-14

Svarande:

Gentlemen:

I will endeavor to answer your questions, but I should note that I am a partner with a law firm and not an employee of an aircraft lessor. I do represent aircraft and engine lessors and have done a great deal of work in the subject area, but you should review my answers with my current status in mind. I have typed my responses

in your email. As you have focused on my former employment at GECAS, you might want to approach a former colleague, Paul Cummiskey, who is still a senior counsel there. His email address is paul.cummiskey@gecas.com.

Best regards,

Bill Bowers

Questions

1. What is your opinion of securitization as a long term form of financing aircraft?

S: I think aircraft securitization will continue to be a viable form of capital markets financing for aircraft, once the capital markets recover. Securitization is essentially asset-based financing, where the relevant asset has both residual value and long term income potential.

2. Do GECAS administer securitization and if you do, how much of your total aircraft financing is it responsible for?

S: I know that GECAS does act as a servicer both for its deals and for deals owned by unrelated parties. You will have to consult with them as to the percentage.

3. As a lessor, do you recommend this type of financing in favor of traditional financing such as leasing?

S: Leasing is a means of finance for an airline or other user of aircraft; portfolio securitization is a financing tool for lessors; EETC financings are for airlines with credit ratings.

4. Have customer demands changed considerably due to the financial crisis in the credit market?

S: No response.

5. Which form of financing do you prefer as a lessor?

S: No response.

6. Which form of securitization do you encounter the most? ETC, EETC, ALPS? And who/which lessor or airline is using what and why?

S: The market currently is dead. There was a rumor of a major airline doing an EETC, but the credit/capital markets need to come back to life. Given that ALPS type securitizations, more accurately referred to as portfolio securitizations, are associated with asset backed securities and the whole securitization industry, it will take even longer for those deals to come back.

7. What is your general opinion of securitization and to which extent is it used in the airline industry?

S: EETC securitizations are useful for airlines that have decent credit ratings, preferably investment grade. Portfolio securitizations are useful for lessors with a sufficiently large portfolio of aircraft or engines to create individual pools that can be securitized.

8. How do you think securitization as a financial instrument will develop in the future?

S: See my answer to 6. The focus on EETC securitizations is to make them more investor friendly, given the bad experiences in the United and similar airline insolvencies.

9. What obvious advantages/disadvantages do you think comes with securitization?

S: Portfolio securitizations present organizational issues in terms of compliance with the deal structure.

10. Do you see any development opportunities within securitization and if, which?

S: No response.

11. Have you participated in a securitization transaction and if, can you give us some examples?

S: ALPS 92, ALPS 94, Pegasus 2002, WEST, Blade, Fan

12. What are the basic requirements to get involved in a securitization transaction?

S: EETC: decent credit rating and aircraft with good values. Portfolio securitization: pool of marketable aircraft and established servicer, preferably with an investment grade rating; absent that rating, a backup servicer that does have an investment grade rating.

13. What costs do you associate with securitization?

S: Investment banking fees and legal fees, rating agency fees, trustee fees.

14. How do you reckon the market for securitization has developed during the past ten years?

S: It expanded substantially until 9/11, for both portfolio and EETC deals. EETC deals were done both with and without financial guaranty insurance, portfolio deals without insurance. After 9/11, almost all EETC and portfolio deals were wrapped with financial guaranty insurance policies, with a few exceptions. The sub prime crisis has put the whole market on hold.

15. What obstacles do you believe is standing in the way of an increase in securitization business?

S: The freeze in the credit and capital markets.

16. If you think we should pursue any further questions we would be happy to know them.

17. What do you think of the financial gap that is connected with aircrafts that are to be delivered in 2009?

S: No response.

Bilaga 6 – Avkastning på ALPS-certifikat

	Subclass A-1 AserCo		Subclass A-4 AserCo		Totalt Subclass A AserCo		
	Principal payment	Interest payment	Principal payment	Interest payment	Principal payment	Interest payment	Total Payment
2009-09-15		321183		59371		380554	380554
2009-04-15	3127278	362086	1527560	34692	4654838	396778	5051616
2009-03-15	3258855	294025	1504060	23185	4762915	317210	5080125
2009-02-15	3947302	315236	1527560	23629	5474892	341865	5816757
2009-01-15	7382291	628180	1527560	8307	8727791	636293	9364084
2008-12-15	5928123	654029	1552000	67672	7476822	721711	8198533
2008-11-15	2056768	2376126	1527560	218857	3584260	2281811	5866071
2008-10-15	4427532	1121226	1527560	119954	5955012	1241180	7196192
2008-09-15	8092284	1134981	1532000	127005	9627264	1262186	10889450
2008-08-15	8945448	1173794	1532000	138629	10491148	1300815	11791963
2008-07-15	4424410	1113650	1527000	128446	5953410	1240996	7194406
2008-06-15	5080270	1268169	1552000	145722	6631270	1406691	8037961
2008-05-15	8181254	1277975	1532000	138871	9713054	1427846	11140900
2008-04-15	3223469	1283180	1574500	138656	4799649	1417024	6216673
2008-03-15	3123295	1508650	1552000	184084	4674395	1682714	6357109
2008-02-15	250818	1878777	1552000	246780	1808380	2226557	4034937
2008-01-15	1892648	2225641	1574500	276100	3567148	2501840	6068988
2007-12-15	3936821	2312644	1574500	295478	6913321	269922	7183243
2007-11-15	3222846	2448189	1574500	313985	4897346	2762154	7659500
2007-10-15	3059522	2498122	1574500	324681	6634022	3023796	9657818
2007-09-15	8124705	2328024	2008660	881131	11743705	8127947	20871652
2007-08-15	2538884	669335	318329	318329	669335	3074018	3743353
2007-07-15	3523536	3849605	1574500	359557	7480036	3066201	10546237
2007-06-15	6665428	2822025	2633413	373786	9298572	3054623	12353195
2007-05-15		2508783	2781228	368881	2781228	3078621	5859849
2007-04-15	2788880	1890378	409432	409432	1890378	813800	2704678
2007-03-15	2421317	5857398	372274	372274	3857398	1795471	5652869
2007-02-15	2594283	4361255	428081	428081	4361255	3023724	7384979
Totalt betalt	115797414	47898258	49085725	6882201	164883139	53180429	218063568
Totalt utestående kapital vid 2007-02-15 för klass A-1 & A-4			62340280				
Avkastning för perioden för klass A-1 & A-4			0,09384292				
Avkastning för perioden för klass A-1 & A-4 per år			0,035458199				

	Subclass A-8 Airt	Subclass A-9 Airt	Totalt Subclass A Airt
	Interest payment	Interest payment	Total Interest Payment
2009-05-15	127012	625781	752793
2009-04-15	147064	691406	838470
2009-03-15	122913	565313	688226
2009-02-15	132097	607151	739248
2009-01-15	296629	1126979	1423608
2008-12-15	309693	1150625	1460318
2008-11-15	1017848	3532031	4549879
2008-10-15	554311	189438	743749
2008-09-15	591459	1948402	2539861
2008-08-15	626948	1942344	2569292
2008-07-15	623856	1825339	2449195
2008-06-15	717500	2042920	2760420
2008-05-15	758901	2041213	2799114
2008-04-15	790694	2034531	2825225
2008-03-15	954761	2371016	3325777
2008-02-15	1279726	3091120	4370846
2008-01-15	1427709	3369740	4797449
2007-12-15	1518652	3467920	4986572
2007-11-15	1641019	3643307	5284326
2007-10-15	1686719	3676458	5363177
2007-09-15	2066774	4235859	6302633
2007-08-15	1766528	3668750	5435278
2007-07-15	1868233	3791042	5659275
2007-06-15	1915573	3791042	5706615
2007-05-15	1825942	3546458	5372400
2007-04-15	2025611	3913333	5938944
2007-03-15	1790655	3424167	5214822
2007-02-15	2096534	3668750	5765284
Totalt betalt	30639561	69982435	100621996
Totalt utestående kapital vid 2007-02-15 för klass A-8 & A-9			1191763148
Avkastning för perioden för klass A-8 & A-9			0,084431203
Avkastning för perioden för klass A-8 & A-9 per år			0,035399991

Totalt Subclass A AerCo		
	Total Interest Payment	
2006-12-15	3092485	
2006-11-15	3113079	
2006-10-15	3242949	
2006-09-15	3226279	
2006-08-15	3095282	
2006-07-15	3338713	
2006-06-15	3187726	
2006-05-15	2702921	
2006-04-15	3328868	
2006-03-15	2662601	
2006-02-15	2719341	
2006-01-15	3050278	
2005-12-15	2643140	
2005-11-15	2487675	
2005-10-15	2636263	
2005-09-15	2449122	
2005-08-15	2351144	
2005-07-15	2186025	
2005-06-15	2108819	
Totalt betalt	53622710	
Totalt utestående kapital vid 2007-02-15 för Klass A-8 & A-9		712672624
Avkastning för perioden för Klass A-8 & A-9		0,075241714
Avkastning för perioden för Klass A-8 & A-9 per år		0,046884083

	Subclass A-8 Airpt	Subclass A-9 Airpt	Totalt Subclass A Airpt
	Interest payment	Interest payment	Total Interest Payment
2006-12-15	2180200	3668750	5848950
2006-11-15	2214639	3668750	5883389
2006-10-15	2297427	3797500	6094927
2006-09-15	2362065	3797500	6159565
2006-08-15	2263139	3575911	5839050
2006-07-15	2446553	3832500	6279053
2006-06-15	2339711	3636449	5976160
2006-05-15	1983194	3066328	5049522
2006-04-15	2450710	3753281	6203991
2006-03-15	1979529	2986667	4966196
2006-02-15	2029724	3032917	5062641
2006-01-15	2291380	3382074	5673454
2005-12-15	1996547	2915625	4912172
2005-11-15	1892178	2730833	4623011
2005-10-15	2025422	2878753	4904175
2005-09-15	1906360	2661641	4568001
2005-08-15	1840570	2543376	4383946
2005-07-15	1738253	2356250	4094503
2005-06-15	1714794	2275000	3989794
Totalt betalt	39952395	60560105	100512500
Totalt utestående kapital vid 2007-02-15 för Klass A-8 & A-9			1343867887
Avkastning för perioden för Klass A-8 & A-9			0,074793438
Avkastning för perioden för Klass A-8 & A-9 per år			0,046608407