

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ**



**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**  
**ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ**  
**ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ**

**ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ**

**ΒΟΥΚΕΛΑΤΟΣ ΘΩΜΑΣ**

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου  
Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην  
Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική

**Πειραιάς, Ιούλιος 2015**



**UNIVERSITY OF PIRAEUS**  
**DEPARTMENT OF ECONOMICS**



**MASTER PROGRAM IN**  
**ECONOMIC AND BUSINESS STRATEGY**

**FINANCING SHIPPING METHODS**

**By**  
**THOMAS VOUKELATOS**

Master Thesis submitted to the department of Economics of the University of Piraeus in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economic and Business Strategy

**Piraeus, Greece, July 2015**



*Στην οικογένειά μου για την στήριξη της σε αυτήν μου τη  
προσπάθεια.*



Η παρούσα διπλωματική εργασία είναι το αποτέλεσμα μιας σειράς αλληλεπιδράσεων με διάφορα άτομα, καθένα από τα οποία έπαιξε ένα σημαντικό ρόλο στην εξέλιξή της. Θα ήθελα στην παρούσα σελίδα να ευχαριστήσω ειλικρινά τα άτομα αυτά για τη βοήθειά που μου προσέφεραν. Ειδικότερα, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή μου κ. Δημήτρη Γιαννέλη, που μου εμπιστεύτηκε την παρούσα διπλωματική εργασία και μου προσέφερε βοήθεια, όποτε τη χρειαζόμουν.

Στην συνέχεια θα ήθελα να ευχαριστώ όλους τους καθηγητές μου για τις γνώσεις που μου προσέφεραν σε αυτό το διετές μεταπτυχιακό πρόγραμμα.

Τέλος, ένα μεγάλο «ευχαριστώ» στα αγαπημένα μου πρόσωπα, στους γονείς μου και στην αδερφή μου που μου παρείχαν στήριξη όλο αυτό το διάστημα χωρίς την οποία τίποτα από όσα έχω καταφέρει μέχρι σήμερα δε θα ήταν πραγματικότητα.





## ΜΟΡΦΕΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗΣ ΧΡΗΜΑΔΟΤΗΣΗΣ

**Σημαντικοί όροι:** Ναυτιλιακή χρηματοδότηση, βιομηχανία εντάσεως κινδύνου, τεχνογνωσία, πλοιοκτήτης manager, ναυτιλιακός κύκλος, ορθή χρονική στιγμή επενδύσεων, ρευστότητα, ναύλος, αξίες των πλοίων, προσφορά και ζήτηση χωρητικότητας, τραπεζικός δανεισμός, ναυτιλιακό δάνειο, κριτήρια πιστωτικής ανάλυσης, ταμειακό πρόγραμμα χρηματοδότησης, εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, οργανωμένη αγορά, εναλλακτική αγορά, κινέζικη χρηματοδότηση, αγορές υψηλού κινδύνου, κίνδυνοι ναυτιλιακής χρηματοδότησης, διαχείριση κινδύνου.

### Περίληψη

Η Ελληνική ποντοπόρος ναυτιλία έχει πρωταγωνιστικό ρόλο στο παγκόσμιο εμπόριο με μεγάλη προσφορά στην εθνική οικονομία (η συμβολή της στο Α.Ε.Π του 2014 ήταν 8%) και συμμετοχή στην βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Σημαντική είναι και η προσφορά της στην κοινωνία, γιατί με τις επενδύσεις της σε πλοία και υποδομές συνεισφέρει στην απασχόληση άμεσα ή έμμεσα. Σ' ένα διεθνές επιχειρηματικό περιβάλλον εξαιρετικά ευμετάβλητο και πλήρους ανταγωνισμού, όπως είναι η ναυτιλιακή βιομηχανία, η ύπαρξη πολλών μορφών οικονομικών συναλλαγών είναι απαραίτητη με στόχο την εξεύρεση των απαραίτητων κεφαλαίων για τη κάλυψη των αυξημένων αναγκών των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση με τις διάφορες μορφές της είναι μία πολύ σημαντική προϋπόθεση για την δημιουργία, την λειτουργία και την ανάπτυξη μίας ναυτιλιακής εταιρείας.

Η παρούσα διπλωματική εργασία αποτελείται από 7 κεφάλαια και η διάρθρωσή της έχει ως εξής: Στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας, αναλύονται οι βασικές προϋποθέσεις για την λειτουργία και την ανάπτυξη μίας ναυτιλιακής επιχείρησης, παρουσιάζεται μία σύντομη ιστορική αναδρομή των μορφών ναυτιλιακής χρηματοδότησης, γίνεται αναφορά στα χαρακτηριστικά της που την κάνει να διαφέρει από την χρηματοδότηση των εμπορικών επιχειρήσεων προϊόντων ευρείας κατανάλωσης.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύεται ο ναυτιλιακός κύκλος, παρουσιάζονται οι κύκλοι μικρής διάρκειας, οι ναυτιλιακοί κύκλοι μέσης διάρκειας και εξετάζεται ο σημαντικός ρόλος που παίζουν στη λήψη κρίσιμων επιχειρηματικών αποφάσεων για επενδύσεις και πώς επηρεάζουν τις τιμές των ναύλων και τις αξίες των πλοίων.

Το τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζει ερευνά της Petrofin για την ναυτιλιακή τραπεζική αγορά, αναφέρεται στις προϋποθέσεις και στις διαδικασίες της τραπεζικής χρηματοδότησης και παρουσιάζει μερικά είδη ναυτιλιακής χρηματοδότησης, όπως τα κοινοπρακτικά δάνεια, την cash - flow χρηματοδότηση και την shipping mortgage indemnity.

Το τέταρτο κεφάλαιο περιλαμβάνει παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης όπως είναι η αυτοχρηματοδότηση και οι ναυπηγικές πιστώσεις, τις κυριότερες μορφές εναλλακτικής χρηματοδότησης, όπως είναι οι θεσμικοί επενδυτές, η ενδιάμεση χρηματοδότηση, τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια, η έκδοση ομολογιών και παρουσιάζει αναλυτικά την leasing χρηματοδότηση η οποία θεωρείται ως η τρίτη πιο σημαντική πηγή χρήματος.

Το πέμπτο κεφάλαιο αναφέρεται στις σύγχρονες μορφές χρηματοδότησης και παρουσιάζει το χρηματιστήριο Αθηνών, Λονδίνου και Νέας Υόρκης. Αναλύονται οι διαδικασίες και οι προϋποθέσεις εισαγωγής μιας ναυτιλιακής εταιρείας στα χρηματιστήρια, παρουσιάζεται έρευνα του 2013 της εταιρείας XRTC για εταιρείες ελληνικών συμφερόντων εισηγμένες στα χρηματιστήρια Λονδίνου και Νέας Υόρκης. Επίσης, εξηγεί τους λόγους που οι ναυτιλιακές εταιρείες επιδιώκουν ή αποφεύγουν την είσοδο τους σε οργανωμένη αγορά καθώς και τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα από την εισαγωγή μιας ναυτιλιακής επιχείρησης στο χρηματιστήριο.

Το έκτο κεφάλαιο εξηγεί τους λόγους για τους οποίους η Κίνα είναι η ανερχόμενη ναυτιλιακή δύναμη, παρουσιάζει τον μηχανισμό και τις προϋποθέσεις για την χορήγηση ναυτιλιακών δανείων από κινέζικες τράπεζες, τα ναυτιλιακά κέντρα της Κίνας και την στενή σχέση που έχουν οι Έλληνες πλοιοκτήτες με τους Κινέζους για την ναυπήγηση των πλοίων τους στα κινέζικα ναυπηγεία.

Στο έβδομο κεφάλαιο προσδιορίζονται οι κυριότεροι κίνδυνοι των ναυτιλιακών χρηματοδοτήσεων και εξετάζονται τα παράγωγα προϊόντα που μπορούν να μειώσουν ή και να αποφύγουν τον κίνδυνο στον τομέα της ναυτιλίας.

**Keywords:** Shipping finance, risk intensive industry, know- how, ship owner - manager, shipping cycle, proper timing for investments, liquidity, freight, vessels' value, supply and demand of vessels' capacity, banking finance, shipping loan, credit analysis criteria, solvency, cash - flow finance, leasing finance, alternative sources of funding, stock market, alternative market, Chinese finance, high risk markets, financial shipping risks, risk management

## **Abstract**

The Greek shipping industry has a leading role in the global trade and highly contributes to the national economy (corresponds to the 8% of GNP in 2014) along with the enhancement of the current account balance. Its contribution is very significant for the society as well. Through the investments that refer either to vessels or to the shore - based offices, job opportunities occur, making its contribution very significant for the society.

The existence of various types of economical exchanges is essential in order to allocate the necessary funds that each shipping company needs inside a quite volatile and competitive international business environment. The shipping finance through its different types is an important prerequisite for the operation and development of a shipping Company. Subject thesis consists of 7 chapters and hereunder you may note its detailed structure.

In Chapter 1, we present the fundamental requirements that a shipping company needs to have in order to grant its development and operation. What is more, we briefly refer to the various types of the shipping finance and to all the characteristics that make it differ from financing another type of company.

In Chapter 2, we analyze the definition of shipping cycles. We examine their important role during the decision making process along with the way that they affect the freights and the vessel's value as well.

Chapter 3 includes a research that Petrofin Bank realized and refers to the bank shipping division. At this chapter we present the exact types of shipping finance as well.

In Chapter 4, you may find the description of the traditional types of finance along with the main alternative types of finance such as the institutional investors, the mezzanine financing, the private equity and the bond issue. This chapter also analyzes the leasing financing method.

In chapter 5, we examine the stock markets of Athens, London and New York along with the advantages and disadvantages that shipping companies face from their entrance in these markets.

In Chapter 6, we examine the exact reasons for which China has turned to be the upcoming force in the shipping industry along with the prerequisites that shipping companies have to meet in order to receive the funds from the Chinese banks. Last but not least, we present the shipping centers of China and finally the close relationship between Greek ship owners and Chinese shipyards.

In chapter 7, subject thesis refers to the main shipping funding risks and to all the derivatives that can minimize or even eliminate the risks in the shipping industry.

## Περιεχόμενα

Περίληψη	ix
Abstract	xi
Κατάλογος πινάκων	xvii
Κατάλογος διαγραμμάτων	xix

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1:

#### Ναυτιλιακή χρηματοδότηση

1.1 Εισαγωγή	5
1.2 Ιστορική αναδρομή στις μορφές χρηματοδότησης	6
1.3 Οι κύριες ιδιαιτερότητες των ναυτιλιακών επιχειρήσεων	8
1.4 Χαρακτηριστικά ναυτιλιακής χρηματοδότησης	12
1.5 Ανακεφαλαίωση	13

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:

#### Ναυτιλιακοί κύκλοι

2.1 Εισαγωγή	15
2.2 Στάδια ναυτιλιακών κύκλων	17
2.3 Οι ναυτιλιακοί κύκλοι μικρής διάρκειας (3-4 ετών)	18
2.4 Μέσης διάρκειας ναυτιλιακοί κύκλοι (20-24 ετών) ή μακρύς κύκλος	20
2.5 Επίδραση ναυτιλιακών κύκλων στη ναυτιλιακή χρηματοδότηση	21
2.6 Ανακεφαλαίωση	22

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:**

### **Τραπεζική χρηματοδότηση**

<b>3.1</b>	<b>Εισαγωγή</b>	<b>25</b>
<b>3.2</b>	<b>Η σημερινή κατάσταση στη ναυτιλιακή τραπεζική αγορά</b>	<b>27</b>
<b>3.3</b>	<b>Κριτήρια και προϋποθέσεις τραπεζικής χρηματοδότησης</b>	<b>34</b>
<b>3.4</b>	<b>Ανάλυση και αξιολόγηση του δανείου</b>	<b>36</b>
<b>3.5</b>	<b>Cash-flow χρηματοδότηση ή ταμειακό πρόγραμμα επένδυσης</b>	<b>38</b>
<b>3.6</b>	<b>Κοινοπρακτικά δάνεια</b>	<b>40</b>
<b>3.7</b>	<b>Shipping Mortgage Indemnity</b>	<b>42</b>
<b>3.8</b>	<b>Ανακεφαλαίωση</b>	<b>43</b>

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4:**

### **Εναλλακτικές μορφές ναυτιλιακής χρηματοδότησης**

<b>4.1</b>	<b>Εισαγωγή</b>	<b>45</b>
<b>4.2</b>	<b>Αυτοχρηματοδότηση</b>	<b>49</b>
<b>4.3</b>	<b>Χρηματοδοτική ναυτιλιακή μίσθωση (Leasing)</b>	<b>50</b>
<b>4.4</b>	<b>Θεσμικοί επενδυτές (Institutional Investors)</b>	<b>54</b>
<b>4.5</b>	<b>Ενδιάμεση χρηματοδότηση (Mezzanine finance)</b>	<b>55</b>
<b>4.6</b>	<b>Ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (Private equity funds) και διάφορες μορφές</b>	<b>57</b>
<b>4.7</b>	<b>Χρηματοδότηση μέσω έκδοσης ομολογιών (Bonds issue)</b>	<b>60</b>
<b>4.8</b>	<b>Ναυπηγικές πιστώσεις</b>	<b>62</b>
<b>4.9</b>	<b>Ανακεφαλαίωση</b>	<b>63</b>

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5:**

### **Ναυτιλιακή χρηματοδότηση και χρηματιστήρια**

<b>5.1 Εισαγωγή</b>	<b>65</b>
<b>5.2 Το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών (X.X.A)</b>	<b>66</b>
<b>5.3 Προϋποθέσεις και διαδικασία εισαγωγής στο X.X.A</b>	<b>68</b>
<b>5.4 Το χρηματιστήριο αξιών του Λονδίνου</b>	<b>71</b>
<b>5.5 Η εναλλακτική αγορά του χρηματιστηρίου του Λονδίνου</b>	<b>73</b>
<b>5.6 Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α</b>	<b>76</b>
<b>5.7 Τα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης με εισηγμένες ελληνικές ναυτιλιακές επιχειρήσεις</b>	<b>77</b>
<b>5.8 Οι 26 ναυτιλιακές εταιρίες ελληνικών συμφερόντων εισηγμένες στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης</b>	<b>79</b>
<b>5.9 Οι λόγοι που οι ναυτιλιακές εταιρίες αποφεύγουν ή επιδιώκουν την είσοδο τους στο χρηματιστήριο</b>	<b>83</b>
<b>5.10 Πλεονεκτήματα &amp; μειονεκτήματα εισαγωγής στο χρηματιστήριο</b>	<b>85</b>
<b>5.11 Ανακεφαλαίωση</b>	<b>87</b>

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6:**

### **Κίνα και ναυτιλιακή χρηματοδότηση**

<b>6.1 Εισαγωγή</b>	<b>89</b>
<b>6.2 Η Κίνα ως ανερχόμενη δύναμη στη ναυτιλιακή αγορά</b>	<b>91</b>
<b>6.3 Τα λιμάνια - ναυτιλιακά κέντρα της Κίνας</b>	<b>94</b>
<b>6.4 Κινέζικες ναυτιλιακές τράπεζες</b>	<b>96</b>
<b>6.5 Κινέζικοι χρηματοδοτικοί οργανισμοί</b>	<b>98</b>
<b>6.6 Ανακεφαλαίωση</b>	<b>99</b>

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7:**

### **Οι κίνδυνοι στη ναυτιλιακή χρηματοδότηση και η διαχείριση τους**

<b>7.1 Εισαγωγή</b>	<b>101</b>
<b>7.2 Ο πιστωτικός κίνδυνος(Credit Risk)</b>	<b>103</b>
<b>7.3 Ο κίνδυνος ρευστότητας (Liquidity risk)</b>	<b>105</b>
<b>7.4 Ο κίνδυνος επιτοκίων (Interest rate risk)</b>	<b>106</b>
<b>7.5 Ο συναλλαγματικός κίνδυνος (Currency risk)</b>	<b>108</b>
<b>7.6 Ο κίνδυνος χρεοκοπίας (Solvency risk)</b>	<b>109</b>
<b>7.7 Ανακεφαλαίωση</b>	<b>110</b>
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</b>	<b>113</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b>	<b>117</b>



## Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 3.1 Δανειακές κρατήσεις	28
Πίνακας 3.2 Συμμετοχή τραπεζών στην ελληνική ναυτιλιακή χρηματοδότηση	30
Πίνακας 3.3 Οι 10 κορυφαίες τράπεζες της ελληνικής ναυτιλιακής χρηματοδότησης	31
Πίνακας 6.1 Οι 20 χώρες με το μεγαλύτερο σε χωρητικότητα στόλο στο κόσμο & Παγκόσμιο βιβλίο παραγγελιών	92



## Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1.1 Δείκτης ναύλων 1984 – 2012	9
Διάγραμμα 1.2 Οι φάσεις των ναυτιλιακών κύκλων	11
Διάγραμμα 2.1 Ναυτιλιακοί κύκλοι	16
Διάγραμμα 2.2 Στάδια ναυτιλιακών κύκλων	17
Διάγραμμα 2.3 Εποχιακοί μικρής και μεγάλης διάρκειας ναυτιλιακοί κύκλοι	19
Διάγραμμα 3.1 Χαρτοφυλάκιο ελληνικών τραπεζών	29
Διάγραμμα 3.2 Διεθνείς τράπεζες χωρίς την ελληνική παρουσία	32
Διάγραμμα 6.1 Οι χώρες με τις περισσότερες παραγγελίες σε κινέζικα ναυπηγεία το 2013	94



## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το Rochdale Report του 1970 δίνει ένα πλήρη και διαχρονικό ορισμό της ναυτιλιακής βιομηχανίας. Η ναυτιλία είναι μια περίπλοκη βιομηχανία μέσα στην οποία οι συνθήκες που καθορίζουν τις διαδικασίες σε ένα τομέα της δεν εφαρμόζονται απαραίτητα και σε έναν άλλο. Σε ορισμένες περιπτώσεις μπορεί να θεωρηθεί ως ένα σύνολο από αλληλοσχετιζόμενες βιομηχανίες. Τα θεμελιώδη στοιχεία της, τα πλοία, ποικίλλουν σε μέγεθος και τύπο, παρέχοντας ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών μεταφοράς για μεγάλη ποικιλία φορτίων που πρέπει να μεταφερθούν είτε σε κοντινές είτε σε μακρινές θαλάσσιες αποστάσεις. Το μεγαλύτερο μέρος της ναυτιλιακής βιομηχανίας ασχολείται με την εκτέλεση του διεθνούς εμπορίου και επομένως λειτουργεί μέσα σε ένα περίπλοκο παγκόσμιο πλαίσιο από συμφωνίες οικονομικής πολιτικής και κοινωνικής σημασίας, ανάμεσα σε ναυτιλιακές εταιρείες, φορτωτές, κυβερνητικές οργανώσεις και άλλα εμπλεκόμενα μέρη. Η ναυτιλία είναι από τους σημαντικότερους τομείς της παγκόσμιας βιομηχανίας και η ανάπτυξη της στηρίζεται στο διεθνές εμπόριο που αυτό πραγματοποιείται με την συμβολή των διεθνών μεταφορών. Οι μεταφορές αποτελούν έναν από τους μεγαλύτερους τομείς στην παραγωγική διαδικασία και αποτελούν αναπόσπαστο μέρος της οικονομίας, η όποια συνδέεται με το Α.Ε.Π. Οι θαλάσσιες μεταφορές αποτελούν τον πιο ανταγωνιστικό κλάδο του τομέα μεταφορών με ελάχιστο κυβερνητικό παρεμβατισμό με εξαίρεση, βέβαια, τα θέματα προστασίας του περιβάλλοντος και τα θέματα ασφαλείας. Η μεταφορά δια μέσου θαλάσσης αποτελεί την πιο συμφέρουσα και ασφαλή λύση για την μεταφορά χύδην φορτίου και εμπορευματοκιβωτίων και είναι ο πιο φιλικός τρόπος μεταφοράς για το περιβάλλον (4 φορές λιγότερο εκπομπή CO<sub>2</sub> ανά χιλιόμετρο σε σχέση με την μεταφορά με φορτηγό και 40 φορές λιγότερο από το αεροπλάνο). Οι θαλάσσιες μεταφορές εξυπηρετούν διαχρονικά τις διατροφικές, ενεργειακές και σε πρώτες ύλες ανάγκες της ανθρωπότητας και παίζουν στρατηγικό ρόλο στην αλυσίδα μεταφοράς του παγκόσμιου εμπορίου. Το 90% του παγκοσμίου εμπορίου διακινείται μέσω θαλάσσης και σύμφωνα με εκτιμήσεις της UNCTAD<sup>1</sup>, η συνολική αξία των εισπράξεων ναύλων στην παγκόσμια οικονομία ανήλθε το 2005 στα 632,4 δις. δολάρια που αντιστοιχούσε στο 5,9 % της συνολικής αξίας των παγκόσμιων εισαγωγών. Η συμβολή της ναυτιλίας στην παγκόσμια οικονομία είναι πολύ μεγάλη. Συνέβαλλε στην επέκταση των κατοικημένων περιοχών της γης, στην ανάπτυξη των εμπορικών συναλλαγών μεταξύ απομακρυσμένων περιοχών ενώ έκανε δυνατή την ανακατανομή των δύο βασικών

---

<sup>1</sup> Review of Maritime Transport, 2008.

συντελεστών της παραγωγής (προϊόντα γης και εργασία). Το θαλάσσιο εμπόριο αποτελεί μια αρτηρία, η διακοπή της οποίας μπορεί να φέρει την κατάρρευση της οικονομικής ζωής. Το πλοίο θεωρείται σήμερα το μοναδικό μέσο μεταφοράς που εξασφαλίζει από οικονομικής και τεχνικής πλευράς την μεταφορά μεγάλης μάζας χύδην φορτίων, πρώτες ύλες, καύσιμα, τρόφιμα. Υπάρχουν όμως και σημαντικά προβλήματα, όπως η επίπτωση στο περιβάλλον, η ρύπανση από ναυτικά ατυχήματα, η παράνομη ρίψη των αποβλήτων των πλοίων στην θάλασσα, ο κορεσμός πολλών θαλάσσιων οδών κ.ά. Η παγκόσμια κοινότητα σε συνεργασία με τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις έχουν κάνει σημαντικά βήματα για τον περιορισμό αυτών των προβλημάτων, π.χ. η απαγόρευση εισόδου μονοπύθμενων δεξαμενόπλοιων στα ευρωπαϊκά λιμάνια. Σημαντική θέση σε όλα τα παραπάνω έχει η ελληνική ναυτιλία. Αποτελεί έναν ιδιαίτερα δυναμικό τομέα της ελληνικής οικονομίας με διαχρονική αξία. Η ναυτιλία φέρνει πολύ περισσότερα χρήματα στην χώρα από τον τουρισμό (περίπου 9,5 δις. ανά έτος και ελαφρώς λιγότερα από το σύνολο των εξαγωγών). Στην δεκαετία 2000 - 2010, η ναυτιλία συνεισέφερε 140 δις. Ευρώ από ξένο συνάλλαγμα στο ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών. Η ελληνική ναυτιλία κατέχει ηγετική θέση στην παγκόσμια αγορά. Το 16,25 % του παγκόσμιου στόλου και το 46,7 % του κοινοτικού σε ποσοστό χωρητικότητας dwt<sup>2</sup> ανήκουν σε ελληνική πλοιοκτησία. Το 2013 η ελληνόκτητη ναυτιλία παρέμεινε στην 1η θέση διεθνώς. Ο ελληνικός στόλος αριθμούσε 3.669 πλοία (μεγαλύτερα των 1.000 gt<sup>3</sup>) με 261,63 εκατομμύρια dwt, αντιπροσωπεύοντας το 16,1 % της παγκόσμιας χωρητικότητας σε dwt. Η ελληνική σημαία κατέχει την έβδομη θέση στην διεθνή κατάταξη σε dwt και την δεύτερη στην Ευρωπαϊκή Ένωση σε gt. Οι Έλληνες πλοιοκτήτες ελέγχουν το 18,51% του παγκόσμιου στόλου δεξαμενοπλοίων (αργού πετρελαίου), το 23,32% του παγκόσμιου στόλου φορτηγών μεταφοράς χύδην φορτίων σε χωρητικότητα dwt και το 13,81% του παγκόσμιου στόλου πλοίων μεταφοράς. Σύμφωνα με στοιχεία του ελληνικού ναυλομεσιτικού οίκου Intermodal για το πρώτο επτάμηνο του 2014 οι Έλληνες πλοιοκτήτες πραγματοποίησαν το 25,8 % των αγοραπωλησιών μεταχειρισμένων πλοίων διεθνώς σε αριθμό ποντοπόρων αγοράζοντας 241 πλοία. Σε όρους χωρητικότητας κάλυψαν το 39,1 % των συναλλαγών και σε ύψος κεφαλαίων το 36,4% αυτών που δαπανήθηκαν στη δευτερογενή αγορά. Συνολικά επένδυσαν σε μεταχειρισμένα πλοία 6,989 δις. \$ με δεύτερους τους Αμερικάνους με 2,6 δις. \$. Στο μέτωπο των ναυπηγήσεων οι Έλληνες είναι πάλι πρώτοι διεθνώς σε επενδυμένα κεφάλαια αξίας 4,046 δις. \$ για 91 νέοτευκτα πλοία. Τα υψηλά αυτά ποσοστά σε συνδυασμό με την ποιότητα

---

<sup>2</sup> Dead weight tonnage

<sup>3</sup> Gross tonnage

του ελληνόκτητου στόλου, η συντριπτική πλειονότητα του οποίου αποτελείται από πλοία νέας ηλικίας και υψηλής τεχνολογίας και η μακροχρόνια εμπειρία των ελλήνων πλοιοκτητών στην προσφορά αξιόπιστων υπηρεσιών, ισχυροποιούν τον πρωταγωνιστικό ρόλο της στην θαλάσσια διακίνηση εμπορίου. Η ελληνική ναυτιλία έχει δημιουργήσει ένα αδιαπραγμάτευτο **brand name** στον τομέα της προσφοράς θαλάσσιων υπηρεσιών, ενώ σε παγκόσμια κλίμακα έχει γίνει αποδεκτή από τους ναυλωτές. Επίσης, αποτελεί σημαντικό κλάδο της ελληνικής οικονομίας. Οι θαλάσσιες μεταφορές συνεισφέρουν άμεσα 8,4 δις Ευρώ προστιθέμενη αξία το 2009 (περίπου το 4% του συνόλου της οικονομίας). Το 2009 το 6,1% του Α.Ε.Π. της χώρας προήλθε άμεσα ή έμμεσα από την τελική ζήτηση για θαλάσσιες μεταφορές. Το 2009 απασχολήθηκαν 172 χιλιάδες άτομα<sup>4</sup> στον τομέα της ναυτιλίας. Στον αντίποδα, με την ευρωπαϊκή και παγκόσμια οικονομία σε ύφεση, η ναυτιλία αντιμετωπίζει προβλήματα, όπως η υπερχωρητικότητα με παράλληλη μείωση των διακινούμενων φορτιών, η έλλειψη πηγών χρηματοδότησης λόγω της χρηματοπιστωτικής στενότητας λόγω ύφεσης, η μεγάλη πτώση της αξίας των πλοίων νεότευκτων και μεταχειρισμένων και τέλος η απότομη πτώση ναύλων. Τα παραπάνω προβλήματα έχουν κοινό παρανομαστή την αδυναμία άντλησης κεφαλαίων των εφοπλιστών για περαιτέρω επενδύσεις.

**Σκοπός εργασίας.** Η παρούσα εργασία έχει ως αντικείμενο μελέτης την εξέταση των διαφόρων μορφών χρηματοδότησης των ναυτιλιακών επιχειρήσεων ελληνόκτητων συμφερόντων, όπως αυτή διαμορφώνεται στην πραγματική παγκόσμια οικονομία που λειτουργεί υπό συνθήκες σχεδόν πλήρους ανταγωνισμού. Στο πλαίσιο αυτό αναλύονται η έννοια της, οι ιδιαιτερότητες, τα χαρακτηριστικά της και οι παράγοντες που την επηρεάζουν. Γίνεται ανάλυση των κριτηρίων του τραπεζικού δανεισμού, της διαδικασίας και των προϋποθέσεων για άντληση κεφαλαίων από οργανωμένη αγορά και οι τρόποι αναζήτησης εναλλακτικών μορφών χρηματοδότησης για την κάλυψη των αναγκών τους. Με την παρούσα εργασία γίνεται ανάλυση στα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των κυριότερων μορφών χρηματοδότησης, προσδιορίζονται οι σημαντικότεροι κίνδυνοι για τους εμπλεκόμενους (τράπεζες και εφοπλιστές), εξηγεί του λόγους για τους οποίους η Κίνα είναι η ανερχόμενη δύναμη στην παγκόσμια ναυτιλία και προσπαθεί να απαντήσει στο ερώτημα, γιατί οι Έλληνες εφοπλιστές κατασκευάζουν τα περισσότερα πλοία τους στην Κίνα. Τελειώνοντας θα απαντήσουμε και στο ερώτημα ποια είναι η καλύτερη μέθοδος χρηματοδότησης των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

---

<sup>4</sup> Πηγή : (IOBE) Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών





# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

### 1.1 Εισαγωγή

Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση (shipping finance), ίδιο και ξένο κεφαλαίο, είναι η κινητήριος δύναμη για την δημιουργία και την ανάπτυξη μιας ναυτιλιακής επιχείρησης. Η τεχνογνωσία (know how), οι τεχνικές του management, η αποτελεσματική εξεύρεση ναύλων (chartering), η πείρα και η αποτελεσματικότητα του πλοιοκτήτη είναι επίσης σημαντικοί συντελεστές. Το ανθρώπινο δυναμικό αποτελεί έναν από τους βασικούς παράγοντες για την σωστή και ομαλή λειτουργία της επιχείρησης. Επομένως, η ναυτιλιακή χρηματοδότηση, η τεχνογνωσία και το ανθρώπινο δυναμικό είναι οι τρεις βασικές προϋποθέσεις για την δημιουργία και την ανάπτυξη μιας ναυτιλιακής επιχείρησης. Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις μέχρι το 1980 δεν είχαν πρόβλημα στην εύρεση κεφαλαίων που είχαν ανάγκη. Η εύρεση τους προερχόταν είτε από ναυπηγεία (κυρίως) άλλα και από το τραπεζικό σύστημα. Η κρίση όμως του 1981-1987 ανάγκασε τις τράπεζες να αλλάζουν πιστωτική πολιτική. Η ναυτιλιακή κρίση επηρέαζε και επηρεάζει όλες της επιχειρήσεις. Αυτές όμως που έχουν μεγαλύτερο πρόβλημα είναι οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις. Οι μεγάλες επιχειρήσεις μέσα από την σταυροειδή χρηματοδότηση μπορούν να την αντιμετωπίσουν. Συνειδητοποίησαν ότι η σχέση ιδίων και ξένων κεφαλαίων ήταν λανθασμένη. Μεγάλο ποσοστό χρηματοδοτήσεων σε πλοία ηλικίας άνω των 12 ετών, ανεπάρκεια κεφαλαίου κίνησης, αναποτελεσματικός οικονομικός έλεγχος και κακή οικονομική διοίκηση ήταν οι λάθος τακτικές που ακολουθήθηκαν. Οι πλοιοκτήτες με σοβαρά οικονομικά προβλήματα δεν εγκατέλειπαν έγκυρα την κακή αγορά. Όλα αυτά τα δάνεια στην κρίση έδειξαν μικρή αντοχή. Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι είναι απαραίτητο να γνωρίζουμε τον ναυτιλιακό κύκλο και το καλό timing των ναυτιλιακών επενδύσεων, τις μεθόδους επιλογής και το ειδικό οικονομικό περιβάλλον λειτουργίας μιας ναυτιλιακής επιχείρησης. Η λειτουργία των ναυτιλιακών επιχειρήσεων έχει ιδιαιτερότητες και παρουσιάζει δυσκολίες στην λήψη αποφάσεων σε σχέση με το management άλλων

κλάδων. Οι ιδιαιτερότητες αυτές σε συνθήκες αγοράς είναι η υψηλή μεταβλητότητα των εισπράξεων, η όποια έχει επίδραση στις αποφάσεις του management και στην ρευστότητα της επιχείρησης. Η αδυναμία πρόβλεψης των ναύλων ή των αξιών του πλοίου οδηγεί σε μεγάλες ζημίες κεφαλαίων. Η ύπαρξη και η επίδραση του ναυτιλιακού κύκλου επιδρά στην λήψη αποφάσεων. Η ναυτιλιακή βιομηχανία παρουσιάζει επίπεδο υψηλού κινδύνου. Μετά το 1974 η ναυτιλιακή επιχείρηση θεωρείται υψηλού κινδύνου επιχείρηση. Αυτό δημιουργεί προβλήματα χρηματοδότησης και η εξάρτηση της επιχείρησης από τον τραπεζικό δανεισμό είναι απαραίτητη για της ανάγκες κεφαλαίου κίνησης και απόκτησης πλοίων. Υπάρχει ο κίνδυνος του αναξιόπιστου ναυλωτή, και ο κίνδυνος από την μεταβλητότητα των ισοτιμιών μεταξύ δολαρίου και άλλων νομισμάτων. Χαρακτηριστικό στην χρηματοδότηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων είναι η ένταση κεφαλαίου, χρειάζονται μεγάλα κεφάλαια για την αγορά πλοίων ή για την επισκευή τους ή την μετατροπή τους σε μεγαλύτερο μέγεθος. Ο υψηλός κίνδυνος της χρηματοδότησης αφορά τον χρόνο αποπληρωμής του δανείου, γιατί οι τιμές των ναύλων και οι αξίες των πλοίων μπορεί να μεταβληθούν και το δάνειο να μην μπορεί να αποπληρωθεί από τα έσοδα των ναύλων.

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί υπάρχει ιστορική αναδρομή στις μορφές χρηματοδότησης, ανάλυση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών μιας ναυτιλιακής επιχείρησης που την κάνει να διαφέρει στον τρόπο διοίκησης από άλλες εμπορικές εταιρείες, τους παράγοντες που την κατατάσσουν σε υψηλού κινδύνου επιχείρηση, και τα χαρακτηριστικά της ναυτιλιακής χρηματοδότησης.

## **1.2 Ιστορική αναδρομή στις μορφές χρηματοδότησης**

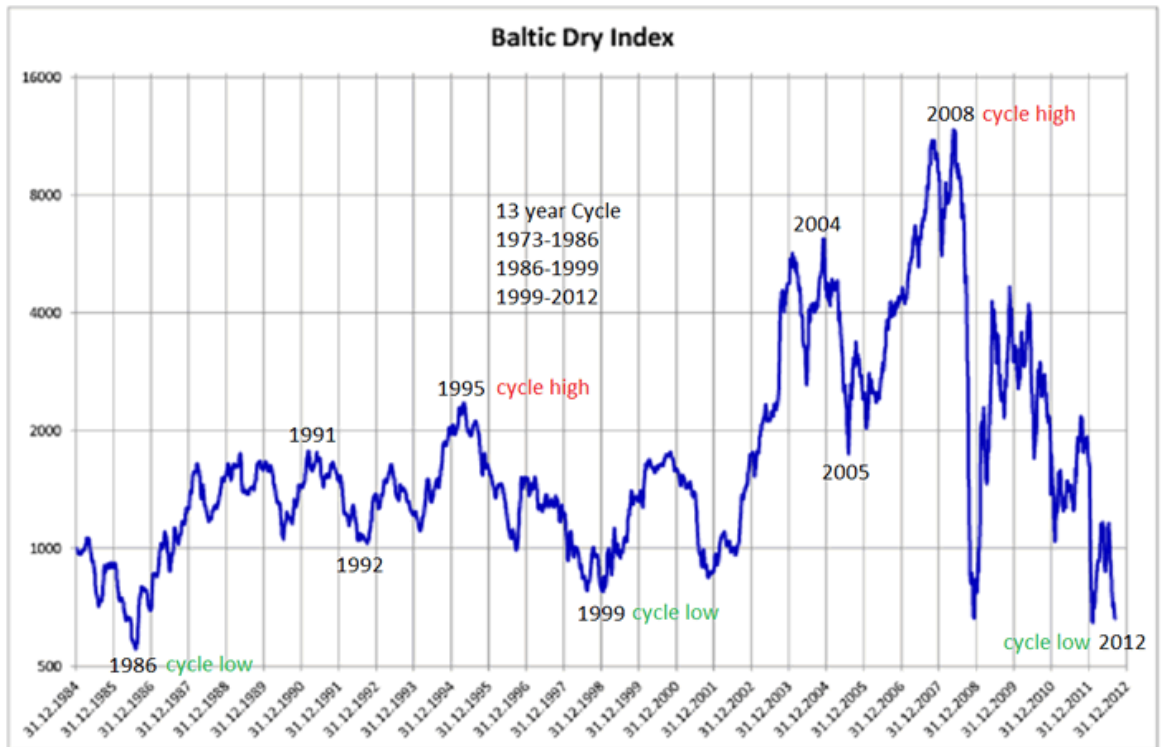
Για να γίνει η ελληνική ναυτιλία αυτό που είναι σήμερα έχουν δουλέψει 6 γενιές ναυτικών και επιχειρηματιών της θάλασσας. Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση έχει τις ρίζες της στον 16ο αιώνα. Στην Αγγλία η πιο διαδεδομένη μέθοδος χρηματοδότησης ήταν η εξηκοστή Τετάρτη. Ένα πλοίο καταγραφόταν σαν 64 μερίδια και κάθε επενδυτής μπορούσε να αγοράσει μέρος του πλοίου. Αυτός που αγόραζε τα 32/64 είχε το μισό πλοίο. Υπάρχουν 3 είδη ιδιοκτησίας: πρώτον, μπορεί να το κατέχουν άτομα, δεύτερον συνεταιρισμών ατόμων και τρίτον, επενδυτές μετοχικών εταιριών. Τον 18ο αιώνα η μορφή που κυριαρχούσε στην Άνδρο ήταν η μετοχική συμπλοιοκτησία. Ο πλοίαρχος διέθετε ένα ή περισσότερα από τα 16 μερίδια του πλοίου για να χρηματοδοτήσει το ταξίδι. Σε αρκετές περιπτώσεις η χρηματοδότηση γινόταν με μορφή δανείου από κάποιον ντόπιο κεφαλαιούχο με επιτόκιο μεγαλύτερο του 30% το

χρόνο. Το μεγαλύτερο πρόβλημα της εποχής ήταν η έλλειψη ρευστότητας και αυτό οδηγούσε στα υψηλά επιτόκια. Άλλη αιτία για τα υψηλά επιτόκια ήταν ότι ο χρηματοδότης αναλάμβανε τον κίνδυνο του ναυαγίου και ο δανειζόμενος δεν είχε καμιά υποχρέωση. Με αυτόν τον τρόπο δανεισμού αναπτύχθηκαν διάφορα χρηματοοικονομικά μοντέλα και υπηρεσίες, όπως η επαναγορά μεριδίων από τον πλοίαρχο έναντι δανεισμού, εκεί όμως που άλλαξαν όλα ήταν η εισαγωγή του ατμού στην ναυτιλία. Το ατμόπλοιο προκάλεσε μια επανάσταση στην παγκόσμια ναυτιλιακή βιομηχανία, η οποία οδήγησε στην διεύρυνση του όγκου και των κατευθύνσεων του παγκόσμιου εμπορίου και στην ανάγκη λιμενική επέκταση. Το μέγεθος του πλοίου μεγάλωσε και οι μετοχικές εταιρείες έγιναν τα χρηματοδοτικά μέσα για άντληση μεγάλων κεφαλαίων. Σημαντικό ρόλο είχαν και οι αμερικάνικες επιχειρήσεις περιορισμένης ευθύνης (Act). Ήταν βασικός παράγοντας στην ανάπτυξη, γιατί προστάτευαν τους επενδυτές από τις ευθύνες των πιστωτών. Η Ελληνική ναυτιλία κατά την διάρκεια του Α! Παγκοσμίου Πολέμου είχε μεγάλες απώλειες και από τα 475 πλοία που είχε, σώθηκαν τα 275. Η χρηματοδότηση με ναύλωση ξεκίνησε το 1920 όταν άρχισαν να ιδρύουν στόλο με tankers, τα οποία ναύλωναν οι επιχειρήσεις πετρελαίου. Η ελληνόκτητη ναυτιλία πριν το Β! Παγκόσμιο Πόλεμο αποτελούταν από 607 εμπορικά πλοία. Στο τέλος του πολέμου είχε σχεδόν καταστραφεί χάνοντας το 72% του στόλου της. Το 1946 οι έλληνες εφοπλιστές κατάφεραν να αγοράσουν σε πολύ καλές τιμές 100 πλοία (τύπου Liberty) από αυτά που πούλησε η αμερικανική κυβέρνηση. Πριν το 1950 οι εφοπλιστές δεν χρησιμοποιούσαν ξένα κεφάλαια για την αγορά πλοίων αλλά τοποθετούσαν το ίδιο κεφάλαιο των μετόχων. Η εισαγωγή του τραπεζικού δανεισμού για την χρηματοδότηση της ναυτιλίας ήταν αποτέλεσμα πολιτικών, ιστορικών και οικονομικών γεγονότων. Ξεκίνησε στις αρχές της 10ετίας του 1950 με το ξέσπασμα του πολέμου στην Κορέα. Από το 1950 και μέχρι το τέλος του 1960, η εμπορική ναυτιλία γνώρισε μεγάλη άνθιση. Μέχρι το 1960 η Νέα Υόρκη ήταν το βασικό κέντρο του διεθνούς δανεισμού και το U.S.A. \$ (Δολάριο) το νόμισμα της ναυτιλιακής χρηματοδότησης. Από το 1963 με τις αλλαγές που έγιναν στις Η.Π.Α. στα τραπεζικά επιτόκια, το Λονδίνο έγινε το παγκόσμιο ναυτιλιακό κέντρο και η χρηματοδότηση πήρε μορφή μεσοπρόθεσμου δανεισμού. Από τον τραπεζικό δανεισμό περάσαμε στην ναυπηγική πίστωση του 1960-1970. Στην 10ετία του 1970-1980 καθιερώνεται η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing) και η ενδιάμεση χρηματοδότηση (mezzanine financing). Μέχρι το 1974 η ποντοπόρος ναυτιλία ήταν μια ιδιαίτερη ελκυστική βιομηχανία. Η πρώτη πτώση ήρθε με την κρίση του 1966-1967 αλλά τερματίστηκε με το κλείσιμο της διώρυγας του Σουέζ. Η ναυτιλία την περίοδο 1967-

1978 ήταν ο τομέας με τις σημαντικότερες αποδόσεις στην μεσοπρόθεσμη χρηματοδότηση. Στην δεκαετία του 1980-1990 έχουμε την εισαγωγή ναυτιλιακών εταιριών στο χρηματιστήριο και την έκδοση ομολογιών. Στην δεκαετία του 1990-2000 έχουμε τα χρηματοοικονομικά παράγωγα, swaps, futures, και option. Μετά το 2000, η Ισλαμική χρηματοδότηση είναι ένα οικονομικό μοντέλο για την χρηματοδότηση δεξαμενισμού πετρελαιοφόρων πλοίων. Με την εμφάνιση της παγκόσμιας κρίσης και την ύφεση να επιμένει η σοβαρότερη πρόκληση για την ελληνική ναυτιλία αποτελεί η πρόσβαση στο τραπεζικό σύστημα και η εξασφάλιση των αναγκαίων κεφαλαίων. Παγκοσμίως ο όγκος της δανειοδότησης πλοίων έχει μειωθεί δραματικά. Η υποχώρηση των διεθνών χρηματιστηρίων σε συνδυασμό με την αποδυνάμωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος υποχρεώνει τους Έλληνες εφοπλιστές να αναζητήσουν εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης για την κάλυψη των αναγκαίων κεφαλαίων.

### **1.3 Οι κύριες ιδιαιτερότητες των ναυτιλιακών επιχειρήσεων**

Η ναυτιλιακή επιχείρηση λειτουργεί μέσα σε ένα διεθνές περιβάλλον όπου ο όγκος εμπορίου συνεχώς μεταβάλλεται. Κάποιος πρέπει να πάρει κρίσιμες αποφάσεις για την αγορά και την πώληση πλοίων, την κατασκευή νέων και τον τρόπο απασχόλησης του πλοίου. Οι δυσκολίες της αγοράς κάτω από τις οποίες καλείται το ναυτιλιακό management να πάρει αποφάσεις είναι η **υψηλή μεταβλητότητα** των εισπράξεων της ναυτιλιακής επιχείρησης, η αδυναμία πρόβλεψης των κινήσεων των ναύλων και των αξιών του πλοίου, η επίδραση των ναυτιλιακών κύκλων, το επίπεδο κινδύνου, η μεγάλη απόσταση του πλοίου από τη κεντρική διοίκηση και ο όγκος νομοθεσίας. Έχει παρατηρηθεί σε μία χρονική περίοδο 50 χρόνων, συγκεκριμένα το χρονικό διάστημα 1949-1989, μικρή περίοδο καλής αγοράς, μεγάλη χρονική διάρκεια υφέσεων και χρονικά διαστήματα με μέτρια κέρδη. Οι συχνές αυτές διακυμάνσεις της αγοράς επηρεάζουν τις εισπράξεις από τα πλοία. Για την ναυτιλία σοβαρή κρίση ήταν η περίοδος **1981-1987**.



Πηγή: <http://www.marketoracle.co.uk/Article36761.html>

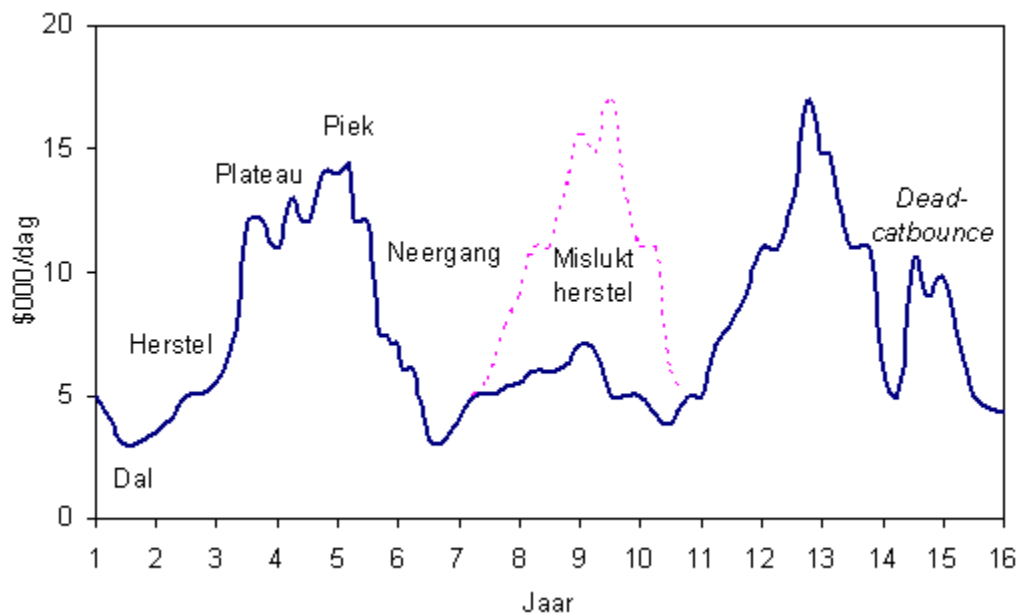
**Διάγραμμα 1.1**  
**Δείκτης Ναύλων 1984 -2012**

Στο διάγραμμα 1.1 ο δείκτης ναύλων ξηρού φορτίου το 1986 ήταν \$ 510/τόνο ενώ το 1996 ήταν \$ 2500/τόνο. Μία σοβαρή και καλά οργανωμένη ναυτιλιακή εταιρεία πρέπει να έχει φροντίσει από τον καιρό της ευημερίας για μια τέτοια κατάσταση. Ο πλοιοκτήτης manager πρέπει να πάρει αποφάσεις για την αντιμετώπιση της πτώσης των εσόδων. Τα μέτρα μπορεί να είναι προσωρινά, όπως ο παροπλισμός του πλοίου ή οριστικά, όπως η πώληση ή η διάλυση. Ακόμη πρέπει να μειώσει το λειτουργικό κόστος των πλοίων στο ελάχιστο, να περιορίσει τις δαπάνες της εταιρείας στις αναγκαίες και να ακολουθήσει την πρακτική της αλλαγής σημαίας του πλοίου. Επίσης, σημαντική είναι η διαφορά μεταβλητότητας που υπάρχει μεταξύ στην τιμή του ναύλου spot και του ναύλου της χρονοναύλωσης, ο οποίος παραμένει σταθερός για το συμφωνηθέν χρονικό διάστημα. Αυτό σημαίνει ότι ο πλοιοκτήτης

- manager πρέπει να έχει σχεδιάσει άριστα την στρατηγική του μεταξύ χρονοναυλώσεων και ναύλων spot.

**Αδυναμία πρόβλεψης** που αφορά την κίνηση των ναύλων και των αξιών του πλοίου. Ο διεθνώς χαρακτήρας της ναυτιλιακής βιομηχανίας παρουσιάζει πολυπλοκότητα και χαρακτηρίζεται από την ζήτηση χωρητικότητας των θαλάσσιων εισαγωγών και εξαγωγών. Σε μια πλήρη ανταγωνιστική αγορά, όπως η ναυτιλιακή, ο βαθμός πρόβλεψης είναι περιορισμένος. Όσο το χρονικό σημείο πρόβλεψης απομακρύνεται από το παρόν τόσο το ενδεχόμενο του λάθους αυξάνεται. Η ναυτιλιακή αγορά επηρεάζεται από εξωγενείς και ενδογενείς παράγοντες. Από τους πολλούς αυτούς παράγοντες έντεκα θεωρούνται οι σπουδαιότεροι, από τους οποίους οι πέντε επηρεάζουν την ζήτηση των θαλάσσιων μεταφορών και οι υπόλοιπες έξι την προσφορά. Όσο αφορά την ζήτηση οι πέντε βασικοί είναι : Η παγκόσμια οικονομία (world economy), οι διαδρομές του θαλάσσιου εμπορίου των φορτίων (average haul), τα πολιτικά γεγονότα (political events) και οι λοιποί εξωγενείς παράγοντες (exogenous factors) και τέλος, το κόστος μεταφοράς. Για την προσφορά των θαλάσσιων μεταφορών οι έξι βασικές μεταβλητές είναι : οι ομάδες λήψης αποφάσεων (decision makers), η χωρητικότητα του παγκόσμιου στόλου εμπορικών πλοίων (world fleet capacity), οι παραδόσεις νεότευκτων πλοίων (shipbuilding deliveries), οι διαλύσεις πλοίων (scrapping) και οι προσδοκίες που δημιουργούν οι εξελίξεις των ναύλων (freight rate expectations).

**Ναυτιλιακοί κύκλοι** αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της αγοράς των ναύλων. Με τα μεγάλα κεφάλαια που δαπανούνται και επενδύονται στην ναυτιλία μπορούμε να καταλάβουμε την σπουδαιότητα των ναυτιλιακών κύκλων στον καθορισμό κρίσιμων αποφάσεων για την αγορά, όπως πώληση ή παροπλισμό των πλοίων.



Πηγή: [http://commons.wikimedia.org/wiki/File:Phases\\_in\\_shipping\\_cycle.PNG](http://commons.wikimedia.org/wiki/File:Phases_in_shipping_cycle.PNG)

### Διάγραμμα 1.2

#### Οι φάσεις των ναυτιλιακών κύκλων

Ένας πλήρης κύκλος αποτελείται από τέσσερα στάδια. Η φάση της ύφεσης, η ανάκαμψη, η κορύφωση και η κατάρρευση, όπως απεικονίζονται και στο παραπάνω διάγραμμα. Είναι αποτέλεσμα της προσφοράς και της ζήτησης στην ναυτιλιακή αγορά και δεν υπάρχουν σταθεροί κανόνες για την χρονική στιγμή εμφάνισής τους. Στο κεφάλαιο 2 θα γίνει ανάλυση για τους ναυτιλιακούς κύκλους και την σημασία τους.

**Απόσταση πλοίου – κεντρικής διοίκησης.** Ένας παράγοντας που διαφοροποιεί μια ναυτιλιακή επιχείρηση από τις άλλες είναι η μεγάλη γεωγραφική απόσταση μεταξύ πλοίου και γραφείου. Αυτό δημιουργεί προβλήματα συντονισμού, ελέγχου, επικοινωνίας και κόστους. Η ναυτιλιακή επιχείρηση έχει διαφοροποίηση στο χώρο και μεγάλη σημασία έχει ο πλοίαρχος, ο οποίος λαμβάνει σημαντικές αποφάσεις. Η ποιότητα των στελεχών του πλοίου έχει προεκτάσεις στην ασφάλεια του πλοίου και στην προστασία του περιβάλλοντος.

**Μεγάλος όγκος νομοθεσίας,** εθνικής και διεθνούς, με την παρέμβαση πληθώρας οργανισμών, ασφαλιστών, νηογνομόνων, επιθεωρητών, σημαίας, ναυλωτών κ.α. αποτελούν επίσης έναν ανασταλτικό παράγοντα του κλάδου.

**Μεταβολή ισοτιμιών νομισμάτων.** Οι ισοτιμίες νομισμάτων και οι διακυμάνσεις τους επηρεάζουν μια ναυτιλιακή επιχείρηση προκαλώντας αβεβαιότητα και κίνδυνο. Οι

συναλλαγματικές ισοτιμίες ενδιαφέρουν τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις, γιατί οι δαπάνες για αποπληρωμή δανείων, οι ασφαλιστικές δαπάνες, ο ανεφοδιασμός, ο μισθός πληρώματος, επισκευές πραγματοποιούνται σε \$ Η.Π.Α. Ο τρόπος με τον οποίο μεταβάλλονται οι ισοτιμίες νομισμάτων στις τιμές των πλοίων πρέπει να λαμβάνονται υπόψη για επενδύσεις (αγορά η πώληση πλοίου).

**Μεταβολές στις τιμές των καυσίμων.** Οι τιμές των καυσίμων επηρεάζουν το κόστος μιας ναυτιλιακής επιχείρησης και επομένως και την κερδοφορία της. Αποτελούν το 50% του κόστους του ταξιδιού και το 20% του συνολικού κόστους. Το επίπεδο της τιμής των καυσίμων επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες, πολιτική, Ο.Π.Ε.Κ<sup>5</sup>, πολεμικές συγκρούσεις, ενδογενείς παράγοντες, κ.ά. Παρουσιάζουν μεγάλη μεταβλητότητα από άλλα κόστη, όπως είναι οι μισθοί, η συντήρηση, το κόστος λιμένων κ.ά.

#### **1.4 Χαρακτηριστικά ναυτιλιακής χρηματοδότησης**

Η χρηματοδότηση της ναυτιλιακής βιομηχανίας διαφέρει από τις άλλες μορφές χρηματοδότησης των εμπορικών εταιριών λόγω του ύψους των κεφαλαίων που απαιτούνται, την αστάθεια της ναυτιλιακής αγοράς και του ιδιοκτησιακού καθεστώτος των πλοίων. Η ναυτιλία είναι μια βιομηχανία εντάσεων κεφαλαίου και η αγορά ενός εμπορικού πλοίου είναι μια ακριβή κεφαλαιακή επένδυση. Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις για να πραγματοποιήσουν τις επενδύσεις τους οδηγούνται στην χρηματοδότηση για άντληση κεφαλαίων, γιατί ακόμη και αν μπορούσαν να καλύψουν το κόστος της επένδυσης δεν θέλουν να δεσμεύουν τόσα μεγάλα ποσά από την ρευστότητα τους. Είναι προφανές ότι με την έντονη μεταβλητότητα που έχει η ναυτιλιακή αγορά οι αξίες των πλοίων μεταβάλλονται διαρκώς και όσο αυξάνεται το ποσό της χρηματοδότησης τόσο μεγαλώνει και ο κίνδυνος που αναλαμβάνει ο τραπεζικός οργανισμός. Σε μια ναυτιλιακή επιχείρηση συνήθως οι μετοχές ενός πλοίου ανήκουν στον πλοιοκτήτη. Τα οικονομικά στοιχεία και τα στοιχεία λειτουργίας των πλοίων πολλές φορές δεν δημοσιοποιούνται ή υπάρχει ασάφεια. Η έλλειψη οικονομικών στοιχείων δεν βοηθά στην σωστή αξιολόγηση και ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν οι χρηματοδότες μεγαλώνει για την εκτίμηση αποπληρωμής του δανείου. Όπως ήδη έχουμε αναφέρει, η ναυτιλιακή βιομηχανία παρουσιάζει έντονη κυκλικότητα και για αυτό το λόγο χαρακτηρίζεται και υψηλού κινδύνου. Στην διάρκεια ενός ναυτιλιακού κύκλου και ιδιαίτερα στο στάδιο της κορύφωσης, συσσωρεύεται ρευστότητα, οι αξίες των πλοίων αυξάνονται, η τάση των τραπεζών είναι να

---

<sup>5</sup> Ο.Π.Ε.Κ: Οργανισμός Εξαγωγών Πετρελαιοπαραγωγών Κρατών



χορηγούν δάνεια, γίνονται παραγγελίες ειδικευμένων τύπων πλοίου υπάρχει ανάπτυξη της ναυπηγικής δραστηριότητας και γενικά ενθουσιασμός. Ενώ στο στάδιο της ύφεσης υπάρχει μείωση της ρευστότητας και της αξίας των πλοίων. Αυτές οι συνεχείς μεταβολές αυξάνουν τον κίνδυνο, γιατί η αξιολόγηση της χρηματοδότησης γίνεται στη δεδομένη χρονική στιγμή της ευφορίας, ενώ η αποπληρωμή του δανείου πραγματοποιείται σε κάποια χρόνια. Έτσι σε ένα μακροπρόθεσμο δάνειο οι τιμές των ναύλων και οι αξίες των πλοίων μπορεί να μεταβληθούν αρκετά προς τα κάτω και να οδηγηθούμε σε ένα δάνειο που δεν θα μπορεί να αποπληρωθεί από τα έσοδα των ναύλων. Τα κίνητρα μιας ναυτιλιακής επιχείρησης για επενδύσεις κυρίως στην ποντοπόρο ναυτιλία πραγματοποιούνται με σκοπό την ποιοτική αντικατάσταση των πλοίων την μετασκευή του υφιστάμενου πλοίου σε μεγαλύτερο μέγεθος, την επέκταση του στόλου και την είσοδο στην βιομηχανία της ναυτιλίας. Όταν τα πλοία μιας ναυτιλιακής επιχείρησης δεν έχουν τις παγκόσμιες προδιαγραφές για την λειτουργία της ή είναι υπερήλικα και η συνέχιση της εκμετάλλευσής της είναι δύσκολη και δαπανηρή πωλούνται ή οδηγούνται για διάλυση και αντικαθίστανται από άλλα νεότευκτα, είτε μεταχειρισμένα μικρότερης ηλικίας με καλύτερες προδιαγραφές. Η υλοποίηση του project μιας ναυτιλιακής επιχείρησης για να ανταποκριθεί σε μακροχρόνια συμβόλαια μεταφοράς φορτίου απαιτεί να επενδύσει κεφάλαια για την επέκταση του στόλου της αγοράζοντας νεότευκτα ή μεταχειρισμένα πλοία. Επενδύσεις στην ναυτιλιακή βιομηχανία γίνονται από πλοιοκτήτες που θέλουν να ασχοληθούν με αυτόν τον τομέα ή από τους ήδη υπάρχοντες που θέλουν να επενδύσουν σε έναν διαφορετικό τομέα της ναυτιλιακής βιομηχανίας. Ένας εφοπλιστής μπορεί να δραστηριοποιηθεί στον τομέα των tanker και να είναι διατεθειμένος να επένδυση στον τομέα των containership. Από τις επενδύσεις που κάνουν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις για την αντικατάσταση ενός πλοίου η προσφορά χωρητικότητας επηρεάζεται όταν το πλοίο που αντικαθίσταται δεν οδηγείται σε διάλυση αλλά μεταπωληθεί. Όταν το αντικείμενο της επένδυσης είναι ένα μεταχειρισμένο πλοίο το μέγεθος χωρητικότητας πάλι δεν επηρεάζεται. Αντίθετα, η προσφορά χωρητικότητας επηρεάζεται από νέες παραγγελίες πλοίων.

## **1.5 Ανακεφαλαίωση**

Σκοπός κάθε ναυτιλιακής επιχείρησης είναι η δημιουργία κερδών για την επιβίωσή της και την ανάπτυξη της επιχείρησης, όπως συμβαίνει άλλωστε και σε κάθε οικονομική επιχείρηση. Αναγκαίες προϋποθέσεις για την επίτευξη αυτού του στόχου είναι η ναυτιλιακή

χρηματοδότηση, η τεχνογνωσία, το καλό ανθρώπινο δυναμικό. Οι ανάγκες σε κεφάλαια που χρειάζονται οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις επηρεάζονται από την ρευστότητα των επιχειρήσεων, από τις αξίες των πλοίων και από την άνοδο του μέσου μεγέθους του πλοίου. Η ύφεση δημιουργεί μεγαλύτερες ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης. Η ρευστότητα μιας ναυτιλιακής επιχείρησης εξαρτάται από τον βαθμό που η επιχείρηση είναι χρεωμένη, την ανταπόκριση στις υποχρεώσεις της προς τις τράπεζες και την δυνατότητα να καταβάλλει την συμμετοχή της σ' ένα δάνειο για επενδύσεις. Η διοίκηση των ναυτιλιακών εταιρειών παρουσιάζει δυσκολίες σε σχέση με άλλες εμπορικές εταιρείες και έχει κάποια ιδιαίτερα χαρακτηριστικά. Τα κυριότερα από αυτά είναι η υψηλή μεταβλητότητα των εισπράξεων μιας εταιρείας η αδυναμία πρόβλεψης των αξιών του πλοίου και των κινήσεων των ναύλων, η ύπαρξη του ναυτιλιακού κύκλου, το επίπεδο υψηλού κινδύνου, η μεταβολή ισοτιμιών του \$ με άλλα νομίσματα, η απότομη μεταβολή στις τιμές των καυσίμων. Άλλοι παράγοντες είναι η απόσταση του πλοίου από κεντρική διοίκηση και ο όγκος νομοθεσίας. Θετικά στοιχεία του ναυτιλιακού management είναι ότι οι περισσότεροι κίνδυνοι είναι ασφαλίσιμοι. Οι τράπεζες έστω και με δυσκολία χρηματοδοτούν μέχρι και το 80% του κόστους της επένδυσης. Η φορολογία είναι χαμηλή και τα εισοδήματα σε συνάλλαγμα. Τα πλοία μπορούν να αλλάζουν σημαία, μπορούν να σταματούν την παραγωγή τους και ένα πλοίο είναι εύκολο να πουληθεί. Σημαντικό χαρακτηριστικό είναι επίσης ότι ο ανταγωνισμός μεταξύ των ναυτιλιακών επιχειρήσεων είναι στην βάση του κόστους και όχι στην βάση της τιμής του ναύλου. Η ναυτιλιακή επιχείρηση μετά το 1974 είναι μια υψηλού κινδύνου επιχείρηση, το οποίο δημιουργεί προβλήματα στην χρηματοδότηση της. Η ανάγκη για μεγάλα δανειακά κεφάλαια για την ρευστότητα της και την κάλυψη του κεφαλαίου κίνησης την οδηγεί στην εξάρτηση της τραπεζικής χρηματοδότησης. Επίσης, η ναυτιλιακή επιχείρηση για την υλοποίηση του επενδυτικού της προγράμματος χρειάζεται την τραπεζική χρηματοδότηση για την επέκταση του στόλου της, την αγορά πλοίων, την μετατροπή ή την επισκευή τους.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΟΙ ΚΥΚΛΟΙ

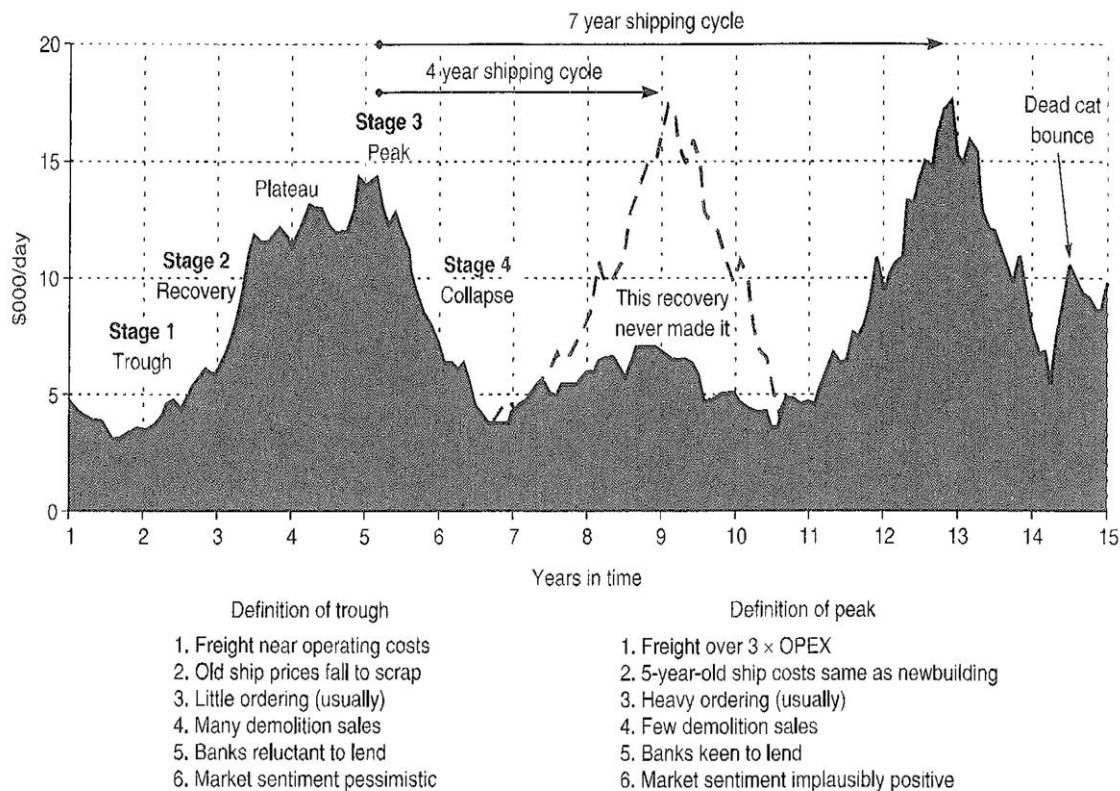
#### 2.1 Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό θα εξετάσουμε το φαινόμενο των ναυτιλιακών κύκλων, τα χαρακτηριστικά τους και πως επιδρούν στην ναυτιλιακή χρηματοδότηση. Ο οικονομικός κύκλος αποτελεί το υπόβαθρο για τους ναυτιλιακούς κύκλους. Ως εμπορικό κύκλο θεωρούμε την εναλλαγή της οικονομικής δράσης μιας οικονομίας που εκφράζεται συνήθως με το ύψος του εθνικού εισοδήματος κατά τρόπο συνεχή. Η περίοδος του κύκλου ισούται με το χρόνο από ένα σημείο έναρξης πάνω στη γραμμή της τάσης και επανόδου σε αυτή αφού συμπληρωθεί ένα ημικύκλιο ανόδου και ένα ημικύκλιο καθόδου.

Ο ναυτιλιακός κύκλος είναι ένας μηχανισμός που εκφράζει και εξομαλύνει τις ανισορροπίες ανάμεσα στην προσφορά και την ζήτηση των πλοίων. Οι ναυτιλιακοί κύκλοι αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της ναυτιλιακής βιομηχανίας και ειδικότερα της αγοράς των ναύλων. Παίζουν καθαρυστικό ρόλο στην λήψη κρίσιμων επιχειρηματικών αποφάσεων.

Τόσο η διάρκεια τους όσο και η μορφή τους είναι ακανόνιστες, απρόβλεπτες, γιατί καθορίζονται από την εκάστοτε ψυχολογία και τις επιχειρηματικές αποφάσεις της αγοράς. Το χρονικό διάστημα από το 1869 μέχρι το 1994 διακρίνουμε 12 κύκλους. Από το 1872 μέχρι το 1989 η μέση διάρκεια των ναυτιλιακών κύκλων διαρκεί 8,2 χρόνια από κορύφωση σε κορύφωση του κύκλου. Οι αποκλίσεις είναι σημαντικές και δεν αποτελούν σημαντική ένδειξη πρόβλεψης της αγοράς. Από έρευνα που έχει γίνει για την μεταβολή των ναύλων κάθε χρόνο από το 1950 και μετά έχει αποδειχθεί ότι οι ναύλοι έχουν γίνει περισσότερο ασταθείς και ευμετάβλητοι. Άρα ελάχιστα προβλέψιμοι. Οι ναυτιλιακοί κύκλοι επηρεάζουν την λειτουργία της ναυτιλιακής αγοράς με αποτέλεσμα οι τιμές των ναύλων και οι αξίες των πλοίων να είναι ιδιαίτερα ευμετάβλητες. Οι χρονικές αποφάσεις στην ναυτιλία είναι σημαντικές από πλευρά ύψους δαπανών επένδυσης, το κυριότερο όμως είναι ότι με την επιλογή της ορθής χρονικής στιγμής για μια παραγγελία ή αγορά, είναι δυνατόν να υποδιπλασιάσεις το κόστος της επένδυσης ή να τριπλασιάσεις το μέγεθος της επένδυσης. Άρα η πρόβλεψη της σωστής χρονικής στιγμής για την λήψη μιας απόφασης στην ναυτιλία είναι πολύ σημαντική, λόγω του ναυτιλιακού κύκλου και των μεγάλων διακυμάνσεων. Έτσι οι εφοπλιστές θα πρέπει να

ενεργούν συγκρατημένα και να επιλέγουν την κατάλληλη στιγμή για την λήψη μιας επενδυτικής απόφασης.

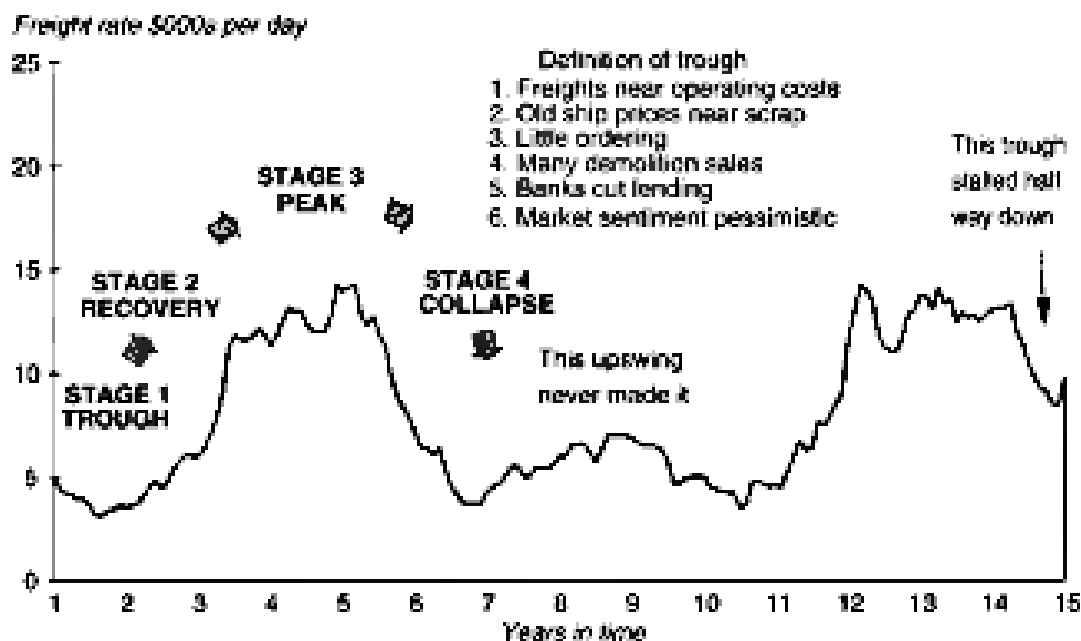


Πηγή: Martin Stopford, Shipping Market Cycles

## Διάγραμμα 2. 1 Ναυτιλιακοί Κύκλοι

Συνοπτικά στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστούν τα στάδια του ναυτιλιακού κύκλου, οι ναυτιλιακοί κύκλοι μικρής διάρκειας (3 - 4 ετών), τα βασικά συμπεράσματα, οι ναυτιλιακοί κύκλοι μεσαίας διάρκειας (20 - 24 ετών) και η επίδραση των ναυτιλιακών κύκλων στην ναυτιλιακή χρηματοδότηση.

## 2.2 Τα στάδια των ναυτιλιακών κύκλων



Πηγή: <http://dc121.4shared.com/doc/U7IbTww2/preview.html>

### Διάγραμμα 2.2

#### Στάδια ναυτιλιακών κύκλων

Στους ναυτιλιακούς κύκλους διακρίνουμε τέσσερα στάδια, τα οποία απεικονίζονται και στο διάγραμμα 2.1:

**Ύφεση (though):** υπάρχουν τρία χαρακτηριστικά σ' αυτό το στάδιο του κύκλου. Πρώτον, υπάρχουν σημάδια πλεονάζουσας χωρητικότητας. Τα πλοία πηγαίνουν με οικονομική ταχύτητα στα σημεία φόρτωσης. Δεύτερον, οι ναύλοι πέφτουν στο επίπεδο του λειτουργικού κόστους των λιγότερων αποδοτικών πλοίων και τρίτον, η μεγάλη περίοδος χαμηλών ναύλων και η σφιχτή πολιτική των τραπεζών δημιουργούν προβλήματα ρευστότητας στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις που είναι υποχρεωμένες να πουλήσουν τα πλοία τους σε χαμηλές τιμές. Η τιμή της αξίας των παλαιότερων πλοίων πέφτει, οδηγώντας τα πλοία αυτά σε διάλυση.

**Ανάκαμψη (Recovery):** καθώς η προσφορά και η ζήτηση κινούνται προς την ισορροπία, οι πρώτες θετικές ενδείξεις ανάκαμψης εμφανίζονται. Η αύξηση ναύλων σε επίπεδο πάνω του λειτουργικού κόστους των πλοίων. Τα διαστήματα αισιοδοξίας εναλλάσσονται με αντίστοιχα

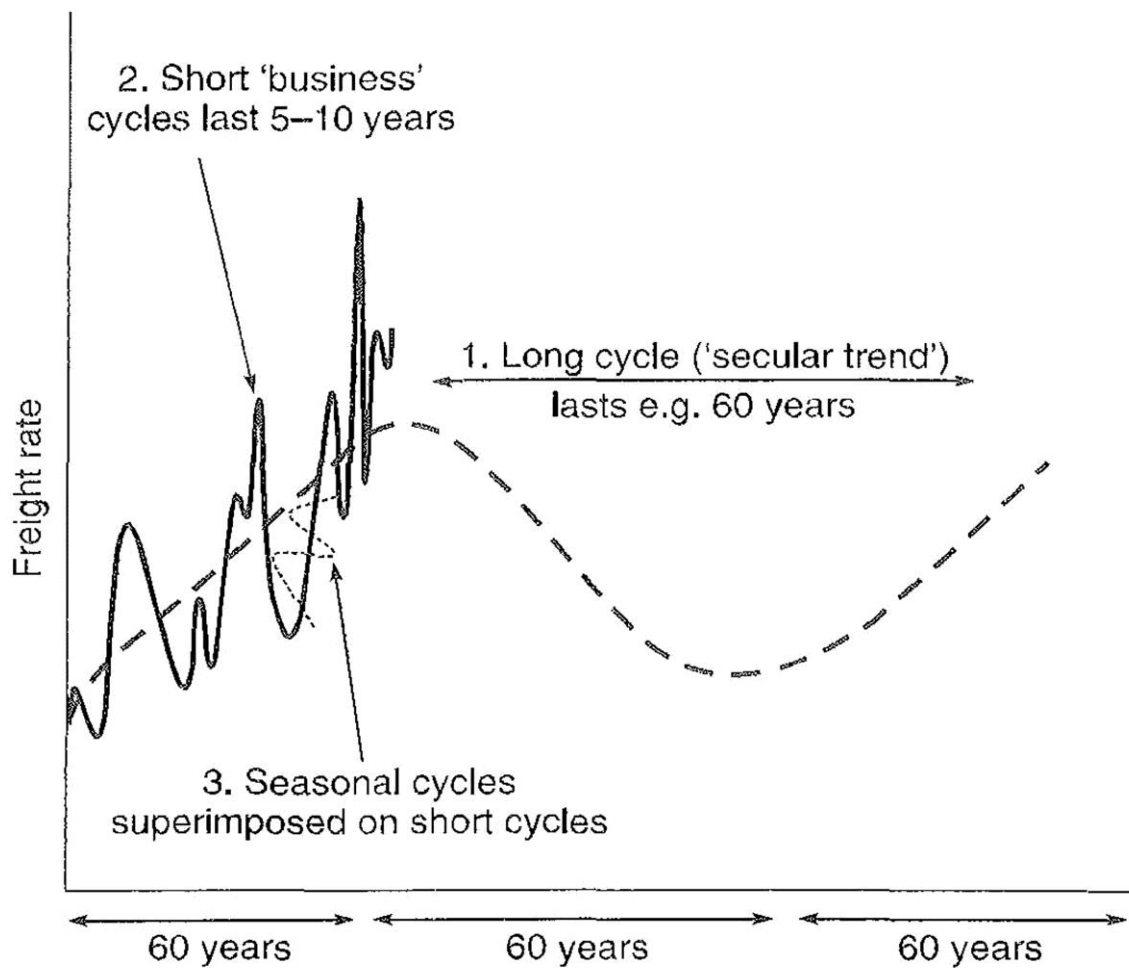
αμφιβολίας καθώς η ρευστότητα βελτιώνεται, οι τιμές των μεταχειρισμένων πλοίων αυξάνονται και η ψυχολογία της αγοράς σταθεροποιείται.

**Κορύφωση (Peak):** όταν το σύνολο της προσφοράς πλοίων έχει απορροφηθεί στην αγορά τότε εισέρχεται σε μια φάση ισορροπίας. Οι ναύλοι είναι υψηλοί. Η κορύφωση του κύκλου μπορεί να διαρκέσει λίγες εβδομάδες μέχρι και μερικά χρόνια. Σε αυτό το στάδιο τα παροπλισμένα πλοία είναι ελάχιστα, οι πλοιοκτήτες έχουν αποκτήσει ρευστότητα και οι τράπεζες πρόθυμες να συνάψουν δάνεια. Οι τιμές των μεταχειρισμένων πλοίων αυξάνονται ραγδαία και ο ρυθμός των νέων παραγγελιών αυξάνεται.

**Κατάρρευση (Collapse):** όταν η προσφορά δεν περνά την ζήτηση τότε η αγορά μπαίνει σε φάση κατάρρευσης. Σε αυτό το στάδιο τα πλοία αρχίζουν να μένουν ανενεργά στα λιμάνια. Οι ναύλοι πέφτουν, η ταχύτητα πλεύσης μειώνεται, η ρευστότητα των εφοπλιστών παραμένει αρχικά υψηλή αλλά η ψυχολογία της αγοράς κυριεύεται πάλι από αβεβαιότητα και σύγχυση.

### **2.3 Οι ναυτιλιακοί κύκλοι μικρής διάρκειας (3 – 4 ετών)**

Οι ναυτιλιακοί κύκλοι μικρής διάρκειας διαρκούν 3 - 4 χρόνια. Οι κύκλοι αυτοί οφείλονται στον εμπορικό κύκλο της οικονομίας και στην ψυχολογία των εφοπλιστών. Ένας τέτοιος κύκλος υπήρχε στην αγορά πλοίων χύμα ξηρών φορτίων κατά την χρονική περίοδο **1986 - 1989**. Το χαρακτηριστικό ενός ναυτιλιακού κύκλου μικρής διάρκειας είναι ότι όλα τα γεγονότα ξεκινούν και τελειώνουν σ' ένα σημαντικό χαμηλό επίπεδο ναύλων.



Πηγή: Martin Stopford, Shipping Market Cycles

### Διάγραμμα 2.3

#### Εποχιακοί, Μικρής και Μεγάλης Διάρκειας ναυτιλιακοί κύκλοι

Ναύλος είναι η τιμή που προσδιορίζεται από την προσφορά και την ζήτηση χωρητικότητας. Ο ναυτιλιακός κύκλος ακολουθεί μετά από μερικούς μήνες τον εμπορικό κύκλο, γιατί χρειάζεται ο αναγκαίος χρόνος, ώστε ο εμπορικός κύκλος να επηρεάσει τις εισαγωγές και τις εξαγωγές από την θάλασσα, αλλά και να μειωθούν τα αποθέματα πρώτων υλών που είναι για πώληση. Η χρονική διάρκεια σε κάθε φάση του μικρού κύκλου είναι από 2 μέχρι 9 μήνες χωρίς αυτό να αποτελεί σταθερό στοιχείο. Έχει διαπιστωθεί ότι δεν μπορούμε να έχουμε ακριβή πρόβλεψη για το πότε θα εμφανισθεί και ότι η προβλεπόμενη χρονική συνέπεια των φάσεων δεν είναι δεδομένη.

Η χρονική διάρκεια του ναυτιλιακού κύκλου μπορεί να επηρεαστεί από ένα τυχαίο γεγονός, όπως το κλείσιμο της διώρυγας του Σουέζ. Παράγοντες που προσδιορίζουν τον

μικρό ναυτιλιακό κύκλο είναι η προσφορά και η ζήτηση, τα επιτόκια και η κατάσταση της οικονομίας. Στην περίοδο των ναυτιλιακών κύκλων μικρής διάρκειας λαμβάνονται όλες οι αποφάσεις για επενδύσεις, για την αγορά νέων πλοίων ή την διάλυση των παλαιών. Από την μελέτη των ναυτιλιακών κύκλων μικρής διάρκειας προκύπτουν τέσσερα βασικά συμπεράσματα. Πρώτο βασικό συμπέρασμα: Ο ναυτιλιακός κύκλος είναι το αποτέλεσμα της αλληλεπίδρασης της προσφοράς και της ζήτησης στην ναυτιλιακή αγορά. Δεύτερο συμπέρασμα: Ένας πλήρης κύκλος αποτελείται από τέσσερα στάδια. Το στάδιο της ύφεσης, ακολουθεί το στάδιο της ανάκαμψης, η οποία οδηγεί στο στάδιο της κορύφωσης και καταλήγει στο στάδιο της κατάρρευσης της αγοράς. Συμπέρασμα τρίτο: Δεν υπάρχουν σταθεροί κανόνες για την χρονική στιγμή της εμφάνισης κάθε σταδίου. Η κανονικότητα δεν αποτελεί αναγκαίο χαρακτηριστικό για την διαδικασία των ναυτιλιακών κύκλων. Τέταρτο συμπέρασμα: Δεν υπάρχει τρόπος πρόβλεψης της μορφής του επόμενου ναυτιλιακού κύκλου. Η φάση της ανάκαμψης μπορεί να σταματήσει πριν ολοκληρωθεί σε φάση κορύφωσης και να μετατραπεί ξανά σε φάση ύφεσης. Το στάδιο της κατάρρευσης μπορεί να αντιστραφεί πριν καταλήξει σε φάση ύφεσης. Οι περίοδοι ύφεσης μπορεί να διαρκέσουν έξι μήνες ή έξι χρόνια. Η κορύφωση μπορεί να κρατήσει ένα μήνα ή ένα χρόνο. Τίποτα δεν είναι δεδομένο.

#### **2.4 Οι μέσης διάρκειας ναυτιλιακοί κύκλοι ( 20 – 24 ετών) ή μακρύς κύκλος**

Ο μακρύς κύκλος αποτελείται από δύο χωριστές περιόδους, μία περίοδο διάρκειας 8-12 ετών και ονομάζεται *φάση οικοδόμησης* και μία περίοδο χρονικής διάρκειας 8-12 ετών που ονομάζεται *φάση διόρθωσης*. Οι αποφάσεις, οι οποίες λαμβάνονται στην χρονική περίοδο του μακρού κύκλου αφορούν τους πλοιοκτήτες, τις τράπεζες, τα ναυπηγεία και αφορούν την παραμονή και την έξοδο από την ναυτιλιακή αγορά.

Στην **φάση οικοδόμησης**, ο μακρύς κύκλος αποτελείται από τρεις μικρότερους κύκλους. Κατά την διάρκεια των εναλλασσόμενων μικρότερων κύκλων με το κλίμα αισιοδοξίας που υπάρχει προσελκύνονται νέοι επενδυτές για την επέκταση και τον εκσυγχρονισμό του στόλου. Οι τρεις μικρότεροι κύκλοι λειτουργούν ως σκέλη για την τελευταία άνοδο στην οποία έχουν αναπτυχθεί μοναδικά οι στόλοι, έχουν συναφθεί ναυτιλιακά δάνεια και έχουν κατασκευαστεί πλοία. Στην φάση της οικοδόμησης, η κερδοφορία είναι υψηλή και οδηγεί σε υψηλές παραγγελίες. Η συνέχιση των παραγγελιών μετά το ανώτατο επίπεδο και οι παραλαβές, λόγω της χρονικής υστέρησης των κατασκευών δημιουργούν υπερπροσφορά χωρητικότητας, ενώ ο εμπορικός κύκλος των 20 ετών εισέρχεται σε φάση διόρθωσης.



Η **φάση διόρθωσης** αποτελείται από τρεις μικρότερους κύκλους διάρκειας 2 και 7-4 χρόνια ο καθένας, οι οποίοι είναι δύσκολο να εντοπισθούν. Χαρακτηριστικό της φάσης διόρθωσης είναι ότι το επίπεδο των ναύλων είναι κατώτερο του επιπέδου των ναύλων της φάσης οικοδόμησης. Στην φάση διόρθωσης υπάρχει απουσία παραγγελιών και άνοδος της μέσης ηλικίας του στόλου ενώ γίνονται και οι διαλύσεις των πλοίων.

Συνοψίζοντας τα κύρια γεγονότα στη φάση οικοδόμησης είναι τα υψηλά επίπεδα ναυλαγοράς, οι παραγγελίες ειδικευμένων τύπων πλοίων, ο γενικός ενθουσιασμός για επενδύσεις σε πλοία, η οικονομική ευρωστία και η επενδυτική δράση των εφοπλιστών, η τάση των τραπεζών να χορηγούν ναυτιλιακά δάνεια και η ανάπτυξη ναυπηγικής δραστηριότητας. Αντίθετα, στην φάση διόρθωσης υπάρχει χαμηλή ναυλαγορά και χαμηλές τιμές πλοίων, υψηλοί ρυθμοί διαλύσεων πλοίων, αναστολή εφοπλιστικών επενδύσεων, απροθυμία των τραπεζών για χορήγηση δανείων και λίγες παραγγελίες για τα ναυπηγεία. Η φάση διόρθωσης λειτουργεί σαν εξισοροποιητικός μηχανισμός της προσφοράς και της ζήτησης της χωρητικότητας.

## **2.5 Η επίδραση των ναυτιλιακών κύκλων στην ναυτιλιακή χρηματοδότηση**

Οι εμπορικές τράπεζες για να χορηγήσουν ένα δάνειο πρέπει ο εφοπλιστής να αποδείξει ότι έχει την δυνατότητα να το αποπληρώσει. Αυτό αποδεικνύεται από τις ταμειακές εισπράξεις της ναυτιλιακής επιχείρησης, τα περιουσιακά της στοιχεία, την υποθήκη του πλοίου και την αξιοπιστία του εφοπλιστή. Ένα δάνειο θεωρείται εξασφαλισμένο όταν ο ναυτιλιακός κύκλος βρίσκεται στο στάδιο της ανόδου, όπου οι τιμές των ναύλων και οι αξίες των πλοίων είναι σε υψηλά επίπεδα. Στην περίοδο αυτή η τράπεζα γνωρίζει ότι ο εφοπλιστής θα είναι εντάξει στις υποχρεώσεις του και η συνήθης πρακτική είναι ότι χορηγεί ναυτιλιακό δάνειο με ευνοϊκούς όρους και το ποσοστό συμμετοχής της φτάνει το 80% του κεφαλαίου της επένδυσης. Όταν όμως ο ναυτιλιακός κύκλος βρίσκεται στο στάδιο της καθόδου, άρα η ναυτιλιακή αγορά είναι σε ύφεση, τα έσοδα είναι περιορισμένα και η υποθήκη του πλοίου δεν θεωρείται αρκετή για την εξασφάλιση του δανείου. Οι τράπεζες τότε δεν δείχνουν πολύ ενδιαφέρον για χρηματοδότηση και το ποσοστό που χορηγούν είναι περίπου το 40% της αξίας του πλοίου. Όταν η ναυτιλιακή αγορά βρίσκεται σε ύφεση, δηλαδή ο ναυτιλιακός κύκλος βρίσκεται στο στάδιο της καθόδου, το ενδιαφέρον των τραπεζών στρέφεται στο cash-flow του υπό κατασκευή πλοίου και προτιμούν τις επενδύσεις με χρονονάυλωση. Το ισχυρό cash-flow είναι αποτέλεσμα του λειτουργικού κόστους των πλοίων και του επιπέδου των ναύλων. Οι

ναυτιλιακοί κύκλοι έχουν σημαντικό ρόλο στην λήψη αποφάσεων για το μέγεθος της χρηματοδότησης. Έχει διαπιστωθεί όμως ότι και οι ναυτιλιακές επενδύσεις επηρεάζουν την διάρκεια και την ένταση των ναυτιλιακών κύκλων. Αυτή η αμφίδρομη σχέση δημιουργείται από την προσφορά χωρητικότητας που είναι καθοριστικός παράγοντας του ναυτιλιακού κύκλου.

Έχουμε ήδη αναφέρει ότι δεν υπάρχει ακριβής πρόβλεψη για την εμφάνιση του φαινομένου των ναυτιλιακών κύκλων ούτε είναι δυνατόν να προσδιοριστεί η ένταση τους και η διάρκεια τους. Γι' αυτό έχει μεγάλη σημασία η εμπειρία της τράπεζας που χορηγεί το δάνειο, η ικανότητα του εφοπλιστή για πρόβλεψη και την σπουδαιότερη σημασία την έχει το σωστό timing.

## **2.6 Ανακεφαλαίωση**

Ο οικονομικός κύκλος είναι το υπόβαθρο του ναυτιλιακού κύκλου. Ο ναυτιλιακός κύκλος είναι ένας μηχανισμός που εκφράζει και εξομαλύνει τις ανισοροπίες ανάμεσα στην προσφορά και την ζήτηση των πλοίων. Με τα τεράστια ποσά που εμπλέκονται στο χώρο της ναυτιλίας καταλαβαίνουμε την σπουδαιότητα των ναυτιλιακών κύκλων.

Η μορφή και η διάρκεια τους είναι ακανόνιστες, απρόβλεπτες, γιατί καθορίζονται από την εκάστοτε ψυχολογία και τις επιχειρηματικές αποφάσεις της αγοράς. Η μέση διάρκεια τους είναι 8,2 χρόνια. Οι ναυτιλιακοί κύκλοι επηρεάζουν την λειτουργία της ναυτιλιακής αγοράς και παίζουν σημαντικό ρόλο στην λήψη αποφάσεων. Οι χρονικές αποφάσεις στην ναυτιλία είναι πολύ σημαντικές από πλευρά ύψους δαπάνης/επένδυσης λόγω των μεγάλων διακυμάνσεων.

Τα στάδια που διακρίνουμε σ' ένα ναυτιλιακό κύκλο είναι τέσσερα: η ύφεση, η ανάκαμψη (η προσφορά και η ζήτηση κινούνται προς ισορροπία), η κορύφωση (το σύνολο των προσφερόμενων πλοίων έχει απορροφηθεί στην αγορά) και η κατάρρευση (όταν η προσφορά δεν ξεπερνά την ζήτηση). Υπάρχουν οι ναυτιλιακοί κύκλοι μικρής διάρκειας (3-4 ετών) με κύριο χαρακτηριστικό ότι όλα τα γεγονότα ξεκινούν και τελειώνουν σε ένα σημαντικό χαμηλό επίπεδο ναύλων. Στην περίοδο αυτή λαμβάνονται όλες οι αποφάσεις για το management της ναυτιλιακής εταιρείας. Υπάρχουν οι μεσαίοι διάρκειας (20-24ετών) κύκλοι που αποτελούνται από δύο χωριστές περιόδους. Την περίοδο οικοδόμησης και την περίοδο διόρθωσης. Οι αποφάσεις που λαμβάνονται στην διάρκεια αυτού του κύκλου αφορούν τους

πλοιοκτήτες, τις τράπεζες, τα ναυπηγεία και την παραμονή ή έξοδο στην αγορά. Επίσης, έχουν σημαντική επίδραση στην ναυτιλιακή χρηματοδότηση μιας ναυτιλιακής επιχείρησης.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

#### 3.1 Εισαγωγή

Η τραπεζική χρηματοδότηση αποτελεί την πιο παραδοσιακή μορφή δανεισμού του ναυτιλιακού κλάδου. Το τραπεζικό σύστημα αναγνωρίζεται ως ο βασικός άξονας του χρηματοοικονομικού συστήματος. Οι χρηματοδοτήσεις διακρίνονται ανάλογα με τον σκοπό της χρηματοδότησης, την διάρκεια και το είδος των εγγυήσεων εξασφάλισης. Με βάση το σκοπό έχουμε την χρηματοδότηση για *κεφάλαιο κίνησης*, η οποία βοηθά τις επιχειρήσεις να αντιμετωπίσουν προβλήματα ρευστότητας και την χρηματοδότηση για επενδύσεις. Με βάση την χρονική διάρκεια έχουμε τις *βραχυπρόθεσμες και τις μακροπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις*. Με βάση το είδος των εξασφαλίσεων έχουμε αυτές που είναι με μορφή *εγγυήσεων* και τις *εξασφαλίσεις με υποθήκη*.

Η σημασία των τραπεζών για την ναυτιλιακή βιομηχανία είναι πολύ μεγάλη, γιατί προσφέρουν σημαντικά ποσά στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις για την κάλυψη των αναγκών τους και επενδυτικά κεφάλαια για την αγορά των πλοίων. Οι τράπεζες που ασχολούνται με την ναυτιλιακή χρηματοδότηση είναι οι εμπορικές τράπεζες, οι τράπεζες επενδύσεων, οι τράπεζες ανάπτυξης (export import banks). Τα τραπεζικά δάνεια στην ναυτιλία μπορούν να διακριθούν σε εκείνα που συνάπτονται με βάση το μελλοντικό ταμειακό πρόγραμμα της ναυτιλιακής επιχείρησης, σε εκείνα με βάση τη χρηματοδοτική μίσθωση και σε εκείνα με το συνδυασμό της ενδιάμεσης χρηματοδότησης.

Οι λόγοι για τους οποίους οι τράπεζες ασχολούνται με την ναυτιλιακή χρηματοδότηση έχουν κίνητρο την κερδοφορία, την διασπορά κινδύνου, την επέκταση των δραστηριοτήτων τους και το εθνικό συμφέρον. Η πιστωτική πολιτική μιας τράπεζας για το ύψος των κεφαλαίων που θα διαθέσει εξαρτάται από το μέγεθος του χαρτοφυλακίου μιας ναυτιλιακής επιχείρησης, από τον στόλο της, δηλαδή τους τύπους των πλοίων, την ηλικία τους, αν είναι καινούργια ή μεταχειρισμένα, το πελατολόγιο, το γενικότερο οικονομικό κλίμα, την κατάσταση του θαλάσσιου εμπορίου, την ρευστότητα και την εμπειρία της σε θέματα ναυτιλίας. Για να είναι αποτελεσματική η πιστωτική πολιτική της τράπεζας πρέπει να αναλύονται οι αδυναμίες και τα πλεονεκτήματα της πρότασης για χρηματοδότηση με εξέταση στοιχείων της εταιρείας αλλά και των μελλοντικών προοπτικών της προκειμένου το

χαρτοφυλάκιο που θα έχει η τράπεζα να έχει διασπορά σε ναυτιλιακές αγορές, σε μέγεθος δανεισμού ανά εφοπλιστικό όμιλο και κάνοντας ετήσια ανασκόπηση των προοπτικών των ναυλαγορών. Το τραπεζικό σύστημα είναι ο φυσικός διάυλος στήριξης της ναυτιλιακής δραστηριότητας. Εκτός από τα σημαντικά κεφάλαια που διαθέτουν για επενδύσεις παίζουν σημαντικό ρόλο διότι μεσολαβούν για την είσπραξη των ναύλων, πληρώνουν τα έξοδα κίνησης του πλοίου και προσφέρουν πληροφορίες και οικονομικές συμβουλές. Κατά συνέπεια οι σχέσεις τραπεζών και ναυτιλιακών εταιριών πρέπει να είναι σε άριστα επίπεδα, γιατί πολλές φορές είναι το προαπαιτούμενο για ένα ναυτιλιακό δάνειο.

Ο τραπεζικός δανεισμός σήμερα, η οικονομική κρίση και η ύφεση του θαλάσσιου εμπορίου σε συνδυασμό με την αναγκαία αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους ανάγκασε τις τράπεζες να μειώσουν το ποσοστό συμμετοχή τους στην χρηματοδότηση της ελληνικής ναυτιλίας και μερικές τράπεζες να αποχωρήσουν από τον κλάδο της ναυτιλιακής βιομηχανίας. Σύμφωνα με έρευνα της Petrofin παρά την μείωση, οι τράπεζες παραμένουν η πιο θετική δύναμη στην ελληνική ναυτιλιακή χρηματοδότηση. Όταν μια τράπεζα δεχθεί κάποιο αίτημα για δάνειο από μια ναυτιλιακή εταιρεία πριν απαντήσει κάνει έρευνα για την αξιοπιστία και την ικανότητα του πλοιοκτήτη. Οι τράπεζες συνήθως εξετάζουν την ταμειακή ροή της εταιρείας, την συμπεριφορά του εφοπλιστή σε προηγούμενα δάνεια και το κέρδος που θα έχει η τράπεζα από την χορήγηση του δανείου. Μεγάλη σημασία έχουν τα θέματα που αφορούν την εθνικότητα του πλοίου, την σημαία και την μηχανολογική κατάσταση του πλοίου. Εξετάζουν εάν υπάρχουν ευνοϊκές συνθήκες στην αγορά με την συνεχή παρακολούθηση των τιμών των πλοίων, τα επίπεδα των επιτοκίων, τα οποία προκαλούν οι ναυτιλιακοί κύκλοι, γιατί παίζουν σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις για το ποσό της χρηματοδότησης, τις εξασφαλίσεις που πρέπει να ληφθούν, καθώς και τον τρόπο αποπληρωμής. Όταν ολοκληρώσουν την έρευνα βάζουν τους όρους του δανείου που περιλαμβάνει το ποσό του δανείου, το νόμισμα που θα χορηγηθεί το δάνειο, τον τρόπο και το χρόνο αποπληρωμής του δανείου, το επιτόκιο δανεισμού, τις δόσεις του δανείου και τις εξασφαλίσεις. Πριν αποφασίσουν για την τελική έγκριση κάνουν αξιολόγηση και ανάλυση του δανείου. Ελέγχουν την οικονομική κατάσταση της εταιρείας, η οποία συνήθως στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις είναι δύσκολη και υπάρχει ασάφεια κάτω από το φορολογικό καθεστώς που λειτουργούν, κάνουν πρόβλεψη για τις ταμειακές εισπράξεις της επιχείρησης και για την εξασφάλιση του δανείου ζητούν πρόσθετες εξασφαλίσεις. Συνήθως, την υποθήκη του πλοίου και τα περιουσιακά στοιχεία του πλοιοκτήτη. Εκτιμούν τον κίνδυνο που μπορεί

να αντιμετωπίσουν που συνήθως είναι ο πιστωτικός κίνδυνος, ο κίνδυνος επιτοκίου και ο συναλλαγματικός κίνδυνος.

Μια μορφή χρηματοδότησης που προτιμάται και από τις τράπεζες και από τους πλοιοκτήτες είναι η *cash - flow χρηματοδότηση*. Στηρίζεται στα έσοδα που θα έχει το πλοίο από το χρονικό διάστημα που θα είναι ναυλωμένο με συμβόλαιο για κάποιο χρονικό διάστημα. Η επιτυχία του στηρίζεται στην πρόβλεψη των ναύλων και των εξόδων λειτουργίας του πλοίου. Άλλη μορφή χρηματοδότησης που έχει σημασία για την ναυτιλία είναι τα *κοινοπρακτικά δάνεια*, όπου ένας όμιλος τραπεζών δανείζει μια ναυτιλιακή επιχείρηση. Αυτό κυρίως γίνεται γιατί τα μεγέθη στην ναυτιλία είναι μεγάλα και δεν μπορεί μια τράπεζα να τα καλύψει μόνη της, είτε γιατί δεν θέλει να περιορίσει την ρευστότητα της, αλλά κυρίως για την διασπορά του πιστωτικού κινδύνου. Ακόμη μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης είναι η *shipping mortgage indemnity*, η οποία λειτουργεί συμπληρωματικά του δανείου.

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί θα παρουσιάσουμε την κατάσταση στην τραπεζική αγορά για την χρηματοδότηση της ελληνικής ναυτιλίας, θα μιλήσουμε για τα βασικά κριτήρια και τις προϋποθέσεις για την χορήγηση ενός ναυτιλιακού δανείου, θα εξετάσουμε την ανάλυση και την αξιολόγηση του δανείου και θα παρουσιάσουμε τις μορφές χρηματοδότησης cash-flow, κοινοπρακτικά δάνεια και την SMI χρηματοδότηση.

### **3.2 Η σημερινή κατάσταση στην ναυτιλιακή τραπεζική αγορά**

Η μεγάλη ένταση της οικονομικής κρίσης είχε δραματικές επιπτώσεις στο τραπεζικό σύστημα και τις επιχειρήσεις. Η προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής, η υψηλή αβεβαιότητα και οι έντονες υφεσιακές πιέσεις που την συνόδευσαν, δημιούργησαν ισχυρούς κλυδωνισμούς. Οι ανακατατάξεις στο διεθνές και ειδικά στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό περιβάλλον με κυρίαρχες τάσεις τον υψηλό βαθμό περιορισμού της ρευστότητας, τη συγκρατημένη χορήγηση νέων πιστώσεων, την επιλεκτική απομόχλευση<sup>6</sup>, την ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας και την προετοιμασία για προσαρμογή σε αυστηρότερους κανόνες αναφορικά με τη ρευστότητα, δημιουργούν ένα σκληρό πολύπλοκο και απαιτητικό σε αντιδιαστολή με το ευνοϊκό περιβάλλον της προηγούμενης δεκαετίας.

Η ελληνική οικονομία και το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ανέλαβαν σημαντικό μέρος του κόστους. Η αναγκαία αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους επέφερε μεγάλο πλήγμα στην κεφαλαιακή βάση των ελληνικών τραπεζών. Η βαθιά ύφεση και η αβεβαιότητα επέφεραν

---

<sup>6</sup> Απομόχλευση σημαίνει μία γενικευμένη τάση απομείωσης χρεών

επιπρόσθετα κεφαλαιακά πλήγματα και στέρησαν από το πιστωτικό σύστημα την πολύτιμη ρευστότητα. Οι εξελίξεις αυτές δεν μπορούν να μην επηρεάσουν τον ναυτιλιακό τομέα. Σε περίοδο επανεκτίμησης των στρατηγικών της τραπεζικής δανειοδότησης στη ναυτιλία σε διεθνές επίπεδο με τις προσαρμογές στον σταθμισμένο κίνδυνο των δανείων προς τον κλάδο να είναι ιδιαίτερα επιβαρυντικές για τα τραπεζικά χαρτοφυλάκια και με τις συνθήκες να γίνονται πιο δεσμευτικές στο μέλλον στο πλαίσιο της Βασιλείας III. Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση επηρεάστηκε αρνητικά από παράγοντες, όπως η πτώση των ναύλων, η μείωση των αξιών - τιμών των πλοίων, οι χαμηλές προσδοκίες για το μέλλον της ναυλαγοράς, οι αυξημένες παραγγελίες για τα νεότευκτα αλλά και οι περισσότερες έναντι των διαλύσεων προσθήκες νέων πλοίων. Σύμφωνα με έρευνα της Petrofin η ελληνική ναυτιλιακή χρηματοδότηση το 2013 ήταν μειωμένη.

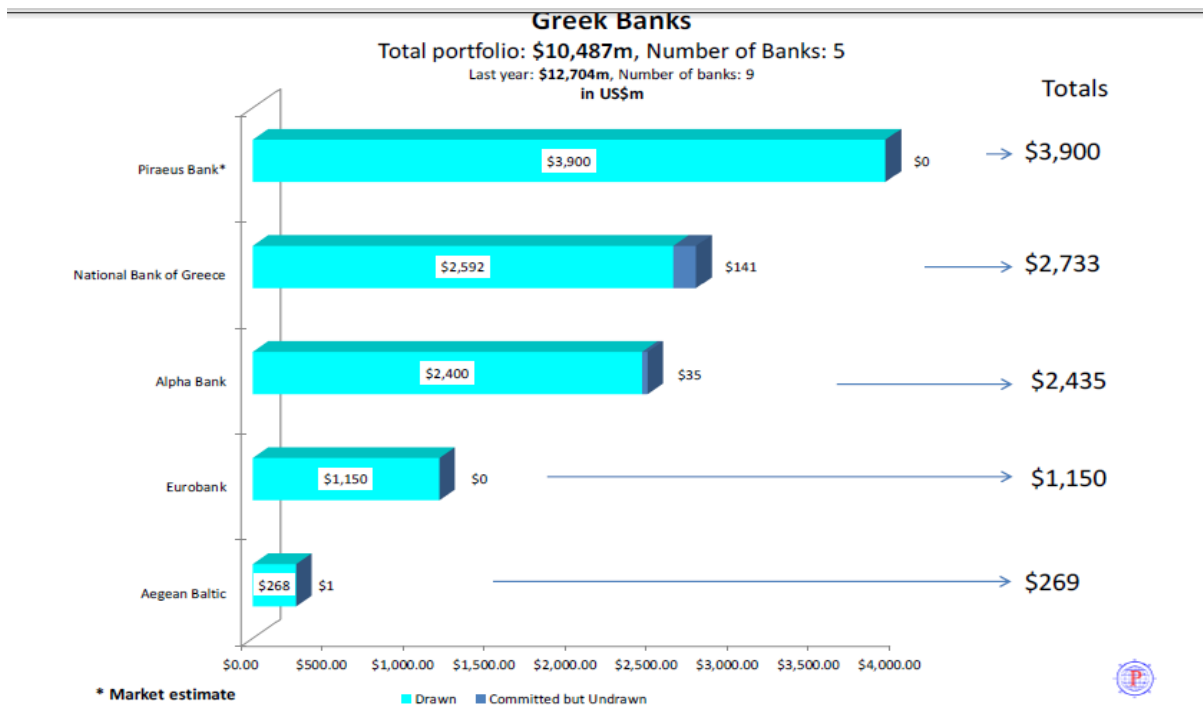
**Πίνακας 3.1**  
**Δανειακές Κρατήσεις**

	Growth percentage	Total Greek Shipping portfolio
December 2001		\$16,525m
December 2002	28,66%	\$21,261m
December 2003	20,19%	\$25,554m
December 2004	26,61%	\$32,353m
December 2005	11,62%	\$36,112m
December 2006	28.45%	\$46,387m
December 2007	44.31%	\$66,941m
December 2008	9,39%	\$73,228m
December 2009	-8.478%	\$67,020m
December 2010	-1.17%	\$66,235
December 2011	2.20%	\$67.294
December 2012	-2.83%	\$65.780
December 2013	-6.51%	\$61.498

Πηγή:<http://theseanation.gr/images/PetrofinBankResearch-end2013.pdf> /ATTACHMENTS/25226/

Στον πίνακα 3.1 παρουσιάζονται οι δανειακές κρατήσεις μέχρι τις 31/12/2013. Αξίζει να σημειωθεί ότι σε σχέση με το 2012 μειώθηκαν στα 61.498 δις. \$ από 65.780 δις \$. Περαιτέρω μείωση παρουσίασαν τα drawn loans, τα οποία διαμορφώθηκαν από 60.014 δις. \$ σε 56.400 δις .





Πηγή: <http://theseanation.gr/images/ATTACHMENTS/25226/PetrofinBankResearch-end2013.pdf>

### Διάγραμμα 3.1 Χαρτοφυλάκιο Ελληνικών Τραπεζών

Στο διάγραμμα 3.2 παρουσιάζεται το χαρτοφυλάκιο των ελληνικών τραπεζών μετά τη συγχώνευση των τραπεζών στην Ελλάδα. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι ελληνικές τράπεζες που έχουν ναυτιλιακά χαρτοφυλάκια είναι μηδαμινές. Ειδικότερα, η τράπεζα Πειραιώς μετά την εξαγορά της Αγροτικής τράπεζας και της τράπεζας Κύπρου είναι η τράπεζα με το μεγαλύτερο ναυτιλιακό χαρτοφυλάκιο. Όμως ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος βρίσκεται στο χαμηλότερο επίπεδο εδώ και πολλών ετών με 10.49 δις \$ λιγότερα ή με μείωση 17,37 % .

### Πίνακας 3.2

#### Συμμετοχή Τραπεζών στην ελληνική ναυτιλιακή χρηματοδότηση

<b>Greek shipping portfolios as of end of 2013</b>				
<b>Bank Ranking</b>				
<b>Rank</b>	<b>Bank</b>	<b>Drawn</b>	<b>Committed but Undrawn</b>	<b>Total</b>
1	Royal Bank of Scotland	\$8,600.0	\$213.3	\$8,813.3
2	Credit Suisse*	\$4,800.0	\$900.0	\$5,700.0
3	Commerzbank**	\$4,000.0	\$0.0	\$4,000.0
4	Piraeus Bank*	\$3,900.0	\$0.0	\$3,900.0
5	DVB	\$3,200.0	\$500.0	\$3,700.0
6	National Bank of Greece	\$2,592.0	\$141.0	\$2,733.0
7	DNB	\$2,082.0	\$494.0	\$2,576.0
8	Alpha Bank	\$2,400.0	\$35.0	\$2,435.0
9	HSH Nordbank	\$1,992.0	\$362.0	\$2,354.9
10	DB-Deutsche Shipping*	\$2,000.0	\$0.0	\$2,000.0
11	Unicredit	\$1,680.0	\$75.4	\$1,755.4
12	HSBC	\$1,750.0	\$0.0	\$1,750.0
13	ABN AMRO	\$1,462.0	\$231.0	\$1,693.0
14	BNP Paribas	\$1,600.0	\$0.0	\$1,600.0
15	ING*	\$1,500.0	\$0.0	\$1,500.0
16	CHINA EXIM*	\$1,000.0	\$450.0	\$1,450.0
17	Citibank	\$1,100.0	\$300.0	\$1,400.0
18	Eurobank	\$1,150.0	\$0.0	\$1,150.0
19	Calyon*	\$1,000.0	\$100.0	\$1,100.0
20	Nordea	\$800.0	\$260.0	\$1,060.0
21	China Development Bank*	\$700.0	\$300.0	\$1,000.0
22	KFW*	\$751.6	\$147.6	\$899.2
23	Nord LB	\$758.5	\$96.5	\$855.0
24	Bremer Landesbank	\$786.6	\$41.2	\$827.8
25	KEXIM	\$400.0	\$300.0	\$700.0
26	LBG Shipping Finance**	\$400.0	\$0.0	\$400.0
27	China Everbright Bank*	\$250.0	\$100.0	\$350.0
28	NIBC*	\$250.0	\$50.0	\$300.0
29	Aegean Baltic	\$267.8	\$1.2	\$268.9
30	Natixis**	\$150.0	\$0.0	\$150.0
31	Deka*	\$125.0	\$0.0	\$125.0
32	Bank of Ireland**	\$66.0	\$0.0	\$66.0
	OTHER BANKS(14)	\$2,885.0		\$2,885.0
	<b>Overall number of banks</b>	<b>46</b>	<b>Total Greek portfolio</b>	<b>\$61,497.5</b>
	*Market estimate			
	**Withdrawing from shipping			

Πηγή:<http://theseanation.gr/images/ATTACHMENTS/25226/PetrofinBankResearch-end2013.pdf>

Ο πίνακας 3.3 μας δείχνει τον αριθμό των τραπεζών που συμμετέχουν στην ελληνική ναυτιλιακή χρηματοδότηση. Ο αριθμός των τραπεζών υποχώρησε στις 46 από 51. Παρά την μείωση αυτή, οι τράπεζες παραμένουν η πιο θετική δύναμη στην ελληνική ναυτιλιακή χρηματοδότηση.

**Πίνακας 3.3**

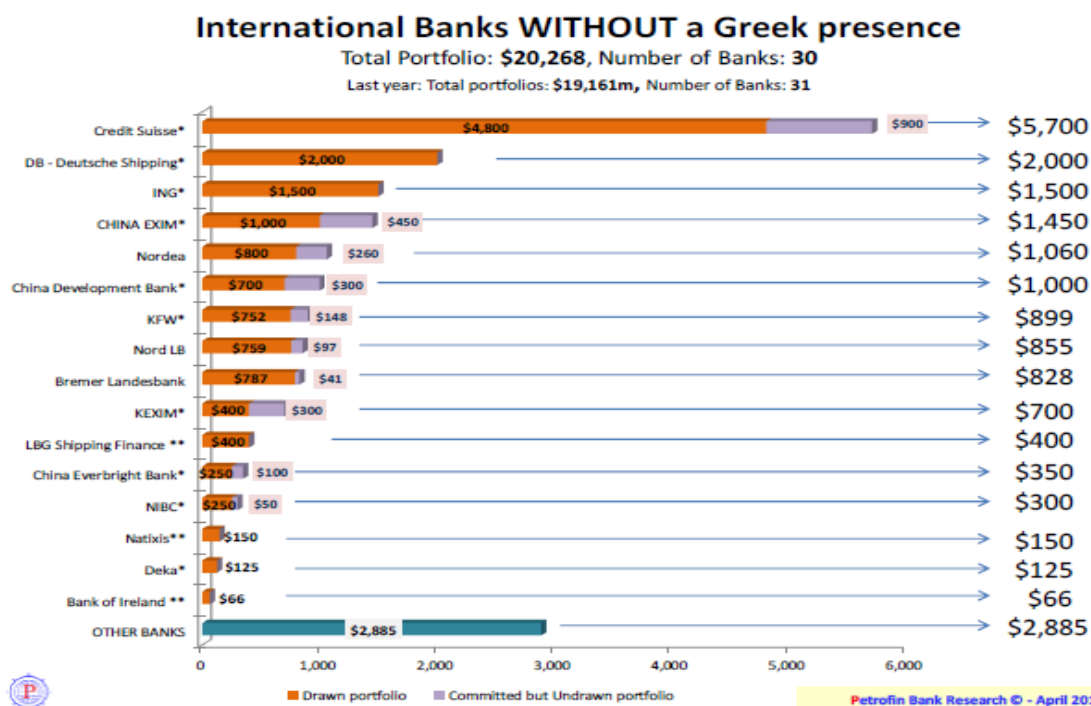
**Οι δέκα κορυφαίες τράπεζες της ελληνικής ναυτιλιακής χρηματοδότησης**

As of End 2013				As of End 2010		
Rank	Bank	Total exposure in \$m	Market share % of Greek portfolio	Bank	Total exposure in \$m	Market share % of Greek portfolio
1	Royal Bank of Scotland	\$8,813	14,39 %	Royal Bank of Scotland	\$10,555	16,05%
2	Credit Suisse	\$5,700	9,31 %	Credit Suisse	\$5,211	7,92%
3	Commerzbank	\$4,000	6,53 %	Commerzbank	\$5,200	7,91%
4	Piraeus Bank	\$3,900	6,37 %	DVB	\$2,949	4,48%
5	DVB	\$3,700	6,04 %	DNB	\$2,754	4,19%
6	National Bank of Greece	\$2,733	4,46 %	Emporiki Bank	\$2,484	3,78%
7	DNB	\$2,576	4,21 %	National bank of Greece	\$2,389	3,63%
8	Alpha Bank	\$2,435	3,98 %	HSH Nordbank	\$2,297	3,49%
9	HSH Nordbank	\$2,355	3,51 %	Marfin Egnatia	\$2,152	3,27 %
10	DB-Deutsche shipping	\$2,000	3,27 %	HSBC	\$2,000	3,04 %
				ING		3,04%
<b>Totals</b>		<b>\$38.212</b>	<b>62.38%</b>	<b>Totals</b>	<b>\$39.992</b>	<b>60.80%</b>
As of End 2011				As of End 2010		
	Bank	Total exposure in \$m	Market share % of Greek portfolio	Bank	Total exposure in \$m	Market share % of Greek portfolio
1	Royal Bank of Scotland	\$11,455	16.92%	Royal bank of Scotland	\$12,439	18.78%
2	Commerzbank -Deutsche Schiffsbank	\$5,606	8.28%	Deutsche Schiffsbank	\$5,556	8.39%
3	Credit Suisse	\$5,000	7.39%	Credit Suisse	\$4,500	6.79%
4	DNB	\$2,850	4.21%	HSH Nordbank	\$3,122	4.71%
5	DVB	\$2,831	4.18%	National Bank of Greece	\$3,004	4.54%

6	Emporiki Bank	\$2,700	3.99%	DNB Nor	\$2,877	4.34%
7	National bank of Greece	\$2,566	3.79%	Emporiki Bank	2,730	4.12%
8	Marfin Egnatia	\$2,403	3.55%	DB Deutsche Shipping	\$2,613	3.95%
9	HSBC	\$2,400	3.55%	Marfin Egnatia	\$2,483	3.75%
10	DB-Deutsche shipping	\$2,323	3.43%	Alpha bank	\$2,470	3.73%
	HSH Nordbank	\$2,217	3.28%			
<b>Total</b>		<b>\$42,351</b>	<b>62.56%</b>	<b>Total</b>		

Πηγή: <http://theseanation.gr/images/ATTACHMENTS/25226/PetrofinBankResearch-end2013.pdf>

Ο πίνακας 3.4 δείχνει τις δέκα κορυφαίες τράπεζες που εμπλέκονται με τη ναυτιλιακή χρηματοδότηση και κατέχουν τώρα το 62,38 % του συνολικού ελληνικού χαρτοφυλακίου παρουσιάζοντας αύξηση του μεριδίου τους στην αγορά για πρώτη φορά μετά από 4 χρόνια.



Πηγή: <http://theseanation.gr/images/ATTACHMENTS/25226/PetrofinBankResearch-end2013.pdf>

### Διάγραμμα 3.2

Διεθνείς τράπεζες χωρίς ελληνική παρουσία

Το διάγραμμα 3.5 μας δείχνει τις διεθνείς τράπεζες χωρίς την ελληνική παρουσία να παρουσιάζουν μία μικρή αύξηση της τάξεως του 5,78% (από τα 19,161 δις. \$ στα 20,268 δις. \$).

Ύστερα από ένα μακρύ και επίπονο δρόμο από το 2009, οι τράπεζες είδαν μία σημαντική ανάκαμψη το 2013 στην αξία των πλοίων και στις ταμειακές τους ροές διαμέσου των υψηλότερων ναύλων. Η ανάκαμψη είχε σημαντική επίδραση στη ποιότητα των δανειακών χαρτοφυλακίων των τραπεζών και έδωσε επίσης τη δυνατότητα στους δανειζόμενους να ανταπεξέλθουν στις δανειακές τους υποχρεώσεις. Παρά το γεγονός ότι το κλίμα στο τομέα της ναυτιλίας άρχισε να βελτιώνεται, οι τράπεζες δεν έσπευσαν βεβιασμένα σε ναυτιλιακά δάνεια και αυτό συνέβη για τους εξής λόγους. Πρώτον, χρειαζόταν αρκετός χρόνος προκειμένου οι τράπεζες να διευθετήσουν τις προηγούμενες υποχρεώσεις τους. Επίσης, ήταν λογικό τα διοικητικά συμβούλια των τραπεζών να είναι επιφυλακτικά προς αυτήν την αλλαγή. Ένας άλλος λόγος είναι ότι οι τράπεζες είχαν ανοιχθεί στη ναυτιλία πέρα από τα επιθυμητά επίπεδα και χρειαζόταν χρόνος για να μειωθεί αυτό μέσα από τις δανειακές επιστροφές των πελατών. Τρίτον, οι τράπεζες είχαν εγκαταστήσει αυστηρά κριτήρια όσο αναφορά το δανεισμό ως αποτέλεσμα να υπάρχουν λίγες δανειακές συναλλαγές. Ο πιο σημαντικός λόγος ωστόσο ήταν ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες παρουσίαζαν βασικές αδυναμίες στην ρευστότητα και στους κεφαλαιακούς δείκτες και υπό το φως της αναμενόμενης ανασκόπησης του καινούργιου κανονισμού του ECB έδωσαν βάση πρωτίστως στη βελτίωση της οικονομικής τους δύναμης και όχι στην κερδοφορία τους. Για το λόγο ότι το 72% των ναυτιλιακών τραπεζών παγκοσμίως ήταν ευρωπαϊκές και αυτό είχε ως επακόλουθο να επηρεαστεί σημαντικά η ελληνική τραπεζική δανειοδότηση των πλοίων. Το μεγαλύτερο χτύπημα για την ελληνική χρηματοδότηση των πλοίων ήταν το γεγονός ότι αποχώρησαν οι μεγαλύτεροι δανειστές από την αγορά, τη στιγμή που αυξήθηκαν οι νέες ελληνικές ναυπηγήσεις πλοίων και η αγορά μεταχειρισμένων πλοίων. Αυτό είχε ως επακόλουθο να στραφούν οι Έλληνες ιδιοκτήτες στους εναπομείναντες δανειστές της αγοράς, σε δανειστές από τις χώρες της Άπω Ανατολής και κυρίως σε ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια από Αμερική. Οι Έλληνες ιδιοκτήτες πίστευαν ότι μέσω των ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων από την Αμερική θα τους παρέχονταν η δυνατότητα να έχουν μεγάλες αποδόσεις εν μέσω της αναμενόμενης ανάκαμψης της ναυτιλίας. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να συμβεί έκρηξη των κοινοπραξιών με τις περισσότερες να επενδύουν σε καινούργιου σχεδιασμού πλοία, τα οποία ήταν φιλικά προς το περιβάλλον και υπολογίζονταν ότι θα είναι τα πλοία του

μέλλοντος. Υπολογίζεται ότι πάνω από 40 τράπεζες είχαν συμμετοχή σε κοινοπρακτικά δάνεια στην Ελλάδα μέχρι σήμερα. Αυτό το γεγονός εξηγεί το παράδοξο συμβάν ότι μειώθηκε η ελληνική χρηματοδότηση των πλοίων κατά 6,5% την ίδια ώρα που ο ελληνικός στόλος αυξήθηκε σε 3901 πλοία και οι νέες ναυπηγήσεις έφτασαν τις 375 μέχρι το 2012.

Όσο αναφορά το 2014 - 2015 αναμένεται το ενδιαφέρον για τα αμερικανικά ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια να μειωθεί και να υπάρξει στροφή στις ευρωπαϊκές τράπεζες και στις τράπεζες της Βόρειας Αμερικής λόγω των υψηλών δανειακών αποδόσεων της ελληνικής ναυτιλίας που βασίζεται σε πλοία με σύγχρονο οικολογικό σχεδιασμό. Αναμένεται επίσης ότι και οι 5 ελληνικές ναυτιλιακές τράπεζες χρηματοδότησης θα διοχετεύσουν κεφάλαια στη ναυτιλία όταν οι οικονομικές συνθήκες το επιτρέψουν. Γενικότερα αναμένεται οι τράπεζες να έχουν πιο ενεργό ρόλο στη χρηματοδότηση της ναυτιλίας υπό την απαραίτητη προϋπόθεση ότι η ανάκαμψη της ναυτιλίας θα συνεχιστεί.

### **3.3 Κριτήρια και προϋποθέσεις τραπεζικής χρηματοδότησης**

Με τον όρο ναυτιλιακό δάνειο αναφερόμαστε στην χρηματοδότηση μιας ναυτιλιακής εταιρείας. Το δάνειο είναι μια οικονομική συναλλαγή στην οποία ο δανειστής (τράπεζα) συμφωνεί να δώσει στον οφειλέτη (εφοπλιστής) ένα ορισμένο χρηματικό ποσό με την υποχρέωση να επιστρέψει το ποσό μέσα σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα που έχει προκαθοριστεί και υπό ένα συγκεκριμένο τόκο.

Οι λόγοι για τους οποίους επενδύουν οι ναυτιλιακές εταιρείες είναι η επέκταση του στόλου, η αντικατάσταση παλαιών πλοίων, η μετατροπή ενός πλοίου για αλλαγή χρήσης, την είσοδο της εταιρείας στην ναυτιλιακή βιομηχανία, για την αύξηση του προσφερόμενου tonnage<sup>7</sup> και κατά συνέπεια την ανταγωνιστικότητα της εταιρείας. Οι ναυτιλιακές εταιρείες στην αναζήτηση τους για όσο το δυνατόν μεγαλύτερα και φθηνότερα κεφάλαια για την κατασκευή των πλοίων τους προτιμούν τον τραπεζικό δανεισμό. Οι λόγοι που οδηγούνται οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις στην δανειοδότηση για να καλύψουν το μεγαλύτερο ποσοστό του κόστους της επένδυσης είναι ότι δεν θέλουν να μειώσουν την ρευστότητα τους, η οποία είναι απαραίτητη για την εξυπηρέτηση των υποχρεώσεων τους. Άλλος λόγος είναι η σκοπιμότητα του εφοπλιστή, γιατί το χρήμα από τους μετόχους είναι πιο ακριβό από εκείνο που προέρχεται από την τράπεζα. Οι εμπορικές τράπεζες που δραστηριοποιούνται στις

---

<sup>7</sup> Η χωρητικότητα (tonnage, capacity): αφορά τον εσωτερικό χώρο που προσδιορίζεται με συγκεκριμένη μονάδα μέτρησης του όγκου

χρηματοδοτήσεις πλοίων έχουν ειδικευμένα τμήματα. Η χορήγηση ενός ναυτιλιακού δανείου περιλαμβάνει διάφορα στάδια έρευνας. Οι πρακτικές μεταξύ των τραπεζών ως προς την αξιολόγηση ενός δανείου διαφέρει, η πιστωτική τους πολιτική όμως δεν διαφέρει σημαντικά. Οι τράπεζες για να χορηγήσουν ένα δάνειο σε μια ναυτιλιακή εταιρεία έχουν κάνει έρευνα για την κατάσταση στην ναυτιλιακή αγορά σχετικά με το επίπεδο των ναύλων, των τιμών των πλοίων καθώς και για την προσωπικότητα του εφοπλιστή. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται σαν βάση για την ανάλυση της πιστωτικής ικανότητας μιας ναυτιλιακής επιχείρησης είναι το «The five C' of credit analysis» (G.Grammenos, Shipping Investment and Finance).

**Character** (άριστος χαρακτήρας): εξετάζουμε την ειλικρίνεια και την ακεραιότητα του πλοιοκτήτη και την διάθεση του να εξοφλήσει το δάνειο. **Capacity** (εξαίρετος manager): σημαντική είναι η ικανότητα του πλοιοκτήτη να είναι καλός manager, δηλαδή το πώς σχεδιάζει να υλοποιήσει το business plan και να είναι ικανός να διαχειριστεί την επένδυση. **Capital** (ικανοποιητική συμμετοχή) σημαντικός παράγοντας είναι να έχει την δυνατότητα ο ιδιοκτήτης να εξασφαλίσει την συμμετοχή του. Σε αυτό το στάδιο ορίζεται το ποσοστό της ίδιας συμμετοχής του κεφαλαίου της επιχείρησης για την επένδυση. **Collateral** (επαρκείς εξασφαλίσεις): στο στάδιο αυτό αναλύονται οι εξασφαλίσεις που δίνονται από τον δανειστή για το δάνειο που χορηγείται. **Conditions** (ευνοϊκές συνθήκες): οι συνθήκες αφορούν την κατάσταση στην ναυλαγορά, τα επίπεδα των αξιών των πλοίων, το διεθνές θαλάσσιο εμπόριο, τα διεθνή και εθνικά γεγονότα.

Τα παραπάνω αποτελούν ένα βασικό κανόνα, συνήθως όμως κάθε τράπεζα έχει και πρόσθετα δικά της κριτήρια. Οι υπεύθυνοι της τράπεζας προχωρώντας στο επόμενο στάδιο που αφορά την δομή του δανείου βάζουν όρους που θα εξασφαλίσουν την αποπληρωμή του με την μεγαλύτερη δυνατή κερδοφορία σε όσο το δυνατόν συντομότερο χρονικό διάστημα. **Το ποσό του δανείου:** είναι ένα ποσοστό επί της αξίας που έχει το πλοίο στην αγορά. Το ποσοστό αυτό επηρεάζεται από τον τρόπο λειτουργίας του πλοίου (είναι θετικό εάν υπάρχει χρονοναύλωση), την πιστωτική πολιτική της τράπεζας, το ποσό των ασφαλειών από την τράπεζα και από τον ανταγωνισμό μεταξύ των τραπεζών και τις καλές σχέσεις μεταξύ εφοπλιστή και τράπεζας, Για μεταχειρισμένα πλοία το ποσοστό αυτό μπορεί να φτάσει το 50% και για τα νεότευκτα το 70%. **Το νόμισμα του δανείου:** τα ναυτιλιακά δάνεια δίνονται σε \$ Η.Π.Α, εάν όμως ο εφοπλιστής θέλει άλλο νόμισμα έχει την δυνατότητα να μετατρέψει το δάνειο ή μέρος του δανείου στο νόμισμα που επιθυμεί. **Ο χρόνος αποπληρωμής του**

**δανείου:** συνήθως το χρονικό διάστημα για την αποπληρωμή δανείου είναι 10 χρόνια για τα νεότευκτα και 8 χρόνια για τα μεταχειρισμένα. Το χρονικό διάστημα επηρεάζεται από το ποσό του δανείου, την ηλικία και τον τύπο του πλοίου και την οικονομική κατάσταση του πλοιοκτήτη. **Ο τρόπος αποπληρωμής του δανείου:** εξαρτάται από την πιστωτική πολιτική της τράπεζας και από τις ταμειακές εισπράξεις της ναυτιλιακής επιχείρησης. Ο πιο παραδοσιακός τρόπος είναι οι δόσεις, οι οποίες μπορεί να είναι τρίμηνες ή εξάμηνες. Άλλοι τρόποι είναι ο εφοπλιστής στην αρχή ή στο τέλος του δανείου να καταβάλει ένα μεγάλο ποσό ή για μια χρονική περίοδο να πληρώνει μόνο τόκους. Άλλος τρόπος είναι να πληρώνει μόνο τόκους στην διάρκεια του δανείου και να καταβάλει το κεφάλαιο στο τέλος. **Το επιτόκιο του δανείου:** στα ναυτιλιακά δάνεια είναι το άθροισμα του libor (είναι το επιτόκιο που χρησιμοποιείται στα βραχυπρόθεσμα δάνεια που πραγματοποιούνται μεταξύ των τραπεζών) και των spread (είναι η διαφορά ανάμεσα στο επιτόκιο με το οποίο δανείζεται μια τράπεζα και το επιτόκιο που αυτή δανείζει). Ανάλογα με το επιτόκιο κινδύνου που αναλαμβάνει η τράπεζα κυμαίνεται και το επιτόκιο. Σε ένα ναυτιλιακό δάνειο το επιτόκιο θεωρείται αποδεκτό μεταξύ 0,5% μέχρι 1,5%. Το επιτόκιο 0,5% αφορά κυρίως μεγάλες επιχειρήσεις που διαπραγματεύονται σκληρά ενώ το επιτόκιο του 1,5% μέχρι 2% αφορά μικρές και μεσαίες ναυτιλιακές επιχειρήσεις. **Δόσεις δανείου:** όταν ένα ναυτιλιακό δάνειο αποπληρώνεται σε δόσεις χρειάζεται μεγάλη προσοχή στο μέγεθος των δόσεων και το ποσοστό του επιτοκίου πρέπει να καλύπτει το κόστος κεφαλαίου και να εξασφαλίζεται ένα αποδεκτό μεικτό κέρδος. **Εξασφαλίσεις:** για την έγκριση του δανείου η τράπεζα ζητά κάποιες εξασφαλίσεις. Αυτές πρέπει να καλύπτουν το 120% του χρέους. Κυρίως είναι η υποθήκη του πλοίου και οι προσωπικές εγγυήσεις του εφοπλιστή. **Ειδικοί όροι του δανείου:** καθορίζονται οι όροι εκείνοι που είναι υποχρεωμένος ο εφοπλιστής, να τηρεί σε όλη τη διάρκεια του δανείου καθώς και οι ενέργειες στις οποίες μπορεί να προχωρήσει η τράπεζα σε περίπτωση που δεν τηρηθούν τα συμφωνηθέντα.

### 3.4 Ανάλυση και αξιολόγηση του δανείου

Μια εμπορική τράπεζα πριν αποφασίσει αν θα εγκρίνει ή θα απορρίψει την αίτηση για δάνειο μίας ναυτιλιακής εταιρείας κάνει ανάλυση στην οικονομική κατάσταση της εταιρείας, στην πρόβλεψη των χρηματοροών, στις εξασφαλίσεις και στην αξιοπιστία του πελάτη.

Η ανάλυση της οικονομικής κατάστασης της εταιρείας, ο έλεγχος του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης σε μία ναυτιλιακή εταιρεία είναι δύσκολος και



γενικά υπάρχει ασάφεια. Οι καταστάσεις που συντάσσουν δεν είναι ελεγχόμενες από κάποια αρχή και στην Ελλάδα δεν είναι υποχρεωμένες να τηρούν λογιστικές καταστάσεις εκτός από αυτές που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών. Οι περισσότερες ναυτιλιακές εταιρίες εκμεταλλεύονται την σημαία ευκαιρίας και ιδρύονται ως υπεράκτιες εταιρίες (offshore). Είναι πρακτική στην ναυτιλία η ίδρυση εταιρείας μόνο για την απόκτηση του υπό χρηματοδότηση πλοίου. Ακόμη οι φόροι υπολογίζονται με βάση την χωρητικότητα των πλοίων. Η τράπεζα για όλους τους παραπάνω λόγους και προκειμένου να περιορίσει τον κίνδυνο της υπερεκτίμησης ή της υποεκτίμησης ενός ναυτιλιακού δανείου ζητάει από τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις στοιχεία για το σύνολο των δανείων και την εξέλιξή τους, εκτίμηση της αξίας των πλοίων από δικούς τους εκτιμητές, στοιχεία για την ρευστότητα της επιχείρησης και για τον τρόπο απασχόλησης του πλοίου.

**Πρόβλεψη των χρηματοροών:** στόχος της τράπεζας είναι να διασφαλίσει ότι το δάνειο θα αποπληρωθεί και αν αυτό δεν είναι δυνατόν, θα έχει λάβει όλες τις απαραίτητες εγγυήσεις για να μην οδηγηθεί σε ένα αποτυχημένο δάνειο. Οι εισπράξεις μίας ναυτιλιακής εταιρείας καθορίζονται με βάση τα έσοδα που έχει από την λειτουργία του πλοίου, από τα έξοδα λειτουργίας του και από τις δανειακές υποχρεώσεις που έχει. Η πρόβλεψη των εσόδων εύκολα υπολογίζεται όταν υπάρχει χρονοναύλωση του πλοίου και η χρονική της διάρκεια είναι ίση με την χρονική διάρκεια αποπληρωμής του δανείου. Εάν δεν συμβαίνει αυτό οι μεταβολές των ναύλων κάνουν δύσκολη την πρόβλεψη των εισροών. Τότε για να υπολογιστούν τα έσοδα πρέπει να γίνει διαχωρισμός ανάμεσα στα σταθερά έσοδα (χρονοναύλωση) και στα υποθετικά έσοδα από τα πλοία στην spot αγορά. Όταν υπάρχει χρονοναύλωση η τράπεζα λαμβάνει σαν χρόνο απασχόλησης του πλοίου τις 350 μέρες και ημερήσιο ναύλο αυτόν που υπάρχει στο ναυλοσύμφωνο. Όταν η απασχόληση του πλοίου δεν είναι εξασφαλισμένη ο ημερήσιος ναύλος υπολογίζεται με βάση τις προβλέψεις που υπάρχουν στην αγορά για τον συγκεκριμένο τύπο του πλοίου και την ηλικία του. Η τράπεζα ενδιαφέρεται ακόμη για το κύρος και την αξιοπιστία του ναυλωτή στην αγορά, την διάρκεια της ναύλωσης και τον ημερήσιο ναύλο. Στην συνέχεια η τράπεζα προσδιορίζει τα κόστη με βάση την ηλικία του πλοίου. Σε αυτά περιλαμβάνονται: τα λειτουργικά έξοδα (μισθοί πληρώματος, συντήρησης, επισκευής, ασφάλισης και διοίκησης), τα έξοδα ταξιδιού (έξοδα καυσίμων, ρυμουλκών, λιμένων, διέλευσης καναλιών) και οι δανειακές υποχρεώσεις (πληρωμή τόκων και δόσεων δανείου). Αφού αφαιρεθούν τα ετήσια έξοδα από τα ετήσια έσοδα, έχουμε το αποτέλεσμα εκμετάλλευσης του πλοίου, με βάση το οποίο καθορίζεται το

σχέδιο αποπληρωμής του δανείου. Από το αποτέλεσμα εκμετάλλευσης, αφαιρούνται οι δανειακές υποχρεώσεις και έχουμε το ετήσιο πλεόνασμα, το ύψος του οποίου καθορίζει την απόφαση της τράπεζας για την χρηματοδότηση της επένδυσης.

**Εξασφαλίσεις**, η τράπεζα έχει τρεις βασικούς τρόπους για να εξασφαλίσει το δάνειο που χορηγεί. Πρώτον, μέσω του προγράμματος ταμειακών ροών, δεύτερον με την υποθήκη του υπό χρηματοδότηση πλοίου και τρίτον με τις έμμεσες εξασφαλίσεις. Για την υποθήκη του πλοίου δεν αρκεί η υπογραφή της σύμβασης υποθήκης αλλά πρέπει να γίνει εγγραφή στο υποθηκολόγιο της χώρας στο οποίο έχει νηολογηθεί το πλοίο. Το πρόβλημα που προκύπτει στην ναυτιλιακή υποθήκη είναι ο υπολογισμός της αγοραίας αξίας του πλοίου. Στο σημείο αυτό γίνεται διαχωρισμός μεταξύ της αγοραίας, της λογιστικής και της ασφαλιστικής αξίας του πλοίου.

**Η εκχώρηση των εσόδων** του πλοίου που είναι σε υποθήκη μπορεί να είναι γενική, σε αυτήν την περίπτωση ο πλοιοκτήτης έχει το δικαίωμα να εισπράττει τα έσοδα του πλοίου, αλλά αυτό παύει να ισχύει αν από κάποιο γεγονός το δάνειο καταστεί ληξιπρόθεσμο. Η ειδική εκχώρηση των εσόδων γίνεται όταν υπάρχει χρονοναυλοσύμφωνο. **Η εκχώρηση των ασφαλιστήριων συμβολαίων** προβλέπει ότι σε περίπτωση ζημιάς ή απώλειας του πλοίου, η ασφαλιστική αποζημίωση θα διατεθεί από τους ασφαλιστές σύμφωνα με τις οδηγίες της τράπεζας.

**Παροχή εγγυήσεων**, προσωπική εγγύηση παρέχει συνήθως ο πλοιοκτήτης και αφορά τα περιουσιακά του στοιχεία. Εταιρική εγγύηση παρέχει συνήθως η holding εταιρεία του ομίλου. Στην εταιρική εγγύηση χρησιμοποιείται η ρήτρα αλληλοσύνδεσης εξασφαλίσεων.

**Ενεχυρίαση καταθέσεων**, με αυτήν την μορφή εξασφάλισης, η τράπεζα επιβάλλει στον πλοιοκτήτη να διατηρεί συγκεκριμένο ύψος καταθέσεων και την εφάπαξ κατάθεση ενός ποσού κάθε μήνα. **Ενεχυρίαση τίτλων/μετοχών**, ο πλοιοκτήτης θέτει τις μετοχές της δανειζόμενης εταιρείας στην διάθεση της τράπεζας για μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο ή μέχρι τη λήξη του δανείου. Εάν όλοι οι παραπάνω παράγοντες κριθούν ευνοϊκά, τότε το δάνειο εγκρίνεται, προσκομίζονται τα απαραίτητα έγγραφα και υπογράφεται η δανειακή σύμβαση.

### **3.5 Cash - flow χρηματοδότηση ή ταμειακό πρόγραμμα επένδυσης**

Η χρηματοδότηση της αγοράς ενός πλοίου με βάση το μελλοντικό πρόγραμμα ετησίων εσόδων της ναυτιλιακής εταιρείας, αποτελεί τον πιο συνηθισμένο και απλό τρόπο

χρηματοδότησης. Η cash flow χρηματοδότηση δίνει έμφαση στις προοπτικές που έχει το πλοίο για καθαρά κέρδη. Όταν μια επιχείρηση υποβάλλει αίτηση για την χορήγηση δανείου με αυτήν την μορφή χρηματοδότησης θα πρέπει να παρουσιάσει ένα project που στην διάρκεια της οικονομικής του πορείας θα αποδεικνύεται η άμεση πληρωμή του δανείου. Το σχέδιο επένδυσης του cash flow πρέπει να έχει στόχους, τους οποίους μπορεί να επιτύχει. Άρα είναι σημαντικό αυτός που σχεδιάζει το cash flow να γνωρίζει την σημασία των ναυτιλιακών κύκλων, τις μεθόδους πρόβλεψης και επιλογής επενδύσεων. Η επιτυχία του cash flow εξαρτάται από την πρόβλεψη των ναύλων και των εξόδων λειτουργίας του πλοίου. Όταν υπάρχει χρονοναύλωση και το χρονικό της διάστημα είναι ίσο με την χρονική διάρκεια του δανείου τα έσοδα είναι εύκολο να υπολογιστούν με την προϋπόθεση ότι η χρονοναύλωση δεν θα διακοπεί για οποιοδήποτε αιτία. Στην περίπτωση που δεν υπάρχει χρονοναύλωση στα έσοδα γίνεται προεκτίμηση με όσο το δυνατόν να είναι κοντά στην μελλοντική πραγματικότητα. Σε αυτό το είδος της χρηματοδότησης, η κρίση της τράπεζας στηρίζεται κυρίως στο μελλοντικό ταμειακό πρόγραμμα της επένδυσης. Για τον υπολογισμό του ταμείου προγράμματος υπολογίζονται οι παρακάτω παράγοντες:

**Έσοδα (ναύλος)**, τα έσοδα μιας ναυτιλιακής επιχείρησης μπορούν να επηρεαστούν από την ύπαρξη άλλων μέσων μεταφοράς, την λειτουργική διοίκηση της επιχείρησης, την σημαία του πλοίου, την κατάσταση και την ηλικία του πλοίου, καθώς και την ύπαρξη οικονομικών και πολιτικών γεγονότων. **Το λειτουργικό κόστος** επηρεάζεται από την μισθοδοσία του πληρώματος, από τεχνικούς παράγοντες, από το ύψος των ασφαλιστικών δαπανών και από την αποδοτικότητα της διοίκησης. **Ο τόκος** του δανειζόμενου διαμορφώνεται από τις συναλλαγματικές διαφορές, τις διακυμάνσεις και την χρηματική προμήθεια της τράπεζας. Η αξία κτήσεως του πλοίου έχει σημαντικό ρόλο στην διαμόρφωση του ταμειακού προγράμματος. Η εκτίμηση της γίνεται με βάση την τρέχουσα αξία του πλοίου και την αναμενόμενη που διαμορφώνονται σύμφωνα με τις τάσεις που επικρατούν στην αγορά για τα νεότερα και τα μεταχειρισμένα πλοία. Η cash flow χρηματοδότηση παρουσιάζει πλεονέκτημα και για τους πλοιοκτήτες και για τις τράπεζες. Η ύπαρξη χρονοναύλωσης εξασφαλίζει κατά κάποιο τρόπο στην τράπεζα, την επιστροφή των χρημάτων της διότι το πλοίο έχει σταθερά έσοδα κατά την διάρκεια αποπληρωμής του δανείου. Οι τράπεζες με την βοήθεια του ταμειακού προγράμματος μπορούν να ρυθμίσουν τις δόσεις με βάση την χρονοναύλωση και να ακολουθήσουν μια ειδική εξυπηρέτηση του δανείου εξασφαλίζοντας την αποπληρωμή του χρηματικού ποσού για την υπό δανειοδότηση του πλοίου. Το ταμειακό

πρόγραμμα έχει σημαντικά πλεονεκτήματα και για τους πλοιοκτήτες. Τους δίνει την δυνατότητα για γρήγορες αποφάσεις στην λήψη δανείων και στην πραγματοποίηση επενδύσεων. Στην περίπτωση του επιτοκίου ο πλοιοκτήτης γνωρίζοντας το libor<sup>8</sup> μπορεί να υπολογίσει την αναμενόμενη προσαύξηση του τόκου. Ένα ακόμη σημαντικό πλεονέκτημα για τον εφοπλιστή με αυτήν την μορφή της χρηματοδότησης είναι η περίοδος χάριτος, η ballon. Σε αυτή την περίπτωση ο πλοιοκτήτης έχει δικαίωμα επιλογής μεταξύ προγραμμάτων αποπληρωμής του κεφαλαίου και στην παρουσίαση του ταμείου προγράμματος: να μην συνυπολογίσει τον υπόλοιπο στόλο αλλά μόνον το υπό δανειοδότηση πλοίο. Τέλος στην cash flow χρηματοδότηση, ο πλοιοκτήτης δεν αντιμετωπίζεται μόνο σαν διαχειριστής αλλά θεωρείται και ιδιοκτήτης του πλοίου.

Η συγκεκριμένη μορφή χρηματοδότησης όμως παρουσιάζει και ορισμένα αρνητικά στοιχεία. Οι τράπεζες θεωρούν ότι όταν ένα πλοίο είναι σε χρονοναύλωση δεν αποτελεί την πλήρη εξασφάλιση. Αυτό γιατί η χρονοναύλωση δεν έχει σταθερή απόδοση επηρεαζόμενη από το λειτουργικό κόστος του πλοίου, το οποίο με την πάροδο του χρόνου έχει αυξητικές τάσεις. Ακόμη οι τράπεζες για να εκτιμήσουν σωστά τις απαιτήσεις τους απέναντι στον εφοπλιστή πρέπει να λάβουν υπόψη τους το επίπεδο του επιτοκίου και τον πληθωρισμό των λειτουργικών δαπανών του πλοίου κατά την υπογραφή της δανειακής σύμβασης. Τα μειονεκτήματα που παρουσιάζει αυτή η μορφή χρηματοδότησης για τον πλοιοκτήτη είναι η συμμετοχή με δικά του κεφάλαια. Η τράπεζα ζητά πρόσθετες εξασφαλίσεις όπως υποθήκη ή ύπαρξη περιουσιακών στοιχείων. Σημαντικό μειονέκτημα είναι ότι ο πλοιοκτήτης είναι υποχρεωμένος να συμπεριλάβει το ποσό καταβολής στο ενεργητικό της εταιρείας και αυτό του μειώνει την δυνατότητα για πρόσθετη ανάπτυξη του στόλου του. Ακόμη ο επιχειρηματικός κίνδυνος είναι μεγάλος, γιατί σε όλο το χρονικό διάστημα αποπληρωμής του δανείου είναι ο κύριος υπεύθυνος και ειδικά στην περίπτωση πτώχευσης.

### **3.6 Τα κοινοπρακτικά δάνεια**

Το κοινοπρακτικό δάνειο (syndicated loan) είναι δημιούργημα των συναλλακτικών αναγκών, είναι συνήθως δάνεια μακράς διάρκειας και αξιόλογου ύψους προς τις επιχειρήσεις από ένα

---

<sup>8</sup> Το LIBOR είναι το επιτόκιο προσφοράς στο οποίο οι μεγάλες διεθνείς τράπεζες στο Λονδίνο δανείζονται κεφάλαια ([ευρωδολάρια](#)) μεταξύ τους.

όμιλο τραπεζών, οι οποίες συνεργάζονται μεταξύ τους. Σε μια κοινοπρακτική πίστωση ή κοινοπραξία (οι τράπεζες που την αποτελούν) συμβάλλονται με έναν δανειζόμενο να του παρέχουν μια πίστωση κάτω από κοινούς όρους και συνθήκες. Η συνεργασία αυτή γίνεται λόγω του μεγάλου ποσού του δανείου και τις ανάγκες για την διασπορά του πιστωτικού κινδύνου. Για την ναυτιλία τα κοινοπρακτικά δάνεια αποτελούν σημαντική μορφή χρηματοδότησης κυρίως λόγω της κατανομής του ρίσκου. Είναι κεφάλαιο για την κάλυψη των αναγκών λειτουργίας ή για την κάλυψη του κόστους μεγάλων επενδύσεων.

Οι τράπεζες μέλη της κοινοπραξίας ανάλογα με τον ρόλο που έχουν διακρίνονται στον **χρηματοδοτικό ηγέτη** (lead manager): Έχει βασικό ρόλο για την ναυτιλιακή χρηματοδότηση και τον ρόλο αυτό τον αναλαμβάνει μια τράπεζα με εμπειρία, που να γνωρίζει τις ιδιαιτερότητες και τους κινδύνους της αγοράς. Η τράπεζα ηγέτης είναι αυτή που κάνει τις διαπραγματεύσεις με τον πελάτη, συγκεντρώνει τα απαραίτητα έγγραφα και αναλαμβάνει να έρθει σε επαφή με τις άλλες τράπεζες για την οργάνωση της κοινοπραξίας. **Λοιποί ηγέτες**, είναι οι τράπεζες που μαζί με την manager τράπεζα οργανώνουν και εγγυώνται την χορήγηση του ποσού του δανείου. **Συμμετέχουσες τράπεζες**, είναι μικρότερες τράπεζες που δεν έχουν την εμπειρία και δεν διαθέτουν το μέγεθος για κάποιο ρόλο. Αγοράζουν ένα μερίδιο από το δάνειο και έτσι αναλαμβάνουν μόνο τον κίνδυνο της συμμετοχής τους. **Διαχειρίστρια τράπεζα (agent)**, είναι η τράπεζα που διεκπεραιώνει όλες τις εργασίες και με ειδική συμφωνία της έχει ανατεθεί η διαχείριση του δανείου. Συνήθως, ο χρηματοδοτικός ηγέτης είναι και η διαχειρίστρια τράπεζα. Στα καθήκοντα της περιλαμβάνονται ακόμη η λογιστική παρακολούθηση του δανείου, η ενημέρωση του πελάτη και των τραπεζών που συμμετέχουν στην κοινοπραξία και οι δύο τράπεζες (manager και agent) που εισπράττουν προμήθειες για την οργάνωση και διαχείριση του δανείου σε ετήσια βάση είτε εφάπαξ, ενώ όλες οι συμμετέχουσες τράπεζες εισπράττουν ετήσια προμήθεια. Όταν το κοινοπρακτικό δάνειο για κάποιο λόγο γίνεται προβληματικό, η agent τράπεζα ενημερώνει τους συμμετέχοντες και παίρνει τα απαραίτητα για την προστασία των συμφερόντων της κοινοπραξίας. Οι τράπεζες μέσω των δανείων αυτών συμμετέχουν σε μεγάλα projects χωρίς να χορηγούν το σύνολο των κεφαλαίων τους. Οι ναυτιλιακές χορηγήσεις απαιτούν υψηλά κεφάλαια, τα οποία μια ναυτιλιακή εταιρεία δεν μπορεί να αποκτήσει από μια μόνο τράπεζα. Τα κοινοπρακτικά δάνεια ελέγχουν τον κίνδυνο σε μια ευμετάβλητη αγορά και σε βιομηχανίες εντάσεως κεφαλαίου, όπως είναι η ναυτιλία.

Η διαδικασία για την υλοποίηση ενός κοινοπρακτικού δανείου, διακρίνεται σε τρία στάδια. Το πρώτο είναι πριν τη λήψη της εντολής (pre mandate phase), το δεύτερο μετά την λήψη της εντολής (post mandate phase) και το τρίτο (post mandate phase) αφορά το στάδιο μετά την υπογραφή της σύμβασης. Οι πιο συνηθισμένες μορφές κοινοπρακτικών δανείων είναι το ορισμένης διάρκειας (term loan) και το μειούμενο ανακυκλούμενο όριο (revolving reedit facility).

Το δάνειο ορισμένης διάρκειας με βάση τον τρόπο αποπληρωμής διακρίνεται σε δύο τύπους: το χρεολυτικό δάνειο (mortising term loan), όπου υπάρχει περίοδος χάριτος 2 ετών και η μεγάλη καταβολή γίνεται με την λήξη του δανείου και το bullet on, όπου ο δανειολήπτης δεν πληρώνει καθόλου δόσεις μόνο τόκους και με την λήξη το δάνειο πληρώνεται εφάπαξ. Το ανακυκλούμενο όριο (revolving credit facility) είναι ένα ποσό για μία συγκεκριμένη περίοδο αλλά ο δανειζόμενος έχει την δυνατότητα να αποπληρώσει και να λάβει ξανά μέρος του δανείου. Η αποπληρωμή του γίνεται με την ημερομηνία λήξης. Τα πλεονεκτήματα για τις επιχειρήσεις είναι ότι το κοινοπρακτικό δάνειο είναι μέσο άντλησης κεφαλαίων σημαντικού ύψους και αποφεύγουν την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Ο χρόνος διάρκειας αποπληρωμής είναι συνήθως από 3 μέχρι 10 έτη, δηλαδή υπάρχει ελαστικότητα στην αποπληρωμή ενώ ένα ακόμη πλεονέκτημα που προκύπτει είναι οι διαφορετικοί τύποι προϊόντων – δανείων. Το νόμισμα μπορεί να μεταβάλλεται ανά πάσα στιγμή και υπάρχει ευέλικτο πρόγραμμα εκταμίευσης. Το κοινοπρακτικό δάνειο είναι μια ελκυστική μορφή χρηματοδότησης τόσο για τον δανειζόμενο όσο και για τις τράπεζες. Το πλεονέκτημα για την τράπεζα είναι ότι δεν περιορίζει τα κεφάλαια της, μειώνει τον πιστωτικό κίνδυνο, ενώ με την συμμετοχή και των άλλων τραπεζών γίνεται διασπορά του ρίσκου. Οι συμμετέχοντες τράπεζες αποκτούν εμπειρία, τεχνογνωσία και ασφάλεια βασιζόμενες στην ανάλυση και την πληροφόρηση της manager τράπεζας. Το επιτόκιο είναι κυμαινόμενο και οι συμμετέχοντες τράπεζες έχουν το συμβατικό δικαίωμα να ζητήσουν μονομερώς την αποπληρωμή του δανείου.

### **3.7 Shipping Mortgage Indemnity (SMI)**

Η shipping mortgage indemnity, είναι μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης που χορηγείται από τις τράπεζες και λειτουργεί συμπληρωματικά του δανείου χωρίς να αυξάνεται ο κίνδυνος για την τράπεζα ενώ ταυτόχρονα μειώνεται και το κόστος για την εταιρεία. Η μορφή αυτή χρηματοδότησης, συμβάλλει στην αύξηση του ποσοστού χρηματοδότησης με

αποτέλεσμα η ναυτιλιακή επιχείρηση να μην είναι αναγκασμένη να χρησιμοποιήσει τα ίδια κεφάλαια. Ας υποθέσουμε ότι μια ναυτιλιακή εταιρεία θέλει να αγοράσει ένα πλοίο αξίας 30 εκ \$. Η επιχείρηση έχει υπολογίσει ότι για να πραγματοποιηθεί η αγορά αυτή πρέπει να χρηματοδοτηθεί από ξένα κεφάλαια σε ποσοστό 80%. Ακόμη γνωρίζει ότι η τράπεζα προτίθεται να χορηγήσει το 60% της αγοραστικής αξίας του πλοίου. Άρα υπολείπεται ένα ποσοστό 20%, το οποίο η τράπεζα αναζητά μέσω του SMI στην ασφαλιστική εταιρεία που συνεργάζεται. Η ασφαλιστική εταιρεία από τα στοιχεία και τις πληροφορίες που έχει και αφού κάνει εκτίμηση της κατάστασης αποφασίζει αν θα εγγυηθεί προς τον δανειοδότη υπέρ του πλοιοκτήτη για το επιπλέον ποσό που χρειάζεται για να πραγματοποιηθεί η αγορά του πλοίου. Το επιπλέον ποσό που χορηγήθηκε ενσωματώνεται στο αρχικό ποσό της τράπεζας και αποπληρώνεται με τις καθορισμένες δόσεις του δανείου. Η συμφωνία αυτή που γίνεται μεταξύ πλοιοκτήτη και ασφαλιστικής εταιρείας είναι μια οικονομική μορφή χρηματοδότησης, γιατί το μόνο κόστος είναι το ασφάλιστρο και το πλεονέκτημα είναι ότι ο πλοιοκτήτης βρίσκει πρόσθετα ξένα κεφάλαια για να πραγματοποιήσει την επένδυση.

### **3.8 Ανακεφαλαίωση**

Η μεγάλη ένταση της οικονομικής κρίσης είχε δραματικές επιπτώσεις στο τραπεζικό σύστημα και τις επιχειρήσεις. Οι εξελίξεις αυτές δεν μπόρεσαν να μην επηρεάσουν τον ναυτιλιακό τομέα. Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση επηρεάστηκε αρνητικά από παράγοντες, όπως η πτώση των ναύλων, η μείωση των αξιών - τιμών των πλοίων και οι χαμηλές προσδοκίες για το μέλλον της ναυλαγοράς. Ωστόσο, οι τράπεζες παραμένουν η πιο θετική δύναμη στην ελληνική ναυτιλιακή χρηματοδότηση και γενικότερα αναμένεται να έχουν ενεργότερο ρόλο στη χρηματοδότηση της ναυτιλίας όταν οι οικονομικές συνθήκες το επιτρέψουν.

Η τραπεζική χρηματοδότηση αποτελεί παραδοσιακή μορφή δανεισμού του ναυτιλιακού κλάδου. Οι τράπεζες για να χορηγήσουν ένα δάνειο σε μια ναυτιλιακή εταιρεία έχουν κάνει έρευνα για την κατάσταση που επικρατεί στην ναυτιλιακή αγορά σχετικά με το επίπεδο των ναύλων, των τιμών των πλοίων καθώς και για την προσωπικότητα του εφοπλιστή. Επιπλέον, οι τράπεζες βάζουν όρους που θα εξασφαλίσουν την αποπληρωμή του με την μεγαλύτερη δυνατή κερδοφορία σε όσο το δυνατόν συντομότερο χρονικό διάστημα. Μια εμπορική τράπεζα πριν αποφασίσει αν θα εγκρίνει ή θα απορρίψει την αίτηση για δάνειο μίας ναυτιλιακής εταιρείας κάνει ανάλυση της οικονομική κατάσταση της εταιρείας, της πρόβλεψη των χρηματοροών, τις εξασφαλίσεις και την αξιοπιστία του πελάτη.

Η χρηματοδότηση της αγοράς ενός πλοίου με βάση το μελλοντικό πρόγραμμα ετησίων εσόδων της ναυτιλιακής εταιρείας, αποτελεί τον πιο συνηθισμένο και απλό τρόπο χρηματοδότησης. Η cash - flow χρηματοδότηση δίνει έμφαση στις προοπτικές που έχει το πλοίο για καθαρά κέρδη. Όταν μια επιχείρηση υποβάλλει αίτηση για την χορήγηση δανείου με αυτήν την μορφή χρηματοδότησης θα πρέπει να παρουσιάσει ένα project που στην διάρκεια της οικονομικής του πορείας θα αποδεικνύεται η άμεση πληρωμή του δανείου. Το κοινοπρακτικό δάνειο (syndicated loan) είναι δημιούργημα των συναλλακτικών αναγκών. Είναι συνήθως δάνεια μακράς διάρκειας και αξιόλογου ύψους προς τις επιχειρήσεις από ένα όμιλο τραπεζών, οι οποίες συνεργάζονται μεταξύ τους, Η Shipping Mortgage Indemnity είναι μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης που χορηγείται από τις τράπεζες και λειτουργεί συμπληρωματικά του δανείου χωρίς να αυξάνεται ο κίνδυνος για την τράπεζα ενώ ταυτόχρονα μειώνεται και το κόστος για την εταιρεία.

Συνοψίζοντας αυτές τις μορφές χρηματοδότησης, τις παραδοσιακές και εναλλακτικές, αναλύουμε το περιεχόμενο το ανώτερου κεφαλαίου.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

#### 4.1 Εισαγωγή

Ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις τα τελευταία χρόνια, λόγω της οικονομικής κρίσης και της αυστηρής πιστωτικής πολιτικής που τηρούν οι τράπεζες είναι η εξεύρεση χρηματοοικονομικών πόρων. Ο τραπεζικός δανεισμός έχει καταστεί ιδιαίτερα δύσκολος και η έλλειψη χρηματοδότησης καθιστά εξαιρετικά δύσκολη την επιβίωση τους, αλλά και την περαιτέρω ανάπτυξη τους. Με την παρούσα κατάσταση κρίνεται επιτακτική η ανάγκη για εξεύρεση εναλλακτικών τρόπων χρηματοδότησης, έτσι ώστε να γίνει δυνατή η περαιτέρω κινητοποίηση χρηματοοικονομικών πόρων για την πραγματοποίηση επενδύσεων, να ενδυναμωθεί η οικονομία και να υποστηριχθεί η ανάπτυξη των υφιστάμενων επιχειρήσεων και η δημιουργία νέων επιχειρήσεων με προοπτικές εξέλιξης. Η δραματική πτώση του διεθνούς εμπορίου από το 2008 και την συνέχιση της στα επόμενα χρόνια έφερε πολλές ναυτιλιακές εταιρείες αντιμέτωπες με σημαντικά οικονομικά προβλήματα. Πολλές ναυτιλιακές εταιρείες αναγκάστηκαν να αναδιαρθρώσουν ή να ακυρώσουν παραγγελίες στα ναυπηγεία. Τα τρία τελευταία χρόνια έχει παρατηρηθεί μια σημαντική μείωση στην διαθεσιμότητα των τραπεζικών δανείων προς τον τομέα της ναυτιλίας. Πολλές τράπεζες προσπαθούν να αποβάλουν τα χαρτοφυλάκια τους που κυριαρχούνται από δολάρια (\$), όπως είναι τα δάνεια πλοίων προκειμένου να ανταποκριθούν στους αυστηρούς κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας που επιβάλλονται για τις τράπεζες από το σύμφωνο της Βασιλείας. Σήμερα οι διοικήσεις των ναυτιλιακών εταιρειών έχουν μπροστά τους τεράστιες προκλήσεις που προκύπτουν από το αίσθημα αβεβαιότητας στην αγορά, τα ευμετάβλητα ναύλα και τον περιορισμό της χρηματοδότησης μέσω δανείων. Έτσι στόχος τους είναι το αντιμετώπιση της κρίσης και η οικονομική τους επιβίωση αναζητώντας τα απαραίτητα κεφάλαια από εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης.

Παραδοσιακή πηγή χρηματοδότησης είναι η **αυτοχρηματοδότηση**, όπου τα απαραίτητα κεφάλαια για την αγορά του πλοίου διατίθενται από τον ίδιο τον πλοιοκτήτη. Αυτό όμως σήμερα είναι ιδιαίτερα δύσκολο λόγω του υψηλού κόστους του πλοίου και την έκθεση της ναυτιλιακής εταιρείας σε υψηλό επίπεδο κινδύνου.

Άλλη παραδοσιακή μορφή χρηματοδότησης είναι τα **δάνεια από ναυπηγεία**. Η μορφή αυτή χρηματοδότησης έχει διπλό στόχο. Ο πρώτος είναι η ενίσχυση των ναυπηγείων μιας χώρας και ο δεύτερος η προσφορά προνομίων στους πλοιοκτήτες μιας χώρας. Με την υπογραφή του συμβολαίου καταβάλλεται προκαταβολή 10 % του κόστους του πλοίου και η εξόφληση γίνεται με δόσεις και μετά την ολοκλήρωση της ναυπήγησης. Αυτή η μορφή χρηματοδότησης έχει το πλεονέκτημα του σταθερού επιτοκίου, αλλά και το μειονέκτημα του νομισματικού κινδύνου.

Η **χρηματοδοτική μίσθωση (leasing)** είναι μια ακόμη μορφή χρηματοδότησης κατά την οποία ο εκμισθωτής (επενδυτής) αποκτά την κυριότητα ενός περιουσιακού στοιχείου, το οποίο μετά μισθώνεται και χρησιμοποιείται από τον μισθωτή (εφοπλιστή). Οι διαδικασίες της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι απλές και για τους δύο ενδιαφερόμενους και δεν απαιτούνται οι χρονοβόρες διαδικασίες του τραπεζικού δανεισμού, δεν είναι απαραίτητη η απασχόληση ειδικευμένων συμβούλων και τα έξοδα είναι πολύ μικρότερα. Το σύστημα της χρηματοδοτικής μίσθωσης λειτουργεί ως εξής: Στην σύμβαση συμμετέχουν ο μισθωτής (εφοπλιστής), ο οποίος εκμεταλλεύεται οικονομικά το πλοίο και ο εκμισθωτής (επενδυτής), όπου δημιουργεί, οργανώνει, διαχειρίζεται και προωθεί τις δραστηριότητες της χρηματοδοτικής μίσθωσης. Συχνά υπάρχει και το τρίτο μέλος, ο κατασκευαστής, ο οποίος αναλαμβάνει την κατασκευή του πάγιου στοιχείου. Ο εκμισθωτής και ο μισθωτής συμφωνούν για την διάρκεια και τους όρους της σύμβασης καθώς και για το ποσό του μισθώματος. Ο εκμισθωτής και ο κατασκευαστής συμφωνούν για τις προδιαγραφές του πάγιου στοιχείου, το κόστος κατασκευής, τους όρους παράδοσης και πληρωμής, την εγγύηση, την συντήρηση του πάγιου στοιχείου. Τέλος, ο μισθωτής και ο κατασκευαστής συμφωνούν στην επιλογή του στοιχείου, στην παράδοση και στην τεχνική συντήρησης και επισκευής του.

Η χρηματοδοτική μίσθωση χωρίζεται σε δύο κατηγορίες, στην **διαχειριστική μίσθωση (operating leasing)** και στην **χρηματοδοτική μίσθωση (financial leasing)**. Η χρηματοδοτική μίσθωση παρουσιάζει σημαντικά πλεονεκτήματα για τον μισθωτή (εφοπλιστή), όπως χρηματοδότηση 100 % του κόστους κεφαλαίου, μακροχρόνια διάρκεια σύμβασης, σημαντικά φορολογικά πλεονεκτήματα και σημαντικά οικονομικά οφέλη. Βέβαια, σημαντικά

πλεονεκτήματα παρουσιάζει και για τον επενδυτή, όπως αύξηση κερδών, μείωση ρίσκου, επιπρόσθετη χρηματοδοτική δραστηριότητα. Η χρηματοδοτική μίσθωση έχει όμως και ορισμένα μειονεκτήματα. Ειδικότερα στην ναυτιλία είναι: Το υψηλό κόστος επένδυσης, τα προβλήματα με την νομική κυριότητα του πλοίου, όπως το γεγονός ότι ο μισθωτής (εφοπλιστής ) μέσω της χρηματοδοτικής μίσθωσης δεν έχει το δικαίωμα πώλησης του πλοίου ενώ διατρέχει τον κίνδυνο αδυναμίας να ανταποκριθεί στην σύμβαση χρηματοδότησης.

Η επιδείνωση της πιστωτικής χρηματοδότησης από τις τράπεζες αποτελεί την μεγαλύτερη απειλή για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις πολλές εκ των οποίων αναζητούν εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, όπως τα **ιδιωτικά κεφάλαια** (private equity), προκειμένου να καλύψουν τις ανάγκες τους. Τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (private equity funds) είναι εταιρείες που κάνουν επενδύσεις ή εξαγορές ή ενισχύουν τον ισολογισμό μιας επιχείρησης, χρηματοδοτούν επιχειρήσεις νέων τεχνολογιών ή τα κεφάλαια τους χρησιμοποιούνται για την επέκταση του κεφαλαίου κίνησης. Η πλειοψηφία των ιδιωτικών επενδυτών κεφαλαίων αποτελείται από θεσμικούς επενδυτές που μπορούν να επενδύουν μεγάλα χρηματικά ποσά για μεγάλο χρονικό διάστημα. Το μέγεθος της ιδιωτικής αγοράς κεφαλαίων αυξήθηκε από το 1970 και μετά. Τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια χρειάζονται μεγάλες περιόδους εκμετάλλευσης και δραστηριοποιούνται κυρίως σε αυτό που λέγεται μόχλευση εξαγορών. Τα private equity στόχο τους έχουν να βελτιώσουν τα οικονομικά αποτελέσματα και τις προοπτικές μιας εταιρείας με την ελπίδα μετά να την μεταπωλήσουν ή να την εισάγουν ξανά στο χρηματιστήριο. Οι στρατηγικές επενδύσεις που χρησιμοποιούνται είναι η εξαγορά μέσω **μόχλευσης**, τα **κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital)**, τα **κεφάλαια ανάπτυξης (growth capital)** που επενδύουν σε εταιρείες που βρίσκονται στο επίπεδο ανάπτυξης και οι επενδύσεις από **κερδοσκοπικά αμοιβαία κεφάλαια (hedge funds)** σε εταιρείες που αντιμετωπίζουν έντονα οικονομικά προβλήματα.

Επίσης, στρατηγική επένδυση είναι η επένδυση στην **δευτερογενή αγορά (private equity secondary market)** και η στρατηγική των **funds of funds**, τα οποία είναι ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια που επενδύονται σε άλλα επενδυτικά κεφάλαια με σκοπό να παρέχουν στους επενδυτές ένα προϊόν χαμηλότερου ρίσκου. Στην ναυτιλία αυτή η μορφή χρηματοδότησης δεν είναι πολύ διαδεδομένη και άρχισε να χρησιμοποιείται από την εμφάνιση της παγκόσμιας κρίσης του 2008 και μετά. Η **έκδοση ομολογιών** είναι μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης που δεν είναι πολύ διαδεδομένη στην ναυτιλία. Οι προϋποθέσεις για την έκδοση ομολόγων είναι πολύ αυστηρές και επιτυγχάνονται δύσκολα

από τις ναυτιλιακές εταιρείες. Η επιχείρηση που θέλει να εκδώσει ομολογίες πρέπει να έχει ικανό πιστωτικό επίπεδο. Η ναυτιλιακή επιχείρηση που θέλει να αντλήσει κεφάλαια εκδίδει ομολογίες. Για τα επιχειρηματικά ομόλογα είναι η ύπαρξη μιας αξιόπιστης εταιρείας που θα οργανώσει και θα διαθέσει τα ομόλογα και θα παρέχει εγγυήσεις για την εκδότρια εταιρεία. Οι ομολογίες είναι τίτλος σταθερού εισοδήματος, είναι αριθμημένες και αναφέρουν την ονομαστική αξία και το επιτόκιο του δανείου. Η διάρκεια των ομολογιών είναι από 3 μέχρι 20 χρόνια. Το βασικό πλεονέκτημα της έκδοσης ομολογιών είναι η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση που σχεδόν ταυτίζεται με την οικονομική ζωή ενός πλοίου. Η **ενδιάμεση χρηματοδότηση** (mezzanine finance) είναι μια μορφή ειδικής χρηματοδότησης και αποκαλείται χρέος με προνομιούχες μετοχές. Αυτή η μορφή χρηματοδότησης μπορεί να μετατραπεί σε απλές μετοχές. Η ενδιάμεση χρηματοδότηση δεν έχει μεγάλη εξασφάλιση όσο η χρηματοδότηση με πρώτη υποθήκη και το κόστος από τους τόκους είναι υψηλότερο. Η δυσκολία που παρουσιάζει η μορφή αυτής της χρηματοδότησης είναι η δημιουργία σταθερού και ικανού ταμειακού προγράμματος (cash - flow).

Άλλη μορφή χρηματοδότησης για την άντληση κεφαλαίων είναι οι **θεσμικοί επενδυτές**. Οι θεσμικοί επενδυτές δίνουν την δυνατότητα στις ναυτιλιακές εταιρείες να παρακάμψουν τον παραδοσιακό τρόπο χρηματοδότησης. Στην ναυτιλιακή βιομηχανία επενδύουν κυρίως οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων και οι εταιρείες αντιστάθμισης κινδύνου. Ασχολούνται με επενδύσεις υψηλού κινδύνου με στόχο τις υψηλές αποδόσεις. Στο κεφάλαιο που ακολουθεί θα εξετάσουμε τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης που είναι η αυτοχρηματοδότηση και τα δάνεια των ναυπηγείων. Επίσης θα εξετάσουμε τις μορφές χρηματοδότησης πριν και μετά την οικονομική κρίση του 2008. Ειδικότερα, οι μορφές χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνταν στην ναυτιλία πριν την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης είναι η χρηματοδοτική ναυτιλιακή μίσθωση (leasing), η ενδιάμεση χρηματοδότηση (mezzanine finance) και η έκδοση ομολογιών (bond issues). Αντίθετα, οι μορφές χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνται μετά την εμφάνιση της κρίσης είναι κυρίως οι επενδυτικοί οίκοι (institutional investors) και τα ιδιωτικά κεφάλαια (private equity) με τις διάφορες μορφές τους.

## 4.2 Αυτοχρηματοδότηση

Ο πιο υγιέστερος οικονομικός τρόπος εξεύρεσης κεφαλαίων είναι η χρηματοδότηση μιας επιχείρησης από ίδιους πόρους αντί για την προσφυγή σε δανεισμό. Στην ναυτιλία αποτελούσε τον συνηθέστερο τρόπο χρηματοδότησης μέχρι το 1950, όπου οι τιμές των πλοίων ήταν χαμηλότερες και δεν υπήρχαν άλλες επιλογές. Είναι ένας παραδοσιακός τρόπος χρηματοδότησης, όπου τα απαραίτητα κεφάλαια διατίθενται από τον ίδιο τον πλοιοκτήτη. Οι πηγές αυτοχρηματοδότησης για μια ναυτιλιακή επιχείρηση μπορεί να είναι η εσωτερική άντληση πόρων από τα κέρδη που πραγματοποίησε η επιχείρηση σε προηγούμενες χρήσεις, δηλαδή ο περιορισμός του ποσοστού του μερίσματος που διανέμεται. Πηγή αυτοχρηματοδότησης εκτός από τα κέρδη είναι οι αποσβέσεις των πάγιων στοιχείων της επιχείρησης ή και η πώληση περιουσιακών στοιχείων.

Άλλος τρόπος αυτοχρηματοδότησης είναι η αύξηση του αρχικού κεφαλαίου της επιχείρησης μέσω της έκδοσης νέων μετοχών και η αγορά τους από τους ίδιους τους μετόχους. Σημαντικός παράγοντας για μια ναυτιλιακή επιχείρηση είναι η ύπαρξη φορολογικών ελαφρύνσεων, η οποία οδηγεί σε προσωρινή αύξηση των κερδών της επιχείρησης και την βοηθά στην αντιμετώπιση του προβλήματος της ρευστότητας (είναι η ικανότητα της επιχείρησης να αντιμετωπίζει τις ληξιπρόθεσμες ανάγκες της χωρίς να προσφεύγει σε έκτατα μέτρα). Η ικανότητα αυτοχρηματοδότησης μιας επιχείρησης δείχνει την ευρωστία της και την ανεξαρτησία της έναντι στον τραπεζικό δανεισμό.

Η αυτοχρηματοδότηση έχει θετικά και αρνητικά πλεονεκτήματα. Στα θετικά πλεονεκτήματα είναι ότι αποτελεί την υγιή μορφή χρηματοδότησης και ενισχύει την αυτοδυναμία και την ανεξαρτησία της επιχείρησης ενάντια στον εξωτερικό δανεισμό. Οι πλοιοκτήτες διατηρούν τον έλεγχο της εταιρείας με χαμηλό κόστος χρηματοδότησης. Διευκολύνει τις επιλογές στα επενδυτικά προγράμματα και μειώνει τις επιπτώσεις από ενδεχόμενη οικονομική κρίση στην αγορά. Τέλος, στα μειονεκτήματα περιλαμβάνονται το υψηλό κόστος απόκτησης πλοίου, η συγκέντρωση των απαραίτητων κεφαλαίων από ίδιες πηγές που σήμερα είναι δύσκολη και η έκθεση της επιχείρησης σε υψηλό επίπεδο κινδύνου.

### 4.3 Χρηματοδοτική Ναυτιλιακή Μίσθωση (Leasing)

Η χρηματοδοτική μίσθωση θεωρείται από τους ναυτιλιακούς οικονομολόγους ως η τρίτη πιο σημαντική πηγή χρήματος. Η ναυτιλιακή χρηματοδοτική μίσθωση είναι η μίσθωση ενός πλοίου για την διάρκεια της οικονομικής του ζωής. Η χρηματοδοτική μίσθωση χρησιμοποιείται ευρύτατα κατά το παρελθόν, τον 14 αιώνα μ.Χ., κυρίως για μίσθωση εκτάσεων κτιρίων ή εργαλείων. Όμως, η κύρια ανάπτυξη του θεσμού γίνεται μετά την βιομηχανική επανάσταση. Στην Αγγλία στις αρχές του 20 αιώνα στην κλωστοϋφαντουργική βιομηχανία και στις τηλεπικοινωνίες, μεγάλο μέρος του μηχανολογικού εξοπλισμού προμηθεύονταν με τη μέθοδο της μίσθωσης. Στην σύγχρονη εποχή ο θεσμός της χρηματοδοτικής μίσθωσης καθιερώθηκε στις Η.Π.Α. το 1952. Η πρώτη εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης στην Αγγλία ήταν η Mercantile Leasing Company που δημιουργήθηκε το 1960. Η χρηματοδοτική μίσθωση είναι μια μορφή χρηματοδότησης κατά την οποία ο επενδυτής (εκμισθωτής) αποκτά την κυριότητα ενός περιουσιακού στοιχείου, το οποίο στην συνέχεια μισθώνεται και χρησιμοποιείται από τον μισθωτή. Στην σύμβαση που υπογράφεται μεταξύ των δύο ενδιαφερόμενων, καθορίζεται το μίσθωμα, η συχνότητα καταβολής του και το χρονικό διάστημα. Στην ναυτιλία με αυτή την μορφή χρηματοδότησης, το πλοίο αγοράζεται από έναν χρηματοδοτικό οργανισμό και μισθώνεται με συμβόλαιο στο εφοπλιστή, συνήθως μακροπρόθεσμο, ο οποίος έχει τον απόλυτο έλεγχο της εκμετάλλευσης του πλοίου. Στην Ελλάδα οι πρώτες προσπάθειες απόκτησης πλοίων με αυτή τη μορφή χρηματοδότησης έγιναν το 2001 από την Citibank. Είναι φανερό ότι με την χρηματοδότηση leasing δίνεται η δυνατότητα στην ναυτιλιακή επιχείρηση, να ανανεώνει, να εκσυγχρονίζει και να επεκτείνει τον στόλο της χωρίς να χρειάζεται η διάθεση ιδίων κεφαλαίων ή τη σύναψη δανείων.

Η χρηματοδοτική μίσθωση χωρίζεται σε δύο κατηγορίες: **Στην διαχειριστική μίσθωση (operating leasing)** που είναι μια απλή μορφή μίσθωσης, όπου ο επενδυτής (εκμισθωτής) παρέχει όλες τις υπηρεσίες συντήρησης και ασφάλισης του πλοίου και με δικαίωμα του εφοπλιστή (μισθωτής) να ζητήσει την αντικατάσταση του σε περίπτωση οικονομικής απαξίωσης. **Στη χρηματοδοτική μίσθωση (financial leasing)**: Αυτή η κατηγορία της χρηματοδοτικής μίσθωσης αποτελεί συνδυασμό του τραπεζικού δανεισμού και της μίσθωσης κεφαλαίων και την συναντάμε πιο συχνά στην ναυτιλία. Με το financial leasing ο εφοπλιστής (μισθωτής) φέρει την ευθύνη για την συντήρηση και την επισκευή του πλοίου. Η

χρηματοδοτική μίσθωση συναντάται με διάφορες μορφές. Στην άμεση μίσθωση (direct leasing) αποτελεί την πιο απλή μορφή χρηματοδοτικής μίσθωσης, στην πώληση - μίσθωση (sale and lease back) όπου ο μισθωτής πουλά στον μισθωτή και στην συμμετοχική μίσθωση (leverage leasing) που χρησιμοποιείται κυρίως σε μισθώσεις υψηλών κεφαλαίων. Η χρηματοδοτική μίσθωση είναι μια τεχνική απόκτησης από τον μισθωτή (εφοπλιστή) της οικονομικής χρήσης του πλοίου για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Σε αυτό το χρονικό διάστημα ο εκμισθωτής (επενδυτής) αναπτύσσει την δραστηριότητα στον τομέα των χρηματοδοτικών μισθώσεων και η μέθοδος leasing καλύπτει ολόκληρη την αξία του πάγιου στοιχείου, το οποίο χρησιμοποιείται από τον μισθωτή για την οικονομική του δραστηριότητα. Ο μισθωτής (εφοπλιστής) έχει την δυνατότητα επιλογής, σχετικά με τις τεχνικές προδιαγραφές, την τιμή και τον χρόνο παράδοσης του πλοίου. Ακόμη έχει την δυνατότητα να αποκτήσει το πλοίο στο τέλος της μίσθωσης πληρώνοντας το προκαθορισμένο ποσό. Η νομική κυριότητα του πλοίου ανήκει στον εκμισθωτή (επενδυτής) που του δίνει την δυνατότητα επανάκτησης του πλοίου σε περίπτωση πτώχευσης του εφοπλιστή. Η σύμβαση συνδέεται με την οικονομική διάρκεια της ζωής του πλοίου, ενώ τα μισθώματα καλύπτουν την αξία κτήσεως του πλοίου εκτός των τόκων και των άλλων εξόδων του εφοπλιστή. Τέλος, κατά την διάρκεια της σύμβασης κανένα από τα εμπλεκόμενα μέρη δεν μπορεί να την καταγγείλει. Με την λήξη της σύμβασης ο εφοπλιστής έχει την δυνατότητα ανανέωσης της χρηματοδοτικής μίσθωσης με μείωση του μισθώματος, την επιλογή να αγοράσει το πλοίο με βάση τις τιμές στην αγορά ή το πλοίο βάση συμφωνίας να πουληθεί στην ανοικτή αγορά και τα έσοδα να μοιραστούν μεταξύ επενδυτή και εφοπλιστή.

Η μίσθωση μέσω leasing έχει σημαντικά **πλεονεκτήματα**. Η χρηματοδοτική μίσθωση αποτελεί λύση για μια ναυτιλιακή επιχείρηση που δεν μπορεί να προσφύγει σε δανεισμό. Ο εφοπλιστής δεν χρειάζεται να καταβάλει δικά του κεφάλαια για την απόκτηση του πλοίου που χρειάζεται, γιατί μέσω αυτής της μορφής χρηματοδότησης είναι δυνατή η κάλυψη ολόκληρης της επένδυσης. Είναι σημαντικό ότι για την μίσθωση του πλοίου δεν χρειάζονται πρόσθετες ασφάλειες, όπως η υποθήκη που είναι απαραίτητη για τον τραπεζικό δανεισμό. Έτσι λοιπόν, με την χρηματοδοτική μίσθωση υπάρχει **χρηματοδότηση 100 %** της ζητούμενης επένδυσης, επιτυγχάνεται η ανάπτυξη αλλά και η δημιουργία επιχειρήσεων εκεί που δεν υπάρχουν τα απαραίτητα κεφάλαια. Σε μια ναυτιλιακή χρηματοδοτική μίσθωση η χρονική διάρκεια της σύμβασης πρέπει να δίνει την δυνατότητα στον εφοπλιστή να κερδίσει για να μπορεί στην συνέχεια να εξοφλήσει το χρέος του. Σε περιπτώσεις υψηλών κεφαλαίων

η περίοδος της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι πάνω από 10 χρόνια. Συνήθως ο χρηματοδότης σχεδιάζει τους όρους και την διάρκεια της σύμβασης να ταιριάζουν με τα έσοδα του χρηματοδοτούμενου πλοίου που πιθανόν να είχε από μια μακροχρόνια ναύλωση. Ο χρηματοδότης έχει στόχο να κάνει απόσβεση του κεφαλαίου που δαπάνησε για την αγορά του πλοίου, να κάνει πρόβλεψη για τα έξοδα του δανείου και το κέρδος. Ο μισθωτής (εφοπλιστής) πρέπει να γνωρίζει τη δυνατότητα του πλοίου για έσοδα, ώστε η περίοδος αποπληρωμής να είναι αποδεκτή και από τις δύο πλευρές. Η χρηματοδοτική μίσθωση δεν αποτελεί μορφή δανεισμού. Το κόστος της μπορεί να μην συμπεριληφθεί στον **ισολογισμό** ενώ το μισθωμένο πλοίο δεν εμφανίζεται ούτε στο ενεργητικό της εταιρείας ως πάγιο στοιχείο, αλλά ούτε στο παθητικό του ισολογισμού για πληρωμές μισθωμάτων, με αποτέλεσμα ο μισθωτής (εφοπλιστής) να εμφανίζεται με λιγότερες υποχρεώσεις. Έτσι λοιπόν με την leasing χρηματοδότηση υπάρχει η δυνατότητα να χρηματοδοτηθούν ναυτιλιακές επιχειρήσεις με περιορισμένη πιστοληπτική ικανότητα. Αυτό συμβαίνει, γιατί ο μισθωτής (εφοπλιστής) έχει υποχρεώσεις που δεν φαίνονται στο χρηματοοικονομικό προφίλ της μισθώτριας εταιρείας και υπάρχει το ενδεχόμενο μιας λανθασμένης εικόνας στην φερεγγυότητα της.

Επίσης η χρηματοδοτική μίσθωση έχει σοβαρά **φορολογικά πλεονεκτήματα**. Τα χρηματικά ποσά που καταβάλλονται από την εταιρεία για την μίσθωση του πλοίου θεωρούνται λειτουργικά έξοδα και εκπίπτουν από το φορολογητέο ποσό. Αυτά τα κίνητρα έχουν στόχο την αύξηση των επενδύσεων μέσω του θεσμού της χρηματοδοτικής μίσθωσης είτε με φοροαπαλλαγές που φτάνουν το 70 % είτε με την έκπτωση ολόκληρου του ποσού των μισθωμάτων σαν λειτουργική δαπάνη, σε αντίθεση με τον τραπεζικό δανεισμό, όπου εκπίπτουν οι τόκοι και οι αποσβέσεις. Η χρηματοδοτική μίσθωση αποτελεί μια σταθερή συμφωνία, η οποία δεν επηρεάζεται από αλλαγές στη φορολογία ή στο λογιστικό κόστος του χρήματος. Αυτό επιτρέπει στον μισθωτή (εφοπλιστή) να σχεδιάσει το ταμειακό του πρόγραμμα, να υπολογίσει στα μισθώματα που καταβάλει την συχνότητα και το ποσό των δόσεων κατά την διάρκεια της σύμβασης. Αυτή η πρόβλεψη έχει μεγάλη συμβολή στον σωστό **χρηματοοικονομικό έλεγχο** της ναυτιλιακής επιχείρησης.

Η χρηματοδοτική μίσθωση έχει σημαντικά **οικονομικά οφέλη** για τον εφοπλιστή αλλά και για τον επενδυτή. Λόγω του υγιούς ανταγωνισμού που υπάρχει μεταξύ των τραπεζών, το επιτόκιο στην σύμβαση της μίσθωσης είναι χαμηλό και απουσιάζουν τα κόστη και οι δαπάνες που υπάρχουν στον τραπεζικό δανεισμό. Υπάρχει σημαντική έκπτωση στα πάγια στοιχεία ή



από την αγορά πλοίων που φθάνει μέχρι 30 % λόγω της διακίνησης τους από χώρα σε χώρα μέσω των εταιρειών χρηματοδοτικής μίσθωσης. Η χρηματοδοτική μίσθωση είναι ελκυστικός τρόπος χρηματοδότησης, γιατί μειώνει τον επιχειρηματικό κίνδυνο. Αυτό συμβαίνει γιατί σε περίπτωση πτώχευσης, οι μισθωτές (εφοπλιστές) δεν φέρουν ολόκληρο το βάρος των κεφαλαίων από την επένδυση καθώς ένα μέρος του ρίσκου επιβαρύνει τον χρηματοδότη. Η μέθοδος leasing είναι μια πρόσθετη πηγή χρηματοδότησης, γιατί η ναυτιλιακή εταιρεία μπορεί να αποκτήσει πλοίο χωρίς να επιβαρύνει το πιστωτικό της όριο. Έτσι εξοικονομεί κεφάλαια, τα οποία χρειάζονται για την ρευστότητα της ή μπορεί να τα επενδύσει σε άλλα projects. Τέλος, η σύμβαση της χρηματοδοτικής μίσθωσης έχει μεγάλη ευελιξία όσον αφορά τον καθαρισμό των μισθωμάτων, τους όρους σύμβασης, την συχνότητα πληρωμής ενώ δεν απαιτούνται εμπράγματα ασφάλειες και δεν υπάρχουν οι παρεμβάσεις που επιβάλλονται στον τραπεζικό δανεισμό.

Εκτός από τα παραπάνω πλεονεκτήματα που έχει η μέθοδος leasing και αφορούν κυρίως τον μισθωτή (εφοπλιστή) υπάρχουν σημαντικά πλεονεκτήματα και για τις εταιρείες που διαθέτουν τα κεφάλαια για την επένδυση. Με την κατάλληλη αξιοποίηση των κινήτρων που δίνουν οι αναπτυξιακοί νόμοι, οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης έχουν **αύξηση των κερδών τους**. Τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται για παραγωγικές επενδύσεις εκπίπτουν στα αναπτυξιακά κίνητρα που είναι οι επιχορηγήσεις κεφαλαίων και υπάρχουν σημαντικές ελαφρύνσεις, όπως οι ετήσιες επιδοτήσεις επιτοκίων, οι ετήσιες αποσβέσεις εξοπλισμού, φορολογικές απαλλαγές κ.α. Η χρηματοδοτική μίσθωση αποτελεί μια επιπλέον μορφή χρηματοδότησης για τον επενδυτή, με αποτέλεσμα να υπάρχει η δυνατότητα για **νέες επιχειρηματικές δραστηριότητες**. Για τον χρηματοδοτικό οργανισμό υπάρχει μείωση του ρίσκου στην περίπτωση που ο εφοπλιστής δεν μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του και έχει το δικαίωμα επανάκτησης του πλοίου ως νόμιμος ιδιοκτήτης.

Η μίσθωση leasing κατά την εφαρμογή της παρουσιάζει όμως και ορισμένα **μειονεκτήματα**. Ειδικά για την ναυτιλία το κόστος επένδυσης είναι υψηλό σε σύγκριση με το δάνειο από μια τράπεζα, γιατί τα κεφάλαια για την αγορά ενός πλοίου από τον επενδυτή υπερβαίνουν κατά πολύ τα κεφάλαια μέσω του τραπεζικού δανεισμού. Υπάρχει σημαντικό πρόβλημα με την νόμιμη κυριότητα του πάγιου στοιχείου (του πλοίου). Η μισθώτρια επιχείρηση είναι υπεύθυνη για οτιδήποτε έχει σχέση με το πλοίο, δηλαδή ο εφοπλιστής επιβαρύνεται με οποιοδήποτε δαπάνη χρειαστεί με αποτέλεσμα να περιορίζεται η διαπραγματευτική δυνατότητα στις συναλλαγές και να υπάρχει μείωση της οικονομικής

επιφάνειας της μισθώτριας εταιρείας. Ο μισθωτής - πλοιοκτήτης δεν έχει την κυριότητα του πλοίου και έτσι δεν έχει το δικαίωμα πώλησης του πλοίου. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα απώλεια κερδών, γιατί θα μπορούσε με την πώληση του πλοίου στο κατάλληλο timing να αποκομίσει σημαντικά κέρδη. Τέλος, υπάρχει και ο κίνδυνος αδυναμίας του εφοπλιστή να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της σύμβασης, το οποίο στην ναυτιλία είναι πολύ σημαντικό, γιατί τα πλοία απαιτούν υψηλά επενδυτικά κεφάλαια και η μη πληρωμή τους οδηγεί την μισθώτρια ναυτιλιακή επιχείρηση σε πτώχευση.

#### **4.4 Θεσμικοί Επενδυτές (Institutional Investors)**

Για τις επιχειρήσεις που επιδιώκουν την οικονομική ανάπτυξη, η εσωτερική χρηματοδότηση είναι αναγκαία όταν έχουν εξαντληθεί τα αρχικά τους κεφάλαια. Η παραδοσιακή ναυτιλιακή αγορά τα τελευταία 2 χρόνια έχει υποστεί σημαντικές αλλαγές. Οι παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης έχουν μειωθεί σημαντικά ενώ οι χρηματοοικονομικές απαιτήσεις παραμένουν υψηλές.

Μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης για άντληση κεφαλαίων είναι οι **θεσμικοί επενδυτές**. Πρόκειται για μονάδες της οικονομίας που διαθέτουν πολύ μεγάλα ποσά για επένδυση. Τέτοιες μονάδες είναι τα συνταξιοδοτικά ταμεία (pension funds), οι επενδυτικές τράπεζες, (investment banks), οι επενδυτικές εταιρείες (investment companies), τα αμοιβαία κεφάλαια (mutual funds), οι διαμεσολαβητές της αγοράς (brokers), οι ασφαλιστικές εταιρείες (insurance companies), τα κρατικά κεφάλαια διαχείρισης πλούτου (sovereign - wealth funds) και οι εταιρείες αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds). Σε έναν κόσμο που οι τράπεζες βρίσκονται σε υποχώρηση και η ζήτηση για πιστωτικά κεφάλαια υπερβαίνουν την προσφορά τα τελευταία χρόνια οι θεσμικοί επενδυτές έχουν αφαιρέσει ένα μέρος εργασιών από τα πιστωτικά ιδρύματα. Οι επιλογές και οι τοποθετήσεις των κεφαλαίων των θεσμικών επενδυτών μπορούν να επηρεάσουν αποφασιστικά τις εξελίξεις στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου καθώς επίσης και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Μόνο τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι εταιρείες ασφάλισης ζωής εκτιμάται ότι διακινούν κεφάλαια ύψους 30 τρις \$. Οι θεσμικοί επενδυτές επενδύουν είτε για λογαριασμό τους είτε για λογαριασμό μικρών επενδυτών και γενικά κινούν σημαντικά χρηματικά ποσά σε διάφορες επενδύσεις ανάλογα των αποδόσεων και του ρίσκου που θέλουν να αναλάβουν. Οι θεσμικοί επενδυτές δίνουν την δυνατότητα στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις να παρακάμψουν τον παραδοσιακό τρόπο χρηματοδότησης και να ενισχύουν την άμεση προσφορά κεφαλαίων. Οι εταιρείες αυτές

σήμερα επενδύουν σε ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπως είναι τα εταιρικά ομόλογα τα ξένα νομίσματα, οι μετοχές, οι τίτλοι του δημοσίου, οι ενυπόθηκοι τίτλοι κ.α. Σημαντικός παράγοντας για τα επιχειρηματικά αυτά κεφάλαια είναι η στρατηγική εξόδου, δηλαδή το σημείο στο οποίο ο επενδυτής μπορεί να μεταφέρει την επένδυση του άλλου απελευθερώνοντας κεφάλαια που θα ανακυκλωθούν σε νέες επιχειρήσεις. Στην ναυτιλία επενδύουν κυρίως οι εταιρείες αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds) και οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων (mutual funds). Ασχολούνται με επενδύσεις υψηλού κινδύνου με σκοπό την επίτευξη υψηλών αποδόσεων. Λειτουργούν στα πλαίσια της διασποράς του κινδύνου και μείωσης του συνολικού ρίσκου που περιέχεται σ' ένα χαρτοφυλάκιο χρησιμοποιώντας πολλές εναλλακτικές μεθόδους επένδυσης. Η χρηματοδότηση τους αφορά συμβόλαια νέων ναυπηγήσεων αλλά και πλοία που είναι ήδη στην θάλασσα αλλά είναι σε χρονοναύλωση για μεγάλους οργανισμούς (π.χ. Gasprom). Το 2013 έχουν επενδυθεί σε ναυτιλιακές επιχειρήσεις ελληνικών συμφερόντων κεφάλαια ύψους, τα οποία ανέρχονται πάνω από 2 δις \$. Επενδύουν σε μετοχές ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο NYSE. Είναι κυρίως ναυτιλιακές μετοχές που μπορεί να είναι καλά τοποθετημένες αυτή την στιγμή και να έχουν μερισματική απόδοση μεταξύ του 3 % και 7 % για την ανάκαμψη που φαίνεται στον ορίζοντα. Γνωστές τέτοιες εταιρείες, είναι η Coldman Sachs, η Fidelity Investment, η JP Morgan, η Black Rock κ.α. Το πρώτο hedge funds δημιουργήθηκε από τον Alfred N Jones το 1949 στις Η.Π.Α. Αυτή τη στιγμή σε όλο τον κόσμο λειτουργούν πάνω από 8.300 hedge funds ενώ το ενεργητικό τους με στοιχεία του 2010 είναι περί το 1,4 τρις Ευρώ.

#### **4.5 Ενδιάμεση Χρηματοδότηση (Mezzanine Finance)**

Αυτή η μορφή χρηματοδότησης εμφανίστηκε τα τελευταία 50 χρόνια. Η ενδιάμεση χρηματοδότηση είναι μια ειδική μορφή χρηματοδότησης κεφαλαίου που συνδυάζει στοιχεία τόσο ιδίων κεφαλαίων όσο και χρέους. Μέσω αυτής οι εταιρείες που δεν έχουν πρόσβαση στην αγορά ομολόγων υψηλής απόδοσης μπορούν να εξασφαλίσουν επιπλέον κεφάλαιο μεγαλύτερου ύψους από αυτό που είναι πρόθυμοι οι παραδοσιακοί δανειστές να τους εξασφαλίσουν. Οι κύριες πηγές της ενδιάμεσης χρηματοδότησης είναι ιδιώτες επενδυτές, ασφαλιστικές εταιρείες, αμοιβαία κεφάλαια, συνταξιοδοτικά ταμεία και τράπεζες.

Κατατάσσεται στις χρηματοδοτήσεις κεφαλαίου ύστερα από το κύριο χρέος αλλά πριν από τις απλές μετοχές (ordinary equity). Υπάρχει βέβαια η δυνατότητα η χρηματοδότηση αυτή να μετατραπεί και σε απλές μετοχές. Η ενδιάμεση χρηματοδότηση συγκεντρώνει σημαντικά υψηλά ποσά για όλα τα μεγέθη των επιχειρήσεων. Με αυτή την μορφή χρηματοδότησης μια εταιρεία μπορεί να αξιοποιήσει δύο και τρεις φορές τις ταμειακές της ροές. Σήμερα λόγω ότι πολλές εταιρείες δεν πληρούν πλέον τα περιουσιακά στοιχεία για χρηματοδότηση μέσω εμπορικών τραπεζών η χρήση αυτής της μορφής χρηματοδότησης θα αυξάνεται. Η χρηματοδότηση αυτή δεν έχει μεγάλη εξασφάλιση όσο η χρηματοδότηση με υποθήκη αλλά και το κόστος από τους τόκους είναι υψηλό. Στην ναυτιλία χρησιμοποιείται για την κάλυψη του κενού μεταξύ δανείων με πρώτη υποθήκη και των ιδίων κεφαλαίων.

Οι προϋποθέσεις μιας ναυτιλιακής επιχείρησης για ενδιάμεση χρηματοδότηση είναι να έχει καλή φήμη, να μπορεί να επιδείξει ένα ιστορικό κερδοφορίας και ένα βιώσιμο σχέδιο για ανάπτυξη και η δυνατότητα της να παράγει ταμειακές ροές. Τα κεφάλαια από αυτή την μορφή χρηματοδότησης, μια επιχείρηση μπορεί να τα χρησιμοποιήσει για επέκταση, για αγορά εξοπλισμού, για να καλύψει τρέχουσες ανάγκες κ.α.

Ο τρόπος λειτουργίας στην ενδιάμεση χρηματοδότηση είναι ο παρακάτω: Η ναυτιλιακή επιχείρηση διαπραγματεύεται μια συμφωνία με τους επενδυτές για τα αναγκαία κεφάλαια. Οι δανειστές αποκτούν μέρος της ιδιοκτησίας της επιχείρησης, συνήθως μετοχές. Το χρονικό διάστημα αυτής της συμφωνίας είναι από 3 μέχρι 8 χρόνια. Για το χρονικό διάστημα που ισχύει η συμφωνία πληρώνονται μόνο οι τόκοι για το δάνειο που έλαβε η επιχείρηση. Η εξαγορά του ενδιάμεσου χρέους συνοδεύεται από καθορισμένους όρους, συνήθως οι δανειστές αποπληρώνονται από ανακεφαλαιοποίηση της επιχείρησης σ' έναν νέο γύρο χρηματοδότησης.

Τα πλεονεκτήματα από την μέθοδο αυτή είναι ποικίλα. Ο ιδιοκτήτης της επιχείρησης μπορεί να χάνει μέρος της ανεξαρτησίας του αλλά σπάνια χάνει τον έλεγχο. Εάν η εταιρεία αναπτύσσεται και ευημερεί οι ιδιοκτήτες δεν αντιμετωπίζουν καμιά παρέμβαση από τον δανειστή τους. Προσφέρει σημαντική ευελιξία στην δομή και την ρύθμιση αποπληρωμής της συμφωνίας. Οι δανειστές της mezzanine χρηματοδότησης είναι μακροπρόθεσμοι επενδυτές. Οι δανειστές έχουν μεγάλη εμπειρία γιατί είναι οικονομικά εξελιγμένοι και προσφέρουν πολύτιμη βοήθεια στην ανάπτυξη της στρατηγικής για την μεγιστοποίηση της μακροπρόθεσμης αξίας. Η mezzanine χρηματοδότηση αυξάνει την αξία των μετοχών που κατέχουν οι υφιστάμενοι μέτοχοι ακόμη και αν δεν έχουν μεγάλη συμμετοχή. Η ενδιάμεση

χρηματοδότηση δίνει στις επιχειρήσεις τα κεφάλαια που χρειάζονται για να επεκτείνουν τις δραστηριότητες τους.

Από την άλλη πλευρά όπως είναι φυσικό υπάρχουν και μειονεκτήματα. Ο ιδιοκτήτης της επιχείρησης χάνει μέρος του ελέγχου της επιχείρησης. Οι δανειστές με μακροπρόθεσμα κίνητρα έχοντας ένα ουσιαστικό μερίδιο στην επιχείρηση είναι δυνατόν να οδηγήσει σε προοπτική συνεργασίας. Ο χρηματοδότης έχει δικαίωμα ψήφου στο διοικητικό συμβούλιο και αρμοδιότητες για δράση, αν η εταιρεία δεν ανταποκριθεί στις οικονομικές προβλέψεις της. Η μειωμένη εξασφάλιση του χρέους συνήθως περιλαμβάνει περιοριστικές ρήτρες που ο οφειλέτης πρέπει να τηρήσει, όπως να μην δανειστεί περισσότερα χρήματα αλλά οι οικονομικοί δείκτες που πρέπει να τηρούνται, ο περιορισμός στους ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων στο πως ξοδεύουν τα χρήματα τους σε ορισμένους τομείς και το όριο πληρωμής των μερισμάτων. Η ενδιάμεση χρηματοδότηση είναι πιο ακριβή μορφή χρηματοδότησης από τις παραδοσιακές (τράπεζα) , είναι επίμονη και χρονοβόρα διαδικασία, χρειάζεται από 3 μέχρι 9 μήνες για την οργάνωση και την ολοκλήρωση της.

#### **4.6 Ιδιωτικά Επενδυτικά Κεφάλαια (Private Equity Funds) και διάφορες μορφές**

Τα private equity funds είναι εταιρείες που ενεργούν για λογαριασμό διαφόρων επενδυτών και έχουν μέσο - μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Παρέχουν οικονομική στήριξη σε μια επιχείρηση που δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο με την μορφή συμμετοχής στο μετοχικό της κεφάλαιο ή προχωρούν στην εξαγορά της εταιρείας ή γίνονται κυρίως μέτοχος σε εισηγμένες εταιρείες στο χρηματιστήριο. Τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια προσφέρουν ρευστότητα σε εταιρείες που δεν μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια με άλλο τρόπο.

Τα τελευταία 20 χρόνια η παγκόσμια αγορά ιδιωτικών κεφαλαίων έχει γνωρίσει μεγάλη ανάπτυξη. Δύο είναι οι κύριες μορφές χρηματοδότησης που ξεχωρίζουν. Η μορφή των **private equity funds** που επενδύουν και γίνονται μεγαλομέτοχοι σε επιχειρήσεις που είναι συνήθως εδραιωμένες και τα **venture capital** που το χαρακτηριστικό τους γνώρισμα είναι η χρηματοδότηση επιχειρήσεων, οι οποίες βρίσκονται στα πρώτα στάδια της ανάπτυξης.

Οι επενδυτές που προσφέρουν τα κεφάλαια τους και γίνονται συμμετοχοί στις δραστηριότητες των private equity είναι κυρίως εταιρικά ταμεία ασφαλίσεων, ιδρύματα, ασφαλιστικές εταιρείες, επενδυτικές τράπεζες, ιδιώτες με μεγάλη οικονομική επιφάνεια. Τα κεφάλαια που απαιτούνται για την εξαγορά μιας επιχείρησης από το private equity, δεν είναι

ίδια κεφάλαια αλλά προέρχονται από δανεισμό κυρίως από τράπεζες. Οι στόχοι των επενδύσεων και των εξαγορών είναι εταιρείες που βρίσκονται στο ξεκίνημα και χρειάζονται κεφάλαια για να αναπτυχθούν, εταιρείες που έχουν οικονομικές δυσκολίες και χρειάζονται διοικητική αναδιάρθρωση, εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και έχουν κρυμμένες υπεραξίες. Οι στρατηγικές επένδυσης που χρησιμοποιούνται από τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια είναι η εξαγορά μέσω μόχλευσης, τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών, τα κεφάλαια ανάπτυξης και ενδιάμεση χρηματοδότηση.

**Εξαγορά μέσω μόχλευσης (Leveraged Buyouts)** είναι η πιο συχνή μορφή που χρησιμοποιούν τα private equity funds για επενδύσεις και εξαγορά επιχειρήσεων. Η εξαγορά μιας επιχείρησης μέσω μόχλευσης γίνεται με τον επενδυτή να συμφωνεί στην εξαγορά, χωρίς όμως να καταβάλλει το κεφάλαιο που απαιτείται. Η ολοκλήρωση της εξαγοράς γίνεται με βοήθεια υψηλού δανεισμού. Για την εξασφάλιση αυτών των δανείων χρησιμοποιούνται τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Συνήθως το αρχικό ποσό που μπορεί να είναι το 20% του τιμήματος της εξαγοράς εξασφαλίζεται από το επενδυτικό σχήμα. Το 50 % εξασφαλίζεται από δάνεια που χορηγεί η τράπεζα. Το κεφάλαιο αυτό η τράπεζα το αναζητά από άλλους φορείς, όπως ιδιώτες επενδυτές, μεγάλα ασφαλιστικά ταμεία. Με αυτό τον τρόπο δημιουργείται μια ομάδα δανειστών. Το ποσό που απομένει για να ολοκληρωθεί η εξαγορά το private equity funds προχωρά στην έκδοση ενός ομολογιακού δανείου, το οποίο έχει υψηλή απόδοση αλλά και υψηλό ρίσκο. Μόλις τελειώσει η εξαγορά η εταιρεία εφόσον είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο βγαίνει εκτός και γίνεται ιδιωτική. Για μερικά χρόνια ακολουθεί η αναδιάρθρωση της επιχείρησης και μόλις οι στόχοι επιτευχθούν η εταιρεία εισάγεται ξανά στο χρηματιστήριο.

Άλλη μέθοδος που τα private equity funds κάνουν επενδύσεις και εξαγοράζουν επιχειρήσεις είναι μέσω των **venture capitals**. Είναι ιδιωτικά κεφάλαια που δίνονται σε νεοσύστατες εταιρείες που χαρακτηρίζονται από ανάπτυξη με αντάλλαγμα τις μετοχές τους. Έχουν δικαίωμα λόγου στην διοίκηση της εταιρείας και στις στρατηγικές αποφάσεις. **Management Buyouts / Buyins:** Είναι συνηθισμένη μορφή εξαγοράς από την διοίκηση της ίδιας της επιχείρησης. Συνήθως η διοίκηση της εταιρείας δεν έχει τα απαραίτητα κεφάλαια και η χρηματοδότηση από τράπεζα δεν αναλαμβάνεται λόγω του υψηλού ρίσκου που περιέχει, τα private equity αποτελούν την κύρια πηγή χρηματοδότησης προκειμένου αυτοί που διοικούν να αποκτήσουν και την ιδιοκτησία της εταιρείας. Δεσμεύουν την διοίκηση της επιχείρησης για την αναδιάρθρωση της και μετά την εξαγορά την υποχρεώνουν να πληρώσει

μέρος της επένδυσης. Η χρονική διάρκεια αυτής της μορφής εξαγοράς είναι από 3 μέχρι 7 χρόνια και αφορά εταιρείες που βρίσκονται εκτός χρηματιστηρίου αλλά και εισηγμένες.

Η μορφή επένδυσης **growth capital** αφορά κεφάλαια που επενδύονται σε εταιρείες που θεωρούνται ώριμες στον κλάδο τους. Είναι εταιρείες με κέρδη αλλά δεν μπορούν να επεκταθούν ή να εισχωρήσουν σε καινούργιες αγορές ή να κάνουν εξαγορές για να δημιουργήσουν οικονομίες κλίμακας. Τα private equity funds προσφέρουν τα απαραίτητα κεφάλαια και σε αντάλλαγμα παίρνουν κοινές ή προνομιούχες μετοχές. Αυτό γίνεται με την έκδοση νέων μετοχών και έτσι τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας αυξάνονται. Για την μορφή της ενδιάμεση χρηματοδότηση έχουμε αναφερθεί σε ξεχωριστό κεφάλαιο.

Η πρώτη εμφάνιση των ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων έγινε στην Ευρώπη το 1940, αλλά μέχρι το 1980 δεν έγιναν σημαντικές επενδύσεις. Υπήρξε μια προσωρινή άνθιση του κλάδου μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990. Η κουλτούρα των πολιτισμών της Ευρώπης και η διαφοροποίηση των αγορών δεν βοήθησε την ανάπτυξη αυτών των επενδύσεων. Όμως σήμερα με την παγκοσμιοποίηση να έχει επικρατήσει, με την κρίση στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και τα υψηλά εργατικά κόστη οι επενδύσεις σε ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια αντιμετωπίζονται κυρίως σαν μακροχρόνιες επενδύσεις. Στην ναυτιλία η μέθοδος αυτή της χρηματοδότησης δεν είναι πολύ διαδεδομένη και άρχισε να χρησιμοποιείται μετά το 2009. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η ίδρυση **ετερόρρυθμων εταιρειών** (Master Limited Partnership) και η μελλοντική εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Ναυτιλιακή εταιρεία πρόσφατα με αυτήν την μορφή χρηματοδότησης είναι η **Cost Mare Partner**, του private Equity York capital και της **Navios Maritime Midstream Partners**. Πρόσφατα ανακοινώθηκε η ίδρυση και η μελλοντική εισαγωγή των μετοχών στο χρηματιστήριο μιας ακόμη master limited partnership της **Ocean Ring Partners Cp**. Είναι σημαντικό ότι οι ελληνικών συμφερόντων ναυτιλιακές εταιρείες τύπου M.L.P έχουν αντλήσει το 2014 περίπου 900 εκ. \$ από την κεφαλαιαγορά ενώ όλες οι ναυτιλιακές εταιρείες τύπου M.L.P άντλησαν από την αρχή του χρόνου 3,3 δις. \$.

Το σημαντικότερο πρόβλημα που δημιούργησε η οικονομική κρίση είναι η έλλειψη ρευστότητας. Η πιστωτική κρίση έκανε αισθητή την παρουσία της και στα private equity, τα οποία δεν έχουν την δυνατότητα να συγκεντρώσουν τα απαραίτητα κεφάλαια μέσω δανεισμού. Πάντως με το πέρασμα του χρόνου η δραστηριότητα τους είναι αυξανόμενη. Τα πλεονεκτήματα τους οφείλονται στην μεγάλη τεχνογνωσία και εμπειρία που έχουν, διαθέτουν ανθρώπους με εμπειρία και βαθιά γνώση των αγορών και έχουν πολλές επιλογές. Οι

αποδόσεις τους είναι ελκυστικές για τους επενδυτές που τους εμπιστεύονται τα χρήματα τους και ξεπερνούν τις αποδόσεις που θα είχε κάποιος εάν επένδυε τα χρήματα του στους χρηματιστηριακούς δείκτες.

#### **4.7. Χρηματοδότηση μέσω Έκδοσης Ομολογιών (Bonds Issue)**

Ένα ομόλογο είναι ένα χρεόγραφο, για το οποίο ο εκδότης έχει την υποχρέωση να καταβάλει, στην λήξη της σύμβασης, την ονομαστική του αξία, και στην περίπτωση των ομολόγων με κουπόνι (τόκος), σε τακτά προκαθορισμένα διαστήματα τους τόκους. Ένα ομόλογο είναι ένα δάνειο, το οποίο αντλεί ο εκδότης μέσω των κεφαλαιαγορών. Τα ομόλογα και οι μετοχές είναι και τα δύο χρεόγραφα. Η διαφορά είναι ότι οι κάτοχοι των μετοχών είναι ιδιοκτήτες ενός τμήματος της εκδότριας εταιρείας, ενώ οι κάτοχοι ομολόγων είναι στην ουσία δανειστές του εκδότη. Η πληρωμή του τόκου ενός ομολόγου προηγείται της απόδοσης του μερίσματος των μετοχών από την αντίστοιχη εταιρεία γεγονός πολύ σημαντικό σε περίπτωση πτώχευσης. Ο κάτοχος του ομολόγου μπορεί να προσφύγει στην δικαιοσύνη, ενώ για το μέρισμα μιας μετοχής δεν ισχύει κάτι τέτοιο. Η προσφυγή μιας ναυτιλιακής επιχείρησης σε χρηματοδότηση μέσω της έκδοσης ομολογιακών δανείων αποτελεί μια ενδιάμεση λύση χρηματοδότησης για την άντληση ξένων κεφαλαίων. Η έκδοση ομολογιών επιτρέπει στην επιχείρηση να χρηματοδοτήσει μακροπρόθεσμες επενδύσεις με εξωτερικά κεφάλαια. Η έκδοση ομολογιών από ναυτιλιακές επιχειρήσεις άρχισε να διαδίδεται τα τελευταία 20 χρόνια. Σε αυτό το χρονικό διάστημα αυξήθηκαν οι ανάγκες εναλλακτικών τρόπων χρηματοδότησης της ναυτιλίας, λόγω της παγκόσμιας κρίσης, της πιστωτικής απροθυμίας των τραπεζών λόγω του συμφώνου της Βασιλείας, λόγω της γήρανσης των στόλων και της θέσπισης αυστηρότερων κανόνων ασφάλειας των πλοίων και προστασίας από τη θάλασσα ρύπανση. Οι ομολογίες είναι τίτλοι σταθερού εισοδήματος που βεβαιώνουν το ποσό δάνεισε ο κάτοχος στον εκδότη τους. Κάθε τίτλος είναι αριθμημένος και αναγράφει την ονομαστική αξία και το επιτόκιο δανεισμού. Τα τοκομερίδια (κουπόνια) αναγράφουν το ποσό του τόκου και την ημερομηνία πληρωμής του. Ο χρόνος αποπληρωμής του δανείου είναι από 3 μέχρι 20 χρόνια. Οι προϋποθέσεις που πρέπει να υπάρχουν από μια ναυτιλιακή εταιρεία για την έκδοση ομολογιών είναι πολύ αυστηρές και δύσκολα επιτυγχάνονται. Οι αγορές έχουν την αντίληψη ότι η ναυτιλιακή επιχείρηση είναι επιχείρηση υψηλού κινδύνου, το ίδιο επιβεβαιώνουν και οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης, κατατάσσοντας σταθερά τις ομολογίες που εκδίδονται από



ναυτιλιακές επιχειρήσεις στην κατηγορία των κερδοσκοπικών. Μια ναυτιλιακή εταιρεία για να εκδώσει ομόλογα πρέπει να έρθει σε επαφή με έναν οργανισμό χρηματοοικονομικών υπηρεσιών που θα αναλάβει την έκδοση και θα παρέχει εγγυήσεις για την εκδότηρια επιχείρηση. Ο οργανισμός αυτός αξιολογεί και εκτιμά τα στοιχεία που αφορούν την ναυτιλιακή επιχείρηση και την δυνατότητα της αν θα μπορέσει να αποπληρώσει τους τόκους και το κεφάλαιο και μετά να κάνει την έκδοση των ομολόγων. Η επιλογή του τρόπου που θα γίνει η διανομή των ομολόγων στην αγορά, εξαρτάται από την εκτίμηση της επιχείρησης σχετικά με τον κίνδυνο της συνολικής διοχέτευσης του όγκου των ομολόγων. Η απευθείας διαπραγμάτευση των ομολόγων στην αγορά έχει την αβεβαιότητα το επενδυτικό κοινό να μην ανταποκριθεί πλήρως, ενώ αντίθετα η πώληση των ομολόγων εκτός αγοράς έχει μεγαλύτερη σιγουριά για την διάθεση του όγκου των ομολόγων. Μέχρι το 2005 πραγματοποιήθηκαν διεθνώς 61 εκδόσεις ομολογιακών δανείων από ναυτιλιακές επιχειρήσεις και εισήχθησαν προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένες αγορές των Η.Π.Α. Όλες σχεδόν οι εκδόσεις αφορούσαν ομολογίες υψηλών αποδόσεων και φυσικά υψηλού κινδύνου, δηλαδή ομολογίες που εκδίδονται σε χαμηλή τιμή με υψηλό επιτόκιο και χωρίς εμπράγματη ασφάλεια υπέρ των ομολογιούχων δανειστών. Στα τέλη της δεκαετίας του 1990 όταν η ναυλαγορά είχε σημαντική πτώση και σε συνδυασμό με την αύξηση των επιτοκίων στις Η.Π.Α αυτή η μορφή χρηματοδότησης δημιούργησε σημαντικά προβλήματα στις εκδότες επιχειρήσεις, γεγονός που οδήγησε στην ανάκληση ορισμένων ομολόγων. Αξίζει να σημειωθεί ότι στο χρηματιστήριο Αθηνών παρά το ευνοϊκότερο πλαίσιο εισαγωγής για τις εταιρικές ομολογίες των ναυτιλιακών επιχειρήσεων δεν έχει προσελκύσει τις ελληνικές και ελληνικών συμφερόντων ναυτιλιακές επιχειρήσεις που προσφεύγουν στην έκδοση ομολογιακών δανείων στην Ελλάδα. Οι ομολογίες που εκδίδονται στην χώρα μας από ναυτιλιακές επιχειρήσεις διατίθεται κατά κανόνα με ιδιωτική τοποθέτηση είτε σε θεσμικούς επενδυτές, είτε σε μετόχους, είτε σε πιστωτικά ιδρύματα που χρηματοδοτούν απευθείας τις αντίστοιχες επιχειρήσεις αναλαμβάνοντας για δικό τους λογαριασμό το σύνολο των εκδιδόμενων ομολογιών. Τα πλεονεκτήματα που διακρίνουμε στα ομόλογα είναι, τα ομόλογα είναι ιδιαίτερα ανταγωνιστικά και εξυπηρετούν τις ανάγκες της επιχείρησης για ρευστότητα με αποτέλεσμα την επίτευξη των στρατηγικών της στόχων. Βασικό πλεονέκτημα είναι ότι οι κεφαλαιαγορές προσφέρουν μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση που η διάρκεια της είναι ίση με την οικονομική ζωή ενός πλοίου. Άλλο πλεονέκτημα είναι το σταθερό εισόδημα σε τακτά χρονικά διαστήματα και σε συγκεκριμένες κατηγορίες ομολόγων δεν φορολογείται. Η

εναλλακτική αυτή μορφή χρηματοδότησης λειτουργεί ανταγωνιστικά με την τραπεζική χρηματοδότηση. Δίνει στην επιχείρηση διαπραγματευτική δύναμη για την διαμόρφωση του επιτοκίου το οποίο είναι συνήθως μικρότερο από τα τραπεζικά εναλλακτικά δάνεια. Το βασικότερο μειονέκτημα είναι ότι το επιτόκιο καθορίζεται από την αρχή του δανείου και υπάρχει ο κίνδυνος του πληθωρισμού και της διακύμανσης του επιτοκίου. Οι τιμές των ομολόγων κινούνται σε αντίθετη τροχιά με τις τιμές τα των επιτοκίων. Άρα όταν υπάρχει αύξηση στα επιτόκια υπάρχει μείωση στις τιμές των ομολόγων, ενώ οι τιμές των ομολόγων αυξάνονται όταν υπάρχει μείωση στα επιτόκια. Υπάρχει ακόμη ο πιστοληπτικός κίνδυνος όταν ο εκδότης είναι χαμηλής οικονομικής φερεγγυότητας και αδυνατεί να αποπληρώσει το χρέος του στον επενδυτή.

#### **4.8 Ναυπηγικές Πιστώσεις**

Η ναυπηγική χρηματοδότηση (yard finance) είναι παραδοσιακή μορφή χρηματοδότησης. Η ναυπηγική μονάδα είναι μονάδα έντασης κεφαλαίου και ειδικότερα πάγιου κεφαλαίου (κτήρια, λιμενικά έργα, γερανοί). Υπάρχει σημαντική εξάρτηση του κλάδου από τον ναυτιλιακό κύκλο διότι η ευημερία της ναυτιλίας οδηγεί σε παραγγελίες νέων πλοίων, που αποτελούν τη ζήτηση για τα ναυπηγεία. Στην χώρα μας σοβαρή μονάδα είναι τα ελληνικά ναυπηγεία Α.Ε στο Σκαρामαγκά, που ιδρύθηκε το 1956 και το 1960 κατελκύστηκε το πρώτο πλοίο ένα δεξαμενόπλοιο 25000 dwt. Η ναυπηγική δραστηριότητα καθορίζει την προσφορά χωρητικότητας στην ναυτιλία και επηρεάζει τον τρόπο που μεταβάλλεται ο ναυτιλιακός κύκλος. Όταν η ναυτιλιακή αγορά είναι σε ύφεση οι κυβερνήσεις προσφέρουν υποστήριξη στα ναυπηγεία της χώρας τους γιατί η ναυπηγική βιομηχανία είναι στρατηγική σημασία. Η χρηματοδότηση γίνεται με διάφορους τρόπους. Με άμεση επιχορήγηση προς αυτά ή προς τους πλοιοκτήτες. Με κυβερνητικές εγγυήσεις για την χορήγηση δανείου από άλλους οργανισμούς και με κυβερνητικά δάνεια στα ναυπηγεία της χώρας, τα ίδια τα ναυπηγεία, δημιουργούν χρηματοδοτικά προγράμματα για τους πλοιοκτήτες καλύπτοντας μέρος του κόστους της κατασκευής του πλοίου. Η ναυπηγική χρηματοδότηση ξεκίνησε από την Ιαπωνία το 1962 με ποσοστό δανείου 80 % του κόστους του πλοίου ή περίοδο αποπληρωμής του δανείου τα 8 χρόνια και το επιτόκιο 5,5 %. Η Ευρωπαϊκή Ένωση για να μην υπάρχει αθέμιτος ανταγωνισμός και για να μην υπάρχει στρέβλωση στην ιδέα της ελεύθερης αγοράς μεταξύ των ναυπηγείων των κρατών μελών με παρέμβαση της έβαλε πλαίσια για την διάρκεια του δανείου να μην υπερβαίνει τα 8,5 χρόνια και το ελάχιστο επιτόκιο να είναι 8,5 % και το ύψος

του δανείου το 80%. Οι ταχύτατα ναυπηγικά αναπτυσσόμενες χώρες, όπως Κορέα και Κίνα δεν υιοθέτησαν ποτέ περιορισμούς στην χρηματοδότηση τους. Η Κίνα δίνει δάνεια με ευνοϊκότερους όρους σε επενδυτές και επιχειρήσεις 8,5% δάνειο στο κόστος του πλοίου με 7% επιτόκιο και 15 χρόνια αποπληρωμής του δανείου με 2 χρόνια περίοδο χάριτος και είναι κυρίαρχος στον παγκόσμιο τομέα της ναυπηγικής. Το 2013 η Κίνα ήταν παραλήπτης του 40,8% των παγκόσμιων παραγγελιών για νεότευκτα πλοία, η νότιος Κορέα το 3,31% ήταν αποδέκτης μόλις του 4,1%. Η κυβέρνηση της Ιαπωνίας δίνει ευνοϊκά δάνεια σε ναυτιλιακές επιχειρήσεις για την επέκταση του στόλου της με τον όρο να ναυπηγήσουν τα πλοία τους στην χώρα. Ακόμη ενθαρρύνει τις ναυτιλιακές εταιρείες και τις τράπεζες για την απόκτηση από κοινού μετοχών από ναυπηγεία. Για να φέρει νέες παραγγελίες της διεθνούς αγοράς δίνει δάνεια σε ξένους πλοιοκτήτες με χαμηλό επιτόκιο και ευνοϊκούς όρους αποπληρωμής. Το κυριότερο πλεονέκτημα από την μορφή χρηματοδότησης είναι τα σταθερά επιτόκια αλλά εμφανίζει και δύο μειονεκτήματα, μικρή περίοδο αποπληρωμής και ο νομισματικός κίνδυνος.

#### **4.9 Ανακεφαλαίωση**

Ο παραδοσιακός τρόπος χρηματοδότησης, δηλαδή ο τραπεζικός, αργά η γρήγορα θα χρειασθεί στήριξη. Αυτό σημαίνει νέα δίκτυα χρηματοδοτήσεων. Τα δίκτυα αυτά περιλαμβάνουν τις κεφαλαιαγορές, όπως το χρηματιστήριο και τις ομολογιακές αγορές, τα εξειδικευμένα κεφάλαια, τις χρηματοδοτήσεις που βασίζονται σε εξαγωγικές πιστώσεις και τα δίκτυα αμοιβαίων εγγυήσεων. Αποτελούν ένα πιο υγιέστερο οικονομικό τρόπο εξεύρεσης κεφαλαίων αντί για την προσφυγή σε δανεισμό. Ο δανεισμός στην ναυτιλία αποτελούσε τον συνηθέστερο τρόπο χρηματοδότησης μέχρι το 1950. Σήμερα είναι ιδιαίτερα δύσκολο λόγω του υψηλού κόστους του πλοίου και την έκθεση της ναυτιλιακής εταιρείας σε υψηλό επίπεδο κινδύνου. Επίσης, παραδοσιακή μορφή χρηματοδότησης είναι και τα δάνεια από ναυπηγεία. Η μορφή αυτή χρηματοδότησης έχει διπλό στόχο. Ο πρώτος είναι η ενίσχυση των ναυπηγείων μιας χώρας και ο δεύτερος, η προσφορά προνομίων στους πλοιοκτήτες μιας χώρας.

Ειδικότερα, οι μορφές χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνταν στην ναυτιλία πριν την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης είναι η χρηματοδοτική ναυτιλιακή μίσθωση (leasing), η ενδιάμεση χρηματοδότηση (mezzanine finance) και η έκδοση ομολογιών (bond issues), οι οποίες όμως σταδιακά φθίνουν. Αντίθετα, οι μορφές χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνται μετά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης είναι κυρίως οι επενδυτικοί οίκοι (institutional

investors) και τα ιδιωτικά κεφάλαια (private equity) με τις διάφορες μορφές τους. Πρόκειται για μονάδες της οικονομίας που διαθέτουν πολύ μεγάλα ποσά για επένδυση.

Τέτοιες μονάδες θεσμικών επενδυτών είναι τα συνταξιοδοτικά ταμεία (pension funds), οι επενδυτικές τράπεζες, (investment banks), οι επενδυτικές εταιρείες (investment companies), τα αμοιβαία κεφάλαια (mutual funds), οι διαμεσολαβητές της αγοράς (brokers), οι ασφαλιστικές εταιρείες (insurance companies), τα κρατικά κεφάλαια διαχείρισης πλούτου (sovereign - wealth funds) και οι εταιρείες αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds). Στην ναυτιλία επενδύουν κυρίως οι εταιρείες αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds) και οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων (mutual funds). Από την άλλη πλευρά, τα private equity funds είναι εταιρείες που ενεργούν για λογαριασμό διαφόρων επενδυτών και προσφέρουν ρευστότητα σε εταιρείες που δεν μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια με άλλο τρόπο. Δύο είναι οι κύριες μορφές χρηματοδότησης που ξεχωρίζουν. Η μορφή των private equity funds που επενδύουν και γίνονται μεγαλομέτοχοι σε επιχειρήσεις που είναι συνήθως εδραιωμένες και τα venture capital που το χαρακτηριστικό τους γνώρισμα είναι η χρηματοδότηση επιχειρήσεων, οι οποίες βρίσκονται στα πρώτα στάδια της ανάπτυξης.

Μέχρι στιγμής στην Ελλάδα, μόνο τα private equity δείχνουν να έχουν ενεργοποιηθεί και αυτά μόνο για περιπτώσεις μεγάλων επιχειρήσεων. Οι ιδιωτικές χρηματοδοτήσεις έχουν συχνότατα την μορφή μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογίων, που σημαίνει ότι ο δανεισμός από κάποιο σημείο και μετά μετατρέπεται σε ίδια κεφάλαια. Ο μετασχηματισμός του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος από αμιγώς τραπεζικό σε ένα μοντέλο με πολύ μεγαλύτερη συμμετοχή ιδιωτικών κεφαλαίων θεωρείται μονόδρομος με δεδομένη τη συνεχιζόμενη προσπάθεια απομόγλευσης των τραπεζικών ισολογισμών.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ

#### 5.1 Εισαγωγή

Το χρηματιστήριο είναι μια οργανωμένη αγορά, η οποία είναι αναγνωρισμένη από το κράτος, όπου συναντώνται οι ενδιαφερόμενοι για την διενέργεια αγοροπωλησιών κινητών αξιών, όπως μετοχές, τραπεζικά ή άλλα ομόλογα αλλά και ομόλογα εμπορευμάτων. Αποτελούν οικονομικό θεσμό και το πλαίσιο λειτουργίας τους καθορίζεται με νομοθετικά και διοικητικά μέτρα. Τα χρηματιστήρια είναι ιδιόμορφες αγορές με την έννοια της ταυτόχρονης συνάντησης της προσφοράς και της ζήτησης. Διακρίνονται σε χρηματιστήρια αξιών, εμπορευμάτων και ναύλων. Η οργάνωση και λειτουργία μιας ναυτιλιακής επιχείρησης απαιτούσε πάντοτε υψηλά κεφάλαια. Τα τελευταία χρόνια η ανάγκη αυτή έχει γίνει περισσότερο επιτακτική. Σε αυτό συμβάλει ο αυξημένος ανταγωνισμός μεταξύ των ναυτιλιακών επιχειρήσεων και η θέσπιση νέων μέτρων για τον τρόπο κατασκευής των πλοίων με στόχο για την προστασία του περιβάλλοντος. Τα χρηματιστήρια αποτελούν σημαντική πηγή χρηματοδότησης για την ναυτιλία. Η άντληση κεφαλαίων από το κοινό με την εισαγωγή των μετοχών μιας ναυτιλιακής επιχείρησης σε οργανωμένη αγορά αποτελεί μια μορφή χρηματοδότησης. Ο συγκεκριμένος τρόπος χρηματοδότησης αντιμετωπιζόταν αρνητικά μέχρι πρόσφατα. Όμως τα τελευταία χρόνια όλο και περισσότερες ναυτιλιακές επιχειρήσεις προσέφυγαν σε οργανωμένες αγορές για να πετύχουν την άντληση κεφαλαίων από το κοινό. Οι λόγοι που οδηγούν τις ναυτιλιακές εταιρείες σε αυτή την κατεύθυνση είναι η δυσκολία του τραπεζικού δανεισμού και το υψηλό κόστος αυτού καθώς και η προσπάθεια επέκτασης της εταιρείας χωρίς το βάρος ενός εξωτερικού δανεισμού. Σήμερα πάνω από 180 ναυτιλιακές εταιρείες είναι εισηγμένες σε 37 χρηματιστήρια σε όλο τον κόσμο. Τα κυριότερα χρηματιστηριακά κέντρα είναι της Νέας Υόρκης, του Λονδίνου, της Σιγκαπούρης και του Όσλο με μεγάλη εμπειρία σε θέματα ναυτιλίας. Μεγάλη σημασία για κάθε χρηματιστήριο έχει το νομοθετικό πλαίσιο και οι κανόνες με τους οποίους λειτουργεί. Για να εισέλθει μια

εταιρία στο χρηματιστήριο πρέπει να πληροί ορισμένες προϋποθέσεις, όπως η νομιμότητα, το ελάχιστο μέγεθος, η διάρκεια της εταιρείας, η κερδοφορία, ο φορολογικός έλεγχος και η εφαρμογή των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης. Αξίζει να σημειωθεί ότι προϋποθέσεις υπάρχουν και για τις μετοχές που αποτελούν αντικείμενο της αίτησης, όπως η νομιμότητα, η ελεύθερη διαπραγμάτευση, η απαγόρευση μεταβίβασης μετοχών και η επαρκής διασπορά. Στο χρηματιστήριο Αθηνών υπήρχε ειδικό καθεστώς μέχρι πρόσφατα για τις ναυτιλιακές εταιρείες με αποτέλεσμα να μην υπάρχει σε αυτό ούτε μία ποντοπόρος ναυτιλιακή εταιρεία αλλά μόνο ακτοπλοϊκές. Έτσι οι περισσότερες ναυτιλιακές επιχειρήσεις ελληνικών συμφερόντων είναι εισηγμένες στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης, του Λονδίνου, στο Όσλο, στην Κύπρο, στην Σιγκαπούρη. Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που επιδρά καθοριστικά στο αποτέλεσμα της προσπάθειας εισαγωγής σ' ένα χρηματιστήριο είναι η επιλογή του χρόνου έκδοσης των μετοχών. Συνήθως γίνεται όταν η αγορά αρχίζει να βγαίνει από την κρίση και στα χρόνια της ανάκαμψης υπάρχει η δυνατότητα να αποδώσει σταθερά έσοδα στους επενδυτές και επιτρέπει στους πλοιοκτήτες να αυξήσουν το μετοχικό τους κεφάλαιο και να μεγαλώσουν την χωρητικότητα του στόλου τους.

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί θα εξετάσουμε το χρηματιστήριο Αθηνών, θα αναλύσουμε τις προϋποθέσεις και την διαδικασία εισαγωγής στο Χ.Α.Α, την εναλλακτική αγορά του χρηματιστηρίου του Λονδίνου, θα εξετάσουμε την επιτροπή κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α, τα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης, θα γνωρίσουμε τις ναυτιλιακές εταιρείες ελληνικών συμφερόντων που είναι εισηγμένες και τους λόγους που αποτρέπουν ή οδηγούν τις ναυτιλιακές εταιρείες σε οργανωμένη αγορά ενώ τέλος θα εξετάσουμε τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα για μια ναυτιλιακή επιχείρηση που είναι εισηγμένη σε χρηματιστήριο.

## **5.2 Το χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.)**

Τα χρηματιστήρια διακρίνονται για τον ιδιαίτερο τρόπο οργάνωσης των συναλλαγών, οι οποίες προσδιορίζονται είτε από τον τόπο στον οποίο γίνονται (π.χ. χρηματιστήριο Όσλο) είτε από το αντικείμενο τους (χρηματιστήριο παραγωγών Λονδίνου). Το Χ.Α.Α ιδρύθηκε το 1876 και η κύρια αγορά άρχισε να λειτουργεί το 1880. Το 1989 ιδρύθηκε η λεγόμενη παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. Ο σκοπός της παράλληλης αγοράς είναι να επιτρέψει σε μικρότερες εταιρείες να εκδώσουν μετοχές για πώληση στο κοινό. Η παράλληλη αγορά αποτελεί ουσιαστικά τον προθάλαμο για την εισαγωγή των επιχειρήσεων στην κύρια αγορά του χρηματιστηρίου. Με τον νόμο 3606/2007 προβλέπεται η δυνατότητα λειτουργίας πολυμερούς

μηχανισμού διαπραγμάτευσης (Π.Μ.Δ). Η μορφή Π.Μ.Δ αποτελεί και την εναλλακτική αγορά (Ε.Ν.Α) με διαχειριστή το Χ.Α. Η δημιουργία της εγκρίθηκε με την 4/443/6-9-2007 απόφαση του Δ.Σ της Ε.Κ, χαρακτηρίζεται ως οργανωμένη αγορά και απευθύνεται σε εταιρείες, οι οποίες δραστηριοποιούνται σε κλάδους που αναπτύσσονται με ταχείς ρυθμούς και διαθέτουν ξεκάθαρους και επιτεύξιμους στόχους για την πορεία και το μέλλον τους. Βασική αρχή που διέπει τη λειτουργία ενός Π.Μ.Δ είναι η αρχή της ισότητας και της διαφάνειας.

Το Χ.Α.Α. έχει συγκεκριμένη δομή: **Η διοίκηση του Χ.Α.Α** αποτελείται από τον πρόεδρο που είναι το ανώτατο εκτελεστικό όργανο και έχει την γενική εποπτεία των εργασιών του χρηματιστηρίου. **Το διοικητικό συμβούλιο (Δ.Σ)**, το οποίο εκλέγει τον πρόεδρο και είναι υπεύθυνο για την διαχείριση της περιουσίας του χρηματιστηρίου, την ομαλή εκτέλεση των εργασιών του, την άσκηση πειθαρχικής εξουσίας στα μέλη του χρηματιστηρίου, την εισαγωγή ανώνυμων εταιρειών στο Χ.Α.Α και την αναστολή διαπραγμάτευσης ορισμένων μετοχών αν κρίνει ότι είναι προς το συμφέρον των επενδυτών. **Την γενική συνέλευση του Χ.Α.Α (Γ.Σ)** που είναι το ανώτατο όργανο της εταιρείας και είναι αρμόδια να αποφασίζει για την τροποποίηση του καταστατικού στην οποία συμπεριλαμβάνεται και η αύξηση ή μείωση του μετοχικού κεφαλαίου με εξαίρεση τα άρθρα του καταστατικού, τα οποία τροποποιούνται με νόμο. Επίσης αποφασίζει για την έγκριση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας, την διάθεση των ετήσιων κερδών, την έκδοση δανείου με ομολογίες, την συγχώνευση, την παράταση της διάρκειας ή διάλυσης της εταιρείας, το διορισμό ελεγκτών και τον καθορισμό της αμοιβής τους ενώ τέλος και το διορισμό εκκαθαριστικών. **Τα εποπτικά όργανα του Χ.Α.Α.:** Το χρηματιστήριο εποπτεύεται από την **επιτροπή κεφαλαιαγοράς** που κύριο έργο έχει τον έλεγχο και την εφαρμογή των διατάξεων της νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς. **Τον κυβερνητικό επόπτη**, ο οποίος ορίζεται από το υπουργείο οικονομικών και είναι υπεύθυνος για την συμμόρφωση όλων των διαπραγματευόμενων μερών με τους ισχύοντες νόμους και κανονισμούς.

Συγκεκριμένο είναι και το **νομοθετικό πλαίσιο** που ισχύει. Ο νόμος 3371/2005 ορίζει τις προϋποθέσεις εισαγωγής κινητών αξιών στο Χ.Α.Α. Παράλληλα οι εταιρείες που εισάγουν μετοχές σε οργανωμένη αγορά στην Ελλάδα πρέπει να εφαρμόσουν τις διατάξεις του νόμου 3016/2002 περί εταιρικής διακυβέρνησης. Με τον νόμο 3371/2005 καταργήθηκαν οι ειδικές ρυθμίσεις προηγούμενων νόμων για την εισαγωγή ναυτιλιακών επιχειρήσεων στο Χ.Α. Μέχρι τότε είχαμε εισηγμένες μόνο ακτοπλοϊκές εταιρείες, όπως είναι οι γραμμές Στρίντζη

ναυτιλιακή Α.Ε, Δ.Α.Ν.Ε, η Sea Line, η ναυτιλιακή εταιρεία Λέσβου Α.Ε και τις επιχειρήσεις Αττικής Α.Ε συμμετοχών, οι Μινωικές γραμμές Α.Ε και την Α.Ν.Ε.Κ Lines. Εκτός των νόμων και στον κανονισμό του Χ.Α προβλέπονταν ειδικές ρυθμίσεις για την εισαγωγή ναυτιλιακών εταιρειών στο Χ.Α. Οι προηγούμενοι νόμοι πριν το 2005 και οι ειδικές ρυθμίσεις στον κανονισμό του Χ.Α αποτυπώνουν τη διαχρονική επιφυλακτικότητα του Χ.Α έναντι των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Με το σχέδιο τροποποίησης του κανονισμού το Χ.Α το 2008 και την υπογραφή του προεδρικού διατάγματος προβλέπεται η κατάργηση όλων των ειδικών διατάξεων του κανονισμού του Χ.Α σχετικά με τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις και η εξομοίωση τους με τις προϋποθέσεις εισαγωγής με τις λοιπές εταιρείες. Όλοι αυτοί οι περιορισμοί δείχνουν ότι μόνο τυχαίο δεν είναι ότι μέχρι σήμερα δεν έχει εισαχθεί στο Χ.Α καμιά εταιρεία επενδύσεων στην ποντοπόρο ναυτιλία (Ε.Ε.Π.Ν).

Η σχέση χρηματιστηρίου και ναυτιλίας άργησε πολύ να αναπτυχθεί. Αυτό οφείλεται σε μια σειρά από παράγοντες που περιλαμβάνουν τον παράγωγο χαρακτήρα της ζήτησης για ναυτιλιακές υπηρεσίες, την στενή εξάρτηση της ζήτησης από το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης, την κυκλικότητα στις τιμές των ναύλων και των πλοίων, καθώς και στα ιδιόμορφα χαρακτηριστικά της ναυτιλιακής βιομηχανίας. Η αναζήτηση των κατάλληλων μορφών εξασφάλισης χρήματος δεν είναι εύκολη υπόθεση ιδιαίτερα όταν η χρηματοδότηση αναζητείται χρηματιστηριακά.

### **5.3 Προϋποθέσεις και Διαδικασία Εισαγωγής στο Χ.Α.Α.**

Οι προϋποθέσεις εισαγωγής στο Χ.Α διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες: Σ' αυτές που αφορούν την **ανώνυμη εταιρεία** και σε αυτές που αφορούν τις **μετοχές**. Οι προϋποθέσεις σχετικά με την **εταιρεία** είναι οι εξής: Πρώτον, η νομική κατάσταση της εταιρείας πρέπει να είναι σύμφωνη προς τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκειται όσον αφορά την ίδρυση της και την καταστατική της λειτουργία. Δεύτερον, η εταιρεία να έχει ύψος ιδίων κεφαλαίων 3.000.000Ευρώ όταν πρόκειται για εισαγωγή μετοχών στην αγορά αξιών του Χ.Α. Τρίτων, την κατάθεση από την εταιρεία των οικονομικών καταστάσεων τα προηγούμενα 3 χρόνια πριν την αίτηση εισαγωγής. Πρέπει να τονιστεί ότι οι οικονομικές αυτές καταστάσεις πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Τέταρτον, η εταιρεία, θα πρέπει να εμφανίζει κέρδη προ φόρων και δικαιωμάτων μειοψηφίας για 3 χρόνια ύψους 4.000.000Ευρώ και όχι λιγότερα από 1.000.000Ευρώ ανά έτος, (σύμφωνα με τον κανονισμό του Χ.Α στο άρθρο 202). Πέμπτον, σύμφωνα με τον κανονισμό του Χ.Α (Άρθρο 204), η εταιρεία που υποβάλλει



αίτηση προκειμένου να εισαγάγει πρώτη φορά μετοχές στο χρηματιστήριο πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις για τις οποίες έχουν δημοσιευθεί κατά τον χρόνο υποβολής της αίτησης πλην της τελευταίας. Έκτον, ο κανονισμός του Χ.Α. στο άρθρο 215 προβλέπει απαραίτητη προϋπόθεση εισαγωγής, την εφαρμογή των αρχών της εταιρείας διακυβέρνησης. Ακόμη στις γενικές προϋποθέσεις για την εισαγωγή εταιρειών στο Χ.Α. στην κύρια ή την παράλληλη αγορά περιλαμβάνονται, η απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετοχών μετά από εισήγηση του Δ.Σ. για είσοδο στο χρηματιστήριο και η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας με έκδοση νέων μετοχών, οι οποίες θα διατεθούν στο κοινό με δημόσια εγγραφή και η επιλογή ανάδοχου, ο οποίος μπορεί να είναι η τράπεζα ή χρηματιστηριακή εταιρεία με μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον 3.000.000Ευρώ. Ο ανάδοχος αναλαμβάνει την διαδικασία εγγραφής και διάθεσης των μετοχών και εγγυάται την κάλυψη αυτών στην τιμή εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο σε περίπτωση που δεν καλυφθούν από το κοινό. Τέλος, στις υποχρεώσεις του ανάδοχου περιλαμβάνεται η σύνταξη ενημερωτικού (prospectus) από τον ανάδοχο σε συνεργασία με την εταιρεία.

Από την άλλη πλευρά, προϋποθέσεις για τις **μετοχές** που αποτελούν αντικείμενο της αίτησης είναι οι παρακάτω: Πρώτον, η νομική κατάσταση των μετοχών πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκειται. Δεύτερον, οι μετοχές πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες και πλήρως αποπληρωμένες. Η εισαγωγή σε οργανωμένη αγορά μετοχών των οποίων η κτήση υπόκειται σε έγκριση επιτρέπεται μόνο αν η εφαρμογή της σχετικής για την έγκριση ρήτρας δεν είναι τέτοιας φύσεως, ώστε να διαταράσσει την ομαλή λειτουργία της αγοράς. Τρίτον, σύμφωνα με τον νόμο 2843/2000 άρθρο 7 παράγραφος 9, υπάρχει μερική απαγόρευση μεταβίβασης μετοχών. Ειδικότερα, για εταιρείες που εισάγονται για πρώτη φορά απαγορεύεται στους μετόχους, οι οποίοι πριν την ημέρα εισαγωγής κατέχουν πάνω από το 20% του μετοχικού κεφαλαίου κατά το πρώτο έτος να πουλήσουν πάνω του 10% των μετοχών τους και κατά το δεύτερο έτος πάνω του 20%. Επίσης σύμφωνα με το άρθρο 205 του κανονισμού του Χ.Α., απαγορεύεται στους μετόχους που έχουν ποσοστό μεγαλύτερο του 5% στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας να μεταβιβάσουν κατά το πρώτο έτος μετά την εισαγωγή μετοχές πάνω του 25% του ποσοστού του συνόλου των μετοχών τους. Τέταρτον, η επαρκής διασπορά μετοχών. Η διασπορά θεωρείται επαρκής όταν οι μετοχές που είναι για εισαγωγή κατανέμονται στο κοινό σε ποσοστό τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών. Η κατανομή αυτή των μετοχών για να είναι επαρκής η διασπορά πρέπει να γίνεται τουλάχιστον σε 2000 πρόσωπα από τα οποία

κανένα δεν θα κατέχουν ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών. Σε περίπτωση μεγάλου αριθμού μετοχών η διασπορά αυτή μπορεί να φτάσει μέχρι το 5% του συνόλου των μετοχών. Η διαδικασία εισαγωγής μετοχών σε οργανωμένη αγορά απαιτεί απόφαση του χρηματιστηρίου ύστερα από σχετική αίτηση. Παράλληλα με την αίτηση, υποβάλλεται προς την επιτροπή κεφαλαιαγοράς ενημερωτικό δελτίο προς έγκριση για την χορήγηση άδειας για διενέργεια δημόσιας εγγραφής. Η απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς για την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου πρέπει να γίνει εντός 10 ημερών. Μετά την υποβολή της αίτησης και εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις σύμφωνα με τον νόμο 3371/2005, άρθρα 3 έως 10, και οι διατάξεις του νόμου 3401/2005 και οι προϋποθέσεις που έχει ο κανονισμός του Χ.Α., άρθρο 199, η διαδικασία λήψης της απόφασης διακρίνεται σε τρία στάδια. Κατά το πρώτο στάδιο το Χ.Α. διαπιστώνει την ύπαρξη των προϋποθέσεων εισαγωγής και ενημερώνει την επιτροπή κεφαλαιαγοράς για να προχωρήσει στον έλεγχο του ενημερωτικού δελτίου. Στο δεύτερο στάδιο, η Ε.Κ. ελέγχει και εγκρίνει το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου και χορηγεί την άδεια για τη δημόσια εγγραφή. Στο τρίτο στάδιο, το Χ.Α. αποφασίζει οριστικά για τη συνδρομή των προϋποθέσεων εισαγωγής. Η απόφαση για την εισαγωγή πρέπει να ληφθεί το αργότερο σε ένα μήνα. Πρέπει να σημειωθεί ότι ακόμη και αν πληρούνται οι γενικές και ειδικές προϋποθέσεις εισαγωγής το Χ.Α. μπορεί να μην αποδεχθεί την αίτηση εισαγωγής εφόσον κρίνει ότι δεν διασφαλίζεται η ορθή λειτουργία της οργανωμένης αγοράς ή τα συμφέροντα των επενδυτών. Οι τροποποιήσεις του νόμου 3556/2007 και αλλαγές του κανονισμού του Χ.Α. απλοποιούν την διαδικασία εισαγωγής για τις εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας. Παρόλα αυτά ο συγκεκριμένος κλάδος δεν έχει αξιοποιήσει μέχρι σήμερα τις δυνατότητες χρηματοδότησης μέσω της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Επομένως, το νομοθετικό πλαίσιο δεν μπορεί να θεωρηθεί εμπόδιο για τις εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας. Η διστακτικότητα της ελληνικής ναυτιλίας σχετικά με την χρήση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς οφείλεται περισσότερο στην αμοιβαία δυσπιστία ναυτιλίας και κεφαλαιαγοράς παρά σε νομικά εμπόδια. Μετά το 2005 και την φιλελευθεροποίηση του καθεστώτος εισαγωγής του Χ.Α., οι περισσότερες ελληνικές ναυτιλιακές επιχειρήσεις εισήχθησαν σε αλλοδαπές οργανωμένες αγορές. Σημαντική αιτία είναι ότι οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις έχουν αυξημένες ανάγκες χρηματοδότησης και η ελληνική κεφαλαιαγορά δεν έχει το απαραίτητο βάθος για να ικανοποιήσει αυτές τις ανάγκες. Άλλοι παράγοντες είναι η ελλιπής πληροφόρηση, η έλλειψη ασφάλειας δικαίου και

αμοιβαίας εμπιστοσύνης, προϋποθέσεις απαραίτητες για την εισαγωγή μιας επιχείρησης σε οργανωμένη αγορά.

#### **5.4 Το Χρηματιστήριο Αξιών του Λονδίνου (London Stock Exchange Group - LSE).**

Η στάση επιφυλακτικότητας των ναυτιλιακών επιχειρήσεων απέναντι στις αγορές κεφαλαίου έχει αρχίσει να αντιστρέφεται. Στην δεκαετία του 1980, οι εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες στην παγκόσμια χρηματιστηριακή αγορά ήταν λίγες με το χρηματιστήριο του Λονδίνου να αποτελεί την βασική τους επιλογή. Στην δεκαετία του 1990, οι ασιατικές αγορές, όπως Hong Kong και Σιγκαπούρη άρχισαν να προσελκύουν μετοχές ναυτιλιακών επιχειρήσεων ενώ το χρηματιστήριο του Λονδίνου άρχισε να ακολουθεί φθίνουσα πορεία εξαιτίας των εξαγορών και των συγχωνεύσεων με αποτέλεσμα την συγκέντρωση των μετοχών στα χέρια λίγων ιδιοκτών.

Το χρηματιστήριο του Λονδίνου ιδρύθηκε το 1801 και οι εγκαταστάσεις του βρίσκονται στην πλατεία paternoster. Το χρηματιστήριο του Λονδίνου παρέχει τέσσερις επιλογές **πρωτογενών αγορών**: Την κύρια αγορά (Main Market) που αποτελεί την τρίτη χρηματιστηριακή αγορά παγκοσμίως μετά την Νέα Υόρκη και το Όσλο. Την εναλλακτική αγορά (Alternative Investment Market, A.I.M), την επαγγελματική αγορά αξιών (Professional Securities Market) για εισηγμένες ομολογίες και πιστοποιητικά καταθέσεων και τέλος την εξειδικευμένη αγορά κεφαλαίων (Specialist Fund Market) που είναι αποκλειστικά προσανατολισμένη σε εξειδικευμένους επενδυτές.

Η κάθε πρωτογενής αγορά διέπεται από κάποιες προϋποθέσεις εισαγωγής. Οι **προϋποθέσεις εισαγωγής στην κύρια αγορά** του χρηματιστηρίου του Λονδίνου παρουσιάζονται στην συνέχεια. Το αγγλικό νομικό πλαίσιο για την κεφαλαιαγορά διέπεται από σειρά κανόνων κοινοτικής προέλευσης που έχουν ενσωματωθεί στο εθνικό δίκαιο (κυρίως η οδηγία 2001/34/E.K). Στους Listing Rules του χρηματιστηρίου του Λονδίνου προβλέπονται οι εξής προϋποθέσεις εισαγωγής: Η εκδότρια εταιρεία πρέπει να έχει συσταθεί νομίμως σύμφωνα με το νόμο της καταστατικής της έδρας και να λειτουργεί σύμφωνα με το καταστατικό της. Οι κινητές αξίες που πρόκειται να εισαχθούν πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες. Παρέχεται η ευχέρεια εισαγωγής και των μη πλήρως αποπληρωμένων μετοχών, εάν η F.S.A. (Financial Services Authority) εκτιμά ότι δεν περιορίζεται η διαπραγματεύση των μετοχών και εξασφαλίζεται η κατάλληλη ενημέρωση του κοινού. Η

συνολική αναμενόμενη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών που πρόκειται να εισαχθούν πρέπει να είναι τουλάχιστον 700.000 Αγγλικές Λίρες. Εδώ αξίζει να σημειωθεί ότι η F.S.A έχει την δυνατότητα να επιτρέψει την εισαγωγή μετοχών μικρότερης αξίας εάν έχει την πεποίθηση ότι θα δημιουργηθεί επαρκής αγορά για τις εν λόγω μετοχές. Η αίτηση εισαγωγής πρέπει να αναφέρεται σε όλες τις μετοχές της ίδιας κατηγορίας που έχουν ήδη εκδοθεί ή προβλέπεται να εκδοθούν. Πρέπει να έχει εγκριθεί ενημερωτικό δελτίο, το οποίο θα πρέπει να είναι σύμφωνο με τις προϋποθέσεις που θέτει η οδηγία 2003/71/E.K. και να έχει εγκριθεί από την F.S.A ενημερωτικό δελτίο (prospectus) και η έγκριση εισαγωγής να είναι 20 ημέρες. Σε περίπτωση εισαγωγής μετοχών για πρώτη φορά, η εκδότρια εταιρεία πρέπει να έχει δημοσιεύσει οικονομικές καταστάσεις, τουλάχιστον για τρεις χρήσεις πριν την αίτηση εισαγωγής ενώ θα πρέπει να είναι ενοποιημένες και ελεγμένες από ανεξάρτητο ελεγκτή σύμφωνα με τους ισχύοντες κανόνες στις ευρωπαϊκή ένωση. Επίσης, στην περίπτωση εισαγωγής μετοχών για πρώτη φορά, η εκδότρια εταιρεία θα πρέπει να αποδεικνύει ότι για την περίοδο των τριών χρήσεων που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής, το 75% της δραστηριότητας της είναι κερδοφόρο, ελέγχει την πλειοψηφία των περιουσιακών της στοιχείων και να εξακολουθήσει να ασκεί ανεξάρτητη δραστηριότητα. Η εκδότρια εταιρεία θα πρέπει να αποδείξει στην F.S.A ότι η ίδια και οι θυγατρικές της επιχειρήσεις έχουν επαρκή διαθέσιμα κεφάλαια τουλάχιστον για τους επόμενους δώδεκα μήνες μετά την δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου (prospectus). Από τον αριθμό των μετοχών που αποτελούν αντικείμενο της αίτησης εισαγωγής, το 25% πρέπει να βρίσκεται στα χέρια του κοινού (in public hands). Στο ποσοστό αυτό δεν συνυπολογίζονται οι μετοχές προσώπων που συνδέονται με την εκδότρια εταιρεία. Οι μετοχές που αποτελούν αντικείμενο εισαγωγής πρέπει να μπορούν να αποτελέσουν και αντικείμενο ηλεκτρονικής εκκαθάρισης. Ειδικές όμως προϋποθέσεις εισαγωγής για εταιρείες που ασκούν οποιαδήποτε είδους ναυτιλιακή δραστηριότητα δεν προβλέπονται.

Αφού τηρούνται οι ανωτέρω προϋποθέσεις ακολουθείται κάποια συγκεκριμένη **διαδικασία εισαγωγής στην κύρια αγορά του χρηματιστηρίου του Λονδίνου**. Η διαδικασία εισαγωγής για την κύρια αγορά του χρηματιστηρίου του Λονδίνου διακρίνεται σε δύο στάδια. Στο πρώτο στάδιο, η αίτηση (UKLA)<sup>9</sup>, η οποία αποτελεί τμήμα της αρμόδιας αρχής της Μ. Βρετανίας που είναι η F.S.A. Στο δεύτερο στάδιο πρέπει να γίνουν δεκτές οι μετοχές που είναι προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο. Το χρονικό διάστημα που

---

<sup>9</sup> UKLA: United Kingdom Listing Authority

χρειάζεται η διαδικασία εισαγωγής των μετοχών εξαρτάται από το είδος και το μέγεθος της εταιρείας, την μέθοδο εισαγωγής και την δυσκολία των ελέγχων που πρέπει να γίνουν. Η διαδικασία ξεκινά από το προστάδιο εισαγωγής, το οποίο λήγει 12 με 24 εβδομάδες πριν την απόφαση εισαγωγής με τον διορισμό του ειδικού συμβουλίου (Sponsor). Στο διάστημα αυτό η εταιρεία προετοιμάζεται για την εισαγωγή διορίζοντας δικηγόρους, λογιστές, corporate brokers. Στο χρονικό αυτό διάστημα ξεκινούν οι επαφές με το χρηματιστήριο, γίνεται η έναρξη των ελέγχων και σχεδιάζεται η διαφημιστική προώθηση των μετοχών. Το επόμενο στάδιο είναι το χρονικό διάστημα των 6 έως 12 εβδομάδων πριν την εισαγωγή, το οποίο διάστημα περιλαμβάνει την λογιστική έκθεση και την σύνταξη του prospectus. Ξεκινάει μια αρχική προσέγγιση σχετικά με τον προσδιορισμό της τιμής εισαγωγής των μετοχών και η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας. Στη συνέχεια στο χρονικό διάστημα από 1 έως 6 εβδομάδες γίνεται η δημοσίευση του prospectus χωρίς τιμή εισαγωγής, η οργάνωση του marketing εισαγωγής, η πραγματοποίηση παρουσιάσεων σε επενδυτές και η οριστικοποίηση του νομικού ελέγχου. Κατά το τελευταίο στάδιο της 1 εβδομάδας πριν την εισαγωγή γίνονται οι τελικές συναντήσεις με την υπογραφή όλων των αναγκαίων εντύπων. Στο διάστημα αυτό υπάρχει επίσημη ανακοίνωση της εισαγωγής, γίνεται έγκριση του prospectus από την UKLA, ανακοίνωση της τιμής της μετοχής (impact day) και η επίσημη τιμή υποβάλλεται στην UKLA και στο χρηματιστήριο για την έναρξη της διαπραγμάτευσης. Τέλος, κατά την διάρκεια της εβδομάδας εισαγωγής λαμβάνονται αιτήσεις και από μερικούς υποψήφιους επενδυτές κλείνοντας ο σχετικός κατάλογος. Ανακοινώνεται ο τρόπος διανομής των μετοχών, δίνεται η άδεια για την εισαγωγή και την διαπραγμάτευση από την UKLA και το χρηματιστήριο ενώ τέλος ξεκινά η διαπραγμάτευση.

## **5.5 Η Εναλλακτική Αγορά του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου**

Η εναλλακτική αγορά (A.I.M., Alternative Investment Market) του χρηματιστηρίου του Λονδίνου θεωρείται μη οργανωμένη αγορά σύμφωνα με την οδηγία 2004/39 ΕΚ και αφορά μικρές αναπτυσσόμενες εταιρείες και λειτουργεί από το 1995. Το 2007 πάνω από 1600 εταιρείες ήταν εισηγμένες στην A.I.M., με τις 300 από αυτές να έχουν την έδρα τους εκτός του Ηνωμένου Βασιλείου.

Φυσικά για την ένταξη τους θα πρέπει να ικανοποιούν κάποιες **προϋποθέσεις εισαγωγής**. Η εισαγωγή μιας εταιρείας στην εναλλακτική αγορά είναι πιο εύκολη σε σχέση με την κύρια αγορά, γιατί δεν υπάρχουν οι προϋποθέσεις εισαγωγής σχετικά με το μέγεθος

της εταιρείας, τα οικονομικά της αποτελέσματα των τριών προηγούμενων χρόνων, την διασπορά των μετοχών και την κεφαλαιοποίηση της. Εάν μια εταιρεία δεν έχει ανεξάρτητη εμπορική δραστηριότητα για δύο χρόνια, τα πρόσωπα που συνδέονται με αυτήν (π.χ. μέλη διοικητικού συμβουλίου, μέτοχοι που κατέχουν πάνω από 10 % του κεφαλαίου, εργαζόμενοι ή μέλη των οικογενειών τους που κατέχουν πάνω από 0,5 % του κεφαλαίου της εταιρείας) δεσμεύονται ότι από την ημερομηνία εισαγωγής και για 1 χρόνο μετά από αυτήν ότι δεν θα μεταβιβάσουν καμία μετοχή τους. Η δημοσίευση είναι απαραίτητη όταν η εισαγωγή συνδυάζεται με δημόσια προσφορά και θα πρέπει να γίνεται σύμφωνα με την οδηγία 2003/71ΕΚ. Όταν υπάρχει περίπτωση εξαίρεσης η εταιρεία θα πρέπει να δημοσιεύσει το **admission document**, το οποίο έχει τα πλεονεκτήματα της παράλειψης κάποιων στοιχείων που περιλαμβάνει το prospectus και δεν χρειάζεται έγκριση από την αρμόδια αρχή. Το χρηματιστήριο διατηρεί την δυνατότητα, εάν προκύψει ειδικός λόγος που επηρεάζει την καταλληλότητα της εταιρείας, να καθυστερήσει την εισαγωγή της ζητώντας περαιτέρω έλεγχο. Η εισαγωγή της εταιρείας να εξαρτάται από κάποιον ειδικό όρο του καταστατικού του.

Αφού τηρηθούν οι παραπάνω προϋποθέσεις ακολουθείται η εξής **διαδικασία εισαγωγής στην A.I.M.** Στην διαδικασία εισαγωγής υπάρχει η διαμεσολάβηση των Nominated Advisers (είναι εξειδικευμένοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί) που κάνουν την διαδικασία απλή και σύντομη και η συνδρομή τους είναι υποχρεωτική από τις εταιρείες κατά το στάδιο εισαγωγής στην A.I.M. Βασική υποχρέωση των Nomads Advisers είναι η διαβεβαίωση προς το χρηματιστήριο ότι η εταιρεία είναι κατάλληλη και ότι πληρούνται οι προϋποθέσεις εισαγωγής στην A.I.M. Η διαδικασία εισαγωγής χωρίζεται σε τρία στάδια. Το πρώτο στάδιο είναι η προετοιμασία της εταιρείας για την εισαγωγή, η οποία κρατά το πολύ δύο χρόνια. Το δεύτερο στάδιο που αφορά την κυρίως διαδικασία εισαγωγής, η οποία αρχίζει με το διορισμό των συμβούλων και λήξη με την υποβολή του prospectus στην F.S.A. και την αίτηση εισαγωγής στο χρηματιστήριο και διαρκεί από 1 μέχρι 24 εβδομάδες. Το τρίτο στάδιο είναι η εβδομάδα εισαγωγής όπου υποβάλλονται στο χρηματιστήριο όλα τα απαιτούμενα έγγραφα, πληρώνονται τα σχετικά τέλη, χορηγείται η άδεια εισαγωγής και ξεκινά η διαπραγμάτευση. Το χρηματιστήριο έχει την δυνατότητα να απορρίψει την εισαγωγή των μετοχών εάν η εταιρεία δεν πληροί κάποια ειδική προϋπόθεση για την οποία ενημερώθηκε έγκαιρα ή αν η κατάσταση της εταιρείας είναι τέτοια που εγκυμονεί κινδύνους για την λειτουργία ή την φήμη της A.I.M.

Η κάθε εταιρεία, η οποία είναι **εισηγμένη στην A.I.M.** θα πρέπει να εκπληρώνει κάποιες **υποχρεώσεις**. Μια εισηγμένη εταιρεία στην εναλλακτική αγορά του χρηματιστηρίου του Λονδίνου είναι υποχρεωμένη να καταρτίσει εξαμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις εντός τριών μηνών από την λήψη του εξαμήνου και ετήσιες ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα εντός εξαμήνου από την λήψη της οικονομικής χρήσης. Οι εταιρείες έχουν την υποχρέωση δημοσιοποίησης και αποκάλυψης κρίσιμων και ευαίσθητων πληροφοριών για την οικονομική τους κατάσταση, την δραστηριότητα τους, τις προοπτικές τους και την υποχρέωση γνωστοποίησης συγκεκριμένων εταιρικών πράξεων. Το χρηματιστήριο διατηρεί την δυνατότητα να ζητήσει την παροχή οποιαδήποτε άλλης πληροφορίας.

Μεταξύ των ναυτιλιακών εταιρειών ελληνικών συμφερόντων που είναι εισηγμένες στα χρηματιστήρια του Λονδίνου είναι η **Goldenport Holdings Inc.**, η οποία είναι εισηγμένη στην κύρια αγορά και η **Hellenic Carrier**, η οποία είναι εισηγμένη στην εναλλακτική αγορά (AIM). Η **Goldenport Holdings Inc.**, του κου Πάρη Δράγανη έχει ένα στόλο που αποτελείται συνολικά από 23 πλοία εκ των οποίων 11 είναι containerships και 12 είναι dry bulk carries. Η κεφαλαιοποίηση της είναι 35,09 εκατ. λίρες. Η τιμή της μετοχής από 65,50 πένες στις 3/1/2012 έκλεισε στις 28/12/2012 στις 37,50 πένες, σημειώνοντας πτώση 42,75 %. Η **Hellenic Carries** συμφερόντων της κας Φωτεινής Καραμανλή είναι εισηγμένη στην αγορά A.I.M. του Λονδίνου, όπως ήδη αναφέραμε. Εισήχθηκε στο χρηματιστήριο του Λονδίνου το 2007 αντλώντας περίπου 60 εκατ. Δολάρια (\$). Ο στόλος της αποτελείται από 5 φορτηγά πλοία συνολικής χωρητικότητας 303.141 dwt. Η τιμή της μετοχής της εταιρείας από 41,50 πένες στις 3/1/2012, έκλεισε στις 28/12/12 στις 16,00 πένες. Η κεφαλαιοποίηση της ανέρχεται στα 7,3 εκατ. λίρες.

## 5.6 Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α.

Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. (Securities and Exchange Commission συγκροτείται από πέντε επιτρόπους (Commissioners), οι οποίοι διορίζονται από τον πρόεδρο των Η.Π.Α. και εγκρίνεται από την Σύγκλητο (Senate). Για λόγους ανεξαρτησίας δεν επιτρέπεται πάνω από τρεις να ανήκουν στο ίδιο πολιτικό κόμμα. Ένας από τους επιτρόπους ορίζεται πρόεδρος του SEC. Οι επίτροποι πλαισιώνονται από εξειδικευμένο προσωπικό. Οι αρμοδιότητες του SEC περιλαμβάνουν την ερμηνεία των ομοσπονδιακών νόμων που αφορούν χρηματοοικονομικούς τίτλους, την εποπτεία των χρηματιστηρίων και την έκδοση κανονισμών. Ακόμη εποπτεύει τις χρηματιστηριακές εταιρείες, τις λογιστικές και ελεγκτικές εταιρείες, τις εταιρείες αξιολόγησης, τους μεσίτες και τους επενδυτικούς συμβούλους. Το SEC εκδίδει κανονισμούς με τις λεπτομέρειες για την εφαρμογή των νόμων που αφορούν τους χρηματοοικονομικούς τίτλους. Σύμφωνα με τον κανονισμό που εκδόθηκε από το SEC με ισχύ από 4-3-2008 εισάγονται στα χρηματιστήρια των Η.Π.Α. χωρίς την εναρμόνιση με τις αμερικάνικες λογιστικές αρχές αλλά οι οικονομικές τους καταστάσεις να έχουν συνταχθεί σύμφωνα με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα.

Η **εσωτερική οργάνωση** του αποτελείται από τέσσερα τμήματα. Πρώτον, το τμήμα εταιρικών οικονομικών (Division of Corporation Finance), το οποίο ελέγχει την ειλικρίνεια και την πληρότητα των ανακοινώσεων προς το κοινό στην αρχική δήλωση εισαγωγής. Δεύτερον, το τμήμα διαπραγμάτευσης και αγορών (Division of Trading and Markets), το οποίο παρακολουθεί την καθημερινή λειτουργία των αγορών. Τρίτον, το τμήμα διαχείρισης επενδύσεων (Division of Investment Management), το οποίο κύριο αντικείμενο έχει την προστασία των επενδυτών. Τέταρτον, το τμήμα επιβολής νόμων (Division of Enforcement), το οποίο ερευνά παραβάσεις και επιβάλλει κυρώσεις. Το SEC επίσης έχει μια σειρά από γραφεία, τα οποία το βοηθούν στο έργο του.

Το **νομοθετικό πλαίσιο** που ρυθμίζει την κεφαλαιαγορά και τα χρηματιστήρια των Η.Π.Α. είναι ο νόμος για τους χρηματοοικονομικούς τίτλους του 1933 (Securities Act of 1933) και ο νόμος για τα χρηματιστήρια του 1934 (Securities Exchange Act of 1934) και ο νόμος Sarbones - Oxley του 2002. Πρέπει να τονιστεί ότι ο νόμος αυτός είναι η πιο εκτεταμένη μεταρρύθμιση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας των Η.Π.Α. από την εποχή του Ρούσβελτ και ψηφίστηκε μετά από μια σειρά λογιστικών σκανδάλων (π.χ. **Euron, Tyco Peregrine**).



## 5.7 Τα Χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης με εισηγμένες ελληνικές ναυτιλιακές επιχειρήσεις

Τα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης και η επιτροπή κεφαλαιαγοράς (SEC) των Η.Π.Α. δεν έχουν καθιερώσει ειδικούς όρους για την εισαγωγή ναυτιλιακών επιχειρήσεων αλλά ισχύουν οι ίδιοι κανόνες που εφαρμόζονται για όλες τις επιχειρήσεις. Τα χρηματιστήρια των Η.Π.Α. με εισηγμένες ναυτιλιακές επιχειρήσεις ελληνικών συμφερόντων είναι το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (New York Stock Exchange - NYSE), το National Association of Security Dealers Automated Quotation (NASDAQ) και το Αμερικάνικο Χρηματιστήριο (American Stock Exchange - Amex).

Το **NYSE** ιδρύθηκε το 1817 από χρηματιστές της Νέας Υόρκης στο πλαίσιο της συμφωνίας Buttonwood (1792). Βρίσκεται στην Wall Street του κάτω Μανχάταν και είναι το μεγαλύτερο χρηματιστήριο στον κόσμο. Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών ήταν περίπου 169.000 εκατ. \$ το 2013. Το NYSE ανήκει στην NYSE Euro Next, στην οποία ανήκουν ακόμη τα χρηματιστήρια Παρισίων, Άμστερνταμ, Βρυξελλών και Λισσαβόνας. Στο NYSE είναι εισηγμένες πάνω από 3.600 εταιρείες από 55 χώρες.

Το **NASDAQ** ιδρύθηκε το 1971 από την εθνική Ένωση Μεσιτών Χρηματοοικονομικών Τίτλων (NASD). Το NASDAQ είναι η δεύτερη κεφαλαιαγορά των Η.Π.Α. μετά το NYSE. Βρίσκεται και αυτό στην Νέα Υόρκη και είναι μια ηλεκτρονική χρηματιστηριακή αγορά, η οποία ξεκίνησε ως μη ρυθμιζόμενη αγορά. Το NASDAQ υπήρξε η πρώτη ηλεκτρονική αγορά για μετοχές και σήμερα είναι η μεγαλύτερη ηλεκτρονική αγορά των Η.Π.Α. Σήμερα είναι εισηγμένες περίπου 3.300 εταιρείες, κυρίως επιχειρήσεις τεχνολογίας, τηλεπικοινωνιών, ΜΜΕ, βιοτεχνολογίας και χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Το **AMEX** βρίσκεται στο κέντρο του Μανχάταν και είναι το τρίτο χρηματιστήριο στις Η.Π.Α. με όγκο συναλλαγών 10 %. Η διαπραγμάτευση στο AMEX αφορά μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης, διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια και τα παράγωγα. Σε αυτό έχουν εισαχθεί κυρίως εταιρείες ειδικού σκοπού εξαγορών (Special Purpose Acquisition Companies – SPAC). Το 2008 εξαγοράστηκε από την NYSE Euro Next και από το 2009 έγινε NYSE Amex Equities και στα τρία παραπάνω χρηματιστήρια υπάρχουν εισηγμένες ναυτιλιακές επιχειρήσεις ελληνικών συμφερόντων.

Οι εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες ελληνικών συμφερόντων είναι 26. Η κεφαλαιοποίηση τους αντιπροσωπεύει το 30 %. Η συνολική τους αξία υπολογίζεται σε 4,1 δις \$. Μαζί με τις 2 ναυτιλιακές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Λονδίνου διαχειρίζονται

έναν στόλο από 709 πλοία εκ των οποίων τα 282 είναι φορτηγά, τα 200 δεξαμενόπλοια, τα 172 μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων και τα 55 πλοία μεταφοράς αερίου, ενώ έχουν σε εξέλιξη ναυπηγικό πρόγραμμα για την κατασκευή συνολικά 85 πλοίων. Οι περισσότερες εισηγμένες εταιρείες είναι ανώνυμες εταιρείες Corporation αλλά υπάρχουν και ετερόρρυθμες εταιρείες (Master Limited Partnerships - MLP). Οι MLP εμφανίστηκαν πρόσφατα σαν όχημα εισαγωγής ναυτιλιακής εταιρειών στις κεφαλαιαγορές των Η.Π.Α. Τα χαρακτηριστικά των MLP είναι ότι υπάρχει ένας ομόρρυθμος εταίρος (General partner), ο οποίος έχει τη διοίκηση και την διαχείριση της MLP, ακόμη και αν έχει μικρό ποσοστό συμμετοχής στο κεφάλαιο και μετέχουν οι ετερόρρυθμοι εταίροι (Limited partners) που στην ουσία είναι οι επενδυτές. Δεν υπάρχουν μετοχές αλλά μερίδια (Units). Εξασφαλίζουν στους μετέχοντες εγγυημένο μέρισμα που προέρχεται από μακροχρόνιες ναυλώσεις. Οι εισηγμένες ναυτιλιακές επιχειρήσεις στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης έχουν κατά κανόνα ομοιογενή στόλο. Υπάρχουν ναυτιλιακές επιχειρήσεις με δεξαμενόπλοια (Tankers), άλλες με πλοία ξηρού φορτίου (Bulk Carriers), εταιρείες εμπορευματοκιβωτίων (Container Ships) ή με υγραεριοφόρα (LPG / LNG) και κάποιες με μικτούς στόλους. Αυτό γίνεται για να είναι ευκολότερα κατανοητό από τους επενδυτές και πιο εύκολη η ανάλυση από τους αναλυτές, παρόλο το γεγονός ότι ένας διαφοροποιημένος στόλος δίνει μεγαλύτερη ασφάλεια στους επενδυτές σε περιόδους κρίσης και μεγάλης πτώσης στις αξίες πλοίων και ναύλων. Οι περισσότερες εταιρείες είναι εισηγμένες με αρχική δημόσια προσφορά (Initial Public Offering – IPO).

Οι SPAC εισάγονται χωρίς να έχουν εμπορική δραστηριότητα και με τα κεφάλαια που συγκεντρώνουν με την έκδοση δικών τους νέων μετοχών έχουν την υποχρέωση μέσα σε 18 μήνες να εξαγοράσουν κάποια υπάρχουσα επιχείρηση με την οποία θα συγχωνευθούν και έτσι θα ενεργοποιηθούν επιχειρηματικά. Μέχρι να γίνει αυτό τα κεφάλαια που συγκεντρώθηκαν είναι δεσμευμένα από τον ανάδοχο. Εάν δεν υπάρχει εξαγορά τα χρήματα επιστρέφονται στους επενδυτές. Οι δείκτες που χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση μιας μετοχής είναι: η τιμή της μετοχής προς κέρδος (Price / Earning - P/E), αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity - ROE σε %), μερισματική απόδοση μετοχής (Dividend Yield σε %), λόγος μακροχρόνιων υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια (Long term Debt to Equity), τιμή προς λογιστική αξία ανά μετοχή (Price to Book Value – P/BV) και τέλος περιθώριο καθαρού κέρδους (Net Profit Margin σε %).

## **5.8 Οι 26 ναυτιλιακές εταιρείες ελληνικών συμφερόντων εισηγμένες στα Χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης**

Η εισαγωγή ναυτιλιακών επιχειρήσεων ελληνικών συμφερόντων στις οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές των Η.Π.Α. σηματοδοτεί μια αλλαγή στον χαρακτήρα της ελληνικής ναυτιλιακής επιχείρησης. Το βασικότερο θέμα που πρέπει να λάβει υπόψη της μια ναυτιλιακή εταιρεία για την εισαγωγή της σε χρηματιστήριο είναι η αξιολόγηση για το κατά πόσον είναι πράγματι η σωστή μακροπρόθεσμα απόφαση κυρίως επειδή αποτελεί μια χρονοβόρα διαδικασία, η οποία επιφέρει δεσμεύσεις, υποχρεώσεις αλλά και επιβαρύνσεις. Τα βασικά στοιχεία στα οποία θα πρέπει να εστιάσει η προς εισαγωγή στο χρηματιστήριο εταιρεία είναι η στελέχωση έμπειρης διοικητικής ομάδας, ο ορισμός ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό της συμβούλιο, η δημιουργία μιας γενικά θετικής εικόνας στο ευρύ κοινό, η πρόσληψη ειδικών συμβούλων αλλά και ο έγκαιρος εντοπισμός θεμάτων στις χρηματοοικονομικές αναφορές. Για μια επιτυχημένη εισαγωγή σε Αμερικάνικο χρηματιστήριο απαιτείται μεγάλη και συντονισμένη προσπάθεια, η οποία δεν θα πρέπει να υποτιμάται. Απαιτείται σημαντική συμβολή και δέσμευση χρόνου εκ μέρους της διοίκησης και αποτελεί μια διαδικασία αλλαγής της εταιρείας σε όλα τα επίπεδα. Το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων που έχουν πραγματοποιηθεί από εισηγμένες ναυτιλιακές επιχειρήσεις ανέρχεται συνολικά στα 5 δις. \$ τα οποία έχουν δανειστεί όλες οι ελληνόκτητες εταιρείες. Αντιλαμβανόμαστε ότι οι χρηματιστηριακές αγορές αποτελούν μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης που λειτουργεί συμπληρωματικά στον παραδοσιακό τραπεζικό δανεισμό.

Ορισμένες εισηγμένες ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης αναφέρονται στη συνέχεια. Η **Aegean Marine Network Inc.**, η εταιρεία είναι συμφερόντων του κου. Μελισσανίδη και εισήχθη στο NYSE τον Δεκέμβριο του 2006. Ο στόλος της αποτελείται από 67 πλοία τροφοδοσίας καυσίμων και από 4 δεξαμενόπλοια. Η **Capital Product Partners Ip.** είναι συμφερόντων του κου. Μαρινάκη και εισήχθη στο χρηματιστήριο NSDAQ τον Απρίλιο του 2007. Ο στόλος της αποτελείται από 18 δεξαμενόπλοια. Η **Costa Mare Inc.** είναι συμφερόντων της οικογένειας Β. Κωνσταντακόπουλου και εισήχθη στο NYSE τον Νοέμβριο του 2010 αντλώντας το ποσό των 160 εκ. \$. Ο στόλος της αποτελείται από 57 containerships. Η τιμή της μετοχής της από 14,54 δολάρια στις 3-1-2012 έκλεισε στο 13,66 δολάρια στις 28-12-2012 σημειώνοντας πτώση 6,05 %. Η κεφαλαιοποίηση της εταιρείας διατηρείται στα 926,15 εκατ. δολάρια. Η

**Crude Carriers Corp** είναι η δεύτερη εταιρεία συμφερόντων του κου. Μαρινάκη εισηγμένη στο NYSE και ο στόλος της αποτελείται από 5 δεξαμενόπλοια. Η **Danaos Corporation** είναι συμφερόντων του Κ. Κούστα ιδρύθηκε το 1972 και δραστηριοποιείται στον τομέα των Containers. Εισήχθηκε στο χρηματιστήριο NYSE της Νέας Υόρκης το 2006. Ο στόλος της αποτελείται από 64 πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων. Η μετοχή της από 3,41 δολάρια στις 3-1-2012 έκλεισε στις 28-12-2012 στα 2,59 δολάρια, σημειώνοντας πτώση 24,05 %. Η κεφαλαιοποίηση της είναι 283,87 εκατ. δολάρια. Η **Diana Containerships Inc** εισήχθηκε στον NASDAQ το 2010 και ο στόλος της αποτελείται από 10 πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων. Η τιμή της μετοχής της από 5,55 δολάρια στις 3-1-2012 έκλεισε στα 5,82 δολάρια στις 28-12-2012 σημειώνοντας απόδοση 4,86 %. Η κεφαλαιοποίηση της είναι 187,35 δολάρια. Η **Diana Shipping Inc.** είναι συμφερόντων του Κ. Παλιού και εισήχθηκε στο χρηματιστήριο NYSE της Νέας Υόρκης το Μάρτιο του 2005. Ο στόλος της αποτελείται από 31 πλοία και δραστηριοποιείται στο ξηρό χύδην φορτίο. Η μετοχή της από 7,80 δολάρια στις 3-1-2012 έκλεισε στις 28-12-2012 στα 7,20 δολάρια σημειώνοντας πτώση 7,69 %. Η κεφαλαιοποίηση της ανέρχεται στα 582,70 εκατ. δολάρια. Η **Dry Ships Inc.** είναι συμφερόντων του κου. Οικονόμου εισήχθηκε στο χρηματιστήριο NASDAQ της Νέας Υόρκης 2005 αντλώντας το ποσό των 219,96 εκατ. \$. Η τιμή της μετοχής της από 2,15 δολάρια στις 3-1-2012 έκλεισε στις 28-12-2012 στα 1,58 δολάρια σημειώνοντας πτώση 26,51 %. Ο στόλος της εταιρείας αποτελείται από 46 πλοία ξηρού φορτίου και 12 δεξαμενόπλοια. Η κεφαλαιοποίηση της είναι 653,74 εκατ. δολάρια. Η **Globus Maritime Ltd.** είναι συμφερόντων του κου. Φειδάκη. Μετά την αποχώρηση της από το χρηματιστήριο του Λονδίνου (A.I.M.) από το Νοέμβριο του 2010 διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο NASDAQ. Ελέγχει ένα στόλο από 7 πλοία ξηρού χύδην φορτίου. Η τιμή της μετοχής της από 3,90 δολάρια στις 3-1-2012 έκλεισε στις 28-12-2012 στα 1,55 δολάρια σημειώνοντας πτώση 60,26 %. Η κεφαλαιοποίηση της ανέρχεται στα 15,73 εκατ. \$. Η **Navios Maritime Holdings** είναι συμφερόντων της κας. Φράγκου και εισηγμένη στο χρηματιστήριο NYSE μετά την συγχώνευση με την ήδη εισηγμένη **International Shipping Enterprises Inc.** ελέγχει ένα στόλο από 51 πλοία εκ των οποίων τα 30 είναι ιδιόκτητα και τα 21 ναυλωμένα με μακροχρόνια συμβόλαια. Η τιμή της μετοχής της από 3,68 δολάρια στις 3-1-2012 έκλεισε στα 3,30 δολάρια στις 28-12-2012 σημειώνοντας πτώση 10,335 %. Το συνολικό ενεργητικό της εταιρείας ανέρχεται στα 2,86 δις. \$ ενώ οι υποχρεώσεις στο 1,69 δις. \$. Η εταιρεία διαχειρίζεται και τον εμπορευματικό λιμένα Nueva Partners στην Ουρουγουάη. Η **Navios**

**Maritime Partners** είναι συμφερόντων της Αγγελικής Φράγκου και εισήχθηκε στο NYSE το 2007 αντλώντας κεφάλαια ύψους 230 εκ. \$. Ο στόλος της αποτελείται από 21 πλοία και έχει κεφαλαιοποίηση 748,9 εκατ. \$. Η τιμή της μετοχής της από 15\$ στις 3-1-2012 έκλεισε στις 28-12-2012 στα 12,21 δολάρια σημειώνοντας πτώση 18,60 %. Η **Eagle Bulk Shipping** είναι συμφερόντων του κου. Ζούλα και εισήχθηκε στο NASDAQ το 2005 αντλώντας το ποσό των 201,6 εκατ. \$. Ο στόλος της αποτελείται από 39 φορτηγά πλοία. Η **Euro Seas Ltd.** είναι συμφερόντων της οικογένειας Πίττα. Εισηχθηκε στο χρηματιστήριο NASDAQ της Νέας Υόρκης τον Σεπτέμβριο του 2006. Η εισαγωγή της εταιρείας έγινε μέσω εξαγοράς και ταυτόχρονης συγχώνευσης την ήδη εισηγμένη εταιρεία **Cove Apparel**. Ο στόλος της εταιρείας αποτελείται από 15 πλοία εκ των οποίων τα 10 είναι Containerships και 5 πλοία ξηρού χυδίν φορτίου. Η τιμή της μετοχής της από 2,44 δολάρια στις 3-1-2012 έκλεισε στις 28-12-2012 στο 0,86 δολάρια σημειώνοντας πτώση 64,75 %. Η κεφαλαιοποίηση της είναι μόλις 38,88 εκατ. δολάρια. Η **Excel Maritime** είναι συμφερόντων του κου. Παναγιωτίδη και εισήχθηκε στο χρηματιστήριο AMEX της Νέας Υόρκης το 1998 κατόπιν εξαγοράς της **Bxh Maritime**. Ο στόλος της αποτελείται από 40 πλοία και δραστηριοποιείται στον τομέα μεταφορών ξηρού φορτίου. Η τιμή της μετοχή της από 1,62 δολάρια στις 3-1-2012 έκλεισε στις 28-12-2012 στο 0,42 δολάρια σημειώνοντας πτώση 74,7 %. Η κεφαλαιοποίηση της είναι 39,8 εκατ. δολάρια. Η **Free Seas Inc.** είναι συμφερόντων του κου. Βαρουδάκη και εισήχθηκε στο χρηματιστήριο NASDAQ τον Δεκέμβριο του 2005. Ο στόλος της αποτελείται από 8 φορτηγά πλοία. Η τιμή της μετοχής της από 48 δολάρια στις 3-1-2012 έκλεισε στις 28-12-2012 στα 0,08 δολάρια και η εταιρεία απειλείται με έξοδο από τον NASDAQ. Η **Navios Maritime Acquisition** είναι η τρίτη εισηγμένη εταιρεία της κας. Φράγκου με 19 δεξαμενόπλοια. Η κεφαλαιοποίηση της είναι 86,31 εκατ. \$. Η τιμή της μετοχής της από 2,72 δολάρια στις 3-1-2012 έκλεισε στις 28-12-2012 στα 2,13 δολάρια σημειώνοντας πτώση 21,69 %. Η **Newlead Holding Ltd.** είναι συμφερόντων των κυρίων Ζολώτα και Φιτσέ. Είναι εισηγμένη στο NYSE και ελέγχει ένα στόλο από 4 πλοία (2 φορτηγά και 2 δεξαμενόπλοια). Η τιμή της μετοχής της από 0,46 δολάρια στις 3-1-2012 έκλεισε στις 28-12-2012 στα 0,41 δολάρια σημειώνοντας πτώση 10,87 %. Η κεφαλαιοποίηση της ανέρχεται στα 8,16 εκατ. δολάρια. Η **Paragon Shipping Inc.** είναι συμφερόντων του κου. Βοδούρογλου και εισηγμένη στο NASDAQ. Ο στόλος της αποτελείται από 14 πλοία ενώ δραστηριοποιείται στην αγορά ξηρού χυδίν φορτίου. Η μετοχή της από 6,80 δολάρια στις 3-1-2012 έκλεισε στις 28-12-2012 στα 2,18 δολάρια σημειώνοντας πτώση 67,94 %. Η κεφαλαιοποίηση της είναι 13,3 εκατ.

δολάρια. Η **Safe Bulkers** είναι συμφερόντων του κου. Πόλυ Χατζηιωάννου και είναι εισηγμένη στο NYSE. Ελέγχει ένα στόλο από 24 πλοία ξηρού χύδην φορτίου. Η κεφαλαιοποίηση της ανέρχεται στα 255,28 εκατ. δολάρια. Η τιμή της μετοχής της από 6,22 δολάρια στις 3-1-2012, έκλεισε στις 28-12-2012 στα 3,33 δολάρια σημειώνοντας πτώση 46,46 %. Η **Seanergy Maritime Holding Corp.** είναι συμφερόντων του κου. Ρέστη και διαπραγματεύεται στο AMEX. Έχει ένα στόλο από 14 πλοία ξηρού φορτίου. Η τιμή της μετοχής της από 2,86 δολάρια στις 3-1-2012 έκλεισε στις 28-12-2012 1,11 δολάρια σημειώνοντας πτώση 50,88 %. Η **Star Bulk Carriers** είναι συμφερόντων του κου. Παππά. Εισήχθηκε στο χρηματιστήριο AMEX τον Μάρτιο του 2006. Ελέγχει ένα στόλο από 14 πλοία ξηρού φορτίου. Η τιμή της μετοχής της από 13,95 δολάρια στις 3-1-2012 έκλεισε στις 28-12-2012 στα 5,97 δολάρια σημειώνοντας πτώση 57,20 %. Η **Stealthgas Mc** είναι συμφερόντων της οικογένειας Βαφειά και εισήχθηκε στο χρηματιστήριο NASDAQ τον Ιούλιο του 2005. Ο στόλος της αποτελείται από 33 πλοία μεταφοράς υγραερίου και 4 δεξαμενόπλοια. Η κεφαλαιοποίηση της βρίσκεται στα 160,51 εκατ. δολάρια, το ενεργητικό της ανέρχεται στα 715,6 εκατ. δολάρια ενώ οι υποχρεώσεις της στα 381,2 εκατ. δολάρια. Η τιμή της μετοχής της από 4 δολάρια στις 3-1-2012 έκλεισε στις 28-12-2012 στα 7,81 δολάρια σημειώνοντας απόδοση ρεκόρ 95,2 %. Η **Tsakos Energy Navigation (TEN)** είναι συμφερόντων της οικογένειας Τσάκου. Εισήχθηκε στον NYSE το 2002. Η κεφαλαιοποίηση της εταιρείας βρίσκεται στα 203,78 εκατ. δολάρια. Ο στόλος της αποτελείται από 51 πλοία εκ των οποίων 49 είναι δεξαμενόπλοια και 2 πλοία μεταφοράς υδροποιημένου φυσικού αερίου. Η τιμή της μετοχής της από 5,16 δολάρια στις 3-1-2012 έκλεισε στις 28-12-2012 στα 3,62 δολάρια σημειώνοντας πτώση κατά 29,84%. Η **Top Ships** είναι συμφερόντων του κου. Πιστιόλη, εισήχθηκε στο NASDAQ το 2004 αντλώντας το ποσό των 124,4 εκατ. δολαρίων. Ο στόλος της αποτελείται από 12 πλοία, από αυτά τα 7 είναι δεξαμενόπλοια και τα 5 φορτηγά. Η τιμή της μετοχής της από 1,70 δολάρια στις 3-1-2012, έκλεισε στις 28-12-2012 στα 0,94 δολάρια σημειώνοντας πτώση 44,71%. Η **Omega Navication Enterprises Inc.** είναι συμφερόντων του κου. Κασσιώτη και το 2006 κατάφερε να πετύχει ταυτόχρονα διπλή εισαγωγή στο NASDAQ και στο χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης. Η **Gaslog** είναι συμφερόντων του κου. Πήτερ Λιβανού και εισήχθηκε στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης τον Μάρτιο του 2012. Δραστηριοποιείται στην αγορά μεταφοράς υδροποιημένου φυσικού αερίου. Ο στόλος της αποτελείται από 2 πλοία ενώ έχει υπό ναυπήγηση ακόμη 8 πλοία. Η κεφαλαιοποίηση της

ανέρχεται στα 761,27 εκατ. δολάρια. Η τιμή της μετοχής της από 12,41 δολάρια στις 30-3-2012 έκλεισε στις 28-12-2012 στα 12,11 δολάρια.

Η εισαγωγή ναυτιλιακών επιχειρήσεων ελληνικών συμφερόντων στα χρηματιστήρια των Η.Π.Α. είναι απόδειξη για την ποιοτική βελτίωση της ελληνικής ναυτιλίας σε αριθμό πλοίων και σε ηλικία αλλά και σε επίπεδο διαχείρισης, οργάνωσης και διαφάνειας.

## **5.9 Οι λόγοι που οι ναυτιλιακές εταιρείες αποφεύγουν την είσοδο στο Χρηματιστήριο και οι λόγοι για τους οποίους την επιδιώκουν**

Η χρήση του χρηματιστηρίου σαν μορφή χρηματοδότησης αποτελεί σχετικά σύγχρονο φαινόμενο και παρά τον περιορισμό της παραδοσιακής μορφής χρηματοδότησης (του τραπεζικού δανεισμού) η εισαγωγή σε οργανωμένη αγορά λειτουργεί ακόμη ως συμπληρωματική μορφή χρηματοδότησης. Η εισαγωγή μιας ναυτιλιακής εταιρείας στο χρηματιστήριο είναι απόφαση στρατηγικής σημασίας.

Οι λόγοι που αποτρέπουν τις παραδοσιακές ναυτιλιακές επιχειρήσεις από την είσοδο σε οργανωμένη αγορά είναι κυρίως: Πρώτον, η **οικογενειακή δομή**, ο τρόπος διαχείρισης γίνεται αυστηρά από τα μέλη της οικογένειας στα πλαίσια της παραδοσιακής ναυτιλιακής επιχείρησης. Η ποντοπόρος ελληνική ναυτιλία είναι κυρίως προσωπική ή οικογενειακή και μικρή σε μέγεθος επιχείρηση. Το 81 % από τις 730 ναυτιλιακές εταιρείες κατέχει από 1 έως 5 πλοία. Ακόμη υπάρχει μια βαθιά προσωπική ταύτιση μεταξύ του εφοπλιστή και των πλοίων για προσωπική κυριαρχία. Ο Έλληνας πλοιοκτήτης είναι μαθημένος να έχει λόγο για όλα τα θέματα από το μείζον έως το ελάχιστον για την διαχείριση της εταιρείας. Με την είσοδο της εταιρείας στο χρηματιστήριο αρχίζει η σταδιακή απομάκρυνση της ιδρυτικής οικογένειας. Δεύτερον, **αποφεύγουν έλεγχο από τρίτους και εποπτικές αρχές**. Οι αυστηρές υποχρεώσεις και η διαφάνεια από τον νομοθετικό πλαίσιο, τις εποπτικές αρχές, οι κανονισμοί της λειτουργίας των χρηματιστηρίων, οι αυστηρές υποχρεώσεις και το γεγονός ότι θα πρέπει να αποκαλύψουν τις πολιτικές τους σε τρίτους επιδρούν αρνητικά στην απόφαση τους για είσοδο στο χρηματιστήριο. Τρίτον, **ευελιξία και ταχύτητα λήψης αποφάσεων**. Ο τρόπος διαχείρισης από τα μέλη της οικογένειας σχετίζεται με την ευλυγισία της διοίκησης και την δυνατότητα λήψης σημαντικών αποφάσεων σε μικρό χρονικό διάστημα χωρίς εμπόδια διαδικαστικού χαρακτήρα. Με τον τρόπο αυτό διατηρείται η ελευθερία της επιχειρηματικής λήψης αποφάσεων χωρίς εμπόδια από τους εξωτερικούς μετόχους. Από τις ιδιαιτερότητες της ελληνικής ναυτιλίας μεγάλο προσόν είναι η δυνατότητα των εφοπλιστών να λαμβάνουν

άμεσα επιχειρηματικές αποφάσεις. Αυτό οφείλεται στην επίπεδη δομή της οργάνωσης των ναυτιλιακών εταιρειών, οι οποίες βασίζονται σε περιορισμένο αριθμό στελεχών με ευρείες αρμοδιότητες που αναλαμβάνουν σημαντικές πρωτοβουλίες. Τέταρτον, **οι υπεραξίες από αγοροπωλησίες παρά έσοδα από διαχείριση**. Μεγάλο πρόβλημα για την εισαγωγή των ναυτιλιακών εταιρειών είναι η μεταβλητότητα στα κέρδη και στις αξίες των πλοίων. Υπάρχει προβληματισμός για τον περιορισμό της δυνατότητας να αγοράζουν και να πωλούν πλοία μέσα σε ασταθείς αγορές εξαιτίας των απαιτήσεων για δημοσιοποιήσεις μεγεθών που προϋποθέτει η χρηματιστηριακή εισαγωγή. Έτσι προτιμούν να έχουν την δυνατότητα να πουλήσουν τα πλοία τους στην αγοραία αξία παρά να έχουν έσοδα από διαχείριση. Άλλοι σημαντικοί λόγοι για τους οποίους οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις κατά κανόνα δεν προσφεύγουν στα χρηματιστήρια είναι ότι οι ναυτιλιακές εταιρείες είναι μικρής κεφαλαιοποίησης και χαμηλής ρευστότητας. Η ναυτιλιακή βιομηχανία θεωρείται αρκετά επικίνδυνη, απρόβλεπτη και στην οποία δεν μπορείς να βασιστείς. Πολλές φορές οι ναυτιλιακές εταιρείες λαμβάνουν χαμηλή εκτίμηση ή κατάταξη ή υπάρχει μεγάλη διαφορά μεταξύ των εκτιμήσεων των χρηματιστηρίων και των ιδίων των εταιρειών. Θεωρείται βιομηχανία χαμηλών αποδόσεων.

Το χρηματιστήριο είναι μια αξιόλογη πηγή χρηματοδότησης. Οι κυριότεροι λόγοι για τους οποίους οι ναυτιλιακές εταιρείες επιλέγουν την είσοδο τους σε οργανωμένη αγορά είναι οι ακόλουθοι. Πρώτον, **οι αυξημένες ανάγκες χρηματοδότησης**, η ναυτιλία είναι μια βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίου και το κέρδος απόκτησης ενός πλοίου είναι υψηλό. Οι ναυτιλιακές εταιρείες έχουν μεγάλες ανάγκες στα κεφάλαια για την αγορά πλοίων για την επέκταση του στόλου τους, για την επισκευή και συντήρηση τους και για την κάλυψη του κόστους λειτουργίας τους. Δεύτερον, **οι δυσκολίες στον τραπεζικό δανεισμό**. Πολλές ναυτιλιακές εταιρείες στην προσπάθεια επέκτασης τους δεν μπορούν να έχουν πρόσβαση στον τραπεζικό δανεισμό με ευνοϊκούς όρους ή δεν θέλουν το χρέος από ένα τραπεζικό δάνειο. Μια ναυτιλιακή επιχείρηση εκδίδοντας μετοχές μπορεί να χρηματοδοτήσει την επέκταση τους άτοκα. Τρίτον, **το κύρος της επιχείρησης**, η οργάνωση και λειτουργία της επιχείρησης στις αυστηρές υποχρεώσεις και στους κανόνες της οργανωμένης αγοράς της δίνει την δυνατότητα να ανταγωνισθεί στο ποιοτικό τμήμα της ναυλαγοράς διαθέτοντας αξιόπιστα και ασφαλή πλοία και παρέχοντας υπηρεσίες υψηλής ποιότητας στους ναυλωτές. Ακόμη η εποπτεία σε μια οργανωμένη αγορά αυξάνει την εταιρική διαφάνεια και την αξιοπιστία. Άλλοι λόγοι είναι ο πολυμετοχικός χαρακτήρας μιας ναυτιλιακής επιχείρησης και



η μικρότερη παρουσία στην ναυλαγορά. Ο διεθνής χαρακτήρας της ελληνικής ναυτιλίας δίνει την δυνατότητα στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις της επιλογής του χρηματιστηρίου.

Οι περισσότερες εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες ελληνικών συμφερόντων προτίμησαν την εισαγωγή τους στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης για τους εξής λόγους: Το βάθος και την ρευστότητα πρωτογενούς και δευτερογενούς αγοράς. Η ύπαρξη ειδικευμένων αναλυτών αποτελεί και αυτή σημαντικό έναυσμα. Επίσης, λόγω του ότι δεν υπάρχουν διακρίσεις και προϋποθέσεις κατά την εισαγωγή για τις ναυτιλιακές εταιρείες σε σχέση με τις άλλες επιχειρήσεις. Οι ναυτιλιακές είναι διεθνείς εταιρείες, δεν περιορίζονται και δεν εξαρτώνται από τα εθνικά όρια και την εγχώρια οικονομία.

### **5.10 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα εισαγωγής στο Χρηματιστήριο**

Η εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο παρουσιάζει μια ποικιλία πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων, την οποία πρέπει να εξετάζει η εκάστοτε εταιρεία προκειμένου να λαμβάνει την ορθότερη απόφαση για εκείνη.

Η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο παρέχει την δυνατότητα στις επιχειρήσεις να αντλήσουν τα απαραίτητα κεφάλαια για την ταχύτερη ανάπτυξη τους ενώ ταυτόχρονα διανέμεται ο έλεγχος της εταιρείας σε μεγαλύτερο αριθμό μετόχων με αποτέλεσμα να βελτιώνεται και η διαχείριση και να αναπτύσσονται οι δραστηριότητες της. Επομένως, το Χρηματιστήριο αποτελεί μέσο άντλησης κεφαλαίων και μία εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης καθώς αποχωρούμε από τους συμβατικούς τρόπους χρηματοδότησης, όπως είναι ο τραπεζικός δανεισμός κτλ. Παρουσιάζονται περισσότερες ευκαιρίες για επενδύσεις στο εξωτερικό από τις εγχώριες εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο αλλά και το αντίστροφο, δηλ. οι ξένες εταιρείες επενδύουν σε εγχώριες. Οι εγχώριες εταιρείες προβαίνουν σε επενδύσεις μεγαλύτερης κλίμακας προκειμένου να επιτύχουν βελτίωση στην παραγωγικότητα τους και να καταστήσουν τους εαυτούς τους ανταγωνιστικούς σε ευρωπαϊκή και διεθνή βάση ενώ ταυτόχρονα σημειώνεται η ενδυνάμωση της εταιρείας. Ακόμη, η αναβάθμιση της εταιρικής εικόνας (status) και οι νέοι ορίζοντες για νέα projects αποτελούν μερικά από τα πλεονεκτήματα που προσδίδει η εισαγωγή των εταιρειών στο Χρηματιστήριο. Βασικό χαρακτηριστικό είναι η δυνατότητα των επενδυτών να ρευστοποιήσουν τις επενδύσεις τους όποτε το επιθυμούν εφόσον έχουν επενδύσει σε εισηγμένες εταιρείες, αντίθετα δεν είναι δυνατόν αν έχουν επενδύσει σε ιδιωτικές εταιρείες, δηλαδή υπάρχει μεγαλύτερη εμπορευσιμότητα. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις πραγματοποιούνται με λιγότερα εμπόδια

καθώς η πρόσβαση στην οικονομική κατάσταση των εισηγμένων εταιρειών είναι ευκολότερη σε συνδυασμό με την διαφάνεια που χαρακτηρίζει τις συναλλαγές. Επομένως, και η προσέλκυση επενδυτών είναι ευκολότερη και μεγαλύτερη. Εκτός από την προσέλκυση επενδυτών έχουμε και την προσέλκυση έμπειρων και ταλαντούχων στελεχών καθώς οι δεσμοί εργαζομένων και διοίκησης ενδυναμώνονται και οι εργαζόμενοι έχουν το έναυσμα για παρακίνηση. Επίσης, αντλώντας κεφάλαια από τις κεφαλαιαγορές μειώνεται ο Δείκτης Δανειακών Υποχρεώσεων προς Ίδια Κεφάλαια (Debt to Equity Ratio), άρα μειώνεται και το κόστος κεφαλαίου με αποτέλεσμα την αύξηση της αξίας της εταιρείας. Η διασπορά κινδύνου και η στρατηγική εξόδου ανήκουν και αυτές στα πλεονεκτήματα, όπως και η ευελιξία επιλογής επενδυτικών επιλογών και στρατηγικών ανάπτυξης. Τέλος, οι δυνατότητες νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων και η καλύτερη αποτίμηση που πηγάζει από την διαπραγμάτευση της αποτελούν πλεονεκτήματα της εισαγωγής των εταιρειών στο Χρηματιστήριο.

Φυσικά, όπως αναφέραμε ήδη, υπάρχουν και μειονεκτήματα από την εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο. Μεταξύ αυτών είναι η αλλαγή της δομής της εταιρείας, δηλαδή χάνεται ο έλεγχος από τον ιδιοκτήτη, ο οποίος δρούσε ανεξάρτητα αφού τώρα πρέπει να συγκαλεί συνελεύσεις μετόχων (board of directors) και να εξασφαλίζει την σύμφωνη γνώμη του πριν προβεί σε οποιαδήποτε ενέργεια/συμφωνία και μελλοντικά απόφαση. Επακόλουθο είναι και η αλλαγή του μοντέλου διοίκησης, αφού τώρα αποτελεί προτεραιότητα της διοίκησης η επίτευξη βραχυπρόθεσμων ενώ η διοίκηση των εισηγμένων εταιρειών δεν έχει την ίδια πολυτέλεια λαθών που έχουν οι διοικήσεις των μη εισηγμένων εταιρειών καθώς η πίεση των επενδυτών είναι μεγαλύτερη. Επίσης, η υποχρέωση από τον νόμο για διαφάνεια, αποκαλύπτει όλες τις σημαντικές πληροφορίες μιας εταιρείας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο προκειμένου οι μέτοχοι και το κοινό να αξιολογήσουν καλύτερα τις προοπτικές της κάθε εταιρείας. Έτσι έχουμε την άρση του απορρήτου και της ιδιωτικότητας της επιχείρησης, η οποία οφείλει να δημοσιεύει όλα τα στοιχεία της τακτικά, δηλαδή οι υποχρεώσεις της για ενημέρωση αυξάνονται. Τέλος στα μειονεκτήματα ανήκει και το κόστος εισαγωγής, το οποίο είναι υψηλό. Στο αρχικό κόστος περιλαμβάνεται η χρέωση της αίτησης για εγγραφή νέας έκδοσης, η χρέωση για αρχική εγγραφή, η ετήσια συνεισφορά και οι αμοιβές π.χ. δικηγόρων, λογιστών, αναδόχων κτλ. αλλά και το κόστος λειτουργίας.

Η απόφαση της κάθε εταιρείας για εισαγωγή στο Χρηματιστήριο ή μη είναι δική της επιλογή, ύστερα από την εξέταση των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων που υπάρχουν και με στόχο την εξυπηρέτηση των συμφερόντων της.

### **5.11 Ανακεφαλαίωση**

Το 5<sup>ο</sup> κεφάλαιο αυτό είναι αφιερωμένο στα χρηματιστήρια και στην ανάλυση τους. Τα χρηματιστήρια αποτελούν σημαντική πηγή χρηματοδότησης για την ναυτιλία. Σήμερα πάνω από 180 ναυτιλιακές εταιρείες είναι εισηγμένες σε 37 χρηματιστήρια σε όλο τον κόσμο. Τα κυριότερα χρηματιστηριακά κέντρα με μεγάλη εμπειρία σε θέματα ναυτιλίας είναι ά της Νέας Υόρκης, του Λονδίνου, της Σιγκαπούρης και του Όσλο.

Για να εισέλθει μια εταιρία στο χρηματιστήριο πρέπει να πληροί ορισμένες προϋποθέσεις, όπως η νομιμότητα, το ελάχιστο μέγεθος, η διάρκεια της εταιρείας, η κερδοφορία, ο φορολογικός έλεγχος και η εφαρμογή των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης. Τα χρηματιστήρια διακρίνονται για τον ιδιαίτερο τρόπο οργάνωσης των συναλλαγών, οι οποίες προσδιορίζονται είτε από τον τόπο στον οποίο πραγματοποιούνται (π.χ. χρηματιστήριο Όσλο) είτε από το αντικείμενο τους (π.χ. χρηματιστήριο παραγωγών Λονδίνου).

Τα χρηματιστήρια των Η.Π.Α. με εισηγμένες ναυτιλιακές επιχειρήσεις ελληνικών συμφερόντων είναι το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (New York Stock Exchange - NYSE), το National Association of Security Dealers Automated Quotation (NASDAQ) και το Αμερικάνικο Χρηματιστήριο (American Stock Exchange - Amex). Οι εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες ελληνικών συμφερόντων είναι 26 στον αριθμό. Η εισαγωγή ναυτιλιακών επιχειρήσεων ελληνικών συμφερόντων στα χρηματιστήρια των Η.Π.Α. είναι απόδειξη για την ποιοτική βελτίωση της ελληνικής ναυτιλίας σε σχέση με τον αριθμό πλοίων και σε ηλικία αλλά και σε επίπεδο διαχείρισης, οργάνωσης και διαφάνειας.

Οι λόγοι που αποτρέπουν τις παραδοσιακές ναυτιλιακές επιχειρήσεις από την είσοδο σε οργανωμένη αγορά είναι κυρίως: Πρώτον, η οικογενειακή δομή: ο τρόπος διαχείρισης γίνεται αυστηρά από τα μέλη της οικογένειας στα πλαίσια της παραδοσιακής ναυτιλιακής επιχείρησης. Δεύτερον, αποφεύγουν τον έλεγχο από τρίτους και από εποπτικές αρχές. Τρίτον, η ευελιξία και η ταχύτητα λήψης αποφάσεων χωρίς εμπόδια διαδικαστικού χαρακτήρα. Επίσης, μεγάλο πρόβλημα για την εισαγωγή των ναυτιλιακών εταιρειών είναι η μεταβλητότητα στα κέρδη και στις αξίες των πλοίων. Τέλος, οι κυριότεροι λόγοι για τους οποίους οι ναυτιλιακές εταιρείες επιλέγουν την είσοδο τους σε οργανωμένη αγορά είναι οι

ακόλουθοι: Πρώτον, οι αυξημένες ανάγκες χρηματοδότησης. Δεύτερον, οι δυσκολίες στον τραπεζικό δανεισμό και τρίτον, το κύρος της επιχείρησης.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6**

### **ΚΙΝΑ ΚΑΙ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ**

#### **6.1 Εισαγωγή**

Τα τελευταία χρόνια η εικόνα της παγκόσμιας ναυτιλιακής χρηματοδότησης έχει αρχίσει να μετατοπίζεται από την Ευρώπη προς την Ασία. Από την κρίση του 2008 και μετά η παγκόσμια ναυτιλία εισήλθε σε μια περίοδο προβληματισμού για την μελλοντική της πορεία. Η απότομη κάμψη του διεθνούς εμπορίου αλλά και ο περιορισμός των πηγών χρηματοδότησης αποτέλεσαν τα δύο στοιχεία που επηρέασαν την ανάπτυξη της. Η παγκόσμια ναυτιλία αντιμετωπίζει κρίση σε έναν νέο κόσμο που τα δεδομένα έχουν αλλάξει και κινούνται πλέον ανατολικότερα.

Η κινέζικη οικονομία έχει μια συνεχή οικονομική ανάπτυξη που έχει κύριο χαρακτηριστικό την παραγωγική και εξαγωγική δραστηριότητα. Η Κίνα τα τελευταία 10 χρόνια κατόρθωσε να γίνει η κυρίαρχη δύναμη στην ναυπηγική βιομηχανία. Νέα ναυπηγεία ικανά να κατασκευάσουν πλοία ίδιας ποιότητας με αυτά της Κορέας και της Ιαπωνίας, ζήτηση για μεταφορές πρώτων υλών με σκοπό να καλύψουν τις απαιτήσεις της μεγάλης ανάπτυξης της οικονομίας αλλά και να ενισχυθούν οι εξαγωγές της. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα η Κίνα να γίνεται σε ένα μεγάλο βαθμό ο ρυθμιστής της παγκόσμιας ναυτιλιακής βιομηχανίας επηρεάζοντας τόσο την προσφορά όσο και την ζήτηση των ναυτιλιακών αγορών. Πάνω από όλα η Κίνα είναι η μόνη οικονομία στον κόσμο με μεγάλη ρευστότητα εξασφαλίζοντας την δυνατότητα για επενδύσεις και ασφαλή τοποθέτηση των κεφαλαίων της στο εξωτερικό.

Μετά την αδυναμία της δυτικής τραπεζικής αγοράς να στηρίξει την ανάπτυξη της ελληνικής ναυτιλίας έπρεπε να ανοιχτούν νέοι δρόμοι για την άντληση των απαραίτητων κεφαλαίων και η κινέζικη χρηματοδότηση μπορεί να καλύψει την έλλειψη ρευστότητας από τις δυτικές τράπεζες. Οι κινέζικες τράπεζες έρχονται να στηρίξουν ναυτιλιακούς ομίλους, μεταξύ των οποίων και ελληνικών συμφερόντων. Μπορεί να μην έχουν την εμπειρία και να υπάρχει υπερβολική καθυστέρηση στην ανταπόκριση των αιτήσεων δανεισμού πολύ σύντομα όμως θα φτάσουν το επίπεδο των ευρωπαϊκών τραπεζών. Οι Έλληνες εφοπλιστές τα τρία τελευταία χρόνια έχουν κάνει στροφή στα ναυπηγεία της Κίνας. Τα ελληνικά ναυτιλιακά κεφάλαια που επενδύονται εκεί αγγίζουν το 35% της συνολικής αξίας των παραγγελιών.

Υπάρχουν περίπου 5 κινέζικες τράπεζες και κινέζικοι χρηματοδοτικοί οργανισμοί που χρηματοδοτούν την διεθνή ναυτιλιακή βιομηχανία με την China Development Bank (CDB) να είναι η πρώτη τράπεζα από όλες τις κινέζικες που χρηματοδοτούν σε ξένο συνάλλαγμα. Το χαρτοφυλάκιο της συγκεκριμένης τράπεζας σε ξένο συνάλλαγμα ανερχόταν στο τέλος του 2011 στα 210 δις. δολάρια.

Η κινέζικη κυβέρνηση αποφάσισε να προσανατολίσει τις κρατικές τράπεζες να επεκταθούν διεθνώς με την ναυτιλιακή χρηματοδότηση να είναι η αιχμή του δόρατος. Παράλληλα με την απόφαση της να στηρίζει την ναυπηγική βιομηχανία, η οποία ξεπέρασε και την Ν. Κορέα βρίσκεται στην πρώτη θέση παγκοσμίως. Με την αναβάθμιση του εμπορικού της στόλου ξεπέρασε και την Γερμανία και βρίσκεται σήμερα στην τρίτη θέση παγκοσμίως με 6.427 πλοία. Η δημιουργία των κυριοτέρων λιμανιών σε σύγχρονα ναυτιλιακά κέντρα, η προσθήκη του Χόνγκ – Κονγκ, η αναβάθμιση του χρηματιστηρίου της Σαγκάης και το κυριότερο η μεγάλη ρευστότητα που διαθέτει οδηγεί στο συμπέρασμα ότι τα επόμενα χρόνια θα είναι η πρώτη ναυτιλιακή δύναμη στον κόσμο. Σήμερα ο ελληνικός στόλος μεταφέρει το 60% του εισαγόμενου αργού πετρελαίου της Κίνας και το 50% των εξαγόμενων προϊόντων της. Από την δεκαετία του 1960 οι κινέζικες εταιρείες ναύλωναν κατά κόρον ελληνικά πλοία ενώ η Κίνα ήταν ακόμη σε διεθνή απομόνωση. Το 1980 το Πεκίνο χαρακτήρισε την ναυπηγική βιομηχανία πυλώνα για την οικονομική ανάπτυξη και το 1990 Έλληνες πλοιοκτήτες άρχισαν τις παραγγελίες. Οι κινέζικες τράπεζες άρχισαν να εκδίδουν εγγυητικές επιστολές πληρωμής και επιστροφή ποσού. Έτσι ξεκινούν και οι πρώτες μεγάλες εμπορικές συνεργασίες μεταξύ Ελλήνων πλοιοκτητών και Κινέζων ναυλωτών. Το 2000 με την παγκοσμιοποίηση η κινέζικη οικονομία αρχίζει να εισχωρεί στις διεθνείς αγορές και η ελληνική ναυτιλία συνεχίζει να συμβάλει στην μεταφορά του διεθνούς εμπορίου της Κίνας ενώ το Πεκίνο στοχεύει να καταστήσει την χώρα ένα από τα μεγαλύτερα ναυπηγικά κέντρα του πλανήτη. Οι Έλληνες πλοιοκτήτες γίνονται οι μεγαλύτεροι πελάτες της κινέζικης ναυπηγικής βιομηχανίας και ξεκινούν οι χρηματοδοτήσεις από κινέζικα ιδρύματα. Το 2009 ξεκινούν οργανωμένες αποστολές στελεχών από κινέζικες τράπεζες στην Ελλάδα ενώ οι ελληνικές παραγγελίες ξεπερνούν τα 17 δις. δολάρια.

Σε αυτό το κεφάλαιο θα εξετάσουμε την Κίνα ως ανερχόμενη ναυτιλιακή δύναμη, την χρηματοδότηση από τις κινέζικες τράπεζες και από τους κινέζικους χρηματοδοτικούς οργανισμούς.

## **6.2 Η Κίνα ως ανερχόμενη δύναμη στην ναυτιλιακή αγορά**

Η Κίνα είναι η τρίτη μεγαλύτερη οικονομία στον κόσμο μετά τις Η.Π.Α και την Ευρωπαϊκή Ένωση και ο μεγαλύτερος εξαγωγέας αγαθών. Ο ρυθμός ανάπτυξης της κινέζικης οικονομίας είναι σταθερός από το 1978 με μέσο όρο 8%. Βασική στρατηγική ανάπτυξης της κινέζικης κυβέρνησης είναι η ανάπτυξη της ναυτιλιακής οικονομίας, αφού η ναυτιλία προσφέρει άνω του 9% στο ΑΕΠ, ποσοστό που στοχεύουν να ανέβει κάνοντας περιοχές της Κίνας παγκόσμια οικονομικά και ναυτιλιακά κέντρα. Η είσοδος της Κίνας στον παγκόσμιο οργανισμό εμπορίου το 2001 ήταν σημαντικό βήμα που συνέβαλε στην περαιτέρω ανάπτυξη της οικονομίας της. Βασική αρχή για την οικονομική πολιτική της Κίνας είναι ότι μια επένδυση δεν πρέπει να αποδίδει μόνο οικονομικά, αλλά κυρίως να εξυπηρετεί την πρόσβαση της Κίνας σε πρώτες ύλες και αγορές. Στο στόχαστρο του Πεκίνου έχουν μπει διάφορα λιμάνια με στόχο να δημιουργήσει κομβικά σημεία μεταφοράς πρώτων υλών και ενεργειακών πόρων και ταυτόχρονα να ενισχύσει τις εμπορικές της συναλλαγές.

Μετά την ανάληψη του λιμανιού του Πειραιά μέσω της COSCO, η Κίνα απέκτησε πρόσβαση στην Ανατολή Ευρώπη και άνοιξε το δρόμο για την Μαύρη θάλασσα, την κεντρική Ασία και την Ρωσία. Πριν λίγο καιρό αγόρασε την διαχείριση του κομβικού λιμανιού Γκουαντάρ στο Πακιστάν. Το λιμάνι του Γκουαντάρ είναι στρατηγικής σημασίας για τα κινέζικα συμφέροντα, γιατί δίνει στον εμπορικό στόλο της Κίνας άμεση πρόσβαση στην Αραβική θάλασσα, στα στενά του Ορμούζ και στις πρώτες ύλες που αντλεί από την Αφρική και την μέση Ανατολή.

Η Κίνα έχει πολύ μεγάλο αριθμό πλοίων όμως μικρής σχετικά μεταφορικής χωρητικότητας προκειμένου να εξυπηρετήσει τις ανάγκες μεταφορών στο εσωτερικό. Η αναβάθμιση του εμπορικού στόλου της Κίνας ξεκίνησε το 1961 με την ίδρυση της ναυτιλιακής εταιρείας China Ocean Shipping Company (COSCO). Ο στόλος της Κίνας άρχισε να αναπτύσσεται γρήγορα. Οι κυριότεροι λόγοι αυτής της αύξησης οφείλονται στο εμπόριο αγαθών και αργότερα στην ανάπτυξη των θαλασσιών εισαγωγών και εξαγωγών. Σήμερα σύμφωνα με τον ναυλομεσιτικό οίκο Clarkson Research Services η COSCO ελέγχει άμεσα ή έμμεσα και διαχειρίζεται ιδιόκτητο ή ναυλωμένο στόλο 588 ποντοπόρων πλοίων συνολικής μεταφορικής δυναμικότητας 39 εκατ. Dwt. Με ένα πρόγραμμα μαμούθ, που περιλαμβάνει επιδοτήσεις αποσύρσεων πλοίων και δανειοδοτήσεις για ναυπήγηση νέων η Κίνα φιλοδοξεί να κατακτήσει την κορυφή στην διεθνή ναυτιλιακή πυραμίδα.

Σύμφωνα με μελέτη του Lloyds Register το θαλάσσιο εμπόριο μέχρι το 2030 από 9 δις. τόνους που είναι σήμερα, θα κυμανθεί από τα 19 μέχρι τα 24 δις. τόνους. Στην ίδια μελέτη προβλέπεται ότι θα υπάρξει πρωτιά της Κίνας με σχεδόν το ένα στα τέσσερα εμπορικά πλοία να είναι κινέζικων συμφερόντων μέχρι το 2030. Οι Κινέζοι έχουν στόχο να έχουν στα χέρια τους την πλήρη διαδικασία για την οικονομία τους. Δηλαδή από την παραγωγή στα κινέζικα εργοστάσια στην διάθεση μέσω των μεγάλων θαλασσιών δρόμων που θα καταλήγουν ακόμη και σε λιμάνια κινέζικης ιδιοκτησίας.

Σύμφωνα με την κατάταξη του ναυλομεσιτικού οίκου Clarkson που επεξεργάζεται στοιχεία για τον παγκόσμιο εμπορικό στόλο, η Κίνα ως ανερχόμενη νέα δύναμη ξεπέρασε και την Γερμανία και βρίσκεται στην τρίτη θέση με 6.427 πλοία ολικής χωρητικότητας 116,7 εκατ. gt.

**Πίνακας 6.1**

**Οι 20 χώρες με το μεγαλύτερο σε χωρητικότητα στόλο στον κόσμο**

ΧΩΡΑ	ΣΤΟΛΟΣ			ΒΙΒΛΙΟ ΠΑΡΑΓΓΕΛΙΩΝ		
	Αριθμός	Εκατ.Gt	Δις.δολ	Αριθμός	Εκατ.Gt	Ποσοστό % στόλου
Ελλάδα	5.057	181,7	99,5	522	30,0	16,5%
Ιαπωνία	8.568	161,8	105,6	318	17,1	10,6%
Κίνα	6.540	119,8	80,2	634	31,9	26,6%
Γερμανία	4.059	94,0	55,6	257	9,8	10,5%
ΗΠΑ	5.078	59,4	110,0	265	10,3	17,3%
Ν.Κορέα	2.780	54,9	28,5	121	6,4	11,7%
Νορβηγία	2.865	51,2	65,9	295	13,3	25,9%
Σιγκαπούρη	3.669	42,5	36,4	436	11,6	27,2%
Ιταλία	1.901	36,1	30,3	179	9,1	25,2%
Δανία	1.459	30,2	21,9	77	2,4	8,1%
Ταϊβάν	1.093	29,9	15,8	88	4,3	14,2%
Χονγκ Κονγκ	1.118	23,2	12,7	126	4,2	18,1%
Καναδάς	1.051	20,1	15,3	89	6,3	31,1%
Βρετανία	1.373	19,6	23,3	204	7,5	38,5%
Τουρκία	2.203	17,9	12,3	55	2,1	11,9%
Ρωσία	2.844	16,5	11,0	65	0,7	4,5%
Ινδία	1.537	14,4	9,7	45	1,2	8,4%
Ινδονησία	7.047	13,5	8,3	26	0,2	1,6%
Ολλανδία	1.927	12,2	14,5	122	2,0	16,2%
Βέλγιο	390	11,9	8,8	20	0,6	5,4%
Σύνολο	62.559	1010,7	765,8	3.944	171,1	16,9%
Παγκόσμιο Σύνολο	89.636	1181,1	916,3	5.481	211,1	17,9%

Πηγή: [http://contentmcdn.imerisia.gr/filesystem/images/20150320/low/assets\\_LARGE\\_t\\_942\\_44014206.JPG](http://contentmcdn.imerisia.gr/filesystem/images/20150320/low/assets_LARGE_t_942_44014206.JPG)



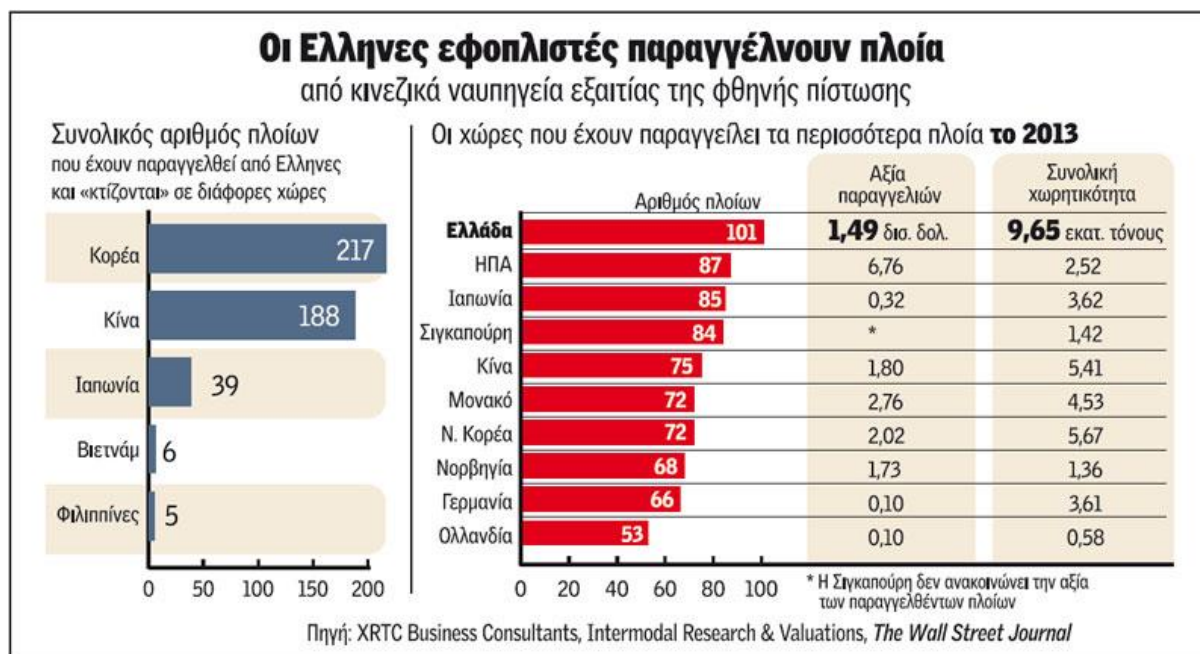
Η συνολική αξία του κινέζικου στόλου υπολογίζεται σε 72,7 δις. \$. **Τα ναυπηγεία της Κίνας** παρά την καθοδική τους πορεία λόγω της κρίσης κρατάνε την πρώτη θέση στον κόσμο τόσο σε αριθμό παραγγελιών όσο και σε χωρητικότητα με το βιβλίο παραγγελιών στα κινέζικα ναυπηγεία στο τέλος του 2012 να περιλαμβάνει 1927 πλοία συνολικής χωρητικότητας 63.47 εκατ. Gt, κατέχοντας την πρώτη θέση με μερίδιο 39,6%. Σύμφωνα με στοιχεία του ναυλομεσιτικού οίκου Colden Destiny στα ναυπηγεία της Κίνας στο πρώτο τετράμηνο του 2014 αυξήθηκαν κατά 160% οι νέες παραγγελίες με αποτέλεσμα 87 κινέζικα ναυπηγεία να έχουν αύξηση εσόδων κατά 20% και το ποσό να φτάνει τα 13,3 δις. δολάρια.

Η μεγαλύτερη ναυπηγική εταιρεία στον κόσμο είναι η κρατική κινέζικη ναυπηγική εταιρεία China Shipbuilding Industry Corporation (CSIC) στις ναυπηγικές κατασκευές και στον ηλεκτρονικό εξοπλισμό εμπορικών και αμυντικών σκαφών. Ιδρύθηκε το 1999 και σήμερα έχει 46 θυγατρικές βιομηχανικές εταιρείες και 28 ερευνητικά κέντρα. Απασχολεί 140 χιλιάδες υπαλλήλους και το ενεργητικό της ξεπερνά τα 20 δις. Ευρώ. Τα πλοία και ο υπόλοιπος εξοπλισμός της και τα συστήματα που παράγει η CSIC εξάγονται σε περισσότερες από 60 χώρες στον κόσμο.

Η Ελλάδα σήμερα αποτελεί τον μεγαλύτερο ξένο επενδυτή για την Κίνα στον τομέα της ναυπηγικής βιομηχανίας. Σήμερα το ένα από τα 5 εμπορικά πλοία που κατασκευάζονται στα ναυπηγεία της Κίνας ανήκουν σε Έλληνες. Οι Έλληνες εφοπλιστές από τα 455 πλοία που κατασκεύασαν το 2014 τα 188 ναυπηγήθηκαν στην Κίνα. Οι Έλληνες πλοιοκτήτες που κατασκευάζουν σήμερα εμπορικά πλοία στην Κίνα σύμφωνα με την εταιρεία XRTC είναι η Dry Ships με 16 υπό ναυπήγηση πλοία ξηρού φορτίου και δεξαμενόπλοια, οι αδελφοί Πολέμη με 10 πλοία ξηρού φορτίου, η Colden Union με παραγγελίες για 9 φορτηγά πλοία, ο Γιάννης Αγγελικούσης με 9 υπό ναυπήγηση πλοία ξηρού φορτίου, η Dynacom που έχει παραγγείλει 9 δεξαμενόπλοια και φορτηγά πλοία, η Ariston Navigation με παραγγελία για 7 φορτηγά πλοία και ακολουθούν κ.α. με μικρότερο αριθμό πλοίων.

Το γεγονός ότι η Ελλάδα έχει αναδειχθεί σε κινητήρια δύναμη για τα ναυπηγεία της Κίνας αποτελεί λόγο σημαντικό για τις κινέζικες τράπεζες να χρηματοδοτούν τους Έλληνες εφοπλιστές. Έτσι οι Έλληνες πλοιοκτήτες έχουν πρόσβαση σε ρευστό, την στιγμή που οι ευρωπαϊκές τράπεζες περιορίζουν την χρηματοδότηση ενώ στα ναυπηγεία της Κίνας δίνεται σημαντική ανάσα. Το διάγραμμα 6.2 δείχνει τον αριθμό πλοίων που έχει παραγγείλει η

Ελλάδα σε κινέζικα ναυπηγεία και την αντιστοιχία αυτών σε αξία και συνολική χωρητικότητα το 2013.



Πηγή: [http://www.energia.gr/article.asp?art\\_id=74704](http://www.energia.gr/article.asp?art_id=74704)

### Διάγραμμα 6.1

Οι χώρες με τις περισσότερες παραγγελίες σε κινέζικα ναυπηγεία το 2013

## 6.3 Τα Λιμάνια – Ναυτιλιακά Κέντρα της Κίνας

Ο όγκος συνδυασμένου φορτίου στα δέκα μεγαλύτερα λιμάνια του κόσμου έχει αυξηθεί το εννέαμηνο του 2014 σε σύγκριση με το αντίστοιχο διάστημα του 2013 κατά 5,6%. Κατά τη διάρκεια των πρώτων εννέα μηνών του 2014 τα μεταφερόμενα φορτία στα 10 μεγαλύτερα λιμάνια του κόσμου έφτασαν τα 160,5 εκατ. teu<sup>10</sup> σε σχέση με τα 152 εκατ. teu το αντίστοιχο διάστημα του 2013. Συνολικά, στα δέκα μεγαλύτερα λιμάνια τα επτά είναι κινέζικα, ενδεικτικό στοιχείο του ιδιαίτερου βάρους της Κίνας στην παγκόσμια μεταφορική αλυσίδα.

Επίσης αναδεικνύεται η αξία που έχουν οι θαλάσσιοι δρόμοι μεταφοράς από την Ανατολή προς τη Δύση και το αντίθετο. Πρέπει να σημειωθεί ότι το εμπόριο Ασίας - Ευρώπης είναι τέσσερις φορές μεγαλύτερο από το εμπόριο βορείου Αμερικής - Ευρώπης. Το λιμάνι της Σαγκάης εξακολουθεί να κατέχει την πρώτη θέση, την οποία κατέκτησε πριν από τέσσερα

<sup>10</sup> The twenty-foot equivalent unit (often TEU or teu): Μονάδα χωρητικότητας φορτίου

χρόνια και εμφάνισε άνοδο κατά 5,1% στα 26,5 εκατ. teu στο διάστημα Ιανουαρίου – Σεπτεμβρίου 2014 σε σχέση με ένα χρόνο πριν. Στην τρίτη θέση βρίσκεται το λιμάνι του Shenzhen της Κίνας με 17,6 teu και αύξηση της τάξης του 1,7%. Στην τέταρτη θέση βρίσκεται το λιμάνι του Χονγκ- Κονγκ με 16,8 εκατ. teu και αύξηση του 1,7%. Στην Πέμπτη θέση βρέθηκε το Ningbo με 14,7 εκατ. teu με αύξηση 11,9%. Στην έβδομη θέση είναι το κινέζικο λιμάνι του Qingdao με 12,5 εκατ. teu με αύξηση 5,2% ενώ στην όγδοη θέση βρίσκεται το Cuangzhou με 11,8 εκατ. teu και αύξηση 6%. Στην δέκατη θέση βρίσκεται άλλο ένα κινέζικο λιμάνι το Tianjin με 10,6 εκατ. teu και αύξηση του 7,8%. Η δεκάδα συμπληρώνεται με το λιμάνι της Σιγκαπούρης που παρέμεινε στην δεύτερη θέση με 24,9 εκατ. teu και αύξηση της τάξης του 3,5%. Το κορεάτικο λιμάνι του Busan βρίσκεται στην έκτη θέση με 13,7 εκατ. teu και αύξηση του 3,8% ενώ το λιμάνι του Dubai βρίσκεται στην ένατη θέση με 11,4 εκατ. teu και αύξηση του 12,6%.

**Το λιμάνι του Χονγκ - Κονγκ** είναι ένα φυσικό λιμάνι της Κίνας και ναυτιλιακό κέντρο της Άπω Ανατολής. Η τοποθεσία του λιμανιού είναι σε ιδανική θέση. Το λιμάνι του Χονγκ - Κονγκ είναι από τα πιο πολυσύχναστα και πιο αποδοτικά διεθνή λιμάνια στον κόσμο. Θεωρείται ένα από τα σημαντικότερα λιμάνια στην παγκόσμια αλυσίδα εφοδιασμού. Το λιμάνι του Χονγκ - Κονγκ εξυπηρετεί πάνω από 80 διεθνείς ναυτιλιακές εταιρείες και κάθε εβδομάδα εξυπηρετούνται πάνω από 500 πλοία που ταξιδεύουν σε προορισμούς σε όλο τον κόσμο. Το λιμάνι διαθέτει εξαιρετικές λιμενικές εγκαταστάσεις, αποτελεσματικές διαδικασίες και προηγμένο σύστημα διαχείρισης. Ο εξοπλισμός του λιμανιού επιτρέπει την ταυτόχρονη φιλοξενία και φορτοεκφόρτωση σε 100 πλοία.

**Το λιμάνι της Σαγκάης** είναι σταθερά πρώτο στο κόσμο στην διακίνηση φορτίων και δεύτερο στην διακίνηση Containers μετά την Σιγκαπούρη. Ο ναυτιλιακός τομέας αποτελεί σημαντικό πυλώνα της τοπικής οικονομίας. Στόχος της κινέζικης κυβέρνησης όσον αφορά τις υπηρεσίες είναι η ανάδειξη της Σαγκάης σε ένα από τα μεγαλύτερα χρηματοοικονομικό και ναυτιλιακά κέντρα στον κόσμο μέχρι το 2020.

**Το λιμάνι του Νταλιάν** είναι στο νοτιοανατολικότερο άκρο της Κίνας και γνωρίζει μεγάλη ανάπτυξη ως οικονομικό και ναυτιλιακό κέντρο.

Από το 2010 η China Development Bank ίδρυσε κέντρο ναυτιλιακής χρηματοδότησης. Το ναυτιλιακό κέντρο θα βελτιώσει το χρόνο ανταπόκρισης που ήταν μια από τις αδυναμίες της τράπεζας αφού ο πελάτης θα μπορεί να απευθύνεται σε αυτό και όχι να ψάχνει ποιο υποκατάστημα της τράπεζας είναι το ικανότερο για να ολοκληρώσει την ναυτιλιακή

συμφωνία. Το κέντρο ναυτιλιακής χρηματοδότησης υπηρετεί τις κινέζικες πολιτικές για να βοηθήσει την ναυτιλία και την ναυπηγική βιομηχανία της κίνας να αντιμετωπίσει την διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση. Η CDB είναι η πρώτη φορά που ιδρύει ένα ειδικευμένο τμήμα σε επίπεδο κεντρικού γραφείου για να υποστηρίξει μια ειδικευμένη βιομηχανία. Η ίδρυση αυτού του κέντρου υποστηρίζει την κινέζικη οικονομία τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνή επίπεδο. Χρηματοδοτεί βιομηχανίες που ασχολούνται με την ναυτιλία, την ναυπηγική βιομηχανία, εξέδρες αντλήσεων πετρελαίου, τοπικούς πλοιοκτήτες και την τοπική ναυτιλιακή βιομηχανία. Ακόμη σκοπεύει να υποστηρίξει επιχειρήσεις που ζητούν πετρέλαιο, σίδηρο, κάρβουνο, σιτάρι και άλλα χύδην εμπορεύματα. Επίσης στόχος είναι να αναπτυχθούν η βιομηχανία πλοίων αλιείας και η επιβατηγός ναυτιλία.

#### **6.4 Κινέζικες Ναυτιλιακές Τράπεζες**

Οι κυριότερες κινέζικες τράπεζες χρηματοδότες στην παγκόσμια ναυτιλία είναι:

- China Development Bank (CDB)
- Bank of China (BOC)
- Industrial and Commercial Bank of China (ICBC)
- Agricultural Bank of China (ABC)
- Construction Bank of China (CBC)

Τα τελευταία χρόνια μετά το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης είναι φανερό η αδυναμία της δυτικής τραπεζικής αγοράς να στηρίζει την ανάπτυξη της ελληνικής ναυτιλίας. Οι κινέζοι μπορεί να μην έχουν την εμπειρία στην ναυτιλιακή χρηματοδότηση διαθέτουν όμως τεράστια τεχνογνωσία και θέληση για να διεθνοποιήσουν το ισχυρό τραπεζικό τους σύστημα. Παράλληλα έχουν ιδιαίτερη ικανότητα στην διαίσθηση του επιχειρηματικού ρίσκου και είναι πολύ προσεκτικοί στις αναλύσεις τους. Η Κίνα στην προσπάθειά της να διεθνοποιηθεί στο παγκόσμιο χρηματοδοτικό σύστημα αντιμετωπίζει προβλήματα στις τραπεζικές σχέσεις με την υπερβολική καθυστέρηση στην ανταπόκριση των αιτήσεων δανεισμού από τις κινέζικες τράπεζες. Αυτό όμως τα επόμενα χρόνια θα αλλάξει και σύντομα θα φτάσει στο επίπεδο των ευρωπαϊκών τραπεζών. Σιγά σιγά οι κινέζικες τράπεζες έχουν επεκτείνει τις ναυτιλιακές χορηγήσεις σε αρκετά μέρη του εξωτερικού. Στην ευρωπαϊκή ναυτιλία οι κινέζικες τράπεζες άρχισαν τις εργασίες τους από την Σκανδιναβική Χερσόνησο και μετά χρηματοδοτούσαν γερμανικές εταιρείες. Η αρχή για την ελληνική ναυτιλία έγινε το

2009 όταν αρκετοί κινέζοι τραπεζίτες μελέτησαν την δυναμική της ελληνικής αγοράς. Το πρώτο δάνειο ήταν αυτό της CDB που δόθηκε στον ναυτιλιακό όμιλο Cardiff Marine του κου. Γιώργου Οικονόμου.

Η άποψη που κυριαρχεί αυτή τη στιγμή στην ναυτιλιακή βιομηχανία είναι ότι εάν χρειάζεστε χρήματα για να αγοράσετε πλοία, οι κινέζικες τράπεζες θα σας χρηματοδοτήσουν. Σημαντική διαφορά στην στρατηγική που αναπτύσσουν οι κινέζικες τράπεζες η επιδίωξη τους να συνεργαστούν με νέους πλοιοκτήτες. Η τακτική αυτή και το κίνητρο ότι εάν παραγγείλει κάποιος πλοία για κατασκευή σε κινέζικα ναυπηγεία θα έχει σίγουρη χρηματοδότηση έχει προσελκύσει πολλές μη εισηγμένες ευρωπαϊκές εταιρείες. Τους πρώτους μήνες του 2012 τα ναυπηγεία της Κίνας κέρδισαν νέες παραγγελίες ύψους 11,57 εκατ. Τόνων ενώ οι Έλληνες πλοιοκτήτες παράγγειλαν 142 πλοία από τα κινέζικα ναυπηγεία. Σύμφωνα με στοιχεία της Petrofin Bank Research οι ασιατικές τράπεζες αυξάνουν το ποσοστό που κατέχουν στην χρηματοδότηση της ελληνικής ναυτιλίας και έχουν φτάσει από 4,56% του 2012 στο 6,2% το 2013. Τα ποσά από 3δισ δολάρια το 2012 έχουν ανέβει στα 3,7 δισ. δολάρια το 2013. Σύμφωνα με την έρευνα της Petrofin Research τα κινέζικα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν στην λίστα τους χαρτοφυλάκια χρηματοδότησης της ελληνικής ναυτιλίας. Η China Development Bank 800 εκατ. δολάρια και η China Ever Bright Bank 150 εκατ. δολάρια.

Τα κυριότερα **μειονεκτήματα** που παρουσιάζει η ναυτιλιακή χρηματοδότηση από την Κίνα είναι ότι οι κινέζικες τράπεζες παρά το γεγονός ότι βρίσκονται εδώ και μια δεκαετία σε διαρκή αναμόρφωση αποτελούν κυρίως εργαλεία εφαρμογής πολιτικών της κυβέρνησης. Η οικονομία της αγοράς που λειτουργεί στην Κίνα δεν εμφανίζει ακόμα σημάδια ωρίμανσης. Οι κινέζικες τράπεζες έχουν ακόμα μεγάλες διαφορές με τις τράπεζες της Δύσης σε επίπεδο διοίκησης, διεθνούς δικτύου και στον τρόπο διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου. Η απουσία εξειδίκευσης ναυτιλιακών τμημάτων και οι σκληροί εσωτερικοί φορολογικοί κανόνες συγκρατούν την προσπάθεια που κάνουν οι κινέζικες τράπεζες για την απόκτηση μεριδίου της αγοράς στην ναυτιλιακή χρηματοδότηση. Οι περισσότερες κινέζικες τράπεζες που προσφέρουν ναυτιλιακά δάνεια σε ξένους πλοιοκτήτες απαιτούν τη στήριξη από τα κινέζικα export credit agencies<sup>11</sup> γεγονός που αυξάνει το κόστος δανειοδότησης.

Οι κυριότερες βασικές **προϋποθέσεις** για ναυτιλιακή χρηματοδότηση από κινέζικη τράπεζα είναι η κατασκευή νεότευκτου πλοίου σε κινέζικα ναυπηγεία. Ακόμη οι μεγάλες κινέζικες τράπεζες έχουν αρχίσει και εισέρχονται στις αγορές κεφαλαίου και στην

---

<sup>11</sup> Οργανισμός Εξαγωγικών Πιστώσεων

πλοιοκτησία διαμέσου της ίδρυσης εταιρειών χρηματοδοτικής μίσθωσης. Επιπλέον ο εκσυγχρονισμός και η αναθεώρηση των κανονισμών του χρηματιστηρίου της Σαγκάης θα προσελκύσει την είσοδο ξένων ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Οι κινέζικες τράπεζες μέχρι στιγμή χρηματοδοτούν τα μεγάλα ονόματα της ναυτιλίας ενώ δεν χρηματοδοτούν ναυτιλιακές εταιρείες για την αγορά μεταχειρισμένων πλοίων. Το 2014 η China Development Bank Corporation μετά την επίσκεψη του Κινέζου πρωθυπουργού στην Ελλάδα έχει αλλάξει πιστωτική πολιτική και διευκολύνει την χρηματοδότηση και προς μικρομεσαίους πλοιοκτήτες που επιθυμούν να ναυπηγήσουν πλοία στην Κίνα. Η επέκταση των χρηματοδοτικών διευκολύνσεων και προς τους πλοιοκτήτες μικρότερης εμβέλειας αποτελεί σημαντική πρωτοβουλία δεδομένων των δυσκολιών που εξακολουθούν να υπάρχουν στην εξεύρεση ναυτιλιακής χρηματοδότησης αφού πολλές τράπεζες περιορίζουν την έκθεση τους στον τομέα της ναυτιλίας. Το μνημόνιο συνεργασίας που έχει συναφθεί από το 2010 μεταξύ Ελλάδας και Κίνας προβλέπει ότι οι κινέζικες τράπεζες θα χρηματοδοτήσουν με δάνεια 5 δις. δολ, την κατασκευή πλοίων από έλληνες εφοπλιστές στα κινέζικα ναυπηγεία.

## **6.5 Οι Κινέζικοι Χρηματοδοτικοί Οργανισμοί (Export Credit Agencies - ECA)**

Ο οργανισμός εξαγωγικών πιστώσεων (export credit agencies - ECA) είναι δημόσια υπηρεσία και φορέας που παρέχει κρατική υποστήριξη δανείων, εγγυήσεων και ασφάλισης για τις εγχώριες επιχειρήσεις που επιδιώκουν να δραστηριοποιηθούν στο εξωτερικό στις αναπτυσσόμενες χώρες και αναδυόμενες αγορές. Ο πρωταρχικός στόχος του ECA είναι να απομακρύνει τον κίνδυνο και την αβεβαιότητα εκτός της χώρας. Ο ECA αναλαμβάνει τον κίνδυνο για τον εξαγωγέα με ένα ασφάλιστρο και εγγυάται για τους εμπορικούς και τους πολιτικούς κινδύνους των επενδύσεων σε αγορές του εξωτερικού που θεωρούνται συνήθως υψηλού κινδύνου.

Η **China Export Import Bank**, η τράπεζα εξαγωγών - εισαγωγών της Κίνας, ιδρύθηκε το 1994 και ο σκοπός της είναι να διευκολύνει τις εισαγωγές και εξαγωγές των κινέζικων μηχανικών και ηλεκτρονικών προϊόντων και να βοηθήσει τις κινέζικες εταιρείες σε διεθνή έργα και επενδύσεις. Στόχος της είναι η προώθηση των σχέσεων της Κίνας και της διεθνούς οικονομικής και εμπορικής συνεργασίας. Στις δραστηριότητες της περιλαμβάνονται εξαγωγικές και εισαγωγικές πιστώσεις, δάνεια προς το εξωτερικό για επενδυτικά σχέδια, η αύξηση των κεφαλαίων σε εγχώριες και διεθνείς κεφαλαιαγορές και χρηματαγορές, διεθνή

διατραπεζικά δάνεια, η συμμετοχή σε διεθνή και εγχώρια κοινοπρακτικά δάνεια, δανειοδοτήσεις και επαναγορά ομολόγων. Η τράπεζα εξαγωγών – εισαγωγών της Κίνας αύξησε τα δάνεια το 2013 προς την ναυτιλιακή βιομηχανία φτάνοντας τα 14 δις. \$ πρόσφατα χρηματοδότησε τους γερμανούς εφοπλιστές με το ποσό των 5 δις δολάρια για την κατασκευή πλοίων σε κινέζικα ναυπηγεία. Το συνολικό χαρτοφυλάκιο της Export - Import Bank of China μέχρι τις 31-3-2014 στα ναυτιλιακά δάνεια ανέρχεται στα 52,9 δις. δολάρια. Η τράπεζα εισαγωγών – εξαγωγών της Κίνας παρέχει χρηματοδότηση για την προώθηση των οικονομικών στόχων της κυβέρνησης. Η τράπεζα αυτή είναι ανοικτή σε όλους τους πελάτες που κατασκευάζουν πλοία στην Κίνα.

## **6.6 Ανακεφαλαίωση**

Στο 6<sup>ο</sup> κεφάλαιο αναλύεται η Κίνα και ο ανερχόμενος ρόλος της στην ναυτιλία. Η Κίνα είναι η τρίτη μεγαλύτερη οικονομία στον κόσμο μετά τις Η.Π.Α και την Ευρωπαϊκή Ένωση και ο μεγαλύτερος εξαγωγέας αγαθών.

Βασική στρατηγική ανάπτυξης της κινέζικης κυβέρνησης είναι η ανάπτυξη της ναυτιλιακής οικονομίας, αφού η ναυτιλία προσφέρει άνω του 9 % στο Α.Ε.Π., ποσοστό που στοχεύουν να αυξηθεί μετατρέποντας περιοχές της Κίνας σε παγκόσμια οικονομικά και ναυτιλιακά κέντρα.

Η Ελλάδα σήμερα αποτελεί τον μεγαλύτερο ξένο επενδυτή για την Κίνα στον τομέα της ναυπηγικής βιομηχανίας. Σήμερα το ένα από τα 5 εμπορικά πλοία που κατασκευάζονται στα ναυπηγεία της Κίνας ανήκουν σε Έλληνες. Το γεγονός ότι η Ελλάδα έχει αναδειχθεί σε κινητήρια δύναμη για τα ναυπηγεία της Κίνας αποτελεί λόγο σημαντικό για τις κινέζικες τράπεζες να χρηματοδοτούν τους Έλληνες εφοπλιστές. Ενδεικτικό στοιχείο του ιδιαίτερου βάρους της Κίνας στην παγκόσμια μεταφορική αλυσίδα είναι το γεγονός ότι από τα δέκα μεγαλύτερα λιμάνια στον κόσμο τα επτά είναι κινέζικα.

Όσο αναφορά τις κινέζικες τράπεζες, αντιμετωπίζουν προβλήματα με την υπερβολική καθυστέρηση στην ανταπόκριση των αιτήσεων δανεισμού. Αυτό όμως τα επόμενα χρόνια θα αλλάξει και σύντομα θα φτάσουν στο επίπεδο των ευρωπαϊκών τραπεζών. Οι κινέζικες τράπεζες μέχρι στιγμή χρηματοδοτούν τα μεγάλα ονόματα της ναυτιλίας, ωστόσο αρχίζουν να αλλάζουν πιστωτική πολιτική και να διευκολύνουν την χρηματοδότηση και προς μικρομεσαίους πλοιοκτήτες που επιθυμούν να ναυπηγήσουν πλοία στην Κίνα.

Σημαντικό ρόλο στην οικονομική ανάπτυξη της Κίνας έχουν και οι κινέζικοι χρηματοδοτικοί οργανισμοί, όπως οργανισμός εξαγωγικών πιστώσεων (Export Credit Agencies - ECA), μία δημόσια υπηρεσία και φορέας που παρέχει κρατική υποστήριξη δανείων, εγγυήσεων και ασφάλισης για τις εγχώριες επιχειρήσεις που επιδιώκουν να δραστηριοποιηθούν στο εξωτερικό στις αναπτυσσόμενες χώρες και αναδυόμενες αγορές καθώς και η China Export Import Bank, η τράπεζα εξαγωγών - εισαγωγών της Κίνας, που ιδρύθηκε το 1994 και σκοπός της είναι να και να βοηθήσει τις κινέζικες εταιρείες σε διεθνή έργα και επενδύσεις καθώς και να προωθήσει τις σχέσεις της Κίνας σε διεθνούς οικονομικής και εμπορικής συνεργασίες.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΣΤΗΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΑΙ Η ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΟΥΣ

#### 7.1 Εισαγωγή

Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί και οι επιχειρήσεις στην προσπάθεια τους για επιτυχημένο στρατηγικό σχεδιασμό και ανάπτυξη προσπαθούν να περιορίσουν τους εξωγενείς παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν αρνητικά τα κεφάλαια τους, τις χρηματορροές και τους ετήσιους προϋπολογισμούς τους. Τα τελευταία χρόνια οι οικονομικές αγορές παγκοσμίως έχουν γίνει αλληλένδετες. Η παγκοσμιοποίηση έχει αλλάξει την δομή των αγορών δημιουργώντας νέους κινδύνους και προκλήσεις για αυτούς που συμμετέχουν στην αγορά και για αυτούς που χαράσσουν πολιτική. Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση έχει σημαντικές διαφορές από άλλες μορφές χρηματοδοτήσεων. Οι ναυτιλιακές αγορές θεωρούνται υψηλού κινδύνου λόγω των έντονων διακυμάνσεων (cyclicality) και των σημαντικών κεφαλαίων που απαιτούνται για επενδύσεις αλλά και της ασάφειας στο ιδιοκτησιακό καθεστώς των ναυτιλιακών εταιρειών. Ο κίνδυνος αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι των επενδυτικών και εμπορευματικών δραστηριοτήτων. Οι έντονες διακυμάνσεις και η κυκλικότητα που παρουσιάζουν οι ναύλοι στα πλοία μεταφοράς φορτίων διαφόρων κατηγοριών συνεπάγονται σημαντικούς κινδύνους για τις ναυτιλιακές εταιρείες και για τους ναυλωτές που δραστηριοποιούνται στην μεταφορά φορτίων στην παγκόσμια αγορά εμπορευμάτων, όπως επίσης και για τις τράπεζες που εμπλέκονται στις σχετικές χρηματοδοτήσεις. Οι κυριότεροι κίνδυνοι στην ναυτιλιακή χρηματοδότηση είναι ο πιστωτικός κίνδυνος (Credit Risk), ο κίνδυνος ρευστότητας (Liquidity Risk), ο κίνδυνος επιτοκίων (Interest Rate Risk), ο συναλλαγματικός κίνδυνος (Currency Risk) και ο κίνδυνος χρεοκοπίας (Solvency Risk).

Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις είναι εκτεθειμένες σε πολυποίκιλες οικονομικές διακυμάνσεις ως αποτέλεσμα των δραστηριοτήτων τους. Ο πλοιοκτήτης αντιμετωπίζει δύο είδη κινδύνου, τον διαχειριστικό που είναι ο κίνδυνος που σχετίζεται με την καθημερινή διαχείριση του πλοίου και τον ιδιοκτησιακό, που σχετίζεται με τον κίνδυνο κατοχής ενός ενεργητικού στοιχείου στο χαρτοφυλάκιο του. Οι σημαντικότεροι οικονομικοί κίνδυνοι που αντιμετωπίζει μια ναυτιλιακή εταιρεία προκύπτουν από την διακύμανση στις τιμές των ναύλων, στις

ισοτιμίες των νομισμάτων στις τιμές της αξίας των πλοίων, στην τιμή του πετρελαίου και στις τιμές των επιτοκίων. Οι παραπάνω κίνδυνοι επηρεάζουν άμεσα τα έσοδα μιας ναυτιλιακής εταιρείας καθώς και την ταμειακή ρευστότητα του πλοιοκτήτη και κατά συνέπεια και την πιστοληπτική του ικανότητα. Ο κίνδυνος μπορεί να ορισθεί ως ο συνδυασμός της πιθανότητας ενός γεγονότος και των συνεπειών του. Όλες οι αποφάσεις που αφορούν το μέλλον παίρνονται σε ένα περιβάλλον αβεβαιότητας και έλλειψης των αναγκαίων πληροφοριών.

Ο αντικειμενικός σκοπός της διαχείρισης κινδύνου είναι αφενός η αναγνώριση και ο προσδιορισμός των κινδύνων και η ανάπτυξη στρατηγικών για την μείωση ή και την αποφυγή αυτών των κινδύνων και αφετέρου η μεγιστοποίηση της εκμετάλλευσης των ευκαιριών. Η διαχείριση κινδύνων είναι η διαδικασία με την οποία οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί προσεγγίζουν μεθοδικά τους κινδύνους που σχετίζονται με τις δραστηριότητες τους με σκοπό να εξασφαλίσουν τη διαχρονική και απρόσκοπτη ανάπτυξη τους. Η διαχείριση κινδύνων είναι μια σημαντική διαδικασία για κάθε πιστωτικό ίδρυμα, γιατί βοηθά στην αποφυγή προβλέψιμων κινδύνων, προστατεύει από λάθος επενδυτικές αποφάσεις και μειώνει τις απώλειες και τις ζημιές από απρόβλεπτα γεγονότα. Η διαχείριση κινδύνου έχει αναπτυχθεί τα τελευταία χρόνια και η στροφή των επιχειρήσεων και των πιστωτικών οργανισμών προς αυτή την κατεύθυνση αποτελεί μονόδρομο. Η ναυτιλία είναι ένας κλάδος όπου βρήκε εφαρμογή η διαχείριση κινδύνου.

Όλοι οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν οι ναυτιλιακές εταιρείες μπορούν πλέον να αντιμετωπισθούν αποτελεσματικά με στρατηγικές αντιστάθμισης. Η αντιστάθμιση των επιχειρηματικών κινδύνου έχει δύο σκοπούς, να σταθεροποιήσει τα έσοδα και να ελέγχει τη διακύμανση των τιμών. Για το σκοπό αυτό έχουν αναπτυχθεί νέες τεχνικές και χρηματοοικονομικά εργαλεία, τα λεγόμενα ναυτιλιακά παράγωγα.

Στο κεφάλαιο αυτό θα μελετήσουμε τους κυριότερους κινδύνους που καλούνται να αντιμετωπίσουν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί και επιχειρήσεις, ο πιστωτικός κίνδυνος, ο κίνδυνος ρευστότητας, ο κίνδυνος επιτοκίων, ο συναλλαγματικός κίνδυνος και ο κίνδυνος χρεοκοπίας.

## 7.2. Ο Πιστωτικός Κίνδυνος (Credit Risk)

Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι άμεσα συνδεδεμένος με την φύση των δραστηριοτήτων μιας τράπεζας και είναι ο κίνδυνος οικονομικής ζημιάς λόγω αδυναμίας ή απροθυμίας του αντισυμβαλλόμενου να εκπληρώσει τις συμβατικές του υποχρεώσεις. Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι ο σημαντικότερος κίνδυνος που αντιμετωπίζει ένας χρηματοπιστωτικός οργανισμός και η ανάπτυξη αρκετών υποδειγμάτων μέτρησης καθίσταται αναγκαία για την αποτελεσματική διαχείριση του. Ο πιστωτικός κίνδυνος μπορεί να επηρεάσει την κεφαλαιακή επάρκεια των χρηματοπιστωτικών οργανισμών παρόλο τις εγγυήσεις που λαμβάνουν για κάθε προϊόν χρηματοδότησης.

Το κυριότερο πρόβλημα που δημιουργεί στις επιχειρήσεις είναι ο περιορισμός της ρευστότητας τους με αποτέλεσμα την μείωση της πιστοληπτικής τους ικανότητας και μερικές φορές την πτώχευση. Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις εκτίθενται σε πολυποίκιλες οικονομικές διακυμάνσεις ως αποτέλεσμα των δραστηριοτήτων τους. Η ναυτιλία χαρακτηρίζεται από κυκλικότητα στις τιμές και υψηλές διακυμάνσεις. Η διακύμανση στις τιμές των ναύλων επηρεάζουν άμεσα τα έσοδα μιας ναυτιλιακής εταιρείας καθώς και την ταμειακή ρευστότητα του πλοιοκτήτη και κατά συνέπεια και τη πιστοληπτική του ικανότητα.

Ως πιστωτικός κίνδυνος θεωρείται ο κίνδυνος να αθετήσει ο πλοιοκτήτης τις υποχρεώσεις του προς την τράπεζα. Υπάρχουν δύο είδη πιστωτικού κινδύνου. Τον **(payment default)** κίνδυνο, όπου μια ναυτιλιακή εταιρεία δεν μπορεί να εξοφλήσει τις δανειακές της υποχρεώσεις και τον κίνδυνο **(technical default)** όταν μια ναυτιλιακή επιχείρηση δεν μπορεί να τηρήσει όλους τους όρους της δανειακής σύμβασης με την τράπεζα. Ο πιστωτικός κίνδυνος στην ναυτιλία οφείλεται στην αστάθεια των εσόδων από την λειτουργία του πλοίου και στην μεταβολή των αξιών του πλοίου. Η πρόβλεψη για το χρονικό διάστημα όσο η διάρκεια ενός ναυτιλιακού δανείου είναι εξαιρετικά δύσκολη. Ο πιστωτικός κίνδυνος αποτελεί τον κυριότερο κίνδυνο που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες κατά την ναυτιλιακή χρηματοδότηση. Η μείωση του πιστωτικού κινδύνου απαιτεί την προσεκτική αξιολόγηση και ανάλυση των συνθηκών που αφορούν στις τιμές των ναύλων και στις αξίες των πλοίων κατά το στάδιο αξιολόγησης της χρηματοδότησης. Οι αναλυτές πρέπει να επιλέξουν το κατάλληλο πρόγραμμα αποπληρωμής ενός δανείου ώστε να είναι δυνατή η εξόφληση του και σε περίοδο ύφεσης της αγοράς, το σωστό ποσοστό κεφαλαίου συμμετοχής στην επένδυση και τις απαραίτητες εξασφαλίσεις, η αξία των οποίων να καλύπτει σημαντικό μέρος του χορηγούμενου δανείου.

Η διαχείριση του κινδύνου είναι μια σημαντική διαδικασία για κάθε πιστωτικό ίδρυμα, η οποία βοηθά στην αποφυγή προβλέψιμων κινδύνων, προστατεύει από τις λάθος επενδυτικές αποφάσεις και μειώνει τις απώλειες και τις ζημιές από απρόβλεπτα γεγονότα. Το πιο σημαντικό και δύσκολο στάδιο της διαδικασίας της διαχείρισης του κινδύνου είναι η αξιολόγηση του και η προσπάθεια να υπολογίσουμε τις πιθανές συνέπειες. Η διαβάθμιση και η μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου γίνεται με την κατάταξη των πελατών του πιστωτικού ιδρύματος βάση της πιστοληπτικής τους ικανότητας σε βαθμίδες (rating score) συνοδευόμενη από την αντίστοιχη πρόβλεψη συνέπειας. Το πλήθος των κατηγοριών διαβάθμισης ορίζεται βάση της αναμενόμενης πιθανότητας μη αποπληρωμής (expected default probability) ή από την προκύπτουσα ζημιά λόγω μη αποπληρωμής. Με αυτόν τον τρόπο το πιστωτικό ίδρυμα είναι σε θέση να κατανέμει τις χρηματοδοτήσεις σε ζώνες συγκεκριμένου κινδύνου και συνεπώς σε συγκεκριμένη επισφάλεια. Υπάρχουν διάφορες εφαρμογές τεχνικών αποτύπωσης που μετρούν την αξία σε κίνδυνο (VAR) που χρησιμοποιούν οι τράπεζες και οι μεγάλες επιχειρήσεις. Η μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου είναι μια σύνθετη διαδικασία καθώς χρειάζεται συγκέντρωση και ανάλυση ποιοτικών και ποσοτικών στοιχείων της εξεταζόμενης επιχείρησης. Γίνεται ανάλυση των πληροφοριών για το βαθμό του πιστωτικού κινδύνου που περιέχει η χρηματοδότηση της και η μελλοντική συναλλακτική της συμπεριφορά. Εξετάζεται το μέγιστο ποσό πίστωσης που βραχυπρόθεσμα μπορεί να της χορηγηθεί και το επιχειρηματικό της προφίλ. Υπηρεσίες της τράπεζας παρακολουθούν την οικονομική κατάσταση συνεργαζόμενων επιχειρήσεων και γίνεται αναφορά κρίσιμων γεγονότων και μεταβολή που ενδέχεται να επηρεάσουν θετικά ή αρνητικά την πιστοληπτική ικανότητα ή την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης.

Το βασικό μοντέλο ταξινόμησης που χρησιμοποιείται από τους οργανισμούς πιστοληπτικής ικανότητας για επιχειρήσεις με πλήρη οικονομικά στοιχεία είναι της [Moody's Risk Advisor (MRA)]. Το μοντέλο αυτό περιλαμβάνει χρηματοοικονομική ανάλυση βάση στοιχείων ισολογισμού, αποτελέσματα χρήσεως κ.ά. και γίνονται διάφορες αναλύσεις, προβολές, συγκρίσεις και υπολογισμοί αριθμοδεικτών. Ακολουθεί ποιοτική ανάλυση όπου γίνεται η εισαγωγή των ποιοτικών δεδομένων, όπως ο κίνδυνος του γενικότερου κλάδου οικονομικής δραστηριότητας, η ποιότητα της διοίκησης της εταιρείας και η κοινωνική υπόσταση της εταιρείας. Αυτό το μοντέλο ταξινόμησης παρέχει σημεία συναγερμού, αναφορές αξιολόγησης, εξέταση διαχείρισης των ταμειακών ροών και κάλυψης οφειλών από λειτουργικά έξοδα. Για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις χρησιμοποιούνται υποδείγματα με μορφή

ερωτηματολογίου, όπου λαμβάνονται υπόψη το πολιτικό και νομικό περιβάλλον, η χρηματοοικονομική ανάλυση, τα χαρακτηριστικά της συναλλαγής, ο κίνδυνος λειτουργίας, η οικονομική ευρωστία του πλοιοκτήτη, τα χαρακτηριστικά του χρηματοδοτούμενου περιουσιακού στοιχείου και οι προσφερόμενες εγγυήσεις και εξασφαλίσεις.

### 7.3 Ο Κίνδυνος Ρευστότητας (Liquidity Risk)

Ο κίνδυνος ρευστότητας είναι ο δεύτερος μεγαλύτερος κίνδυνος μετά τον πιστωτικό κίνδυνο που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες και δημιουργείται από διαφορές στα μεγέθη στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού σε συνδυασμό με την ασυμφωνία σχετικά με τις ημερομηνίες των αναμενόμενων χρηματοροών.

Η έλλειψη εμπιστοσύνης προς το πιστωτικό ίδρυμα μπορεί να οδηγήσει σε μαζικές αναλήψεις και η τράπεζα να μην μπορεί να καλύψει αυτήν την ζήτηση. Για την αντιμετώπιση αυτού του κινδύνου μπορεί να χρησιμοποιήσει μέρος των αποθεματικών της είτε να ρευστοποιήσει στοιχεία του ενεργητικού της ή να δανειστεί από τη διατραπεζική αγορά. Ο κίνδυνος ρευστότητας για μια ναυτιλιακή εταιρεία σχετίζεται με την ενδεχόμενη αδυναμία της να εκπληρώσει της χρηματοοικονομικές της υποχρεώσεις όταν αυτές γίνουν απαιτήσεις. Πρόκειται για κίνδυνο αδυναμίας ρευστοποίησης στοιχείων του ενεργητικού της επένδυσης έγκαιρα και σε εύλογη τιμή με αποτέλεσμα να επέρχονται απώλειες για τον επενδυτή λόγω των διακυμάνσεων των τιμών κατά το χρόνο που μεσολαβεί από την λήψη της εντολής του έως την εκτέλεση της. Η έλλειψη προσφοράς και ζήτησης επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό την τιμή και ο κίνδυνος είναι αυξημένος όταν η επένδυση πραγματοποιείται σε μια αγορά με χαμηλή ρευστότητα ή με μειωμένη εποπτεία. Ο κίνδυνος ρευστότητας για μια επιχείρηση ελέγχεται διατηρώντας ποιοτικά και ρευστά περιουσιακά στοιχεία. Θέτοντας όρια θέσης (**limit position**) στην έκθεση σ' ένα μόνο χρηματοοικονομικό εργαλείο ώστε να αποφεύγεται η ισχυρή επίδραση στην αγορά από μια πιθανή ρευστοποίηση. Επίσης, από την γραμμή πίστωσης (**Credit Line**) με δανειακή συμφωνία συνήθως με τράπεζα, η οποία επιτρέπει στον πελάτη να δανείζεται ως ένα προσυμφωνηθέν ποσό. Ένα πιστωτικό ίδρυμα για να αντιμετωπίσει τον κίνδυνο ρευστότητας πρέπει να υπολογίζει την καθαρή διαρροή καταθέσεων που είναι η διαφορά της απόσυρσης των καταθέσεων και της εισροής καινούργιων καταθέσεων.

Οι τρόποι διαχείρισης του κινδύνου της διαρροής των καταθέσεων γίνεται με δύο τρόπους. Πρώτον, με το **purchased liquidity management**, σύμφωνα με το οποίο το πιστωτικό

ίδρυμα απευθύνεται στις αγορές κεφαλαίου για να δανειστεί κεφάλαια για βραχυπρόθεσμο χρονικό διάστημα. Το κυριότερο ανάμεσα σε δύο μέρη, όπου το ένα πουλάει το αξιόγραφο στο άλλο μέρος και δεσμεύεται να το αγοράσει στην λήξη σε άλλη προκαθορισμένη τιμή. Τα **repos** αποτελούν μια πολύ σημαντική μορφή χρηματοδότησης μικρής χρονικής διάρκειας. Ακόμη τα πιστωτικά ιδρύματα για την διαχείριση του κινδύνου της εκροής των καταθέσεων εκδίδουν αξιόγραφα με μικρή διάρκεια με τα οποία μπορούν να δανειστούν χωρίς να βάλουν κάποια εγγύηση. Ο δεύτερος τρόπος διαχείρισης του κινδύνου της **ρευστότητας stored liquidity management** αναφέρεται στην χρήση υπαρχόντων στοιχείων του ενεργητικού για την κάλυψη της κεφαλαιακής ενίσχυσης. Οι τράπεζες εκτός από τα απαραίτητα επίπεδα κεφαλαιακών αποθεμάτων που ορίζουν οι ρυθμιστικές αρχές διατηρούν επιπλέον κεφαλαιακά αποθέματα για να μην χρειαστεί να δανειστούν κάτω από δυσμενείς όρους. Ακόμη οι τράπεζες αντιμετωπίζουν κίνδυνο ρευστότητας από δανειακές δεσμεύσεις (ανοικτά δάνεια) και η αντιμετώπιση αυτού του κινδύνου γίνεται είτε με τροποποίηση στοιχείων του ενεργητικού είτε με δανεισμό.

#### **7.4 Ο Κίνδυνος Επιτοκίων (Interest Rate Risk)**

Έως την δεκαετία του 1970 τα κυρίαρχα προβλήματα των τραπεζών ήταν η διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου ρευστότητας. Από την δεκαετία του 1980 η φιλελευθεροποίηση των αγορών είχε ως αποτέλεσμα τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα των επιτοκίων. Οι τόκοι αποτελούν την κύρια πηγή εσόδων των τραπεζών.

Ο κίνδυνος επιτοκίου αναφέρεται στην μεταβλητότητα της κερδοφορίας των τραπεζών λόγω αυξομειώσεων των επιτοκίων. Μια απροσδόκητη μεταβολή στα επιτόκια μπορεί να επηρεάσει σοβαρά την κερδοφορία της τράπεζας καθώς και την αξία της μετοχής της. Ο κίνδυνος επιτοκίου πηγάζει από την διαφορά του χρόνου λήψης μεταξύ των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού. Συμβαίνει κυρίως όταν η τράπεζα χορηγεί δάνεια με σταθερό επιτόκιο (fixed rate) ενώ ο δανεισμός από την διατραπεζική αγορά γίνεται με κυμαινόμενο επιτόκιο (floating rate). Η διαχείριση της διάθρωσης του ισολογισμού είναι αναγκαία για να ελαχιστοποιηθεί ο κίνδυνος του επιτοκίου. Η αρνητική μεταβολή των επιτοκίων αυξάνει τον κίνδυνο και για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις και μπορεί να οδηγήσει σε δυσκολίες αποπληρωμής των δανειακών της υποχρεώσεων.

Οι τεχνικές που χρησιμοποιούν οι τράπεζες για την διαχείριση του κινδύνου του επιτοκίου είναι η **μέθοδος του ανοίγματος (gap analysis)** και η μέθοδος του **δείκτη μέσης διάρκειας**

**(duration analysis - D).** Τόσο η μέθοδος ανοίγματος όσο και η μέθοδος μέσης διάρκειας είναι χρήσιμα εργαλεία και πληροφορούν την διοίκηση για τον βαθμό του κινδύνου επιτοκίων που αντιμετωπίζει η τράπεζα αν αυξηθούν ή μειωθούν τα επιτόκια. Με την **μέθοδο του ανοίγματος** μπορεί να μετρηθεί άμεσα η ευαισθησία των κερδών της τράπεζας. Το άνοιγμα δείχνει την πιθανή καθαρή εκροή διαθεσίμων και τον κίνδυνο ρευστότητας. Η τράπεζα λαμβάνει πληροφορίες από το άνοιγμα και στη συνέχεια της αξιοποιεί για την διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού. Το μέγεθος του ανοίγματος δείχνει το μέγεθος του κινδύνου ρευστότητας που αναλαμβάνει η τράπεζα. Σε μια μεταβολή του επιτοκίου όσο μεγαλύτερο είναι το άνοιγμα τόσο μεγαλύτερη θα είναι η μεταβολή των καθαρών εσόδων από τόκους της τράπεζας. Η τράπεζα μπορεί να αντισταθμίσει πλήρως τον κίνδυνο επιτοκίου καθιστώντας την τιμή του ανοίγματος μηδενική. Οι στρατηγικές που ακολουθούν οι τράπεζες για μηδενισμό του ανοίγματος είναι οι περιοδικοί υπολογισμοί του ανοίγματος σε μικρά χρονικά διαστήματα. Η σύνδεση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού που μπορούν να τιμολογηθούν έτσι ώστε το περιοδικό άνοιγμα να συνεπάγεται στο μηδέν.

**Η μέθοδος του δείκτη μέσης διάρκειας** αποτελεί μια εναλλακτική μέτρηση του κινδύνου επιτοκίου. Μετράει την ευαισθησία της αγοράς αξίας του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού στις μεταβολές του επιτοκίου. Ο κίνδυνος επιτοκίου αυξάνεται όσο περισσότερο διαφέρει η χρονική περίοδος των εισροών από την αντίστοιχη των εκροών. Ο δείκτης μέσης διάρκειας είναι ο μέσος σταθμικός χρόνος που χρειάζεται να καλυφθεί το αρχικό κόστος ενός χρηματοδοτικού προϊόντος. Η μέθοδος του δείκτη χρησιμοποιεί το μέσο σταθμικό χρόνο διάρκειας των στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού της τράπεζας για να βρεθεί πως αντιδρά η καθαρή της θέση στις μεταβολές του επιτοκίου.

Οι τράπεζες για την αντιστάθμιση του κινδύνου των επιτοκίων χρησιμοποιούν και συναλλαγές εκτός ισολογισμού με την χρήση των συμβάσεων ανταλλαγής επιτοκίων. Οι συμβάσεις ανταλλαγής επιτοκίων (**Interest Rate Swap - IRS**) είναι μια διμερής συμφωνία που αφορά την ανταλλαγή τακτικών πληρωμών τόκου μεταξύ των δύο μερών επί ενός συγκεκριμένου ονομαστικού ποσού για μια προκαθορισμένη περίοδο, όπου το ένα μέρος θα εισπράττει πληρωμές σταθερού επιτοκίου και θα καταβάλει πληρωμές κυμαινόμενου επιτοκίου ενώ το άλλο μέρος θα κάνει το αντίθετο. Το Interest Rate Swap χρησιμοποιείται για να μετατρέψει ένα είδος επιτοκιακής υποχρέωσης σε κάποιο άλλο (π.χ. δάνειο κυμαινόμενου

επιτοκίου σε σταθερό επιτόκιο) επιτρέποντας με τον τρόπο αυτό την ορθότερη διαχείριση των αναγκών από τα επιτόκια ανάλογα με το υφιστάμενο επιτοκιακό περιβάλλον.

## **7.5 Ο Συναλλαγματικός Κίνδυνος (Currency Risk)**

Ο συναλλαγματικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος που προέρχεται από δυσμενείς μεταβολές στην ισοτιμία του εγχώριου νομίσματος των επενδυτών και του νομίσματος στο οποίο γίνεται η αποτίμηση του συγκεκριμένου χρηματοοικονομικού προϊόντος στο οποίο έχουν επενδύσει. Ο κίνδυνος συναλλαγματικής ισοτιμίας που πηγάζει από τις απότομες μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες και στις τιμές του χρυσού ή από την υποτίμηση του νομίσματος μιας χώρας και μπορεί να οδηγήσει σε μικρότερες αποδόσεις από τις αναμενόμενες. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος στις μέρες μας και ιδίως μετά το κοινό νόμισμα στις ευρωπαϊκές χώρες του πυρήνα του Ευρώ δεν υπάρχει για τις συναλλαγές μεταξύ των χωρών της Ευρώπης αλλά υφίσταται στις οικονομικές σχέσεις μεταξύ της Ευρώπης με τρίτες χώρες. Ο νομισματικός κίνδυνος είναι αυξημένος για νομίσματα αναδυόμενων αγορών. Οι μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες επιδρούν στην αξία μιας επένδυσης αλλά και στις υποχρεώσεις ή απαιτήσεις των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, δεδομένου ότι η διαφορά μεταξύ του νομίσματος στο οποίο εκτιμώνται τα έσοδα του πλοίου και του νομίσματος στο οποίο πρέπει να γίνει η αποπληρωμή του δανείου μπορεί να έχει αρνητική επίδραση στην εξυπηρέτηση του.

Ο συναλλαγματικός κίνδυνος αποτελεί σημαντική πηγή κινδύνου για τις εμπορικές τράπεζες και προκύπτει όταν η τράπεζα κατέχει περιουσιακά στοιχεία ή υποχρεώσεις σε ξένα νομίσματα. Η αβέβαιη κίνηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας για το επόμενο χρονικό διάστημα αποτελεί απειλή για τα κεφάλαια της τράπεζας και για τα κέρδη της. Επίσης, οι εμπορικές υπηρεσίες μιας τράπεζας για να επιτρέψει στους πελάτες της να συμμετάσχουν και να ολοκληρώνουν τις διεθνείς τους εμπορικές συναλλαγές, να μπορούν να πραγματοποιούν τις επενδύσεις τους στο εξωτερικό και να έχουν την δυνατότητα για αγορά και πώληση ξένων νομισμάτων, εκθέτουν το πιστωτικό ίδρυμα στον συναλλαγματικό κίνδυνο. Οι τεχνικές για την διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου είναι η συμφωνία **ανταλλαγής νομισμάτων (foreign exchange swap)** και οι **προθεσμιακές πράξεις (forward rate agreements)**.

Η **συμφωνία ανταλλαγής νομισμάτων** είναι μια συμφωνία κατά την οποία δύο μέρη ανταλλάσσουν ένα νόμισμα έναντι κάποιου άλλου. Η ανταλλαγή των νομισμάτων γίνεται στην τρέχουσα ισοτιμία (spot) ενώ η μελλοντική αντίστροφη ανταλλαγή γίνεται στην προθεσμιακή



τιμή (forward) καθώς αυτή ενσωματώνει την επιτοκιακή διαφορά μεταξύ των δύο νομισμάτων. Η ρευστότητα σε ένα νόμισμα μετατρέπεται σε άλλο νόμισμα για κάποιο χρονικό διάστημα χωρίς συναλλαγματικό κίνδυνο.

**Οι προθεσμιακές πράξεις** συναλλάγματος είναι διμερές συμφωνίες με τις οποίες τα δύο μέρη δεσμεύονται συμβατικά για την ανταλλαγή ποσού ενός νομίσματος έναντι κάποιου άλλου σε μια προσυμφωνημένη τιμή και σε μια μελλοντική ημερομηνία. Το εργαλείο αυτό γίνει την δυνατότητα στο χρήστη να κλειδώσει μια συγκεκριμένη ισοτιμία. Οι προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος αποτελούν την συνηθέστερη μέθοδο διαχείρισης συναλλαγματικού κινδύνου, γιατί παρέχουν πλήρη κάλυψη και αντιστάθμιση λόγω της ευκολίας εκτέλεσης της συναλλαγής, της μελλοντικής ανταλλαγής ποσών και την ευελιξία στην επιλογή ημερομηνίας παράδοσης.

## **7.6 Ο Κίνδυνος Χρεοκοπίας (Solvency Risk)**

Ο Κίνδυνος Χρεοκοπίας (Solvency Risk) είναι η αδυναμία ενός προσώπου, φυσικό ή νομικό, να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις του. Οι ρυθμιστικές αρχές έχουν θεσπίσει δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας για τις τράπεζες που είναι η αναλογία των ιδίων κεφαλαίων προς τα δάνεια, ομόλογα και κάθε άλλου είδους επένδυση από την τράπεζα των χρημάτων που της έχουν εμπιστευτεί οι καταθέτες της. Η επάρκεια των κεφαλαίων της τράπεζας είναι σημαντική ειδικά σε περιόδους χρηματοοικονομικών κρίσεων. Όταν ένα δάνειο γίνει επισφαλές η τράπεζα καταγράφει τη ζημιά. Ωστόσο τέτοιου είδους ζημιές ή αποζημιώσεις είναι φυσιολογικό μέρος της ζωής κάθε επιχείρησης. Οι τράπεζες οφείλουν φυσικά να διασφαλίσουν ότι σε κάθε περίπτωση είναι σε θέση να εξυπηρετήσουν κανονικά το χρέος τους ακόμη και όταν ένα ποσοστό των δανείων που οι ίδιες έχουν δώσει έχει κριθεί επισφαλές.

Μια τράπεζα κινδυνεύει με χρεοκοπία όταν ο αριθμός των μη εξυπηρετούμενων δανείων υπερβεί ένα όριο και η τράπεζα βρεθεί να χρωστά περισσότερα στους πιστωτές της από ότι είναι η αξία των δανείων και άλλων περιουσιακών στοιχείων. Έτσι ακόμα και αν πουλούσε τα πάντα αμέσως πάλι δεν θα μπορούσε να αποπληρώσει τους πιστωτές της. Ο κίνδυνος χρεοκοπίας για τις επιχειρήσεις συμβαίνει όταν μια ναυτιλιακή επιχείρηση δεν έχει την δυνατότητα να αποπληρώσει τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της και η ροή των κεφαλαίων της είναι τέτοια ώστε δεν επιτρέπει ουσιώδη βελτίωση στο μέλλον, τότε αυτή η εταιρεία είναι

σε κατάσταση χρεοκοπίας. Οι τράπεζες για την διαχείριση του κινδύνου της χρεοκοπίας χρησιμοποιούν πολύ χρήσιμα εργαλεία, όπως είναι τα **Credit Default Swap (CDS)**.

Η **σύμβαση ανταλλαγής κινδύνου χρεοκοπίας (CDS)** είναι μια σύμβαση ανταλλαγής στην οποία ο αγοραστής της πραγματοποιεί σειρά πληρωμών προς τον αντισυμβαλλόμενο πωλητή και σε αντάλλαγμα δέχεται εφάπαξ πληρωμή σε περίπτωση που κάποιο πιστωτικό μέσο χαρακτηριστεί από αθέτηση του εκδότη. Το CDS είναι ένα παράγωγο πιστωτικό συμβόλαιο μεταξύ αντισυμβαλλόμενων και αναφέρεται σε ένα συγκεκριμένο δάνειο ή ομόλογο χρέους μιας εταιρείας ή κράτους. Σε περίπτωση χρεοκοπίας ο κάτοχος CDS αποζημιώνεται και την απώλεια υφίσταται αυτός που το εξέδωσε. Τα CDS εκδίδονται από τράπεζες επενδυτικά ταμεία και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

## 7.7 Ανακεφαλαίωση

Στο 7<sup>ο</sup> κεφάλαιο αναλύονται οι σημαντικότεροι κίνδυνοι που καλούνται να αντιμετωπίσουν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί και επιχειρήσεις και ο τρόπος που αντιμετωπίζονται. Οι κίνδυνοι οι οποίοι αναλύονται είναι οι εξής: ο πιστωτικός κίνδυνος, ο κίνδυνος ρευστότητας, ο κίνδυνος επιτοκίων, ο συναλλαγματικός κίνδυνος και ο κίνδυνος χρεοκοπίας.

Ο πιστωτικός κίνδυνος αποτελεί τον κυριότερο κίνδυνο που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες κατά την ναυτιλιακή χρηματοδότηση. Ως πιστωτικός κίνδυνος θεωρείται ο κίνδυνος να αθετήσει ο πλοιοκτήτης τις υποχρεώσεις του προς την τράπεζα. Υπάρχουν δύο είδη πιστωτικού κινδύνου. Ο payment default κίνδυνος, όπου μια ναυτιλιακή εταιρεία δεν μπορεί να εξοφλήσει τις δανειακές της υποχρεώσεις και ο κίνδυνος technical default, όταν μια ναυτιλιακή επιχείρηση δεν μπορεί να τηρήσει άλλους όρους της δανειακής σύμβασης με την τράπεζα. Ο πιστωτικός κίνδυνος στην ναυτιλία οφείλεται στην αστάθεια των εσόδων από την λειτουργία του πλοίου και στην μεταβολή των αξιών του πλοίου.

Ο κίνδυνος ρευστότητας, ο δεύτερος μεγαλύτερος κίνδυνος για μια ναυτιλιακή εταιρεία σχετίζεται με την ενδεχόμενη αδυναμία της να εκπληρώσει της χρηματοοικονομικές της υποχρεώσεις όταν αυτές γίνουν απαιτήσεις. Πρόκειται για κίνδυνο αδυναμίας ρευστοποίησης στοιχείων του ενεργητικού της επένδυσης έγκαιρα και σε εύλογη τιμή με αποτέλεσμα να επέρχονται απώλειες για τον επενδυτή λόγω των διακυμάνσεων των τιμών κατά το χρόνο που μεσολαβεί από την λήψη της εντολής έως την εκτέλεση της.

Ο κίνδυνος επιτοκίου αναφέρεται στην μεταβλητότητα της κερδοφορίας των τραπεζών λόγω αυξομειώσεων των επιτοκίων. Μια απροσδόκητη μεταβολή στα επιτόκια μπορεί να

επιηρεάσει σοβαρά την κερδοφορία της τράπεζας καθώς και την αξία της μετοχής της. Συμβαίνει κυρίως όταν η τράπεζα χορηγεί δάνεια με σταθερό επιτόκιο (fixed rate) ενώ ο δανεισμός από την διατραπεζική αγορά γίνεται με κυμαινόμενο επιτόκιο (floating rate).

Επίσης, ο συναλλαγματικός κίνδυνος αποτελεί σημαντική πηγή κινδύνου για τις εμπορικές τράπεζες και προκύπτει όταν η τράπεζα κατέχει περιουσιακά στοιχεία ή υποχρεώσεις σε ξένα νομίσματα. Η αβέβαιη κίνηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας για το επόμενο χρονικό διάστημα αποτελεί απειλή για τα κεφάλαια της τράπεζας και για τα κέρδη της.

Τέλος, ο κίνδυνος χρεοκοπίας (Solvency Risk) είναι η αδυναμία ενός προσώπου, φυσικού ή νομικού, να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις του. Ο κίνδυνος χρεοκοπίας για τις επιχειρήσεις συμβαίνει όταν μια ναυτιλιακή επιχείρηση δεν έχει την δυνατότητα να αποπληρώσει τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της και η ροή των κεφαλαίων της είναι τέτοια ώστε δεν επιτρέπει ουσιώδη βελτίωση στο μέλλον, τότε αυτή η εταιρεία είναι σε κατάσταση χρεοκοπίας.



## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η ναυτιλία ως διεθνής βιομηχανία παρουσιάζει πολυπλοκότητα και ο βαθμός προβλεψιμότητας σε μια πλήρως ανταγωνιστική αγορά, όπως είναι η ναυτιλιακή, είναι περιορισμένος. Χαρακτηρίζεται σαν βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίου λόγω των μεγάλων κεφαλαίων που χρειάζονται για την αγορά του πλοίου και αγορά υψηλού κινδύνου λόγω της κυκλικότητας της ναυλαγοράς που επηρεάζει τις τιμές των ναύλων και τις αξίες των πλοίων. Σκοπός κάθε ναυτιλιακής επιχείρησης είναι η δημιουργία κερδών που θα επιτρέψουν την επιβίωση και την ανάπτυξη της, όπως άλλωστε σε κάθε επιχείρηση ανεξάρτητα του τομέα που δραστηριοποιείται. Το πως μπορεί να επιτευχθεί αυτή η κερδοφορία είναι το ερώτημα που τίθεται και στο οποίο απαντάμε στην εργασία αυτή.

Η απάντηση είναι η ναυτιλιακή χρηματοδότηση, η οποία αποτελεί ένα βασικό μέσο για την γέννηση και την πρόοδο μιας ναυτιλιακής επιχείρησης. Οι ανάγκες σε κεφάλαια για μια ναυτιλιακή επιχείρηση επηρεάζονται από την ρευστότητα, από τις αξίες των πλοίων και από την άνοδο του μέσου μεγέθους του πλοίου. Η έννοια της ρευστότητας περιλαμβάνει την έννοια του κόστους, του κέρδους, των αποθεματικών κερδών και την κακή ή καλή διαχείριση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Σημαντικό ρόλο παίζουν οι πληροφορίες και η ενημέρωση για την παγκόσμια οικονομία, η τάση της ροπής για εισαγωγές - εξαγωγές, τα ελλείμματα των εμπορικών ισοζυγίων, η πολιτική των επιτοκίων και οι κινήσεις των ισοτιμιών των διαφόρων νομισμάτων.

Η ναυτιλιακή βιομηχανία είναι μεγάλος χρήστης κεφαλαίων, το οποίο είναι ευρέως γνωστό. Ένα άλλο βασικό ερώτημα το οποίο προκύπτει και το οποίο απαντάται είναι από που προέρχονται τα κεφάλαια που απαιτούνται στην ναυτιλία. Οι εμπορικές τράπεζες παίζουν τον κυριότερο ρόλο στην βιομηχανία της ναυτιλίας, διότι από αυτές πηγάζουν σημαντικά κεφάλαια. Οι λόγοι για τους οποίους οι τράπεζες ασχολούνται με την ναυτιλία είναι η κερδοφορία, η διασπορά κινδύνου, η επέκταση των δραστηριοτήτων τους και οι εθνικοί λόγοι. Παρόλα αυτά, ο κίνδυνος που αναλαμβάνει μια τράπεζα σε σχέση με την ναυτιλιακή επιχείρηση είναι αναλογικά μεγαλύτερος. Όμως οι πλοιοκτήτες προτιμούν τον τραπεζικό δανεισμό, γιατί αντλούν σημαντικά κεφάλαια που καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες, μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες ανάγκες τους, εκμεταλλεύονται το χαμηλό κόστος δανεισμού ενώ ωφελούνται από τον μεγάλο χρόνο αποπληρωμής του δανείου και βρίσκουν το απαιτούμενο κεφάλαιο συμμετοχής. Σήμερα, η τραπεζική χρηματοδότηση παρά τον

περιορισμό της και των αυστηρότερων όρων για την χορήγηση ενός ναυτιλιακού δανείου μπορεί να έχει γίνει δυσκολότερη, παραμένει όμως η σημαντικότερη πηγή άντλησης κεφαλαίων για την ναυτιλιακή βιομηχανία.

Βέβαια, πολλές φορές οι ανάγκες για κεφάλαια είναι αρκετά μεγάλες, δεν μπορούν να καλυφθούν με τραπεζικό δανεισμό και για την απόκτηση κεφαλαίων μακροπρόθεσμης διάρκειας απευθύνονται στις λεγόμενες κεφαλαιαγορές. Η έγκαιρη πρόσβαση σε ρευστότητα είναι ένα κρίσιμο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στις σημερινές συνθήκες της αγοράς και τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια αποκτούν ολοένα και μεγαλύτερη σημασία με εντονότερη παρουσία μετά το ξέσπασμα της κρίσης του 2008.

Οι θεσμικοί επενδυτές ομολόγων ενδιαφέρονται κυρίως για αγορές, όπως είναι τα εμπορεύματα στην ναυτιλία και για τα μακροπρόθεσμα επιτόκια διότι δεν θέλουν να αναλάβουν μεγάλο ρίσκο και γενικά αποφεύγουν τις αγορές με αστάθεια. Τα ομόλογα αποτελούν επιλογή μόνο για μεγάλες και γνωστές ναυτιλιακές εταιρείες αλλά έχουν υψηλό επιτόκιο. Η είσοδος των ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων (private equity funds) στην ναυτιλία είναι ευπρόσδεκτη αλλά οι εναλλακτικές αυτές μορφές χρηματοδότησης συνοδεύονται από ρίσκα, γιατί ενδιαφέρονται για ναυπηγήσεις νέων πλοίων και υπάρχει η πιθανότητα να δημιουργήσουν πλεονάζουσα μεταφορική δυναμικότητα. Οι επενδύσεις των private equity funds έχουν βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα και υπάρχει μια τάση εξόδου. Πάντως η εισροή κεφαλαίων από ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια είχε σημαντική συμβολή στην διατήρηση του ελληνόκτητου στόλου στην παγκόσμια πρωτιά και στην αύξηση της απασχόλησης στις ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες.

Σύγχρονη μορφή για άντληση κεφαλαίων με χαμηλό κόστος είναι και οι χρηματιστηριακές αγορές. Το χρηματιστήριο παρέχει ρευστότητα που δίνει τα κατάλληλα εργαλεία για την επίτευξη επενδυτικών στόχων, ενώ οι εταιρείες που παραμένουν σε ιδιωτικά χέρια έχουν περιορισμένες δυνατότητες για περαιτέρω ανάπτυξη. Για μια επιτυχημένη εισαγωγή σε χρηματιστήριο των Η.Π.Α απαιτείται μεγάλη και συντονισμένη προσπάθεια, χρειάζεται αλλαγή σε όλα τα επίπεδα της εταιρείας και έχει μεγάλη σημασία η κατάλληλη χρονική στιγμή. Υπάρχει μια αυξητική τάση της ελληνικής ναυτιλιακής κοινότητας για μετοχοποίηση μεγάλων ναυτιλιακών εταιρειών (σήμερα οι εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες είναι 41 σε σύγκριση με την έρευνα της XRTC του 2013 που ήταν 26) και εκτιμάται ότι στο μέλλον οι εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες θα υπερτερούν σε αριθμό των μη εισηγμένων. Αυτό είναι η απάντηση στο δίλημμα για την επιλογή χρηματοδότησης μεταξύ παραδοσιακού τραπεζικού

δανεισμού και άντληση κεφαλαίων (με εισαγωγή μετοχών ή έκδοση ομολόγων) από τις κεφαλαιαγορές ειδικά για τις μεγάλες ναυτιλιακές εταιρείες. Γενικά, η εισαγωγή ναυτιλιακών επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο σηματοδοτεί αλλαγή στον χαρακτήρα της ελληνικής ναυτιλιακής επιχείρησης, διευκολύνει τη μετάβαση της διοίκησης από την μια γενιά στην άλλη και από οικογενειακή παραδοσιακή επιχείρηση μετακινείται στο άλλο άκρο της δημόσιας παρουσίας και της απόλυτης διαφάνειας. Ακόμη είναι σημαντική η συμβολή του χρηματιστηρίου στην ποιοτική βελτίωση μιας ναυτιλιακής εταιρείας σε επίπεδο ηλικίας πλοίων, διαφάνειας και εταιρικής οργάνωσης. Οι μικρές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας δεν έχουν αξιοποιήσει τις δυνατότητες χρηματοδότησης μέσω της ελληνικής κεφαλαιαγοράς μετά την φιλελευθεροποίηση του καθεστώτος του 2005. Σημαντικός λόγος είναι η χαμηλή κεφαλαιοποίηση αλλά σημαντικότεροι λόγοι είναι η ελλιπής πληροφόρηση, η ασφάλεια δικαίου και η έλλειψη αμοιβαίας εμπιστοσύνης.

Επίσης, από την εργασία συμπεραίνουμε και διαπιστώνουμε τον ανερχόμενο και διαρκώς αυξανόμενο ρόλο της Κίνας στην ναυτιλία και γενικά στην παγκόσμια οικονομία. Η Κίνα είναι η μόνη οικονομία στον κόσμο με μεγάλη ρευστότητα που είναι αποτέλεσμα της συσσώρευσης του πλεονάσματος συναλλαγών και σε μεγάλο βαθμό ρυθμιστής της παγκόσμιας ναυτιλιακής βιομηχανίας επηρεάζοντας τόσο την προσφορά όσο και την ζήτηση των ναυτιλιακών αγορών. Αποτελεί δηλαδή έναν αναπτυσσόμενο και άξιο αντίπαλο όσο και σύμμαχο.

Γενικά, με την στρατηγική των επιδοτήσεων προς τις κινέζικες ναυτιλιακές εταιρείες, η Κίνα επιδιώκει την ταχύτατη ανανέωση του κινέζικου στόλου (διάλυση πλοίων παλαιότερης τεχνολογίας και αντικατάστασης τους από σύγχρονα) και ταυτόχρονα ενίσχυση του κινέζικου ναυπηγικού κλάδου ώστε να είναι όσο το δυνατόν πιο ανταγωνιστική.

Από την άλλη πλευρά, τα τελευταία χρόνια ενδεδειγμένη λύση για τις ναυτιλιακές εταιρείες για την εξασφάλιση χρηματοδότησης είναι οι συμβάσεις με τις κινέζικες τράπεζες με τα χαμηλά επιτόκια και την χρηματοδότηση μέχρι του 75% του κόστους ναυπήγησης του πλοίου. Ειδικότερα, οι Έλληνες εφοπλιστές από το 1960 έχουν καλές εμπορικές σχέσεις. Το χαμηλό κόστος κατασκευής έχει κάνει τους Έλληνες πλοιοκτήτες να είναι οι καλύτεροι πελάτες των κινέζικων ναυπηγείων, αφού τα κινέζικα ναυπηγεία κατασκευάζουν πλοία ίδιας ποιότητας στον ίδιο χρόνο αλλά σε χαμηλότερο κόστος σε σύγκριση με αυτά της Κορέας και της Ιαπωνίας.

Ποιος είναι όμως ο ιδανικός τρόπος χρηματοδότησης; Το ερώτημα παραμένει. Αυτό το οποίο έχει παρατηρηθεί είναι διαφορετικοί προτιμώμενοι τρόποι χρηματοδότησης ανάλογα με την επικρατούσα οικονομική κατάσταση. Οι μορφές χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνταν στην ναυτιλία πριν την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης είναι η χρηματοδοτική ναυτιλιακή μίσθωση (leasing) και η έκδοση ομολογιών (bond issues), οι οποίες όμως σταδιακά φθίνουν. Αντίθετα, οι μορφές χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνται μετά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης είναι κυρίως οι επενδυτικοί οίκοι (institutional investors) και τα ιδιωτικά κεφάλαια (private equity) με τις διάφορες μορφές τους. Πρόκειται για μονάδες της οικονομίας που διαθέτουν πολύ μεγάλα ποσά για επένδυση. Κατά την άποψη μου, δεν υπάρχει. Κάθε ναυτιλιακή επιχείρηση ανάλογα με τις ανάγκες της και τα σχέδια της πρέπει να χαράξει την στρατηγική που θα ακολουθήσει και η καλύτερη επιλογή της είναι ο συνδυασμός διαφορετικών τρόπων χρηματοδότησης ανάλογα με τις δυνατότητες της ώστε να επιτεύξει τον στόχο της.



## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Γεωργαντόπουλος Ε. Και Βλάχος, Γ.Π. (2003), *Ναυτιλιακή Οικονομική*, Εκδόσεις Τζειφτζει Ελλάς, Πειραιάς.
- Γκιζιάκης Κ. Και Παπαδόπουλος, Α.Ι. και Πλωμαρίτου Ε. Η. (2006), *Ναυλώσεις*, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα.
- Γουλιέλμος Α. Μ. (1997), *Διοίκηση παράκτιων & θαλάσσιων βιομηχανιών*, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα.
- Γουλιέλμος Α. Μ. (2004), *Management Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων*, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα.
- Γουλιέλμος Α. Μ. (2004), *Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων*, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα.
- Πούπα Ε.Ν. (2008), *Ναυτιλία και Χρηματιστήριο*, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα - Θεσσαλονίκη.
- Σαμπράκος Ε., Γιαννόπουλος Ι., *Οικονομική Εκμετάλλευση πλοίου*, Εκδόσεις Ιδρύματος Ευγενίδου, 2008
- Τμήμα Ναυτιλίας και Επιχειρησιακών Υπηρεσιών Σχολή Επιστημών της Διοίκησης, Πανεπιστημίου Αιγαίου, *Ναυτιλία και Χρηματιστήριο*, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα

### ΞΕΝΗ

- Anderson Anne-Marie, Edward A. Dyl (2004), *Market Structure and Trading Volume*, New York Stock Exchange Inc.
- Grammenos C., Th. and Xilas E. M. (1999), *Shipping Investment & Finance*, City University Business School, London.
- Hampton M. (1990), Long and Short Shipping Cycles, *The Rhythms and Psychology of Shipping Markets*, Cambridge Academy of Transport.
- McConvilee J. (1999), *Economics of Tramp Shipping*, Witherby & Co Ltd.
- Stopford Martin (1997), *Maritime Economics*, Routledge 2<sup>nd</sup> Edition

Stopford Martin (2002), *Setting the Scene, Identifying the Objectives*, Marine Investments Financing Forum, Amsterdam.

Ted Petropoulos (2009), *Key Developments and Growth in Greek Ship Finance*, Petrofin S.A.,

## ΠΗΓΕΣ

Έρευνα της Petrofin XPTC Ltd Business Consultants για τις Ναυτιλιακές Εταιρείες ελληνικών συμφερόντων εισηγμένες στα Χρηματιστήρια (2012).

Ετήσια Έκθεση (2012 -2013) της Ένωσης Ελλήνων Εφοπλιστών.

Ετήσιο ελληνικό ναυτιλιακό συνέδριο της Capital Link (2014).

Μελέτη της Lloyds Register για το θαλάσσιο εμπόριο.

Μελέτη του ιδρύματος οικονομικών και βιομηχανικών ερευνών (IOBE) για την συμβολή της Ναυτιλιακό επιμελητήριο.

Ομιλία του Διευθύνοντος Συμβούλου της Εθνικής Τράπεζας κ. Τουρκολιά Α. στο ετήσιο συνέδριο της PWC (2013).

Οικονομικό επιμελητήριο.

Ποντοπόρου Ναυτιλίας στην ελληνική οικονομία - Επιδοτήσεις και Προοπτικές (2013).

## ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΟΙ ΤΟΠΟΙ

[http:// www.capital.gr/](http://www.capital.gr/)

<http://www.e-nautilia.gr/>

<http://www.maritimes.gr/>

<http://www.naftikachronika.gr/>

<http://www.clarksons.net/>

<http://www.shipguide.com/>

<http://shipowners.ca/>

<http://lloydsist.com/>