

ΕΞΩΦΥΛΛΟ

**ΥΠΕΥΘΥΝΗ ΔΗΛΩΣΗ**

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η παρούσα Διπλωματική εργασία δεν έχει καταβληθεί για την απόκτηση μεταπτυχιακού τίτλου ειδίκευσης ή ανωτέρω πτυχίου, ολικά ή μερικά, στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς ή σε άλλο Πανεπιστήμιο εσωτερικού ή εξωτερικού.

Ο δηλών

Ανδρέας Γ. Γεωργακόπουλος

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

	Σελ.
<b>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ</b>	<b>5</b>
<b>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ</b>	<b>6</b>
<b>ΠΡΟΛΟΓΟΣ</b>	<b>7</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1</b>	
<b>Βασικά χαρακτηριστικά της Ναυτιλιακής Βιομηχανίας</b>	
1.1 Εισαγωγή	<b>10</b>
1.2 Οι κύριες ιδιαιτερότητες των ναυτιλιακών επιχειρήσεων	<b>11</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2</b>	
<b>Κίνδυνοι που αντιμετωπίζει μια ναυτιλιακή επιχείρηση στην καθημερινή λειτουργία της και τρόποι αντιστάθμισής τους</b>	
2.1 Εισαγωγή	<b>27</b>
2.2 Ομάδες κινδύνων	<b>28</b>
2.2.1 Κίνδυνοι που προέρχονται από την αγοραπωλησία μεταχειρισμένων πλοίων και τρόποι αντιστάθμισής τους	<b>29</b>
2.2.1.1 Forward ship Value Agreement	<b>30</b>
2.2.1.2 Cross Hedging	<b>31</b>
2.2.2 Κίνδυνοι που προέρχονται από τη λειτουργία του πλοίου και τρόποι αντιστάθμισής τους	<b>31</b>
2.2.2.1 Προϊόντα αντιστάθμισης της μεταβολής της τιμής των καυσίμων	<b>32</b>
2.2.3 Κίνδυνοι που προέρχονται από την μεταβολή των ναύλων και τρόποι αντιστάθμισής τους	<b>34</b>
2.2.3.1 Forward Freight Agreements	<b>36</b>
2.2.4 Κίνδυνοι που προέρχονται από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες και τρόποι αντιστάθμισής τους	<b>37</b>
2.2.4.1 Τεχνικές αντιμετώπισης του συναλλαγματικού κινδύνου	<b>37</b>
2.2.4.1.1 Arbitrage	<b>41</b>
2.2.4.1.2 Covering	<b>45</b>
2.2.4.1.3 Hedging	<b>47</b>
2.2.4.1.4 Speculation	<b>47</b>
2.2.5 Εξέταση του επιπέδου χρήσης των παραγώγων από τις ναυτιλιακές εταιρείες	<b>49</b>

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3****Ναυτιλιακή Χρηματοδότηση**

3.1	Εισαγωγή	54
3.2	Χαρακτηριστικά Ναυτιλιακής Χρηματοδότησης	54
3.3	Τρόποι χρηματοδότησης ναυτιλιακών επιχειρήσεων	58
3.3.1	Εμπορικές Τράπεζες	59
3.3.2	Ναυπηγικές πιστώσεις	63
3.3.3	Leasing	69
3.3.4	Χρηματιστήριο	73
3.3.5	Εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης	76

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4****Τραπεζική χρηματοδότηση**

4.1	Εισαγωγή	80
4.2	Προϋποθέσεις και κανόνες ναυτιλιακών χρηματοδοτήσεων	83
4.3	Κοινοπρακτικά δάνεια	89
4.4	Ενδιάμεση χρηματοδότηση	90
4.5	Έγγραφα που απαιτούνται για την χορήγηση ενός ναυτιλιακού δανείου	91

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5**

5.1	Cash flow financing - Case Study	97
5.2	Παρουσίαση παραγώγου ‘Brent Crude future contract’	105

**ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

114

**ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

116

**ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ**

Σελ.

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2**

**Πίνακας 2.1:** Κίνδυνοι που προέρχονται από την αγοραπωλησία μεταχειρισμένων πλοίων και εργαλεία αντιστάθμισής τους στις αντίστοιχες αγορές **30**

**Πίνακας 2.2:** Κίνδυνοι που προέρχονται από τη λειτουργία του πλοίου και εργαλεία αντιστάθμισής τους στις αντίστοιχες αγορές **33**

**Πίνακας 2.3:** Κίνδυνοι που προέρχονται από τη μεταβολή των ναύλων και εργαλεία αντιστάθμισής τους στις αντίστοιχες αγορές **35**

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5**

**Πίνακας 5.1:** Τιμές κλεισίματος του Brent Crude future contract και Brent crude index για τους μήνες Αύγουστο, Σεπτέμβριο και Οκτώβριο του 2003. **109**

**Πίνακας 5.2:** Βασικές περιγραφικές στατιστικές **111**

**Πίνακας 5.3:** Πίνακας Συσχέτισης **111**

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

	Σελ.
<b><u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1</u></b>	
<b>Διάγραμμα 1.1:</b> Πορεία ναυλοδείκτη χρονοναύλωσης πλοίων ξηρού φορτίου 1947-1987	12
<b>Διάγραμμα 1.2:</b> Δείκτης ναύλων ξηρού φορτίου (spot) 1986-1996	13
<b>Διάγραμμα 1.3:</b> The shipping freight market	15
<b>Διάγραμμα 1.4:</b> Σχέση ναύλων και αξιών των πλοίων (1966-1986)	17
<b>Διάγραμμα 1.5:</b> Τιμές πετρελαίου 1861-1991	23
<b><u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2</u></b>	
<b>Διάγραμμα 2.1:</b> Παράδειγμα Freight Market Fluctuations	34
<b>Διάγραμμα 2.2:</b> Απαντήσεις Στελεχών σχετικά με την χρήση ή μη τους επόμενους 12 μήνες παραγωγών για αντιστάθμιση του Κινδύνου μεταβολής των ναύλων	50
<b>Διάγραμμα 2.3:</b> Απαντήσεις Στελεχών σχετικά με την χρήση ή μη τους επόμενους 12 μήνες παραγωγών για αντιστάθμιση του Κινδύνου μεταβολής των καυσίμων	51
<b>Διάγραμμα 2.4:</b> Απαντήσεις Στελεχών σχετικά με την χρήση ή μη τους επόμενους 12 μήνες παραγωγών για αντιστάθμιση του Κινδύνου μεταβολής επιτοκίου	52
<b><u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5</u></b>	
<b>Διάγραμμα 5.1:</b> Διάγραμμα εμφάνισης της ταμειακής ροής και της καθαρής ταμειακής ροής κάθε έτους της πενταετίας της εταιρείας ΝΑΥΤΙΛΟΣ	102
<b>Διάγραμμα 5.2 :</b> Παρούσα αξία οικονομικού αποτελέσματος	104
<b>Διαγράμματα 5.3, 5.4:</b> Πορεία BCFC & BCI (spot) την περίοδο 01/08/03 έως 16/10/03	111
<b>Διάγραμμα 5.5:</b> Διάγραμμα σύγκρισης τιμών κλεισίματος του Brent Crude future contract και Brent crude index για τους μήνες Αύγουστο, Σεπτέμβριο και Οκτώβριο του 2003.	112

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η εργασία αυτή πραγματεύεται το πολύ σημαντικό ζήτημα της χρηματοδότησης ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Η χρηματοδότηση όπως είναι γνωστό είναι ο βασικός μοχλός ίδρυσης και ανάπτυξης κάθε ναυτιλιακής εταιρείας. Η γέννηση μιας επιχειρηματικής μονάδας προϋποθέτει πολλές φορές τη χρηματοδότηση της αρχικής επένδυσης. Ευχέρεια για τη χρηματοδότηση έχει εκείνος που έχει «πίστη» και πίστη σημαίνει «πεποίθηση για την αποπληρωμή» που εύκολα αποδεικνύεται με τα περιουσιακά στοιχεία που παρέχονται προς ενέχυρο, όπως η υποθήκη πάνω στο πλοίο που αποτελεί κατά μεγάλο ποσοστό το «ορθόδοξο» μέσο δανειακής ασφάλειας των ναυτιλιακών δανείων.

Αλλά και μετά τη γέννηση, η επιχείρηση χρειάζεται χρηματοδότηση για να αναπτυχθεί και πολλές φορές η χρηματοδότηση για κεφάλαιο κίνησης του πρώτου πλοίου, καθιστά δυνατή την κίνηση της επιχειρηματικής μονάδας, μέχρι την είσπραξη του πρώτου ναύλου.

Όσον αφορά την ελληνική περίπτωση ο μεγαλύτερος όγκος των ναυτιλιακών δανείων αφορά κύρια χρηματοδοτήσεις σε συνάλλαγμα με αποτέλεσμα να γίνεται φανερή η αναγκαιότητα γνώσης θεμάτων που αφορούν μεταξύ άλλων π.χ. τη δυνατότητα προσδιορισμού των συναλλαγματικών ισοτιμιών και τις μεθόδους αντιστάθμισης του συναλλαγματικού κινδύνου.

Σήμερα, η αναγκαιότητα αυτής της εξέτασης πολλαπλασιάζεται από το γεγονός της ισχύος του συστήματος των εύκαμπτων ισοτιμιών και της παγκοσμιοποίησης των διεθνών αγορών χρήματος, κεφαλαίου και συναλλάγματος καθώς και από το γεγονός ότι μια ναυτιλιακή επιχείρηση αντιμετωπίζει καθημερινά κινδύνους που προέρχονται από πολλούς παράγοντες, όπως είναι π.χ. τα έσοδα της εταιρείας, τα λειτουργικά κόστη της και οι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι. Ειδικότερα, η ελληνική ναυτιλιακή επιχείρηση που δραστηριοποιείται κατά κύριο λόγο στη spot αγορά, αντιμετωπίζει τους περισσότερους από τους προαναφερθέντες κινδύνους.

Η παρούσα εργασία χωρίζεται σε πέντε επιμέρους κεφάλαια. Στο κεφάλαιο 1 περιγράφονται τα βασικά χαρακτηριστικά της ναυτιλιακής βιομηχανίας. Στο κεφάλαιο 2 γίνεται μια καταγραφή των πιθανών κινδύνων που αντιμετωπίζει μια ναυτιλιακή εταιρεία στην καθημερινή της δραστηριότητα καθώς και των τρόπων που μπορεί να χρησιμοποιήσει προκειμένου να διαχειριστεί αυτούς τους κινδύνους. Στη συνέχεια στο κεφάλαιο 3 εξετάζουμε γενικώς ορισμένα βασικά ζητήματα των διαφόρων τρόπων χρηματοδότησης των ναυτιλιακών επιχειρήσεων σε συνάλλαγμα. Μετά ακολουθεί το κεφάλαιο 4 όπου περιγράφονται τα κυριότερα στοιχεία που αφορούν την τραπεζική χρηματοδότηση καθώς και τα έγγραφα που απαιτούνται προκειμένου να χορηγηθεί ένα ναυτιλιακό δάνειο. Τέλος, στο κεφάλαιο 5 περιγράφουμε με περισσότερες λεπτομέρειες την περίπτωση του *cash flow financing* ενώ παραθέτουμε και κάποια *case studies*.



Η παρούσα εργασία βασίζεται σε βιβλιογραφικές πηγές προερχόμενες κατά βάση από βιβλιοθήκες διαφόρων ιδρυμάτων αλλά και από προσωπικές εργασίες που είχα αναλάβει κατά την διάρκεια φοίτησής μου στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς. Τέλος, σημαντικός αρωγός αποτέλεσε και η εργασιακή εμπειρία που αποκόμισα στην Αγροτική Τράπεζα τα τελευταία πέντε έτη και ειδικότερα η υπηρεσία μου στην Διεύθυνση Διαχείρισης Κινδύνων όπου βρίσκομαι από το 2002.

Πριν κλείσω τον πρόλογο θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στο καθηγητή και Πρόεδρο του Τμήματος Ναυτιλιακών Σπουδών κ. Ελευθέριο Θαλασσινό ο οποίος με καθοδήγησε ώστε να περατωθεί η παρούσα μελέτη.

Πειραιάς, 2005

Ανδρέας Γ. Γεωργακόπουλος  
Φοιτητής Π.Μ.Σ. στη Ναυτιλία

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1°

### **Βασικά χαρακτηριστικά της Ναυτιλιακής Βιομηχανίας**

#### **1.1 Εισαγωγή**

Όπως κάθε είδους επιχειρήσεις, έτσι και οι ναυτιλιακές θέτουν ορισμένους στόχους τους οποίους επιθυμούν να πραγματοποιήσουν. Πιο συγκεκριμένα, τέτοιοι στόχοι μπορεί να είναι: η επιδίωξη κέρδους (σε απόλυτο ποσό ή ποσοστό απόδοσης πάνω στο επενδυμένο κεφάλαιο), η αποτελεσματικότητα, η οικονομική σταθερότητα (σταθερή οικονομική απόδοση) και η ευελιξία (επιλογή διαφόρων τύπων πλοίων). Είναι λογικό, οι στόχοι αυτοί καθώς και οι στρατηγικές για την ικανοποίησή τους, να επηρεάζονται και να τροποποιούνται εξ' αιτίας των μεταβολών των συνθηκών κάτω από τις οποίες λειτουργούν οι εταιρίες.

Ειδικά για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις είναι ευρέως γνωστό πως δρουν στο διεθνή χώρο και πολλά απρόβλεπτα διεθνή γεγονότα μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά τη λειτουργία τους ή ακόμα και την βιωσιμότητά τους. Επιπλέον, ένα βασικό χαρακτηριστικό της ναυτιλιακής δραστηριότητας είναι ότι αυτή υπόκειται σε διακυμάνσεις, οι οποίες είναι συχνές και μπορεί να έχουν αντίστοιχα μεγάλη ή μικρή διάρκεια. Το σύνηθες φαινόμενο είναι ότι οι υφέσεις και τα μέτρια κέρδη διαρκούν πολύ, ενώ οι περίοδοι καλής αγοράς είναι σύντομες. Επομένως, η αβεβαιότητα του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, η οποία ενισχύεται από τις διάφορες σημαντικές τεχνολογικές, κοινωνικές, οικονομικές, νομικές και άλλες μεταβολές, αποτελεί το

βασικό χαρακτηριστικό της ναυτιλιακής και συγκεκριμένα της πλοιοκτήτριας εταιρίας που σε αρκετές περιπτώσεις καθορίζει την δράση, την πορεία και την απόδοση της.<sup>1</sup>

## 1.2 Οι κύριες ιδιαιτερότητες των ναυτιλιακών επιχειρήσεων

Προκειμένου να μπορέσουμε να εντοπίσουμε τους κινδύνους που αντιμετωπίζει σε καθημερινή βάση μια πλοιοκτήτρια εταιρία, θα πρέπει αρχικά να αναδείξουμε τις ιδιαίτερες πτυχές της, εννοώντας τις ειδικότερες συνθήκες ή και τα κύρια χαρακτηριστικά, κάτω από τα οποία καλείται το ναυτιλιακό management να λάβει αποφάσεις και τα οποία συντελούν στην διαφοροποίησή της από επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε άλλους κλάδους.

Αυτές οι αποφάσεις παρουσιάζουν μια ιδιαίτερη δυσκολία σε σχέση με το management άλλων κλάδων, όπως είναι π.χ. εκείνου των εμπορικών επιχειρήσεων προϊόντων ευρείας κατανάλωσης όπου οι πωλήσεις είναι σχετικά προβλέψιμες στο άμεσο μέλλον. Συγκεκριμένα, είναι σημαντικό να αναφέρουμε τα πιο κάτω ειδικά χαρακτηριστικά που διαμορφώνουν τις συνθήκες της ναυτιλιακής αγοράς. Σε αυτά περιλαμβάνονται:

**(1) Η υψηλή μεταβλητότητα των εισπράξεων** της ναυτιλιακής εταιρίας και η επίδρασή της στις αποφάσεις του management και κατ' επέκταση στην λειτουργία της επιχείρησης. Όπως είναι φυσικό, τα έσοδα εξαρτώνται από το επίπεδο που βρίσκονται

---

<sup>1</sup> Α.Μ. Γουλιέλμος, *Management ναυτιλιακών επιχειρήσεων, τόμος α', εκδόσεις Α.Σταμούλη, Αθήνα 1999, σελ. 132-152.*

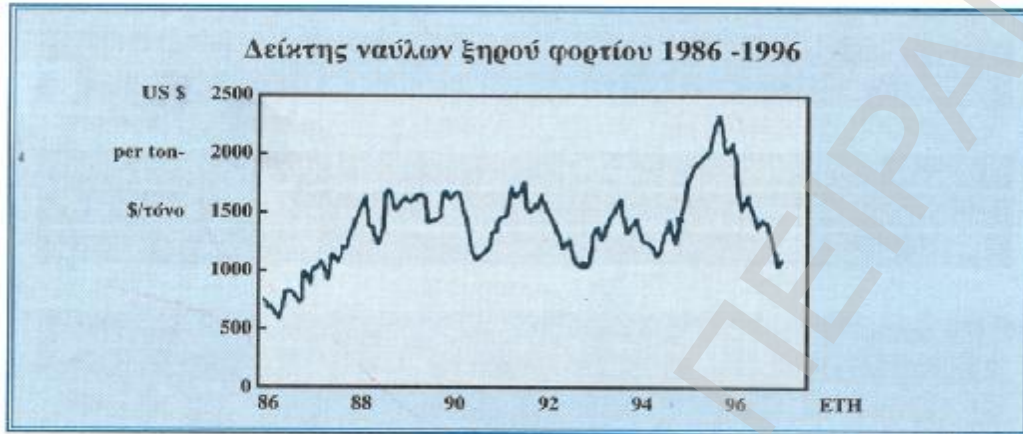
κάθε φορά οι ναύλοι οι οποίοι καθορίζονται τόσο από την προσφορά όσο και από τη ζήτηση χωρητικότητας πλοίων. Ο ναύλος μπορεί να μειωθεί σε μεγάλα ποσοστά και να παραμείνει χαμηλός για μεγάλη διάρκεια, (π.χ. 60% μείωση στον ναύλο στη διάρκεια της κρίσης 1981/87). Στις βιομηχανίες της ξηράς ανάλογες μειώσεις των τιμών της πώλησης ενός προϊόντος είναι η εξαίρεση και όχι ο κανόνας. Συναφές πρόβλημα εδώ είναι και οι διακυμάνσεις στη **ρευστότητα** που προκύπτουν από τη ναυλαγορά πάνω στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις.

Η μεταβλητότητα των εισπράξεων των πλοίων μιας ναυτιλιακής επιχείρησης, οφείλεται στις διακυμάνσεις της ναυλαγοράς, οι οποίες είναι συχνές. Επίσης, παρατηρείται μεγάλη διάρκεια υφέσεων και μετρίων κερδών και σύντομες περίοδοι καλής αγοράς όπως φαίνεται στα πιο κάτω διαγράμματα.

**Διάγραμμα 1.1: Πορεία ναυλοδείκτη χρονοναύλωσης πλοίων ξηρού φορτίου 1947-1987**



*Πηγή: Α.Μ. Γουλιέλμος, Χρηματοδότηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων, εκδόσεις Α. Σταμούλη, Αθήνα 1999, σελ.33.*

**Διάγραμμα 1.2: Δείκτης ναύλων ξηρού φορτίου (spot) 1986-1996**

*Πηγή: Α.Μ. Γουλιέλμος, Χρηματοδότηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων, εκδόσεις Α. Σταμούλη, Αθήνα 1999, σελ.33.*

Όπως φαίνεται και από τα δύο διαγράμματα, για μια μεγάλη περίοδο 50 σχεδόν ετών, οι κορυφές των ναύλων ήταν τέσσερις ή πέντε (1951/52, 1957, 1973/74, 1980/81 και 1995), μικρής ή μέσης διάρκειας περίπου 6-7 ετών (συνολικά), ενώ η υπόλοιπη περίοδος των 44-45 ετών ήταν περίοδος ναύλων μετρίων και ζημιογόνων επιπέδων.

Το διάγραμμα 1.2, παρουσιάζει την απαιτούμενη ικανότητα του ναυτιλιακού επιχειρηματία να προσαρμόσει το κόστος λειτουργίας των πλοίων και της ναυτιλιακής επιχείρησης σε επίπεδα ναύλων που ποικίλλουν από \$500/τόνο (1986) σε \$ 2.500/τόνο (1995/96). Όταν ο ναύλος μειώνεται 5 σχεδόν φορές, η ναυτιλιακή εταιρία πρέπει να έχει προβεί σε διάφορες ενέργειες προκειμένου να μπορέσει να αντιμετωπίσει την πτώση αυτή των εσόδων της και να επιβιώσει. Διαφορετικά υποχρεώνεται να λάβει προσωρινά μέτρα (παροπλισμός του πλοίου) ή και οριστικά (πώληση ή διάλυση).

Μια συνήθης πρακτική μείωσης του κόστους σε σοβαρό ποσοστό είναι η αλλαγή σημαίας (flagging out), πρακτική που υιοθετήθηκε μαζικά και έντονα από όλες σχεδόν τις παραδοσιακές ναυτιλίες του κόσμου στη διάρκεια της μεγάλης κρίσης την περίοδο 1983-1986.

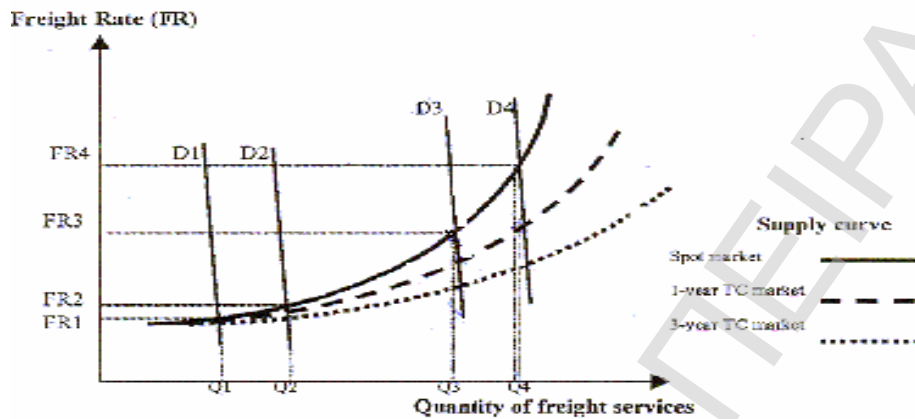
Ένας άλλος τρόπος, λιγότερο διαδεδομένος, είναι η χρήση των freight derivatives, με τον οποίο η εταιρία έχει την ευκαιρία να αντισταθμίσει τον κίνδυνο που προέρχεται από την μεταβλητότητα αυτή του επιπέδου των ναύλων.

Σημείο επίσης σημαντικό, είναι και η **διαφορά μεταβλητότητας** που υπάρχει μεταξύ του τρέχοντος ναύλου (spot freight rate) και του ναύλου χρονοναύλωσης (time charter rate). Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 1.3<sup>2</sup>, η μεταβλητότητα των ναύλων της spot αγοράς είναι μεγαλύτερη από εκείνη των ναύλων της timecharter. Έτσι, όσο πιο μεγάλη είναι η διάρκεια του συμβολαίου ναύλωσης τόσο πιο ελαστική είναι η καμπύλη προσφοράς χωρητικότητας.

Το τελευταίο σημαίνει ότι μια πλοιοκτήτρια (ή διαχειρίστρια) εταιρία θα πρέπει να έχει μια άριστη στρατηγική μεταξύ ναυλώσεων spot και χρονοναυλώσεων, αφού ο ναύλος της τελευταίας παραμένει σταθερός στη διάρκεια ενός συμφωνημένου αριθμού μηνών ή ετών.

---

<sup>2</sup> Manolis G. Kavussanos & Amir H. Alizadeh-M, *Seasonality comparisons by type of contracts and sectors in dry bulk shipping freight markets, Venice 19-22 September 2000.*

**Διάγραμμα 1.3: The shipping freight market**

*Πηγή: Manolis G. Kavussanos & Amir H. Alizadeh-M, Seasonality comparisons by type of contracts and sectors in dry bulk shipping freight markets, Venice ,19-22 September 2000.*

(2) Η δεύτερη ομάδα παραγόντων περιλαμβάνει την **αδυναμία πρόβλεψης** των κινήσεων των ναύλων ή των αξιών των πλοίων (π.χ. σε περίπτωση που κάποιος πλοιοκτήτης επιθυμεί να επενδύσει σε newbuildings ή να διαπραγματευθεί μια χρονοναύλωση). Ειδικότερα, μια λανθασμένη πρόβλεψη των τιμών των πλοίων ή και της πορείας των ναύλων, μπορεί να οδηγήσει σε μεγάλες κεφαλαιουχικές ζημιές (capital losses).

Επομένως, η σωστή χρονική στιγμή αγοράς ή πώλησης ενός πλοίου είναι ιδιαίτερα κρίσιμη για την επιχείρηση. Άλλωστε, όπως έχει ειπωθεί «για να έχει κανείς επιτυχία στη Ναυτιλία η χρονική τοποθέτηση των επενδύσεων σε πλοία είναι το πάν».

Όπως είναι γνωστό, η ναυτιλιακή αγορά προσδιορίζεται από τη ζήτηση χωρητικότητας για μεταφορές φορτίων από τη θάλασσα (η ζήτηση ναυτιλιακών

υπηρεσιών είναι παράγωγος ζήτηση). Περιλαμβάνει δηλαδή όλες τις εισαγωγές και εξαγωγές αγαθών από τη θάλασσα με αποτέλεσμα να επηρεάζεται από ενδογενείς και εξωγενείς παράγοντες όπως είναι π.χ. οι πόλεμοι, οι αποκλεισμοί, οι κακές σοδειές, οι απεργίες λιμένων, οι αποκλεισμοί διωρύγων και καναλιών, οι φυσικές και άλλες καταστροφές κ.λ.π..

Η πλειοψηφία των σημαντικών αποφάσεων των ναυτιλιακών επιχειρηματιών απαιτούν να έχουν κάποια σχετική ιδέα για το μέλλον. Τα συνήθη προβλήματα των ναυτιλιακών επιχειρηματιών σχετίζονται με τα εξής: (i) Ποια είναι η σωστή χρονική στιγμή αγοράς ή πώλησης ενός πλοίου (ii) Ποια είναι η σωστή χρονική στιγμή εξόδου μιας ναυτιλιακής εταιρίας από έναν κλάδο της ναυτιλιακής βιομηχανίας (λ.χ. από τα χύμα ξηρά φορτία) (iii) Ποια είναι η σωστή επιλογή του τύπου του πλοίου ή των πλοίων που θα αγοραστεί.

Γεγονός είναι, ότι οι χρονικές αποφάσεις στη ναυτιλία συνδέονται με μερικές δεκάδες εκατομμύρια δολάρια, άρα είναι σημαντικές από πλευράς ύψους δαπάνης /επενδύσεως, αλλά το πιο σημαντικό είναι ότι η επιλογή της ορθής χρονικής στιγμής για την τοποθέτηση μιας παραγγελίας ή την πραγματοποίηση μιας αγοράς είναι δυνατό είτε να υποτριπλασιάσει το κόστος της επένδυσης ή να τριπλασιάσει το μέγεθος της επένδυσης με το ίδιο κεφάλαιο. Επομένως, η πρόβλεψη της ορθής χρονικής στιγμής για τη λήψη μιας απόφασης στη ναυτιλία είναι πολύ σημαντική λόγω του ναυτιλιακού κύκλου και των μεγάλων διακυμάνσεων. Η κυκλικότητα της ναυλαγοράς είναι φυσικό



να επηρεάζει την κερδοφορία της ναυτιλιακής επιχείρησης σημαντικά, αλλά επηρεάζει και τις αξίες και τιμές των πλοίων.

Πρόσθετα, λόγω των μεγάλων κεφαλαιουχικών κερδών που επιφυλάσσει η ναυτιλιακή αγορά, η κερδοφορία της επιχείρησης από ναυλώσεις, σε ορισμένες περιόδους, περνάει σε δεύτερη μοίρα, ενώ έρχεται σε πρώτη θέση η αγοραπωλησία των πλοίων στο σωστό χρόνο. Το πιο κάτω διάγραμμα, δείχνει τη σχέση ναυλοτιμαρίθμου και αξιών πλοίων.

**Διάγραμμα 1.4: Σχέση ναύλων και αξιών πλοίων (1966-1986)**



*Πηγή: Α.Μ. Γουλιέλμος, Χρηματοδότηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων, εκδόσεις Α.Σταμούλη, Αθήνα 1999, σελ.40*

Όπως φαίνεται, οι κορυφές και τα χαμηλότερα επίπεδα των ναύλων συμπίπτουν στο ίδιο διάστημα (πενταετία) με τα υψηλότερα και χαμηλότερα επίπεδα των αξιών των πλοίων. Πολλές φορές όμως, το μέγιστο του ναύλου προηγείται του μέγιστου των αξιών περί τον ένα και πλέον χρόνο (1970-74) ή έπεται περίπου 8-10 μήνες (1974-78, 1978-82). Είναι φανερό, όμως, ότι οι χαμηλοί ναύλοι (κατώτερο

σημείο του κύκλου), συμπίπτουν με το κατώτερο επίπεδο των αξιών στο ίδιο σχεδόν χρονικό σημείο (1974-78, 1982-86). Επίσης σημαντικό είναι να παρατηρήσουμε ότι η διαφορά της αξίας ενός πλοίου μεταξύ υψηλού και χαμηλού ναύλου είναι περίπου 15-20 εκατ. \$ ΗΠΑ. Επομένως, αν κανείς αγόραζε το 1977 θα πλήρωνε 15 εκατ. δολ. ΗΠΑ, ενώ το ίδιο πλοίο το 1980 είχε 30 εκατ. \$ ΗΠΑ. Δηλαδή σε τρία χρόνια, παρά την αυξημένη ηλικία, το πλοίο διπλασίασε την αξία του. Τέτοιες μεταβολές μπορούν να γίνουν ακόμα μέσα σε μήνες και να έχουμε και μεγαλύτερες διακυμάνσεις.

Εκτός όμως από τις αγορές των new buildings και second hand, οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις θα πρέπει να πάρουν αποφάσεις που να αφορούν την διάλυση χωρητικότητας. Είναι λογικό πως η απόφαση για την **πώληση ενός πλοίου για scrap**, εξαρτάται από διάφορους παράγοντες (ηλικία του πλοίου, το επίπεδο των ναύλων στην αγορά, το επίπεδο του κόστους του πλοίου, η απόσβεση του επενδεδυμένου κεφαλαίου, η τιμή του scrap/τόνο κ.α.). Γενικά, οι εταιρίες δεν σπεύδουν να πάρουν αποφάσεις για τη διάλυση πλοίων, πριν οι εξελίξεις στην αγορά τις πείσουν γι' αυτό.

Η διστακτικότητα παρατηρείται όχι μόνο επειδή η διάλυση είναι ένα μέτρο μη επιδεκτικό επανορθώσεως, σε περίπτωση εσφαλμένης απόφασης, αλλά και επειδή σε πολλές περιπτώσεις το επενδεδυμένο κεφάλαιο στα πλοία που είναι υποψήφια προς διάλυση, έχει ολοκληρωτικά αποσβεσθεί. Επίσης, σε περιόδους κρίσεων ή υφέσεων οι τιμές των πλοίων για διάλυση είναι τόσο χαμηλές, ώστε δεν παρέχουν ιδιαίτερο κίνητρο για την επιτάχυνση του ρυθμού διάλυσης. Για τους λόγους αυτούς ο ρυθμός

διάλυσης τείνει να επιταχύνεται μόνο όταν η ύφεση έχει φθάσει σε προχωρημένο στάδιο της εξέλιξής της.<sup>3</sup>

(3) Μια ακόμη ομάδα παραγόντων που επηρεάζει τις συνθήκες της ναυτιλιακής αγοράς, είναι η ύπαρξη και η επίδραση του **εμπορικού** και κατ' επέκταση του **ναυτιλιακού κύκλου**<sup>4</sup> ο οποίος ακολουθεί τη σειρά: ύφεση(recession) - κρίση(crisis) - ανάκαμψη(recovery) - άνθηση(boom). Με τον όρο εμπορικό κύκλο θεωρούμε την διακύμανση 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 το σημείο έναρξης πάνω στη γραμμή της τάσης και της επανόδου σε αυτή, αφού συμπληρωθεί ένα ημικόκλιο ανόδου και ένα καθόδου.

Παρόλο που οι αιτίες ενός κύκλου μπορεί να ποικίλουν, είναι βέβαιο πως ο εμπορικός κύκλος επηρεάζει τον ναυτιλιακό, ο οποίος με τη σειρά του επιδρά στις αποφάσεις του management καθώς μεταθέτει το ενδιαφέρον του επιχειρηματία μία στην αξία του πλοίου και μία στη δύναμη του cash-flow.

Είναι γεγονός, ότι έχουν αναπτυχθεί διάφορες θεωρίες σχετικά με την ερμηνεία των κύκλων ιστορικά (Michael Hampton, N.Kondratieff, Stopford), αλλά οι επιστήμονες αντιμετωπίζουν αρκετές δυσκολίες όσον αφορά την ακριβή πρόβλεψη τους. Την περίοδο 1872-1989 υπήρξαν 12 κύκλοι με μέσο όρο διάρκειας 7,2 χρόνια ο

---

<sup>3</sup> Ελ. Γεωργαντόπουλος – Γ.Π. Βλάχος, *Ναυτιλιακή Οικονομική*, εκδόσεις J.J. Hellas, Πειραιάς, 1997, σελ. 453-458.

<sup>4</sup> Α.Μ. Γουλιέλμος, *Χρηματοδότηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων*, εκδόσεις Α.Σταμούλη, Αθήνα 1999, σελ.79-171.

καθένας.

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφέρουμε ότι οι βασικοί συντελεστές των ναυτιλιακών κύκλων είναι η προσφορά και η ζήτηση χωρητικότητας πλοίων. Πίσω από την **προσφορά χωρητικότητας** επενεργούν διάφοροι παράγοντες όπως: η ψυχολογία των εφοπλιστών, η επενδυτική δράση τους, το επίπεδο του τρέχοντος και κυρίως του αναμενόμενου ναύλου, η ύπαρξη αποθεματικών κερδών και ρευστότητας, οι αποφάσεις διαλύσεων και παροπλισμού, οι ομαδικές και ομοιόμορφες αποφάσεις των εφοπλιστών, η ναυτιλιακή χρηματοδότηση, η ανάπτυξη των ναυπηγείων, οι κυβερνητικές πολιτικές ανάπτυξης ναυπηγείων και ναυτιλίας.

Από την άλλη πλευρά, η **ζήτηση χωρητικότητας** καθορίζεται από παράγοντες όπως: οι ενέργειες προαγωγής ή μείωσης του θαλάσσιου εμπορίου, η βιομηχανική παραγωγή, η τιμή του πετρελαίου, οι ρυθμοί ανάπτυξης των οικονομιών - κλειδιά για την ναυτιλία (ΗΠΑ, Ιαπωνία, Γερμανία, Αγγλία, Γαλλία κ.λπ.), το ύψος των επιτοκίων, η πολιτική του OPEC, ο πληθωρισμός, και άλλα.

Επίσης, υπάρχουν τα **εξωγενή με την οικονομία βασικά αίτια** όπως γενικοί ή τοπικοί πόλεμοι, κακές σοδειές, καταστροφές από καιρό ή σεισμούς, διακοπή λειτουργίας πετρελαιοαγωγών ή καναλιών, γενικές ή ειδικές απεργίες, συμφόρηση λιμένων, απεργίες εργατών φορτοεκφόρτωσης, κ.α. Στα εξωγενή αίτια μπορούν να αποδοθούν οι συντομεύσεις ή επεκτάσεις των ναυτιλιακών κύκλων.

Συνεπώς, είναι εμφανές ότι, η λειτουργία μιας πλοιοκτήτριας εταιρίας

επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από παράγοντες που πιθανότατα δεν είναι δυνατό να προβλεφθούν.<sup>5</sup>

(4) Άλλη ομάδα παραγόντων είναι αυτή που σχετίζεται με το κίνδυνο από τη μεταβλητότητα των **ισοτιμιών** μεταξύ των διαφόρων νομισμάτων. Όπως είναι φυσικό, οι ισοτιμίες μεταξύ των νομισμάτων και ο τρόπος με τον οποίο αυτές μεταβάλλονται, επηρεάζουν τις τιμές των πλοίων. Επομένως, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη σε αποφάσεις που σχετίζονται με αγορές και πωλήσεις πλοίων. Εκτός όμως από τις επενδυτικές αποφάσεις, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και οι μεταβολές τους, ενδιαφέρουν μια ναυτιλιακή επιχείρηση, καθώς το μεγαλύτερο μέρος των πληρωμών της πραγματοποιείται με δολάρια Η.Π.Α. (π.χ. δαπάνες αποπληρωμής δανείων, ασφαλιστικές δαπάνες, μισθοί πληρώματος, ποσά που καταβάλλονται για ανεφοδιασμό, επισκευές, μετασκευές κ.τ.λ.). Επομένως, δεν υπάρχει αμφιβολία ότι οι ισοτιμίες των νομισμάτων και οι διακυμάνσεις τους επηρεάζουν την ναυτιλιακή επιχείρηση, προκαλώντας αβεβαιότητα και κίνδυνο.

(5) Μία ακόμα παράμετρος που θα πρέπει να αναφερθεί, είναι η εξάρτηση της ναυτιλιακής επιχείρησης από την **τραπεζική χρηματοδότηση**, δεδομένου ότι αποτελεί παράγοντα-κλειδί τόσο για την απόκτηση των πλοίων της εταιρείας όσο και για την χρηματοδότησή της με το αναγκαίο **κεφάλαιο κίνησης** τις περιόδους ύφεσης της

---

<sup>5</sup> Α.Μ. Γουλιέλμος, *Χρηματοδότηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων*, εκδόσεις Α.Σταμούλη, Αθήνα 1999, σελ. 133-141.

ναυλαγοράς (υπενθυμίζουμε ότι η ναυτιλία είναι βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίου).

Ο πιο συνηθισμένος, παραδοσιακός και απλός τρόπος χρηματοδότησης πλοίων είναι η χρηματοδότηση της αγοράς του (ή παραγγελίας) με βάση το μελλοντικό πρόγραμμα ετήσιων εσόδων της ναυτιλιακής επιχείρησης από αυτό. Η μέθοδος αυτή που αποκαλείται και cash flow financing, εφαρμόζεται από τους πλοιοκτήτες προκειμένου να αποκτήσουν προσιτής αξίας πλοία με χρονονάυλωση, που η τελευταία ικανοποιεί και τις τράπεζες λόγω της σταθερότητας των εισπράξεων.<sup>6</sup>

Το στοιχείο που μας ενδιαφέρει σε αυτό το σημείο είναι το επιτόκιο δανεισμού, δεδομένου ότι η τράπεζα εγκρίνει την χορήγηση ενός δανείου και επιβάλλει ένα περιθώριο κέρδους (spread) για την ίδια, πάνω από το **LIBOR** (London Interbank Offered Rate). Το LIBOR (διατραπεζικό επιτόκιο Λονδίνου για δάνεια) θα λέγαμε ότι συνιστά το κόστος κεφαλαίου της τράπεζας, και αποτελεί το επιτόκιο στο οποίο η τράπεζα είναι πρόθυμη να τοποθετήσει καταθέσεις σε πελάτες ή άλλες τράπεζες και είναι τυπικά λίγο ανώτερο κατά 1/10 ή 1/8 πάνω από το κόστος χρήματος της τράπεζας. Το σημαντικό χαρακτηριστικό του LIBOR είναι ότι δεν είναι σταθερό, με αποτέλεσμα μια απότομη αύξησή του να δημιουργεί σημαντικούς χρηματοοικονομικούς κινδύνους για την ναυτιλιακή επιχείρηση. Συνήθως επιλέγεται το εξαμηνιαίο αλλά υπάρχουν LIBORs ενός και τριών μηνών καθώς και άλλα, διαφορετικής διάρκειας.

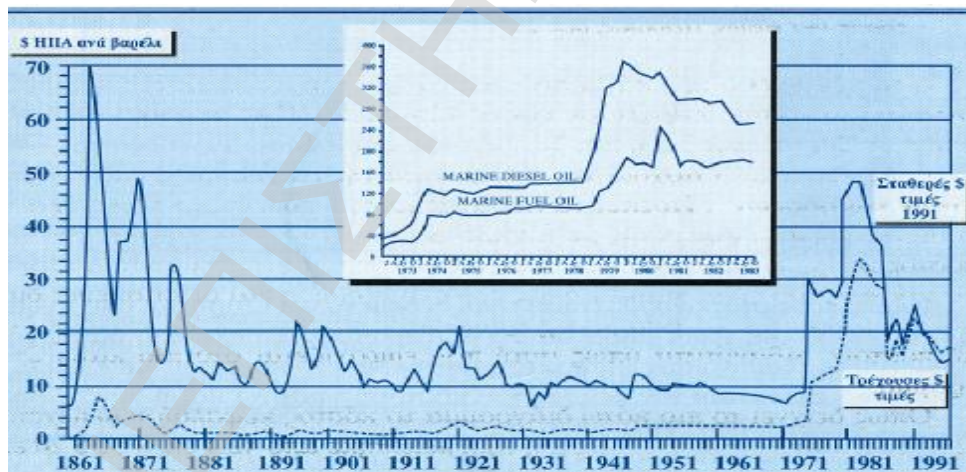
---

<sup>6</sup> Α.Μ. Γουλιέλμος, *Χρηματοδότηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων*, εκδόσεις Α.Σταμούλη, Αθήνα 1999, σελ. 183-199

(6) Ένα άλλο στοιχείο το οποίο είναι απαραίτητο να συμπεριληφθεί στην ανάλυση αυτή, είναι οι κίνδυνοι που επιβαρύνουν μια ναυτιλιακή επιχείρηση και προέρχονται από τις **μεταβολές του επιπέδου τιμών των καυσίμων** τα οποία αποτελούν περίπου το 50% του κόστους ταξιδιού και 20% του συνολικού κόστους.<sup>7</sup>

Το επίπεδο τιμών των καυσίμων μας ενδιαφέρει κυρίως γιατί μπορεί να επηρεάσει το κόστος και επομένως την κερδοφορία της επιχείρησης. Επιπλέον, οι τιμές των καυσίμων επηρεάζονται από πολλούς παράγοντες (π.χ. πολιτική του OPEC, εξωγενής επιδράσεις, πολεμικές συγκρούσεις κ.τ.λ.) και παρουσιάζουν αρκετά μεγαλύτερη μεταβλητότητα σε σχέση με τα άλλα λειτουργικά κόστη (μισθοί πληρώματος, εφόδια, ανταλλακτικά, συντήρηση, κόστος λιμένων, κ.τ.λ.).

**Διάγραμμα 1.5: Τιμές πετρελαίου 1861-1991**



Πηγή: Α.Μ. Γουλιέλμος, Management ναυτιλιακών επιχειρήσεων, τόμος α', εκδόσεις Α.Σταμούλη, Αθήνα 1999, σελ.167

<sup>7</sup> Α.Μ. Γουλιέλμος, Χρηματοδότηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων, εκδόσεις Α. Σταμούλη, Αθήνα 1999, σελ. 25-27.

Στο παραπάνω διάγραμμα, απεικονίζονται οι τιμές του πετρελαίου για την περίοδο 1861-1997. Επίσης στο ένθετο παρουσιάζονται οι τιμές των ναυτιλιακών καυσίμων για την περίοδο 1973-1983 σε \$ ανά τόνο. Όπως φαίνεται, για περίπου 110 χρόνια η τιμή του κυμάνθηκε σε τιμές κάτω των \$9 ανά βαρέλι (από το 1861 έως το 1975). Το 1975 το κόστος αυξήθηκε στα \$10/βαρέλι και σταδιακά μέχρι το 1983, έφθασε στα \$33/βαρέλι, για να μειωθεί αργότερα και να κυμαίνεται στα \$10/βαρέλι (1999).<sup>8</sup>

(7) Πέρα από τους παράγοντες που έχουν ήδη αναφερθεί και σχετίζονται άμεσα με διάφορους κινδύνους που χαρακτηρίζουν την αγορά μέσα στην οποία δραστηριοποιείται μια ναυτιλιακή επιχείρηση, αξίζει ίσως να αναφερθούμε συνοπτικά και σε μια άλλη ομάδα **παραγόντων που δεν σχετίζονται άμεσα με χρηματοοικονομικούς κινδύνους.**

Ιδιαίτερα σημαντικό είναι το γεγονός ότι το «εργοστάσιο» της επιχείρησης (πλοίο) είναι πολύ μακριά από το επιτελικό γραφείο. Αυτό δημιουργεί προβλήματα συντονισμού, επικοινωνίας και ελέγχου, αλλά και κόστους για την επικοινωνία λόγω της απόστασης. Η **μεγάλη γεωγραφική απόσταση** γραφείου-πλοίου, προκειμένου για την ποντοπόρο ναυτιλιακή επιχείρηση, είναι χαρακτηριστικό της δομής της οργάνωσης της επιχείρησης αυτής. Οι επιστήμονες ορίζουν αυτό τον παράγοντα ως περιπλοκότητα (complexity) και αναφέρονται στον βαθμό της διαφοροποίησης που

---

<sup>8</sup> Α.Μ. Γουλιέλμος, *Management ναυτιλιακών επιχειρήσεων, τόμος α΄, εκδόσεις Α. Σταμούλη, Αθήνα 1999, σελ.167-169*



υπάρχει σε μια επιχείρηση. Η ναυτιλιακή επιχείρηση έχει επομένως, διαφοροποίηση στο χώρο (spatial differentiation).

Οι παραπάνω διαπιστώσεις οδηγούν στη μεγάλη σημασία των **στελεχών των πλοίων** και ειδικότερα του πλοιάρχου, ο οποίος λόγω της απόστασης και του κόστους επικοινωνίας, οφείλει να λαμβάνει μεγάλο αριθμό σημαντικών αποφάσεων μόνος του. Επομένως, η ποιότητα του ανθρώπινου δυναμικού τόσο των πλοίων όσο και των γραφείων είναι ζωτικής σημασίας σε μια ναυτιλιακή επιχείρηση. Αυτό το τελευταίο χαρακτηριστικό έχει γίνει πολύ σημαντικό τελευταία και λόγω του ότι η ποιότητα των στελεχών του πλοίου έχει προεκτάσεις και στην ασφάλεια του πλοίου και στην προστασία του περιβάλλοντος.

Επιπρόσθετα, άλλοι παράγοντες από τους οποίους μπορεί να προκύψουν σημαντικά κόστη και κίνδυνοι για την ναυτιλιακή επιχείρηση, είναι εκείνοι που σχετίζονται με την ύπαρξη ενός μεγάλου **όγκου νομοθεσίας** εθνικής και διεθνούς προέλευσης, αλλά και η ύπαρξη μιας πλειάδας οργανισμών και φορέων προς τους οποίους κάθε ναυτιλιακή επιχείρηση θα πρέπει να πληροί τους όρους και τις προϋποθέσεις που θέτουν π.χ. Νηογνώμονες, Ασφαλιστές, P&I clubs, Επιθεωρητές Σημαίας, Ναυλωτές κ.α..

Κλείνοντας, αξίζει να αναφερθούν διάφοροι άλλοι κίνδυνοι οι οποίοι σε αρκετές περιπτώσεις δεν είναι δυνατόν να προβλεφθούν και επομένως αυξάνουν το επίπεδο του κινδύνου που παρουσιάζει η ναυτιλιακή βιομηχανία. Παραδείγματα

τέτοιων κινδύνων είναι λ.χ. η αναξιπιστία του ναυλωτή (credit risk), τοπικοί ή γενικοί πόλεμοι, αποκλεισμοί, κακές σοδειές, απεργίες ή συμφορήσεις λιμένων, η διακοπή λειτουργίας διωρύγων και καναλιών, φυσικές ή άλλες καταστροφές, καθυστερήσεις λόγω καιρού, διάφοροι νόμοι περιορισμού των εισαγωγών ή προώθησης των εξαγωγών κ.α.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>

### **Κίνδυνοι που αντιμετωπίζει μια ναυτιλιακή επιχείρηση στην καθημερινή λειτουργία της και τρόποι αντιστάθμισής τους**

#### **2.1 Εισαγωγή**

Με βάση την ανάλυση που προηγήθηκε, δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η ναυτιλιακή επιχείρηση δραστηριοποιείται σε ένα διεθνές, συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον το οποίο προσδιορίζεται από πολλούς και μη προβλέψιμους παράγοντες, με αποτέλεσμα να επιβαρύνεται από κινδύνους που είναι ιδιαίτερα σημαντικοί τόσο για την λειτουργία της όσο και για την επιβίωσή της.

Προκειμένου να επιτευχθεί αντιστάθμιση των κινδύνων αυτών, η επιχείρηση μπορεί να στραφεί στις χρονοναυλώσεις των πλοίων της (time charter) ή να επιδιώξει την εξασφάλιση συμβολαίων εργολαβικής μεταφοράς φορτίων (Contract of Affreightment). Ένας άλλος τρόπος, είναι η χρήση χρηματοοικονομικών εργαλείων, των λεγόμενων παράγωγων προϊόντων (derivative instruments), όπως είναι τα Freight Futures, τα Forward Freight Agreements (FFA) και τα Commodity Futures.<sup>9</sup>

Στη συνέχεια παρουσιάζονται και αναλύονται διάφορα παράγωγα προϊόντα τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν από μια πλοιοκτήτρια εταιρία προκειμένου να αντισταθμιστούν οι κίνδυνοι που προέρχονται από την μεταβλητότητα : (i) των

---

<sup>9</sup> Ilias Visvikis, *Risk and Risk Management in the Shipping Industry*, October 2003, slides 16-20.

ναύλων, (ii) των συναλλαγματικών ισοτιμιών, (iii) των επιτοκίων, (iv) των τιμών των καυσίμων, (v) των αξιών των πλοίων second hand, και (vi) των αξιών των πλοίων προς διάλυση με τη μέθοδο του cross hedging<sup>10</sup>.

## 2.2 Ομάδες κινδύνων

Η μεταβλητότητα των ανωτέρω παραγόντων έχει ως αποτέλεσμα την ύπαρξη των ακόλουθων ομάδων κινδύνων τις οποίες προσπαθεί να αντισταθμίσει μία εφοπλιστική/ πλοιοκτήτρια εταιρεία:

1. Κίνδυνοι που προέρχονται από την αγοραπωλησία μεταχειρισμένων πλοίων,
2. Κίνδυνοι που προέρχονται από τη λειτουργία του πλοίου,
3. Κίνδυνοι που προέρχονται από την μεταβολή των ναύλων,
4. Κίνδυνοι που προέρχονται από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες.

Στην πρώτη ομάδα κινδύνων εντάσσεται η αξία του μεταχειρισμένου πλοίου και του δομικού υλικού του (scrap value). Στη δεύτερη ομάδα (λειτουργικοί κίνδυνοι) εξετάζουμε τη μεταβολή της τιμής των καυσίμων (bunkering) ενώ στη τρίτη ομάδα την μεταβολή των ναύλων. Τέλος, στη τέταρτη ομάδα περιέχεται η χρηματοδότηση των παγίων, οι επενδύσεις, η διαχείριση χρεών (Debt Management), η διαχείριση ρευστότητας (Liquidity Management) και η διαχείριση των ισοτιμιών ξένων νομισμάτων (FX Position Management).

---

<sup>10</sup> Περιοδικό “Marine Money”, τεύχος Απριλίου 2003, σελ. 15

Οι παραπάνω κίνδυνοι παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον από την άποψη ότι μπορούν να αντισταθμιστούν τεχνητά, με αποτέλεσμα να ελαχιστοποιηθεί (όχι όμως και να εκμηδενιστεί) η ένταση του κινδύνου που φέρουν.

Στο σημείο αυτό είναι χρήσιμο να γίνει διαχωρισμός μεταξύ της τεχνητής και της φυσικής αντιστάθμισης κινδύνου. Η τεχνητή αντιστάθμιση επιτυγχάνεται μέσα από τις Derivative αγορές (OTC και FUTURE) όπου ο εφοπλιστής κάνει χρήση των προϊόντων τους, π.χ. FFAs, OPTIONS, FUTURES κ.λ.π. Αυτό συμβαίνει όταν οι spot αγορές παρουσιάζουν αστάθεια<sup>11</sup>. Όταν όμως η spot αγορά παρουσιάζει μια συνέχεια στη συμπεριφορά της τότε ο κίνδυνος της αβεβαιότητας μειώνεται και η επιχείρηση δεν έχει λόγο να προσφύγει στην αγορά Παραγώγων.

### **2.2.1 Κίνδυνοι που προέρχονται από την αγοραπωλησία μεταχειρισμένων πλοίων και τρόποι αντιστάθμισής τους**

Η αξία ενός μεταχειρισμένου πλοίου καθώς και η αξία του δομικού υλικού του (scrap) είναι μεγέθη που μεταβάλλονται στο χρόνο. Για παράδειγμα ένα μεταχειρισμένο πλοίο αξίζει σήμερα X εκατομμύρια USD και μετά από 1 χρόνο μπορεί να αξίζει: X- κάτι ή X+ κάτι εκατομμύρια USD.

Για να απαλλαγεί η διαχειρίστρια / πλοιοκτήτρια εταιρεία από τον κίνδυνο τέτοιων μεταβολών μπορεί να κάνει χρήση του προϊόντος F.OS.V.A (Forward Ship

---

<sup>11</sup> Η αστάθεια στην spot αγορά είναι σύνηθες φαινόμενο για την ελληνική ναυτιλιακή επιχείρηση που δραστηριοποιείται κατά κύριο λόγο σε αυτόν τον τομέα.

Value Agreement), να διαμορφώσει ανάλογα την σύνθεση του στόλου που διαχειρίζεται ή να κάνει χρήση της μεθόδου cross hedging.

Τα ανωτέρω στοιχεία εμφανίζονται επιγραμματικά στον πίνακα που ακολουθεί:

**Πίνακας 2.1: Κίνδυνοι που προέρχονται από την αγοραπωλησία μεταχειρισμένων πλοίων και εργαλεία αντιστάθμισής τους στις αντίστοιχες αγορές**

ΚΙΝΔΥΝΟΙ	OTC ΑΓΟΡΑ	FUTURE ΑΓΟΡΑ
1. SECOND HAND SHIP VALUE	ΝΑΙ → FO.S.V.A. (Forward ship Value Agreement)	ΟΧΙ
2. SCRAP VALUE	ΟΧΙ	ΝΑΙ→CROSS HEDGING

### 2.2.1.1 Forward ship Value Agreement

Το F.O.S.V.A. είναι ένα συμβόλαιο με τα χαρακτηριστικά του FFA. Είναι ένα Forward προϊόν και ο διακανονισμός του (κλείσιμο θέσης) γίνεται με όρους χρηματικούς (μετρητά) πάνω στην αξία ενός μεταχειρισμένου πλοίου.

Το προϊόν αυτό διαπραγματεύεται στην OTC αγορά, και πρωτοεμφανίστηκε την άνοιξη του 2003 (η διαπραγμάτευση ξεκίνησε τον Σεπτέμβριο του 2003). Πρόκειται επομένως για private placement agreements, όπου υπάρχει περιορισμένη liquidity και οι όροι του είναι ευμετάβλητοι (flexible) και διαπραγματεύσιμοι.

### **2.2.1.2 Cross Hedging**

Από την άλλη πλευρά η μεταβολή της αξίας του scrap είναι ένας κίνδυνος ο οποίος μπορεί να αντιμετωπιστεί με τη μέθοδο του Cross Hedging πάνω σ' ένα Future χάλυβα ή σιδήρου.

### **2.2.2 Κίνδυνοι που προέρχονται από τη λειτουργία του πλοίου και τρόποι αντιστάθμισής τους**

Είναι γνωστό ότι τα στοιχεία του κόστους μιας ναυτιλιακής μονάδας μπορούν να ενταχθούν σε μια από τις ακόλουθες ομάδες:

- i) δαπάνες κεφαλαίου,
- ii) γενικά έξοδα,
- iii) δαπάνες ασφαλιστικής κάλυψης των πλοίων και των εγκαταστάσεων,
- iv) δαπάνες συντήρησης και επισκευών,
- v) δαπάνες επάνδρωσης των πλοίων και
- vi) δαπάνες κίνησης.

Τα στοιχεία της vi ομάδας περιλαμβάνουν:

- α) τις δαπάνες για καύσιμα και λιπαντικές ύλες,
- β) τις δαπάνες για υλικά εφόδια και αναλώσιμα άλλων κατηγοριών και
- γ) τις δαπάνες λιμένων και φορτίου.

Ο σημαντικότερος κίνδυνος προέρχεται από την τυχόν μεταβολή της τιμής των καυσίμων καθώς αποτελεί το 50% περίπου του κόστους ενός ταξιδιού στην spot αγορά.

Στη συνέχεια της εργασίας μας θα παρουσιάσουμε τα κυριότερα προϊόντα που μπορεί να χρησιμοποιήσει μια ναυτιλιακή εταιρεία προκειμένου να αντισταθμίσει τους κινδύνους που προέρχονται από την μεταβολή των καυσίμων.

### **2.2.2.1 Προϊόντα αντιστάθμισης της μεταβολής της τιμής των καυσίμων**

Όπως προείπαμε ο κυριότερος παράγοντας του λειτουργικού κόστους ενός ταξιδιού είναι οι τιμές των καυσίμων.

Για να απαλλαγεί η διαχειρίστρια / πλοιοκτήτρια εταιρεία από τον κίνδυνο τέτοιων μεταβολών μπορεί να κάνει χρήση κάποιων παράγωγων προϊόντων όπως είναι π.χ. το Brent crude future (future με υποκείμενη αξία την τιμή του καυσίμου) ή κάποιο swap προϊόν (π.χ. Plain Vanilla<sup>12</sup>) ή κάποιο Forward προϊόν (π.χ. Forward Bunker Contract) επί της τιμής των καυσίμων.

Τα ανωτέρω στοιχεία εμφανίζονται επιγραμματικά στον πίνακα που ακολουθεί:

---

<sup>12</sup> Plain Vanilla is an agreement whereby a floating price for a commodity is exchanged for a fixed price for the same commodity over a specified period for a defined volume.



**Πίνακας 2.2: Κίνδυνοι που προέρχονται από τη λειτουργία του πλοίου και εργαλεία αντιστάθμισής τους στις αντίστοιχες αγορές**

KINΔYNOI	OTC ΑΓΟΡΑ	FUTURE ΑΓΟΡΑ
BUNKERING	FORWARD BUNKER AGREEMENTS (FBAs), BUNKER SWAPS	PETROLEUM AND PETROLEUM PRODUCT FUTURE CONTRACTS, OPTIONS OF I.P.E., NYMEX etc

Προϊόν Future που αντισταθμίζει τον κίνδυνο της μεταβολής της τιμής πετρελαίου/ καυσίμων

BRENT CRUDE FUT. &  
GAS OIL FUT. &  
OPTION GAS OIL

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά των ανωτέρω προϊόντων έχουν ως εξής:

**BRENT CRUDE FUT.**

Price basis: 1 USA cent/barrel

Tick Value: 10 USD

Unit of trading 1.000 barrels BCO

Στο Κεφάλαιο 5 θα περιγράψουμε με περισσότερα στοιχεία το Brent crude future.

<b><u>GAS OIL FUT.</u></b>	<b><u>OPTION GAS OIL</u></b>
Contract size: 100 tones	Market Value \$ 20
Tick size: 0,25	FTD: 6/12/2002
Tick value: \$25	LTD: 5/11/2003
Current Price: \$258,50/metric tone	Price: \$0,20

### 2.2.3 Κίνδυνοι που προέρχονται από την μεταβολή των ναύλων και τρόποι αντιστάθμισής τους

Οι μεταβολές στους ναύλους είναι ο πλέον σημαντικός κίνδυνος για τα έσοδα μιας ναυτιλιακής επιχείρησης. Οι ανωτέρω μεταβολές μπορούν να προέλθουν από διάφορους παράγοντες όπως είναι π.χ. οι κυκλικές διακυμάνσεις (cyclical fluctuations), οι εποχικές διακυμάνσεις (seasonal fluctuations) και τα τυχαία γεγονότα (random shocks).

Επιπλέον έχει διαπιστωθεί ότι οι ναύλοι στα μεγάλα πλοία παρουσιάζουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα απ' ότι στα μικρά, ενώ επιπρόσθετα οι ναύλοι στη spot αγορά είναι περισσότερο ευμετάβλητοι απ' ότι στις χρονοναυλώσεις. Τέλος, ένας ακόμη σημαντικός παράγοντας της μεταβλητότητας των ναύλων είναι και η αβεβαιότητα που υπάρχει στην αγορά (expectations and uncertainty in the market).

Το παρακάτω διάγραμμα εμφανίζει τις διακυμάνσεις των ναύλων την χρονική περίοδο από το 1985 έως το 2003.

**Διάγραμμα 2.1: Παράδειγμα Freight Market Fluctuations**



(Πηγή [www.freightmetrics.com](http://www.freightmetrics.com))

Για να απαλλαγεί η διαχειρίστρια / πλοιοκτήτρια εταιρεία από τον κίνδυνο τέτοιων μεταβολών μπορεί να αποφασίσει την αλλαγή της σημαίας ή τον παροπλισμό/ πώληση/ διάλυση των πλοίων της προκειμένου να μειώσει το κόστος λειτουργίας της. Επιπρόσθετα, η εταιρεία μπορεί να κάνει χρήση time charter συμβολαίων ή CoA (συμβόλαια εργολαβικής μεταφοράς φορτίων).

Ένας άλλος τρόπος, λιγότερο διαδεδομένος, είναι η χρήση των Freight derivatives, όπως είναι τα FFAs (Forward Freight Agreements) ή τα προϊόντα του Baltic Exchange (η χρήση τους δεν ήταν ιδιαίτερα επιτυχημένη) ή τα Commodity Futures με τα οποία η εταιρεία έχει την δυνατότητα να αντισταθμίσει τους κινδύνους που προέρχονται από την μεταβλητότητα του επιπέδου των ναύλων σε διάφορες ναυλαγορές.

Τα ανωτέρω στοιχεία εμφανίζονται επιγραμματικά στον πίνακα που ακολουθεί:

**Πίνακας 2.3: Κίνδυνοι που προέρχονται από τη μεταβολή των ναύλων και εργαλεία αντιστάθμισής τους στις αντίστοιχες αγορές**

ΚΙΝΔΥΝΟΙ	OTC ΑΓΟΡΑ	FUTURE ΑΓΟΡΑ
FREIGHTS	NAI →FFAs	NAI→FUTURES, OPTIONS, (BALTIC EXCHANGE, IMAREX),COMMODITY FUTURES

### 2.2.3.1 Forward Freight Agreements

Το FFA είναι ένα tailor made προϊόν που διαπραγματεύεται στην OTC Αγορά (Forward προϊόν). Πρόκειται για συμβόλαιο (νομικό κείμενο) όπου τα δύο μέρη συμφωνούν να κάνουν μια συμφωνία μεταξύ τους, δεχόμενοι τον πιστωτικό κίνδυνο που μπορεί να περιέχει μια τέτοια συναλλαγή.

Το FFA μπορεί να διαμορφωθεί για διάφορες διαδρομές (routes) και καταβάλλεται προμήθεια 0,5% από τον πωλητή και τον αγοραστή. Ο διακανονισμός γίνεται σε ρευστό χρήμα<sup>13</sup> και δεν εμπλέκεται καμία εταιρεία εκκαθαρισμού συναλλαγών.

Με το FFA ο ενδιαφερόμενος μπορεί να αποσυρθεί από την συμφωνία εντός προκαθορισμένου χρονικού διαστήματος. Η βασική προϋπόθεση είναι να υπάρχει εμπιστοσύνη μεταξύ των δύο συναλλασσομένων.

Υπάρχουν FFAs τόσο για χύδην ξηρά (handysized/ panamax/ capesize FFA), όσο και για χύδην υγρά φορτία (αφορούν κατά κύριο λόγο τα Tanker FFAs ή τα Tanker Swap Agreements).

---

<sup>13</sup> Βλέπε και Shipping Futures and Derivatives, From Biffex to Forward Freight Agreements (FFAs ) and beyond, Drewry Shipping Consultants, London 1997,σελ.42-44

#### **2.2.4 Κίνδυνοι που προέρχονται από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες και τρόποι αντιστάθμισής τους**

Είναι εύκολο να αντιληφθούμε πως οι κίνδυνοι στις επενδύσεις, τη χρηματοδότηση των παγίων, τη διαχείριση των χρεών (Debt Management), τη διαχείριση της ρευστότητας (Liquidity Management) και τη διαχείριση των ισοτιμιών ξένων νομισμάτων (FX Position Management) προέρχονται από τη μεταβολή των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Η ναυτιλιακή εταιρεία για να αντισταθμίσει τους κινδύνους συναλλάγματος και επιτοκίου μπορεί να κάνει χρήση Forward ή Future προϊόντων.

##### **2.2.4.1 Τεχνικές αντιμετώπισης του συναλλαγματικού κινδύνου**

Από τις αρχές της δεκαετίας του 1970, το πρόβλημα των ευρέων διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών απασχολεί έντονα τις επιχειρήσεις, κύρια δε τις ναυτιλιακές, οι οποίες εμπλέκονται σε συναλλαγές διεθνούς επιπέδου.

Πράγματι από την περίοδο εκείνη οι τιμές συναλλάγματος έχουν παρουσιάσει έως σήμερα μεγάλες διακυμάνσεις κάτι που δεν συνέβαινε πριν, καθώς οι αποκλίσεις των τιμών συναλλάγματος ήταν μέσα σε συγκεκριμένα όρια, τα οποία είχαν καθοριστεί με βάση τη συμφωνία Bretton Woods. Υπό το πρίσμα αυτών των γεγονότων μια επιχείρηση που λειτουργεί σε διεθνές επίπεδο και

συνάπτει συμβόλαιο για εξαγωγή με καταβολή του τιμήματος σε ξένο νόμισμα, διατρέχει τον κίνδυνο να πάρει ή να δώσει ένα ποσό σε euro όταν εκτελεστεί το συμβόλαιο, που θα είναι διαφορετικό από το αναμενόμενο ποσό, που καθορίστηκε όταν είχε υπογράψει αυτό το συμβόλαιο.

Η αβεβαιότητα αυτή μπορεί να καταλήξει σε κάποια συναλλαγματική ζημιά ή κέρδος, ανάλογα με τη διακύμανση των τιμών των ξένων νομισμάτων. Το μέγεθος αυτής της αβεβαιότητας μεγαλώνει καθώς ευρύνεται ο ετεροχρονισμός ανάμεσα στην υπογραφή μιας συμφωνίας και την ολοκλήρωσή της (με την καταβολή του συναλλάγματος). Αυτός ακριβώς ο ετεροχρονισμός είναι και ο καθοριστικός παράγοντας του ύψους του συναλλαγματικού κινδύνου.

Είναι προφανές λοιπόν ότι, εξ' ορισμού, δεν υπάρχει συναλλαγματικός κίνδυνος στην περίπτωση που μία συμφωνία (που περιλαμβάνει σαν όρο την εξόφληση μιας υποχρέωσης, σε ξένο νόμισμα) διακανονίζεται «τοις μετρητοίς». Το μέγεθος βέβαια του συναλλαγματικού κινδύνου που διατρέχει κάποιο άτομο (ιδιώτης, επιχείρηση, νομισματικές αρχές) μετριέται από το ύψος της συναλλαγματικής του θέσης.

Στα πλαίσια λοιπόν μιας σωστής διαχείρισης, η επιχείρηση που έχει συναλλαγές σε περισσότερες από μια χώρες, πρέπει να μελετά αυτή τη θέση της ως προς κάθε νόμισμα, να υπολογίζει δηλαδή τη διαφορά μεταξύ των απαιτήσεων και των υποχρεώσεών της σε κάθε νόμισμα χωριστά. Η θέση της επιχείρησης θα

κρίνεται ως «ασφαλής» μόνο αν το ποσό των υποχρεώσεών της στο ίδιο ξένο νόμισμα, δεν διατρέχει κανένα κίνδυνο. Στην πράξη, αυτό συμβαίνει πάρα πολύ σπάνια γιατί, εκτός των άλλων, θα πρέπει να συμπίπτουν οι ημερομηνίες τακτοποίησης των απαιτήσεων και των υποχρεώσεών της.

Όταν η συναλλαγματική θέση μιας επιχείρησης κρίνεται ως «ανοικτή» τότε το ποσό των απαιτήσεων της είναι μικρότερο από το αντίστοιχο των υποχρεώσεών σε ένα συγκεκριμένο νόμισμα. Στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση κρατά μια ριψοκίνδυνη ή επιφυλακτική στάση, ανάλογα με το αν περιμένει μια υπερτίμηση ή υποτίμηση του νομίσματος αυτού σε σχέση με το εγχώριο νόμισμα. Επειδή αυτή η ανοικτή συναλλαγματική θέση ισοδυναμεί με συναλλαγματικό κίνδυνο, οι επιχειρήσεις που συμμετέχουν σε διεθνείς συναλλαγές επιδιώκουν να έχουν πλεονασματική θέση σε «ισχυρά» νομίσματα, προσδοκώντας την ανατίμησή τους, κι ελλειμματική θέση σε «ασθενή» για τα οποία προβλέπουν την υποτίμησή τους.

Συμπερασματικά, μπορούμε να πούμε, ότι ο συναλλαγματικός κίνδυνος καθορίζεται από τη συναλλαγματική θέση της επιχείρησης, από το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της σύναψης του εμπορικού συμβολαίου και της εκτέλεσής του και από το νόμισμα με βάση το οποίο γίνεται το συμβόλαιο.

Αναφορικά τώρα με την δυνατότητα διαχείρισης αυτού του κινδύνου στον οποίο εκτίθενται οι επιχειρήσεις θα πρέπει να αναφέρουμε ότι υπάρχουν δυο πλαίσια το κάθε ένα από τα οποία καθορίζει τις δυνατότητες αυτές.

Συγκεκριμένα, το πρώτο αναφέρεται στο καθεστώς συναλλάγματος το οποίο έχει υιοθετηθεί από τις αρχές κάθε χώρας. Το καθεστώς αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό διότι καθορίζει τα πλαίσια μέσα στα οποία μπορεί να λειτουργήσει μια επιχείρηση στις αγορές συναλλάγματος, με στόχο να «κλείσει» μια συναλλαγματική της θέση και έτσι να καλυφθεί απέναντι στον συναλλαγματικό κίνδυνο.

Το δεύτερο πλαίσιο προσδιορίζεται από το μέγεθος των επιχειρήσεων και είναι εξίσου σημαντικό, καθώς είναι φανερό ότι μια «μεγάλη» επιχείρηση η οποία έχει υποκαταστήματα ή θυγατρικές σ' άλλες χώρες μπορεί πιο εύκολα να διαχειρισθεί τους συναλλαγματικούς τις κινδύνους, απ' ότι μια μικρότερη η οποία είναι εγκατεστημένη σε μια μόνο χώρα και διεξάγει από εκεί εισαγωγές ή/και εξαγωγές. Οι τελευταίες, δηλαδή οι επιχειρήσεις που δεν χαρακτηρίζονται ως μεγάλες, χρησιμοποιούν στρατηγικές για την αντιμετώπιση των συναλλαγματικών τους κινδύνων όπως<sup>14</sup> :

- α) η κάλυψη στην άμεση ή προθεσμιακή αγορά,
- β) η χρηματοδότηση σε συνάλλαγμα για την διενέργεια του Διεθνούς εμπορίου τους,
- γ) η συστηματική τιμολόγηση σε εθνικό νόμισμα, σε συνδυασμό με,

---

<sup>14</sup> Θ. Σταματόπουλος, « Συναλλαγές σε συνάλλαγμα», Ηπάκλειο , 1993.



δ) την τεχνική της επίσπευσης ή επιβράδυνσης των πληρωμών ή εισπράξεων, ανάλογα με το αν το νόμισμα στο οποίο είναι συνταγμένες είναι ασθενές ή ισχυρό, αντίστοιχα (leads and lags).

Αντιθέτως, οι «μεγάλες» επιχειρήσεις χρησιμοποιούν, διαφορετικές στρατηγικές τις οποίες εφαρμόζουν κατά περίπτωση άλλοτε αμιγώς και άλλοτε συνδυασμένα. Ειδικότερα οι τεχνικές αυτές είναι οι εξής:

- α) κάλυψης-ασφάλισης (covering),
- β) κάλυψης - αντιστάθμισης έναντι πιθανών κινδύνων (hedging),
- γ) καλυμμένο arbitrage επιτοκίων,
- δ) ανταλλαγές νομισμάτων (currencies swaps),
- ε) επίσπευσης ή επιβράδυνσης των πληρωμών ή εισπράξεων (leads and lags),
- στ) καθαρά κερδοσκοπική συμπεριφορά (outright speculation) κ.α..

#### **2.2.4.1.1 Arbitrage**

Με τις συναλλαγές αυτές, που έχει επικρατήσει διεθνώς να αποδίδονται με τον όρο “arbitrage”, πραγματοποιούνται ταυτόχρονες αγορές και πωλήσεις συναλλάγματος με σκοπό να επιτευχθούν κέρδη από τις διαφορές τιμών που επικρατούν μεταξύ των επιμέρους αγορών. Η λέξη «ταυτόχρονη» η οποία είναι καθοριστική στον ορισμό του arbitrage, ξεκαθαρίζει ότι δεν υπάρχει συναλλαγματικός κίνδυνος σ’ αυτή τη πράξη αφού δεν υπάρχει καθόλου «ανοιχτή συναλλαγματική

θέση». Με τον όρο αυτό περιγράφονται επίσης οι συναλλαγές μεταξύ των τραπεζών, σε αντιδιαστολή με τις συναλλαγές μεταξύ τραπεζών και πελατών τους.

Ο εξισορροπιστικός χαρακτήρας αυτών των πράξεων έγκειται στο γεγονός ότι με το arbitrage πραγματοποιούνται αγορές εκεί όπου η τιμή είναι χαμηλότερη και πωλήσεις εκεί όπου είναι υψηλότερη. Κατ' αυτόν τον τρόπο αυξάνεται η ζήτηση στην πρώτη αγορά και η προσφορά στη δεύτερη, με αποτέλεσμα να αυξηθεί η τιμή, δηλαδή να ανατιμηθεί το νόμισμα στην πρώτη αγορά και να μειωθεί η τιμή, δηλαδή να υποτιμηθεί το νόμισμα στη δεύτερη. Με τις εξισορροποιητικές αυτές συναλλαγές εξαλείφονται τελικά οι διαφορές τιμών στα νομίσματα των δύο αγορών, πάντοτε όμως με την προϋπόθεση ότι δεν υπάρχουν συναλλαγματικοί έλεγχοι ή άλλοι περιορισμοί.

Σήμερα με την τεράστια τεχνολογική πρόοδο που έχει πραγματοποιηθεί στον τομέα των επικοινωνιών έχουν περιοριστεί σημαντικά οι ευκαιρίες για arbitrage, γιατί όταν υπάρχει σχεδόν άριστη πληροφόρηση σε όλες τις αγορές είναι μάλλον απίθανο να προκύψουν διαφορές στις τιμές που διαμορφώνονται στις δύο αγορές.

Παρ' όλα αυτά, οι βραχυχρόνιες συνθήκες προσφοράς και ζήτησεως συναλλάγματος υπόκεινται σε μη συστηματικές και μερικές φορές απότομες μεταβολές. Για το λόγο αυτό οι συναλλασσόμενοι παρακολουθούν από κοντά τις εξελίξεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες στις διάφορες αγορές, ώστε να επωφεληθούν αμέσως μόλις προκύψουν τυχόν διαφορές. Η έννοια του arbitrage που παρουσιάζεται

από τον παραπάνω ορισμό αναφέρεται στο λεγόμενο «arbitrage στο χώρο» ή «arbitrage αγορών».

Όταν όμως ο συναλλασσόμενος που ενεργεί συναλλαγματική πράξη arbitrage (ο αποκαλούμενος και ως arbitragiste) προσπαθεί να κερδίσει από τις διαφορές που παρατηρούνται στα επιτόκια καταθέσεων, των διαφόρων νομισμάτων, τότε μιλάμε για το «arbitrage επιτοκίων».

Ειδικότερα, ως «arbitrage επιτοκίων», εννοούμε την κίνηση μεταξύ εθνικών χρηματαγορών ή εξωχώριων τραπεζικών κέντρων, βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων, οι κάτοχοι των οποίων στοχεύουν στην πραγματοποίηση κέρδους απ' τις υφιστάμενες διαφορές των επιτοκίων. Είναι βέβαια προφανές ότι το κέρδος αυτό δεν εξαρτάται μόνο από τις διαφορές στα επιτόκια (καταθέσεων ή χορηγήσεων) των χρηματαγορών αλλά επίσης και από τις διαφορές στις τιμές συναλλάγματος όψεως και προθεσμίας, των νομισμάτων που εμπλέκονται στις συναλλαγές. Ήδη επομένως γίνεται σαφές ότι το Arbitrage επιτοκίων διακρίνεται σε arbitrage επιτοκίων δανεισμού και arbitrage επιτοκίων καταθέσεων. Κάθε ένα δε από αυτά, διακρίνεται σε «καθαρό» ή καλυμμένο arbitrage και σε μη καλυμμένο arbitrage, το οποίο προφανώς ενέχει ένα στοιχείο κερδοσκοπίας. Σχηματικά θα λέγαμε ότι οι εξισορροποητικές πράξεις συναλλάγματος όπως αλλιώς αναφέρεται το arbitrage, οι οποίες αφορούν επιτόκια, δηλαδή το arbitrage επιτοκίων διακρίνεται σε:

**Arbitrage επιτοκίων δανεισμού:** α) καλυμμένο arbitrage επιτοκίων δανεισμού,  
β) ακάλυπτο arbitrage επιτοκίων δανεισμού.

**Arbitrage επιτοκίων καταθέσεων:** α) καλυμμένο arbitrage επιτοκίων καταθέσεων,  
β) ακάλυπτο arbitrage επιτοκίων καταθέσεων.

Αντίθετα με τα παραπάνω το «arbitrage στον χρόνο» συνδυάζει τις αποκλίσεις των προθεσμιακών τιμών του συναλλάγματος από τις τρέχουσες με τα διαφορικά επιτόκια, στα υπόψη νομίσματα, που ισχύουν στις εθνικές χρηματαγορές τους. Στην περίπτωση αυτή η έννοια του καλυμμένου arbitrage επιτοκίων θα μεταφράζει το γεγονός ότι το νόμισμα το οποίο αγοράζεται (πωλείται) στην τρέχουσα αγορά (Spot) ταυτόχρονα πωλείται (αγοράζεται) στην προθεσμιακή (Forward).

Εδώ θα πρέπει να αναφερθεί ότι το θεώρημα του καλυμμένου arbitrage επιτοκίων δηλώνει ότι το εγχώριο επιτόκιο ισούται με το αντίστοιχο επιτόκιο της αλλοδαπής προσαρμοσμένο ως προς την προθεσμιακή υπερτίμηση/υποτίμηση.<sup>15</sup>

Αντίθετα στο μη-καλυμμένο (ή ακάλυπτο) arbitrage επιτοκίων (από 24 ώρες - 7 ημέρες) δεν υφίσταται η προθεσμιακή συναλλαγή που περιγράψαμε προηγουμένως. Εδώ το θεώρημα του ακάλυπτου arbitrage επιτοκίων δηλώνει ότι το εγχώριο επιτόκιο ισούται με το αντίστοιχο επιτόκιο της αλλοδαπής προσαρμοσμένο ως προς την προσδοκώμενη μεταβολή της ισοτιμίας. Με άλλα λόγια, το θεώρημα του ακάλυπτου arbitrage επιτοκίων δηλώνει ότι τα εγχώρια και τα ξένα χρεόγραφα θεωρούνται τέλεια

---

<sup>15</sup> Κ. Καρφάκης, «Συναλλαγματικές Ισοτιμίες και Διεθνή Μακροοικονομικά», Εκδόσεις Σάκκουλα, 1995.

υποκατάστατα. Έτσι, αν το ετήσιο εγχώριο επιτόκιο είναι 22% και το αντίστοιχο επιτόκιο της αλλοδαπής είναι 4% τότε η ετήσια αναμενόμενη υποτίμηση του εγχωρίου νομίσματος θα ισούται με 18%. Αν όμως η αναμενόμενη υποτίμηση είναι 15%, τότε θα υπάρχει καθαρή εγχώρια απόδοση (σε ακάλυπτη βάση) 3% ετησίως. Αυτό θα αυξήσει την ελκυστικότητα των εγχώριων χρεογράφων και θα μειώσει τη ζήτηση για χρεόγραφα της αλλοδαπής. Με άλλα λόγια, οι επενδυτές θα αγοράσουν εγχώριο νόμισμα στην αγορά όψεως για να το επενδύσουν στην εγχώρια χρηματαγορά. Οι πράξεις αυτές θα μειώσουν (αυξήσουν) το εγχώριο (ξένο) επιτόκιο λόγω αύξησης (μείωσης) της ρευστότητας και θα αυξήσουν την τρέχουσα τιμή του εγχωρίου νομίσματος. Αξίζει τέλος να σημειωθεί, ότι η κίνηση κεφαλαίων δεν θα μεταβάλλει ουσιαστικά τα επιτόκια της αλλοδαπής, όταν το μέγεθος της εγχώριας χρηματαγοράς είναι σχετικά μικρό.

#### **2.2.4.1.2 Covering.**

Μια δεύτερη σειρά συναλλαγών που ανήκει στην ίδια κατηγορία συναλλαγματικών πράξεων με το arbitrage, που μόλις αναλύσαμε, είναι αυτή που αναφέρεται στην “κάλυψη από τους συναλλαγματικούς κινδύνους”.

Η κάλυψη αυτή που μπορεί να γίνει μέσω του συνδυασμού της αγοράς συναλλάγματος όψεως και των αγορών χρήματος καθώς επίσης και μέσω προθεσμιακής αγοράς συναλλάγματος (Forward exchange market) ή των νέων μορφών

της Futures ή Options παίρνει τουλάχιστον δύο μορφές. Αφ' ενός την ασφάλιση έναντι ενός κινδύνου (covering) και αφ' ετέρου την ανάληψη ενός κινδύνου για να αντισταθμιστεί ένας πιθανώς μεγαλύτερος κίνδυνος (hedging).

Εμείς στο τμήμα αυτό της εργασίας μας θα αναφερθούμε στην πρώτη μορφή αυτής της κάλυψης. Ειδικότερα, με αυτή, επιδιώκεται να προστατευθεί ο ενδιαφερόμενος από τους συναλλαγματικούς κινδύνους που περιβάλλουν κάθε μελλοντική πληρωμή ή είσπραξη ενός ορισμένου ποσού το οποίο είναι εκφρασμένο σε ξένο νόμισμα. Ωστόσο θα πρέπει να έχουμε υπόψη μας ότι οι κίνδυνοι οι οποίοι συνήθως επιδέχονται κάλυψη-ασφάλιση, αναφέρονται σε συναλλαγές οι οποίες έχουν ως γενεσιουργό τους αιτία κάποια αυτό ρευστοποιούμενη εμπορική ή χρηματοδοτική συναλλαγή. Συγκεκριμένα αφορούν συναλλαγές, όπως είναι οι εισαγωγές και οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών καθώς και ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός. Οι συναλλαγές αυτές χαρακτηρίζονται ως αυτό ρευστοποιούμενες γιατί δημιουργούν απαίτηση για είσπραξη ή υποχρέωση για πληρωμή σε κάποια μεταγενέστερη ημερομηνία.

Με την χρήση λοιπόν του Covering ο συναλλασσόμενος κάνει μια συναλλαγματική πράξη η οποία του εξασφαλίζει με βεβαιότητα το ποσό σε εθνικό νόμισμα που πρέπει να πληρώσει ή να εισπράξει σαν αποτέλεσμα μελλοντικής του διεθνούς ανταλλαγής στην άμεση (spot) αγορά. Μια εξασφάλιση, η οποία έχει βέβαια κάποιο μικρό κόστος αλλά και πολλά περισσότερα προσδοκώμενα οφέλη.

#### **2.2.4.1.3 Hedging**

Η δεύτερη έννοια του όρου «κάλυψη» αναφέρεται στην ανάληψη ενός συναλλαγματικού κινδύνου (ανοικτή θέση - στοιχείο κερδοσκοπικής συμπεριφοράς) για να αντισταθμιστεί ένας πιθανός μεγαλύτερος κίνδυνος.

Ειδικότερα, με την κάλυψη αυτού του είδους επιδιώκεται η προστασία από αόριστους και έμμεσους συναλλαγματικούς κινδύνους, που απορρέουν από το γεγονός ότι υπάρχουν περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις εκφρασμένα σε συνάλλαγμα και των οποίων η αξία υπόκειται σε μεταβολές, εξαιτίας των διακυμάνσεων που παρουσιάζουν διαχρονικά οι ισοτιμίες όψεως.

Σε αντίθεση με τον προηγούμενο τύπο κάλυψης, εδώ η γενεσιουργός αιτία της αρχικής συναλλαγής δεν είναι αυτό ρευστοποιούμενη. Τέτοιες συναλλαγές είναι κατά κύριο λόγο οι άμεσες επενδύσεις στην αλλοδαπή και ο μακροπρόθεσμος εξωτερικός δανεισμός.

#### **2.2.4.1.4 Speculation**

Η τελευταία κατηγορία συναλλαγών που θα εξετάσουμε αναφέρεται στις λεγόμενες κερδοσκοπικές συναλλαγματικές πράξεις (speculation). Ειδικά για το συνάλλαγμα, χαρακτηρίζουμε κάποιον ως κερδοσκόπο όταν «παίρνει ανοικτή συναλλαγματική θέση» στην αγορά, ελπίζοντας ότι η μελλοντική τιμή του νομίσματος που κατέχει, θα αυξηθεί στην τρέχουσα αγορά.

Ειδικότερα, ο κερδοσκόπος «πιθανολογεί», «αναμένει», «προσδοκά», πως οι μελλοντικές εξελίξεις σε ένα συγκεκριμένο οικονομικό μέγεθος θα πάνε στο τάδε ή στο δείνα επίπεδο, αλλά αντιμετωπίζει πάντοτε τον κίνδυνο η τελική διαμόρφωση του υπ' όψη οικονομικού μεγέθους να μην είναι εκείνη που προσδοκούσε όταν αναλάμβανε μια συγκεκριμένη κερδοσκοπική δραστηριότητα.

Παράλληλα ο κερδοσκόπος, σε αντίθεση, με τον arbitrageur, δεν επιχειρεί να αποκομίσει κέρδη εκμεταλλευόμενος τις διαφορές στις Spot τιμές της ίδιας μέρας σε διαφορετικές Spot Αγορές. Εδώ ο κερδοσκόπος, επιχειρεί να αποκομίσει κέρδη εκμεταλλευόμενος τις προσδοκώμενες διαφορές τιμών των Spot αγορών σε διαφορετικές μέρες. Βλέπουμε λοιπόν ότι στην συμπεριφορά του speculator, υπεισέρχεται το στοιχείο των προσδοκιών για τις μελλοντικές Spot τιμές, άρα υπεισέρχεται το στοιχείο του μελλοντικού κινδύνου κάτι που δεικνύεται και από το γεγονός ότι συχνά μπορεί να πουλά ένα ποσό στην προθεσμιακή αγορά το οποίο δεν κατέχει αναμένοντας απλώς τις τιμές να εξελιχθούν προς όφελος του.

Επιπρόσθετα, η κερδοσκοπία διαφέρει και από την κάλυψη-αντιστάθμιση έναντι πιθανών κινδύνων (Hedging) και αυτό, διότι ενώ με την πρώτη επιδιώκεται το κέρδος από τις διαχρονικές μεταβολές των ισοτιμιών όψεως, η δεύτερη αντιθέτως έχει ως σκοπό της, να αποτρέψει μια μεγάλη ζημιά που θα μπορούσε να προέλθει από τις μεταβολές αυτές. Για την άσκηση κερδοσκοπίας οι speculators χρησιμοποιούν κύρια τα μελλοντικά συμβόλαια.



Ειδικότερα, εάν ο κερδοσκόπος αναμένει αύξηση της τιμής όψεως του δολαρίου έναντι του μάρκου σε ένα μήνα θα μπορούσε να αγοράσει μηνιαία μελλοντικά συμβόλαια δολαρίων και με την λήξη τους να πωλήσει δολάρια όψεως. Το κέρδος του στην περίπτωση αυτή θα ισούται με τη διαφορά των δύο ισοτιμιών.

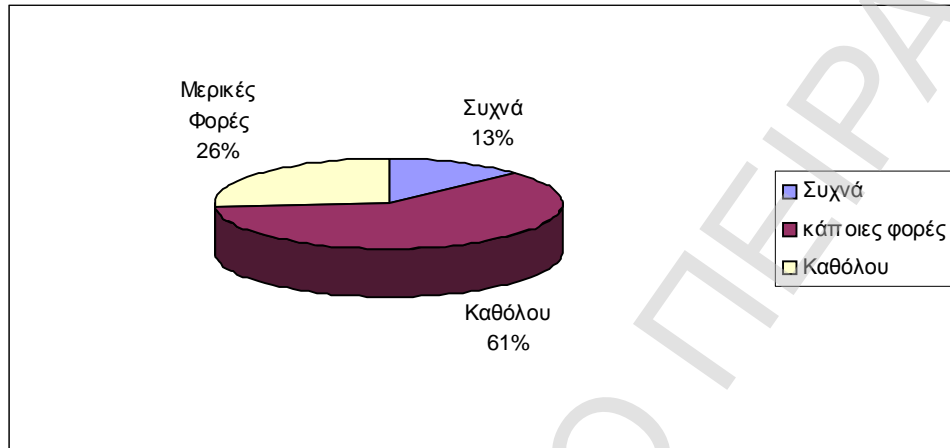
### **2.2.5 Εξέταση του επιπέδου χρήσης των παραγώγων από τις ναυτιλιακές εταιρείες**

Την άνοιξη του 2003 το περιοδικό Marine Money διεξήγαγε για λογαριασμό της Deloitte and Touche έρευνα πάνω στον κλάδο της παγκοσμίου ναυτιλίας. Τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής συζητήθηκαν στην ετήσια διάσκεψη που διοργάνωσε η εταιρεία Deloitte and Touche στις 17 Ιουνίου 2003.

Ένα μέρος της παραπάνω έρευνας σχετίζεται άμεσα με το αντικείμενο που πραγματεύεται η παρούσα εργασία. Πιο συγκεκριμένα 43 υψηλόβαθμα (ανώτατα) στελέχη των σημαντικότερων ναυτιλιακών εταιρειών του κόσμου έδωσαν απαντήσεις πάνω σε θέματα που είχαν να κάνουν με τη χρήση των παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων ως αντισταθμιστές κινδύνου.

Στα παρακάτω σχήματα εμφανίζονται διαγραμματικά οι απαντήσεις τους:

**Διάγραμμα 2.2: Απαντήσεις Στελεχών σχετικά με την χρήση ή μη τους επόμενους 12 μήνες παραγώγων για αντιστάθμιση του Κινδύνου μεταβολής των ναύλων:**



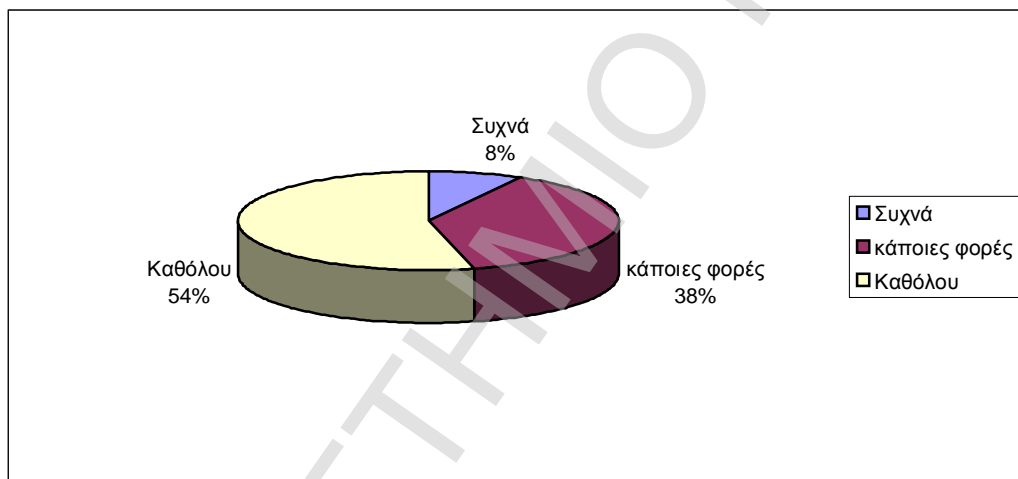
*Πηγή: Προσαρμογή από Service Innovators-Navigating found Strategies for marine transportation, Joint Edition of Deloitte-Touche Corp. and the Marine Money Magazine, p.10-12 (cited in Marine Money/Deloitte-Touche 1<sup>st</sup> CEO/CFO Corporate Strategy Survey, June 2003, New York USA).*

Από το ανωτέρω διάγραμμα παρατηρούμε ότι σε ποσοστό 61% επί των ερωτηθέντων τα στελέχη που συμμετείχαν στην έρευνα απάντησαν ότι δεν πρόκειται να κάνουν χρήση των παραγώγων για αντιστάθμιση του κινδύνου μεταβολής του ναύλου τους επόμενους 12 μήνες. Αυτό μπορεί να σημαίνει απροθυμία ή άγνοια της χρήσης τέτοιων προϊόντων. Το πρώτο ενδεχόμενο μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι όταν η ναυλαγορά προσφέρει περιθώρια physical hedging δεν υπάρχει λόγος προσφυγής σε χρήση τέτοιων εργαλείων. Τα υπόλοιπα ποσοστά (συχνά 13%/μερικές φορές 26%) φανερώνουν ότι η χρήση τέτοιων εργαλείων αντιστάθμισης δεν έχει γενικευθεί στην καθημερινή πρακτική των περισσότερων ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

Υπάρχει όμως σοβαρό περιθώριο ανάπτυξης της χρήσης τους, ειδικά σε εποχές όπου οι ναυλαγορές δεν μπορούν να αποδώσουν ίδια κέρδη στις επιχειρήσεις.

Στο επόμενο διάγραμμα (Διάγραμμα 2.3) εμφανίζονται οι απαντήσεις των στελεχών αναφορικά με την χρήση ή μη παραγώγων για την αντιστάθμιση του κινδύνου μεταβολής της τιμής των καυσίμων:

**Διάγραμμα 2.3: Απαντήσεις Στελεχών σχετικά με την χρήση ή μη τους επόμενους 12 μήνες παραγώγων για αντιστάθμιση του Κινδύνου μεταβολής των καυσίμων:**

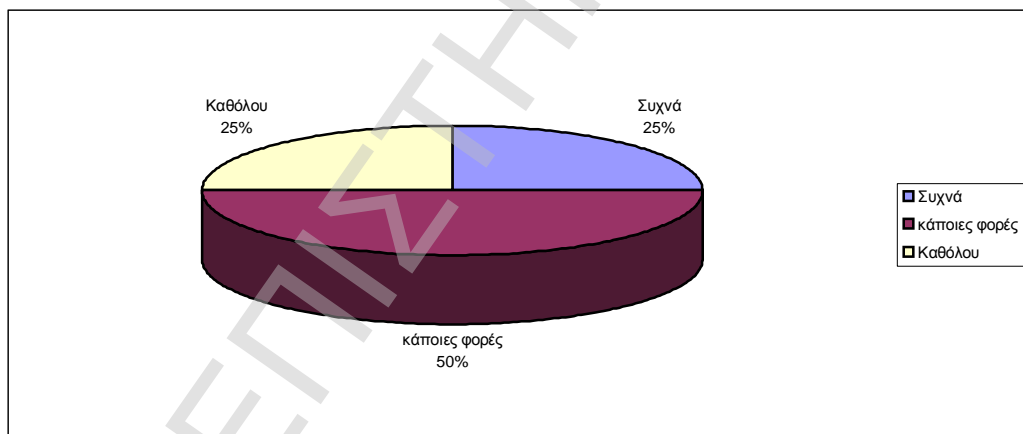


*Πηγή: Όπως ανωτέρω*

Από το ανωτέρω σχήμα βλέπουμε ότι τους επόμενους 12 μήνες δεν θα γίνει χρήση των παραγώγων με υποκείμενη αξία τις τιμές των καυσίμων σε ποσοστό 54%. Αντιθέτως, εκείνοι που δήλωσαν ότι θα τα χρησιμοποιήσουν συχνά ανέρχονται σε ποσοστό 8% και κάποιες φορές σε ποσοστό 38%.

Τέλος, στο Διάγραμμα 2.4 βλέπουμε ότι τα στελέχη που συμμετείχαν στην έρευνα δήλωσαν ότι θα κάνουν ευρεία χρήση των παραγώγων με υποκείμενη αξία το επιτόκιο. Ειδικότερα, το 25% των ερωτηθέντων δήλωσε ότι θα κάνει συχνή χρήση των παραγώγων με υποκείμενη αξία την μεταβολή του επιτοκίου ενώ ένα 50% θα κάνει ευκαιριακή χρήση. Αυτό μπορεί να αποδοθεί στο γεγονός ότι υπάρχει μια μεγάλη ποικιλία χρηματοοικονομικών προϊόντων για επιτόκια καθώς οι κίνδυνοι που αφορούν τις επενδύσεις, τα δάνεια, την ρευστότητα και την χρηματοδότηση παγίων προέρχονται κύρια από μεταβολές επιτοκίου. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι μόλις ένα 25% δήλωσε ότι δεν θα κάνει χρήση τέτοιων εργαλείων αντιστάθμισης.

**Διάγραμμα 2.4: Απαντήσεις Στελεχών σχετικά με την χρήση ή μη τους επόμενους 12 μήνες παραγώγων για αντιστάθμιση του Κινδύνου μεταβολής επιτοκίου:**



*Πηγή: όπως ανωτέρω*

Οι εταιρείες που εκπροσωπήθηκαν στην έρευνα προέρχονταν κατά 42% από την Ευρώπη και 33% από τη Β. Αμερική (Η.Π.Α. και Καναδά), ενώ σε ποσοστό 54% τα ετήσια έσοδά τους ξεπερνούσαν τα 100 εκατομμύρια δολάρια.

Από τις παραπάνω απαντήσεις που δόθηκαν, γίνεται αντιληπτό ότι τα παράγωγα προϊόντα με υποκείμενα τους ναύλους και τα καύσιμα δεν έχουν εδραιωθεί στην καθημερινή πρακτική των ναυτιλιακών επιχειρήσεων<sup>16</sup>.

Αντιθέτως, είναι πιο συχνή η χρήση παράγωγων χρηματοοικονομικών εργαλείων για την αντιστάθμιση του κινδύνου μεταβολής του ύψους του επιτοκίου και αυτό είναι λογικό αν λάβουμε υπόψη μας μια σειρά κινδύνους που αντιμετωπίζει η επιχείρηση στις επενδύσεις της, τα δάνεια, στην απόκτηση παγίων, την διαχείριση του χρέους της κ.α.

---

<sup>16</sup> Γενικά οι έλληνες εφοπλιστές μπορούν να θεωρηθούν asset traders. Όταν ήδη έχουν ευκαιρίες κέρδους με μικρότερο κόστος ευκαιρίας στις ναυλαγορές της tramp ναυτιλίας, δύσκολα προβαίνουν σε χρήση ναυτιλιακών παραγώγων. Αυτό εξηγεί ενδεχομένως και το μικρό βάθος που έχει αποκτήσει η αγορά των παραγώγων στην ναυτιλία, όπως μας εξήγησαν στη συνομιλία που είχαμε με τους κ.κ. Μ. Σκαφιδά (Διευθυντή Διεύθυνσης Διαχείρισης Διαθεσίμων στην Εμπορική Τράπεζα και κ. Κ. Βενεκέ, στέλεχος της ίδιας Διεύθυνσης).

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>**

### **Ναυτιλιακή Χρηματοδότηση**

#### **3.1 Εισαγωγή**

Ο κλάδος της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων ασχολείται με τη λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων που αφορούν, αφενός τον προσδιορισμό του ύψους των αναγκαιούντων κεφαλαίων και τις πηγές από τις οποίες αυτά θα αντληθούν για την χρηματοδότηση των παγίων και κυκλοφορούντων στοιχείων της επιχείρησης, αφετέρου τις επιδράσεις των χρηματοοικονομικών – διοικητικών αποφάσεων στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της οικονομικής μονάδας.

Η χρηματοδότηση κάθε επιχειρηματικής μονάδας, άρα και κάθε ναυτιλιακής, είναι ιδιαίτερα ζωτική και χρήσιμη, τόσο κατά την περίοδο «γέννησης» της επιχείρησης, όσο και μετά απ' αυτήν, καθώς η επιχείρηση χρειάζεται κεφάλαια όχι μόνο για να αναπτυχθεί αλλά και για να λειτουργήσει όπως είναι, για παράδειγμα, το κεφάλαιο κίνησης για το πρώτο πλοίο μιας ναυτιλιακής εταιρίας, χρηματοδότηση, η οποία είναι ιδιαίτερος αναγκαία μέχρι την είσπραξη του πρώτου ναύλου.

#### **3.2 Χαρακτηριστικά Ναυτιλιακής Χρηματοδότησης**

Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση διαφέρει από τις άλλες μορφές χρηματοδοτήσεων εξαιτίας κυρίως του ύψους των κεφαλαίων που απαιτούνται

(πρόκειται για βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίου), του ιδιοκτησιακού καθεστώτος των πλοιοκτητριών εταιρειών και της αστάθειας της ναυτιλιακής αγοράς.

Κατά τη διαδικασία της χρηματοδότησης στη ναυτιλία οι μεν πλοιοκτήτες επιθυμούν να προστατέψουν τα κεφάλαιά τους συμμετέχοντας σε ένα επενδυτικό σχέδιο με όσο το δυνατόν λιγότερα δικά τους κεφάλαια καθώς δεν είναι διατεθειμένοι να δεσμεύσουν μεγάλο μέρος της ρευστότητάς τους, ενώ οι δανειστές θέλουν αυξημένη συμμετοχή των πλοιοκτητών προκειμένου να μειώσουν τον οικονομικό κίνδυνο που παίρνουν. Σε κάθε περίπτωση η μορφή της χρηματοδότησης θα εξαρτηθεί από:

- Τη μορφή της επιχείρησης,
- Την υπάρχουσα κεφαλαιακή υποδομή,
- Την διαθεσιμότητα των διαφόρων μορφών χρηματοδότησης,
- Την τωρινή και μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης,
- Το μέγεθος των πλοίων,
- Την τεχνολογική ενσωμάτωση,
- Το κόστος των ναυπηγικών χωρών.

Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση απαιτεί όπως βλέπουμε την θεώρηση πολλών παραγόντων και αποτελεί μια σημαντική επιρροή του ναυτιλιακού management. Προκειμένου να χορηγηθεί ένα ναυτιλιακό δάνειο σε έναν πλοιοκτήτη πρέπει να εξασφαλίζονται οι εξής 5 απλές προϋποθέσεις, γνωστές σαν 5 Cs.

1. Άριστος χαρακτήρας,
2. Εξάίρετος Manager,
3. Ικανοποιητική ίδια συμμετοχή,
4. Επαρκείς εξασφαλίσεις,
5. Ευνοϊκές συνθήκες.

Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση είναι δυνατό να ταξινομηθεί ως εξής με βάση τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

α) Χρονική ταξινόμηση

- Βραχυπρόθεσμη (μέχρι 2 έτη)
- Μεσοπρόθεσμη (2 έως 7 έτη)
- Μακροπρόθεσμη (7 έως 10 έτη ή και περισσότερο)

Οι πιο πάνω διάρκειες έχουν καθοριστεί κατ' εκτίμηση.

β) Από άποψη σκοπού

- Για πληρωμή εξόδων λειτουργίας (μισθών, εξόδων πρακτορείων, υλικών, εφοδίων)
- Για επισκευές, μετασκευές, προσθήκες, βελτιώσεις
- Για ναυπηγήσεις
- Για αγορά πλοίων μεταχειρισμένων
- Για άλλο σκοπό

γ) Από άποψη νομίματος

- Σε εγχώριο νόμισμα



- Σε συνάλλαγμα

δ) Από άποψη κλάδου

- Ποντοπόρος ναυτιλία
- Μεσογειακή ναυτιλία
- Επιβατηγός ναυτιλία (ακτοπλοϊκά, υπερωκεάνια, τουριστικά)
- Ακτοπλοϊκά φορτηγά (motorships)
- Αλιευτικά (ανοικτής θαλάσσης)
- Άλλοι κλάδοι

ε) Από άποψη ωφελειών

- Συναλλαγματικές (εισαγωγή ξένου συναλλάγματος)
- Απασχολήσεως (αύξηση απασχόλησης εργατικού δυναμικού)
- Άλλα οφέλη από τη χρηματοδότηση

στ) Από άποψη προέλευσης των κεφαλαίων

- Εγχώρια αγορά (ελληνικές τράπεζες)
- Εξωτερική αγορά (ξένες τράπεζες)

ζ) Από άποψη κριτηρίων

Μερική ή ολική κάλυψη αναγκών της Ναυτιλιακής επιχείρησης

- Επαρκή κεφάλαια (μεγάλο μέγεθος)
- Κόστος χρήματος
- Συναλλαγματική ελευθερία (όχι περιορισμοί ή διατυπώσεις)

- Ξένο συνάλλαγμα

η) Από νομοθετική άποψη

- Σχέση πλοίου με Ν.Δ. 2687/53
- Μέτοχοι οι τράπεζες
- Μέτοχοι άλλοι εφοπλιστές
- Μετοχές που κινούνται ή εκδίδονται διεθνώς
- Ομολογιακά δάνεια
- Ειδικό νομικό καθεστώς εταιρειών που χρηματοδοτούν

θ) Από άποψη μορφής κεφαλαίων

- Μετοχικά (ίδια κεφάλαια)
- Χρηματιστηριακά.

### 3.3 Τρόποι χρηματοδότησης ναυτιλιακών επιχειρήσεων

Οι αποφάσεις σχετικά με την χρηματοδοτική στρατηγική<sup>17</sup> της επιχείρησης είναι από τις πιο σημαντικές που οι αρμόδιοι καλούνται να πάρουν. Η μορφή της χρηματοδότησης της ναυτιλιακής βιομηχανίας έχει αλλάξει με την πάροδο του χρόνου και όπως κάθε τι στη ναυτιλία αλλάζει συνεχώς. Κάθε φάση στην ιστορία της ναυτιλίας έχει το δικό της χαρακτήρα και το στοιχείο εκείνο που συνδέει τις διάφορες περιόδους είναι ο ναυτιλιακός κύκλος

---

<sup>17</sup> Martin Stopford, *Maritime Economics, Second Edition, 1997*

Σήμερα το νέο τονάζ χρηματοδοτείται από τις εξής πηγές:

- α Από την ίδια τη ναυτιλιακή επιχείρηση μέσω της ρευστοποίησης κεφαλαίου και πιθανόν πώλησης περιουσιακών στοιχείων (ίδια κεφάλαια). Αυτή η μορφή χρηματοδότησης αποτελούσε το συνηθέστερο τρόπο χρηματοδότησης ιδίως τα παλαιότερα χρόνια που οι τιμές των πλοίων ήταν χαμηλότερες και δεν υπήρχαν άλλες επιλογές.
- α Με κυβερνητικές επιχορηγήσεις και επιδόματα
- α Με δάνεια κεφαλαίου που αποκτούνται στην ανοικτή αγορά, συμπεριλαμβανομένου των τραπεζικών υποθηκών που μπορεί να παρασχεθούν σε πολύ χαμηλά επιτόκια.

Στην συνέχεια θα αναφερθούμε στις κυριότερες πηγές χρηματοδότησης μιας ναυτιλιακής εταιρείας.

### **3.3.1 Εμπορικές Τράπεζες**

Προς την κατεύθυνση της αναζήτησης αυτής των κεφαλαίων, οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις στρέφονται κύρια προς τις μεγάλες Εμπορικές Τράπεζες οι οποίες διαδραματίζουν έναν ιδιαίτερο σημαντικό ρόλο στην Βιομηχανία της Ναυτιλίας, καθώς απ' αυτές πηγάζουν σημαντικά κεφάλαια για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων, μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων αναγκών των εταιρειών αυτών.

Βέβαια, ο ρόλος των εμπορικών τραπεζών στην πράξη είναι ευρύτερος και αυτό, διότι συχνά μεσολαβούν και εισπράττουν τους ναύλους, πληρώνουν τα έξοδα κίνησης του πλοίου (φορτοεκφορτωτικά, έξοδα λιμένων και καύσιμα, προμήθειες πρακτόρων κ.λ.π.), διεκπεραιώνουν τις συναλλαγές σε ξένα νομίσματα και προσφέρουν οικονομικές συμβουλές και πληροφορίες. Θα μπορούσε λοιπόν να πει κανείς ότι οι ναυτιλιακές εταιρίες “εξαρτώνται” από τις τραπεζικές υπηρεσίες αν λάβει κανείς υπόψη του και το γεγονός ότι σημαντικές ανάγκες των ναυτιλιακών εταιρειών απαιτούν ρευστότητα.

Στην χώρα μας, η χρηματοδότηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων από τα τραπεζικά μας ιδρύματα είναι ιδιαίτερα σπάνιο γεγονός<sup>18</sup>, και αυτό διότι υπάρχει ανυπαρξία ειδικών φορέων για την άσκηση της ναυτιλιακής πίστης. Μάλιστα τα στατιστικά στοιχεία αποκαλύπτουν ότι οι Ελληνικές τράπεζες χρηματοδοτούν την Ναυτιλία σε συνάλλαγμα με μηδαμινά ποσοστά επί του συνόλου, κάτι που δεικνύει άλλωστε και την ανεπάρκεια της ελληνικής οικονομίας να χρηματοδοτήσει (πέραν ενός μικρού ποσοστού) σε συνάλλαγμα, την ελληνική ναυτιλία στην ετήσια ανάπτυξη της.

Ωστόσο, πέρα από την ανυπαρξία που χαρακτηρίζει το χρηματοπιστωτικό σύστημα της χώρας μας είναι ιδιαίτερα χρήσιμο να αναφερθεί ότι έχει ήδη δημιουργηθεί από παλαιότερα το πλέγμα των νομοθετικών διατάξεων που προβλέπει την λειτουργία

---

<sup>18</sup> Μια από τις πιο δυναμικές τράπεζες που δραστηριοποιούνται στο χώρο της ναυτιλίας στον ελλαδικό χώρο είναι η First Business Bank. Μάλιστα βάσει πρόσφατων δημοσιευμένων στοιχείων στην Ναυτεμπορική ( ημερ. 13/06/2005 – σελ. 33) σήμερα διατηρεί στο χώρο της ναυτιλίας χαρτοφυλάκιο δανείων ύψους 325 εκ. ευρώ.

τέτοιων τραπεζών, πλέγμα, το οποίο δημιουργήθηκε με τα Νομοθετικά διατάγματα 1321/1972 «περί ναυτιλιακών τραπεζών».

Συγκεκριμένα, τα διατάγματα αυτά καθορίζουν ότι οι Ναυτιλιακές Τράπεζες είναι ανώνυμες τραπεζικές εταιρίες, οι οποίες έχουν σαν σκοπό τους την χρηματοδότηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων και των ναυπηγείων (κατασκευαστικών, μετασκευαστικών και επισκευαστικών επιχειρήσεων).

Επιπρόσθετα προβλέπουν, ότι τα ιδρύματα αυτά θα διέπονται από την ίδια ισχύουσα νομοθεσία περί τραπεζών εφόσον βέβαια η λειτουργία τους δεν έρχεται σε αντίθεση με τις διατάξεις του αναλυόμενου ειδικού νόμου.

Η αδυναμία αυτή του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος έστρεψε τους Έλληνες πλοιοκτήτες, όπως ήταν φυσικό, στην αναζήτηση άλλων τραπεζών στην αλλοδαπή. Οι τράπεζες αυτές, κύρια εμπορικές, δραστηριοποιούνται παραδοσιακά στο χώρο της ναυτιλίας και μάλιστα οι πιο πολλές έχουν ειδικευμένα τμήματα για τις χρηματοδοτήσεις πλοίων. Οι πιο γνωστές εξ' αυτών είναι η Citybank, η Chase, η Morgan Guaranty, η Chemical και η 1<sup>st</sup> Bank of Chicago στις Η.Π.Α. όπως και οι Royal Bank of Scotland και Midland του Ηνωμένου Βασιλείου.

Ως αποτέλεσμα της ενεργής ανάμειξης των τραπεζών στην χρηματοδότηση της ναυτιλίας, η οποία χαρακτηρίζεται ως κλάδος υψηλού ρίσκου, είχαμε την πτώχευση ορισμένων εξ' αυτών όπως της Continental Illinois που πτώχευσε και της Algemene Nederland η οποία αντιμετώπισε σοβαρά προβλήματα με το Ελληνικό χαρτοφυλάκιο

της κάτι που την ανάγκασαν να μειώσει τις δραστηριότητές της στο ένα τρίτο. Η ύπαρξη αυτών των δυσκολιών οδήγησαν τελικώς τις τράπεζες στο να είναι πιο συγκρατημένες στις χορηγήσεις ναυτιλιακών δανείων, ενώ παράλληλα άρχισαν να θέτουν και ορισμένους όρους υπό μορφή εξασφαλίσεων προκειμένου να χορηγούν δάνεια.

Συγκεκριμένα, οι εμπορικές τράπεζες ενδιαφέρονται κύρια, μόνο για τα δανειακά πρότζεκτ τα οποία τα διακρίνει μια σταθερότητα στην διάρκεια της ζωής του δανείου και τα οποία παρουσιάζουν επαρκή πλεονάσματα ώστε να μπορούν να εξυπηρετούν το κεφάλαιο και τις πληρωμές των τόκων, σύμφωνα με το δανειακό πρόγραμμα πληρωμών. Παράλληλα, ζητούν και ορισμένες εξασφαλίσεις οι οποίες έχουν σχέση με την υποθήκη επάνω στο πλοίο, την παραχώρηση των εισπράξεων και των ασφαλιστικών αποζημιώσεων του πλοίου, την εταιρειακή εγγύηση της εταιρίας/μητέρας (αν υπάρχει) και τις προσωπικές εγγυήσεις των μετόχων. Τέλος, προσπαθούν κατά το δυνατό, να ελέγχουν στενά όλους τους παράγοντες που δουλεύουν στα πρότζεκτ δανείου, όπως π.χ. η ικανότητα του πλοιοκτήτη του πλοίου σαν manager, η φύση των ναυλώσεων του πλοίου κ.λ.π.

### 3.3.2 Ναυπηγικές πιστώσεις

Μια άλλη πηγή χρηματοδότησης, των ναυτιλιακών εταιρειών σε συνάλλαγμα, προέρχεται από τις λεγόμενες ναυπηγικές πιστώσεις οι οποίες έχουν το πλεονέκτημα των σταθερών επιτοκίων αλλά εμφανίζουν δυο κύρια μειονεκτήματα τα οποία αναφέρονται στην μικρή περίοδο αποπληρωμής και τον νομισματικό κίνδυνο που εμπεριέχουν.

Οι κυβερνήσεις παρέχουν πιστώσεις στα ναυπηγεία τους προκειμένου να υποστηρίξουν τα εθνικά ναυπηγικά τους συμφέροντα, αυξάνοντας έτσι ραγδαία την κατασκευαστική τους ικανότητα. Οι πιστώσεις αυτές μπορούν να πάρουν τις ακόλουθες μορφές:

- α) Άμεσες κυβερνητικές επιχορηγήσεις στα ναυπηγεία της χώρας ή στους ντόπιους πλοιοκτήτες, οι οποίες έχουν σκοπό την ενίσχυση και των ναυπηγείων και των πλοιοκτητών, ιδιαίτερα σε περιόδους δυσμενείς και για τους δύο. Οι επιδοτήσεις αυτές συνήθως δεν επιστρέφονται και παρέχονται κυρίως όταν υπάρχει ύφεση στη ναυπηγική αγορά και ο στόλος έχει συρρικνωθεί ή υπάρχει η επιθυμία να προστεθεί νέο τονάζ στον στόλο της χώρας.
- α) Κυβερνητικά εθνικά δάνεια για την κατασκευή πλοίων στα ναυπηγεία της χώρας, τα οποία πρέπει να εξοφληθούν.
- α) Εξαγωγικές πιστώσεις που παρέχονται από τις κυβερνήσεις ή από κυβερνητικούς οργανισμούς, οι οποίες όμως καθιστούν δυνατό τον

ανταγωνισμό από τα τοπικά ναυπηγεία στα πλαίσια της διεθνούς ναυπηγικής αγοράς. Στην κατηγορία αυτή ανήκουν και οι κυβερνητικές εγγυήσεις για την χορήγηση δανείου από άλλους οργανισμούς.

Στο παρελθόν, κατά τη διάρκεια υφέσεων, τα ναυπηγεία ανταγωνίζονταν μεταξύ τους προσφέροντας στους πλοιοκτήτες ευνοϊκούς όρους πίστωσης. Ήδη από τον 19<sup>ο</sup> αιώνα υπήρχε αυτή η πρακτική, όταν κάποιοι Άγγλοι ναυπηγοί παρείχαν, με δικά τους κεφάλαια, σε αξιόπιστους πελάτες 25-30% πίστωση για 3-5 χρόνια, με σκοπό να εξασφαλίσουν οι ίδιοι εργασία σε περιόδους χαμηλών ναύλων.

Στις αρχές του 20<sup>ου</sup> αιώνα οι κυβερνήσεις αντιλήφθηκαν ότι τα ναυπηγεία αποτελούν ένα βιομηχανικό κλάδο στρατηγικής σημασίας και έτσι άρχισαν να παρεμβαίνουν παρέχοντάς τους επιδοτήσεις. Για παράδειγμα το 1920 οι κυβερνήσεις της Γερμανίας και της Γαλλίας παρείχαν στα ναυπηγεία τους σημαντικές επιδοτήσεις κάτι που επανέλαβαν και κατά τη διάρκεια της ύφεσης του 1930 όπου οι παραπάνω κυβερνήσεις και μαζί η κυβέρνηση της Δανίας παρείχαν επιδοτήσεις και στους πλοιοκτήτες. Η πρακτική αυτή των επιδοτήσεων ξαναεμφανίστηκε στην ύφεση του 1958-1963 (μετά το δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο). Ειδικότερα, η δυναμική εμφάνιση των ναυπηγείων στην χρηματοδοτική αγορά έγινε στην Ιαπωνία το 1958-1969 και από το Μάιο του 1969 από τον ΟΟΣΑ. Οι Ιάπωνες είχαν καθορίσει το πλαίσιο των εξαγωγικών πιστωτικών όρων για την δεκαετία 1960-70 στο 80% του κόστους του πλοίου, με διάρκεια αποπληρωμής τα 8-10 χρόνια και επιτόκιο 5.5 %.



Όπως είναι φυσικό, η Ευρώπη αντέδρασε βλέποντας ότι ήταν πλέον αναγκαίο να προσφέρει ανάλογα προνομιακά επενδυτικά προγράμματα προκειμένου να μην χάσει το μερίδιό της στην ναυπηγική αγορά.

Ειδικότερα, όπως έχει ήδη αναφερθεί η Ευρωπαϊκή Ναυπηγική Βιομηχανία κατά το παρελθόν είχε έντονα προστατευτικό χαρακτήρα. Τα κυριότερα σημεία αυτού του «Προστατευτισμού» που την χαρακτήριζε μπορούν να συνοψισθούν στους παρακάτω τρεις άξονες<sup>19</sup>:

**1. Άμεση βοήθεια σε Ναυπηγεία που περιλάμβανε:**

- § Κρατικές επιχορηγήσεις επί του κόστους των νέων ναυπηγικών κατασκευών
- § Επιδοτήσεις που περιλάμβαναν και τις καλύψεις πιθανών «ζημιών»
- § Επιχορηγήσεις για κάλυψη των λειτουργικών ζημιών των ναυπηγο-επισκευαστικών μονάδων
- § Επιχορηγήσεις για αναδιάρθρωση των μονάδων
- § Ειδικές εξαγωγικές επιδοτήσεις για νέες κατασκευές
- § Δωρεές στις ναυπηγικές μονάδες
- § Ειδικές φορο-απαλλαγές που βοηθούσαν την προσπάθεια αγοράς ή και ανανέωσης του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού

**2. Χρηματοδότηση γενικότερα της ΝΕΒ που περιλάμβανε:**

---

<sup>19</sup> Βλάχος Γ.Π., «Προβλήματα και Προοπτικές της Ελληνικής Ναυπηγικής και Επισκευαστικής Βιομηχανίας», Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα, 1996

§ Καθορισμό ελάχιστου σταθερού επιτοκίου για τα ναυπηγικά δάνεια σύμφωνα με τα κατώτατα όρια που αναφέρονταν στις οδηγίες του ΟΟΣΑ

§ Επιχορήγηση στο επιτόκιο δανεισμού για την ναυπήγηση

3. **Ενισχύσεις πλοιοκτητών που περιλάμβανε:**

§ Χρηματοδότηση στο κόστος κατασκευής νέων πλοίων

§ Επιχορηγήσεις στο συνολικό κόστος της ναυτιλιακής επιχείρησης

§ Εισαγωγικούς δασμούς

Η κοινοτική πολιτική στο θέμα των ναυπηγείων στις αρχές της δεκαετίας του '80 και αργότερα, επικεντρώθηκε κυρίως σε δύο τομείς, δηλαδή:

A. **Την θεσμοθέτηση οδηγιών** που αφορούσαν τη χρηματοδότηση και επηρέαζαν σαφέστατα το ιδιοκτησιακό καθεστώς των ναυπηγείων.

Ειδικότερα, την περίοδο από τις αρχές της δεκαετίας του '80 και έως και τα μέσα της δεκαετίας του '90 είχαμε σε εξέλιξη την 5<sup>η</sup>, 6<sup>η</sup> και 7<sup>η</sup> οδηγία που καθόριζαν όχι μόνο το ύψος αλλά και τον χαρακτήρα των ενισχύσεων (από κοινοτικούς ή κρατικούς πόρους).

Αξίζει να σημειωθεί ότι στην 7<sup>η</sup> οδηγία αναφερόταν ότι οι ναυπηγικές βιομηχανίες δεν μπορούν να τελούν υπό «παρεμβατικό» καθεστώς αφού αυτό πρακτικά αντιβαίνει στους όρους και τις αρχές της Ευρωπαϊκής Ένωσης περί ελεύθερου και αθέμιτου ανταγωνισμού. Γι' αυτόν τον λόγο προκρίθηκε το σχέδιο της «επιλεκτικής πολιτικής ενισχύσεων» με στόχο όμως μόνο την αναδιάρθρωση ή ακόμα

και το κλείσιμο κάποιων μονάδων και την κατάργηση όλων των άμεσων ενισχύσεων στη ναυπηγική βιομηχανία, εκτός ενισχύσεων κοινωνικού χαρακτήρα και των επιτρεπόμενων ενισχύσεων για έρευνα και ανάπτυξη, εντός ορισμένων ανωτάτων ορίων<sup>20</sup>. Επιπλέον, τα μέτρα έμμεσης ενίσχυσης της ναυπηγικής βιομηχανίας υπό μορφή πιστωτικών διευκολύνσεων και εγγυήσεων δανείων στις ναυπηγικές επιχειρήσεις επιτρέπονταν υπό τον όρο ότι τα μέτρα συμβιβάζονταν με το μνημόνιο συμφωνίας του ΟΟΣΑ σχετικά με τις εξαγωγικές πιστώσεις για τα πλοία.

**Β. Την χρηματοδότηση προγραμμάτων** για τη Ναυπηγική Βιομηχανία που εντάσσονταν σε μία από τις παρακάτω τέσσερις κατηγορίες:

- § Προγράμματα του Ευρωπαϊκού Κοινωνικού Ταμείου που αναφέρονταν σε επιμορφωτικά σεμινάρια απευθυνόμενα κυρίως σε άνεργους μηχανικούς
- § Σεμινάρια επιμόρφωσης στα πλαίσια της πρωτοβουλίας της EUROFORM ή άλλου σχετικού προγράμματος
- § Ερευνητικά προγράμματα που διεξάγονταν από ερευνητικούς φορείς και μελετητικά γραφεία σε συνδυασμό με κάποιες επιχειρήσεις
- § Αναπτυξιακά προγράμματα με διαχειριστή κύρια το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας.

Τα ανωτέρω μέτρα είχαν ως αποτέλεσμα έναν αδυσώπητο ανταγωνισμό μεταξύ των ναυπηγείων, που οδήγησε με τη σειρά του στον καθορισμό από τον ΟΟΣΑ του

---

<sup>20</sup> Κανονισμός (ΕΚ) αριθμ. 3094/95 του Συμβουλίου της 22ας Δεκεμβρίου 1995 για τις ενισχύσεις στη ναυπηγική βιομηχανία, Πηγή: <http://europa.eu.int>

μεγίστου ύψους του παρεχόμενου δανείου, της μέγιστης περιόδου αποπληρωμής του δανείου και του ελαχίστου επιτοκίου δανεισμού. Μετά το 1974 οι χρηματοδοτικοί όροι του ΟΟΣΑ άλλαξαν σε 70 % για 7-8 ½ χρόνια και επιτόκια 6-8% (υπάρχει κάποια ελαστικότητα ανάλογα με τον συναλλαγματικό κίνδυνο και τις εγγυήσεις που παρέχει ο πλοιοκτήτης).

Στο χρηματοδοτικό σχήμα του ΟΟΣΑ<sup>21</sup> δεν μετείχαν οι ΗΠΑ, η Ισπανία, η Πορτογαλία, η Ελλάδα και η Τουρκία καθώς και οι ταχύτατα ναυπηγικά αναπτυσσόμενες χώρες, όπως η Ν. Κορέα, η Βραζιλία και η Κίνα οι οποίες δεν υιοθέτησαν ποτέ περιορισμούς στη χρηματοδότησή τους. Οι χώρες αυτές έδιναν 85% δάνειο, 7 % επιτόκιο και 15 χρόνια περίοδο αποπληρωμής με δύο χρόνια περίοδο χάριτος.

Τα τελευταία χρόνια επικρατεί η άποψη ότι πρέπει να εγκαταλειφθούν οι πολιτικές ενίσχυσης των ναυπηγείων μέσω επιδοτήσεων ή άλλων τέτοιων μέτρων και να αναπτυχθεί ο θεμιτός ανταγωνισμός μεταξύ των ναυπηγείων, προκειμένου να επέλθει η ομαλή ανάπτυξή τους.

Η άποψη αυτή επικρατεί και στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η οποία προσπαθεί να εξαλείψει το όποιο παρεμβατικό καθεστώς ισχύει για τα ναυπηγεία και να προωθήσει τον θεμιτό ανταγωνισμό υιοθετώντας ορισμένες οδηγίες<sup>22</sup>. Μάλιστα, προς την

---

<sup>21</sup> *Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων*, Αλέξανδρος Μ. Γουλιέλμος, Εκδόσεις Α. Σταμούλης, Αθήνα, 1998.

<sup>22</sup> Βλέπε άρθρο «State aid to shipbuilding (II)», Πηγή: <http://europa.eu.int>

κατεύθυνση αυτή υπήρξαν και περιπτώσεις όπου ορισμένες χώρες<sup>23</sup> κλήθηκαν να ανακτήσουν κάποιες παράνομες επιδοτήσεις τους προς την εγχώρια ναυπηγική τους βιομηχανία.

Ωστόσο, το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης τον Ιούνιο του 2002 αποφάσισε να αναπτυχθεί ένας μηχανισμός (temporary defensive mechanism)<sup>24</sup> ο οποίος επέτρεπε την παροχή προσωρινής επιχορήγησης στον ναυπηγικό τομέα έως το 6% της αξίας του συμβολαίου και για την κατασκευή container ships, product και chemical tankers καθώς και LNG carriers. Ο ανωτέρω μηχανισμός έγινε προκειμένου να αντιμετωπιστεί ο αθέμιτος ανταγωνισμός από τα ναυπηγεία της Νότιας Κορέας και προβλεπόταν να ισχύσει έως το 2005.

### 3.3.3 Leasing

Μια τρίτη πηγή χρήματος η οποία θεωρείται από πολλούς ναυτιλιακούς οικονομολόγους ως ιδιαίτερος σημαντική στην εποχή μας είναι το leasing (χρηματοδοτική μίσθωση) όπου το πλοίο αγοράζεται από τον χρηματοδοτικό οργανισμό και μισθώνεται βάσει μέσο-μακροπρόθεσμου συμβολαίου, το οποίο δίδει στον εφοπλιστή απόλυτο έλεγχο να εκμεταλλεύεται το πλοίο. Αντιστοίχως, ο

---

<sup>23</sup> Βλέπε Reference IP/04/1260, Date 20/10/2004 «Κρατικές ενισχύσεις: η Επιτροπή εκδίδει αποφάσεις σχετικά με γερμανικά, ισπανικά και ελληνικά ναυπηγεία», πηγή: <http://europa.eu.int>

<sup>24</sup> Βλέπε sites: 1) <http://europa.eu.int> και 2) <http://eisnet.eis.be/own/europe>

χρηματοδοτικός οργανισμός διατηρεί την κυριότητα του πλοίου και απολαμβάνει τυχόν φορολογικά πλεονεκτήματα.

Το leasing αναπτύχθηκε αρχικώς στις Η.Π.Α. ενώ στις δεκαετίες 1960-80 εμφανίσθηκε στην Βρετανία και μετά στην υπόλοιπη Ευρώπη. Στην ευρύτερη έννοια του όρου αυτού συμπεριλαμβάνεται και η έννοια της μακρόχρονης ναύλωσης «πλοίου γυμνού» καθώς η ναυτιλιακή Χ.Μ. θεωρείται ως η μίσθωση ενός πλοίου για την διάρκεια της οικονομικής ζωής του.

Στη χώρα μας με το Νόμο 1665/1986 «Συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης» τα πλοία δεν αποτελούν αντικείμενα Χ.Μ. καθώς εξαιρούνται από το ρυθμιστικό πεδίο του ανωτέρω Νόμου οι σχετικές συμβάσεις που έχουν ως αντικείμενο πλοίο ή πλωτό ναυπήγημα. Πρέπει πάντως να τονισθεί ότι η εξαίρεση των πλοίων και των πλωτών ναυπηγημάτων από το ρυθμιστικό πεδίο του ανωτέρω Νόμου δεν ορίζεται ρητώς αλλά προκύπτει έμμεσα, καθώς το άρθρο 1 παρ. 3 εδ. α' προβλέπει ότι στην έννοια των κινητών πραγμάτων της παρ. 1 περιλαμβάνονται τα αεροσκάφη και εξαιρούνται τα πλοία και τα πλωτά ναυπηγήματα. Επιπλέον, τόσο η εισηγητική έκθεση επί του σχεδίου Νόμου όσο και οι λοιπές διατάξεις του Νόμου με την παντελή έλλειψη αναφοράς τους στην περίπτωση των πλοίων (π.χ. οι διατάξεις για τη δημοσιότητα των συμβάσεων) οδηγούν στο συμπέρασμα ότι ο νομοθέτης, για κάποιους λόγους που δεν είναι απολύτως προφανείς, δεν θέλησε να επεκτείνει τον θεσμό της χρηματοδοτικής μίσθωσης στα πλοία.

Ωστόσο, θα πρέπει πάντως να γίνει μνεία της πρόσφατης διάταξης του άρθρου 8 παρ. 4 του Ν. 2743/99 σύμφωνα με την οποία: «επιτρέπεται η απόκτηση άδειας επαγγελματικού πλοίου αναψυχής<sup>25</sup>, προκειμένου περί πλοίου για το οποίο έχει συναφθεί χρηματοδοτική μίσθωση. Με προεδρικό διάταγμα, που εκδίδεται ύστερα από πρόταση των Υπουργών Εμπορικής Ναυτιλίας, Εθνικής Οικονομίας, Οικονομικών και Ανάπτυξης, ρυθμίζονται οι ειδικοί όροι που διέπουν τη χρηματοδοτική μίσθωση, τη νηολόγηση των πλοίων αυτών και κατ' εξαίρεση της κείμενης νομοθεσίας, ως και κάθε λεπτομέρεια»<sup>26</sup>.

Τα πλεονεκτήματα που παρουσιάζει η Χ.Μ. προέρχονται κύρια από το γεγονός ότι αποτελεί ένα 100% χρηματοδοτικό σχήμα, κάτι που αποτελεί όπως είναι φυσικό ισχυρή διευκόλυνση για τους πλοιοκτήτες, ιδιαίτερα μάλιστα σε περιόδους υψηλών τιμών για τα πλοία καθώς δεν εξαρτάται αλλά ούτε περιορίζεται από τα πιστοληπτικά όρια του μισθωτή – εφοπλιστή. Ένα ακόμη πλεονέκτημα αναφέρεται στη δυνατότητα να εγγράφονται τα πλοία στο νηολόγιο της χώρας του μισθωτή, έτσι ώστε πλοιοκτήτες που προέρχονται από χώρες με υψηλό κόστος εκμετάλλευσης των πλοίων να μπορούν να εκμεταλλεύονται το πλοίο τους με οικονομική σημαία χωρίς ταυτόχρονα να αποξενώνονται από την κυριότητά του. Επιπρόσθετα, δεν απαιτεί πρόσθετες

---

<sup>25</sup> Σύμφωνα με το υπ' αριθμ. Α.Π. 510747/15-06-04 έγγραφο του Υπουργείου Τουρισμού "επαγγελματικά πλοία αναψυχής" είναι τα πλοία αναψυχής τα οποία έχουν χαρακτηριστεί ως επαγγελματικά από το Υ.Ε.Ν. με βάση τις διατάξεις του Ν. 2743/99 (ΦΕΚ 211/Α/13-10-99) και δύνανται να εκτελούν ταξίδια αναψυχής ή και περιηγήσεις με ολική ναύλωση.

<sup>26</sup> Γεωργιάδης Απόστολος, «Νέες Μορφές Συμβάσεων της Σύγχρονης Οικονομίας», 4<sup>η</sup> Έκδοση Αναθεωρημένη και Συμπληρωμένη, Εκδόσεις Σάκουλα Α., 2000

ασφάλειες (π.χ. υποθήκες πάνω σε άλλα πλοία) κάτι το οποίο δεν συμβαίνει στα κλασικά χρηματοδοτικά σχήματα τα οποία απαιτούν συνήθως υποθήκες σε περισσότερα του ενός πλοία όπως και μια καλή χρονοαύλωση για να χορηγήσουν μια 100% χρηματοδότηση. Επιπλέον, χρονικά καλύπτει συνήθως όλη την οικονομική ζωή του πλοίου, δίνοντας έτσι στον εφοπλιστή την δυνατότητα να διαχειριστεί το πλοίο καλύτερα, αφού θα έχει τη διαχείρισή του τόσο σε περιόδους υψηλών όσο και χαμηλών ναύλων. Μάλιστα, η μεγάλη χρονική διάρκεια της μίσθωσης σε συνδυασμό με το γεγονός ότι η πληρωμή του ενοικίου γίνεται συνήθως σε ίσες δόσεις, δίνει τη δυνατότητα για τον ακριβέστερο σχεδιασμό των ταμειακών ροών (cash flow) του μισθωτή. Τέλος, η χρηματοδοτική μίσθωση δίνει την δυνατότητα στον εκμισθωτή να ευνοηθεί μέσω κάποιων φορολογικών απαλλαγών.

Ωστόσο, παρά τα φανερά πλεονεκτήματα της μεθόδου, οι πλοιοκτήτες είναι ακόμα τουλάχιστον επιφυλακτικοί απέναντί της και αυτό διότι θεωρείται ακόμη ως κάτι το καινοφανές για το χώρο της ναυτιλίας.



### 3.3.4 Χρηματιστήριο

Το χρηματιστήριο φαίνεται να είναι η πιο γρήγορα αναπτυσσόμενη πηγή αναζήτησης κεφαλαίων τα τελευταία χρόνια. Ωστόσο, δεν είναι ακόμη ευρέως διαδεδομένη καθώς θεωρείται ότι με την χρήση του χάνεται ο έλεγχος της εταιρείας, ειδικά σε περιπτώσεις οικογενειακών εταιρειών, ενώ παράλληλα πιστεύεται ότι δυσκολεύεται και ο έλεγχος των λογιστικών βιβλίων.

Σε κάθε περίπτωση πάντως το χρηματιστήριο θεωρείται ιδιαίτερα σημαντική πηγή εύρεσης χρήματος καθώς η έκδοση μετοχών είναι ένας τρόπος για μια εταιρεία που βρίσκεται στο χρηματιστήριο να χρηματοδοτήσει την επέκταση της χωρίς να αναλάβει το βάρος του εξωτερικού χρέους. Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί ότι η έκδοση μετοχών επηρεάζει συνήθως αρνητικά την τιμή των μετοχών εκτός και εάν:

1. Είναι πειστική η χρήση στην οποία θα διατεθούν τα κεφάλαια καθώς και η ανάπτυξη των κερδών από αυτά,
2. Δεν θα ακολουθήσει απώλεια εσόδων,
3. Δεν θα είναι αναγκαίο να προσφύγουμε στους μετόχους ζητώντας επιπρόσθετα κεφάλαια και αυτό, διότι το ταμειακό πρόγραμμα της εταιρίας θα εξασφαλίζει την ανάπτυξη. Παράλληλα θα πρέπει να είμαστε ιδιαίτερα προσεκτικοί καθώς μια ενδεχόμενη υποχώρηση των κερδών της επιχείρησης θα επηρεάσει αρνητικά την εμπιστοσύνη των μετοχών της για πολλά-πολλά χρόνια.

Στο σημείο αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό να αναφερθεί ότι στις Η.Π.Α., που ηγούνται στις εξελίξεις και στους νεωτερισμούς στο χώρο της χρηματοοικονομικής, οι τρέχουσες συνθήκες της χρηματιστηριακής αγοράς εμφανίζονται πολύ ευνοϊκές για την είσοδο επιπλέον ναυτιλιακών εταιρειών καθώς εκτιμούν ότι ο κύκλος των μεγάλων ευκαιριών στις θαλάσσιες μεταφορές θα παραμείνει ανοικτός για πολύ καιρό ακόμη.

Ειδικότερα, μόνο το πρώτο τετράμηνο του έτους, τα ελληνικά εφοπλιστικά κεφάλαια που επενδύθηκαν για αγορά τάνκερ και πλοίων ξηρού φορτίου υπερβαίνουν τα 3 δισ. ευρώ<sup>27</sup>. Σημαντικό μέρος των κεφαλαίων αυτών αντλούνται από τις εφοπλιστικές εταιρείες ελληνικών συμφερόντων που είναι εισηγμένες στη Γουόλ Στρητ και οι οποίες υπολογίζεται ότι έχουν αντλήσει από την αμερικανική κεφαλαιαγορά, από τις αρχές του έτους, άνω του 1 δισ. δολαρίων. Ήδη, στις πέντε εφοπλιστικές εταιρείες ελληνικών συμφερόντων που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης έρχονται να προστεθούν οι εταιρείες Capital Maritime του Ευ. Μαρινάκη, η Star Maritime Acquisition και η Diana Shipping οι οποίες προσδοκούν να αντλήσουν κεφάλαια ύψους 250 εκατ. δολαρίων και 200 εκατ. δολαρίων αντιστοίχως (οι δύο πρώτες) από την δημόσια εγγραφή.

Ωστόσο η άντληση κεφαλαίων από ένα χρηματιστήριο οποιοδήποτε και εάν είναι αυτό απαιτεί κάποιες προϋποθέσεις όπως:

---

<sup>27</sup> Εφημερίδα "ΤΑ ΝΕΑ ΣΑΒΒΑΤΟΚΥΡΙΑΚΟ - Ένθετο Η Οικονομία", 18-19 Ιουνίου 2005.

- α Σωστή επιχειρησιακή διάρθρωση,
- α Προηγούμενη επιτυχημένη λειτουργία και συγκεκριμένο επενδυτικό πρόγραμμα,
- α Δημοσιοποίηση στοιχείων της εταιρίας και ανάπτυξη σχέσεων με τον επενδυτή,
- α Προοπτικές για υγιείς κερδοφόρες χρήσεις,
- α Μακροχρόνια προοπτική επιχειρηματικού σχεδιασμού.

Κλείνοντας, είναι χρήσιμο να αναφερθεί ότι η είσοδος μιας εταιρείας σε κάποιο χρηματιστήριο μπορεί να της δημιουργήσει αρνητικές συνέπειες ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσεων όπως αυτή που προκάλεσαν τα πρόσφατα τρομοκρατικά χτυπήματα σε Νέα Υόρκη, Ουάσιγκτον και Λονδίνο.

Μάλιστα σύμφωνα με ξένα δημοσιεύματα<sup>28</sup> το χρονικό διάστημα που ακολούθησε τα συγκεκριμένα γεγονότα η χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων ναυτιλιακών εταιρειών μειώθηκε κατά 17 δισ. δολάρια. Ειδικότερα, από τις 100 ναυτιλιακές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο NYSE μόνο οι 15 κατόρθωσαν να συγκρατήσουν τις μετοχές τους από την μεγάλη πτώση, με τις μεγαλύτερες απώλειες να σημειώνουν οι μετοχές των γιαπωνέζικων ομίλων με μεγάλο ποσοστό έκθεσης στην αγορά των ΗΠΑ, όπως οι εταιρείες NKK Corp, Marubeni, Sumitomo Heavy Industries και Mitsui Osk Lines.

---

<sup>28</sup> Βλέπε site <http://www.portnet.gr>

### 3.3.5 Εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης

Εκτός από τις τέσσερις προηγούμενες κύριες πηγές χρηματοδότησης, υπάρχουν και ορισμένες άλλες δευτερευούσης σημασίας, όπως είναι τα αμοιβαία κεφάλαια, τα ομόλογα υψηλού κινδύνου και οι παραγωγικοί τίτλοι, πηγές, οι οποίες έχουν εισέλθει στο χώρο της ναυτιλίας την τελευταία σχεδόν δεκαπενταετία και γι' αυτό αντιμετωπίζονται προς το παρόν τουλάχιστον με σκεπτικισμό.

Η πρώτη πηγή χρηματοδότησης, από την δεύτερη ομάδα που εξετάζουμε, αναφέρεται στα αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία ως επί των πλείστον προέρχονται από χρήματα συνταξιοδοτικών και ασφαλιστικών εταιρειών και τα οποία αφορούν, κύρια, μακροχρόνια δάνεια (μεγάλη διάρκεια αποπληρωμής). Σήμερα χρήση αυτών των αμοιβαίων κεφαλαίων παρατηρείται ιδιαίτερα στις Η.Π.Α. και το Λονδίνο.

Η δεύτερη περίπτωση αναφέρεται στην έκδοση ομολόγων υψηλού κινδύνου η οποία έχει διαδοθεί στο χώρο της ναυτιλίας μόλις τα τελευταία χρόνια και αποτελεί εναλλακτική πηγή άντλησης κεφαλαίων. Μάλιστα την περίοδο 1996-1999 παρατηρήθηκε μια δραματική αύξηση στη χρήση των ομολογιακών δανείων καθώς εκτιμάται ότι την περίοδο εκείνη οι ναυτιλιακές εταιρείες εξέδωσαν 3,5 δις. δολάρια σε ομολογίες στα Χρηματιστήρια του εξωτερικού, με κυριότερο αυτό της Νέας Υόρκης. Παράδειγμα ναυτιλιακής εταιρείας που έκανε χρήση αυτής της μορφής χρηματοδότησης είναι η Eletson Corporation, εταιρεία διαχείρισης δεξαμενόπλοιων, η

οποία άντλησε από την κεφαλαιαγορά των Η.Π.Α. 140 εκατ. δολάρια με τόκο 9,25% και διάρκεια αποπληρωμής 10 χρόνια.

Αν και υπόκειται σε διακυμάνσεις, αυτό το άμεσα ρευστοποιήσιμο και “ανέγγιχτο” μέχρι πρότινος προϊόν, συμβάλλει σημαντικά στην επίτευξη των στόχων των πλοιοκτητών, αφού ενδυναμώνει την ρευστότητα της κάθε εταιρείας, με αποτέλεσμα την πραγματοποίηση των στρατηγικών της στόχων.

Το βασικό πλεονέκτημα της έκδοσης ομολογιών είναι το γεγονός ότι οι κεφαλαιαγορές προσφέρουν μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση που η διάρκειά της ταυτίζεται σχεδόν με την οικονομική ζωή ενός πλοίου.

Το κυριότερο μειονέκτημα είναι ο καθορισμός του επιτοκίου του δανείου από την αρχή γεγονός που μπορεί να αποδειχθεί επικίνδυνο λόγω των διακυμάνσεων των επιτοκίων.

Οι Έλληνες πλοιοκτήτες, όπως αναφέρεται στο Lloyd's List στις 15/10/1998 με τίτλο “Greek Owners wait for opportunities”, έχουν έντονα το στοιχείο του ρίσκου με αποτέλεσμα να στρέφονται συχνά σε ομόλογα υψηλού κινδύνου, τα λεγόμενα junk bonds, τα οποία έχουν αποδόσεις υψηλότερες σε συνάρτηση με τα 10ετή ομόλογα των Η.Π.Α. Έτσι ο πλοιοκτήτης εξασφαλίζει την ρευστότητα που επιθυμεί με την

υποχρέωση να καταβάλλει στην λήξη του ομολόγου το σύνολο του ποσού με την μέθοδο του balloon<sup>29</sup>.

Οι ομολογίες είναι τίτλοι σταθερού εισοδήματος που βεβαιώνουν το ποσό που δάνεισε ο κάτοχός του στον εκδότη τους. Κάθε τίτλος είναι αριθμημένος και αναγράφει την ονομαστική αξία και το επιτόκιο του δανείου. Οι ομολογίες περιλαμβάνουν και μια σειρά αποδείξεων που ονομάζονται τοκομερίδια και αναγράφουν το ποσό του τόκου και την ημερομηνία πληρωμής του, τα οποία εάν τα εξαργυρώσει ο κάτοχός τους στα καθορισμένα χρονικά διαστήματα θα εισπράξει τον καθορισμένο τόκο που οι ομολογίες αναφέρουν. Όσον αφορά το χρόνο αποπληρωμής του δανείου από τον εκδότη, κυμαίνεται μεταξύ 3 και 20 χρόνια.

Οι προϋποθέσεις που πρέπει να ικανοποιηθούν για την έκδοση ομολογιών είναι πολύ αυστηρές και δύσκολα επιτυγχάνονται από ναυτιλιακές εταιρείες. Οι εκδότες των ομολογιών πρέπει να έχουν ικανοποιητικό πιστωτικό επίπεδο που αντιπροσωπεύει την πιστωτική ικανότητα της επιχείρησης.

Προκειμένου μια ναυτιλιακή εταιρεία να εκδώσει ομόλογα πρέπει πρώτα απ' όλα να έρθει σε επαφή με ένα διεθνούς κύρους οργανισμό χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, ο οποίος και θα αναλάβει την έκδοση των ομολογιών, όπως είναι η Citibank, η Chase Manhattan, η Standard and Poor's κ.α. Ο οργανισμός αυτός προτού

---

<sup>29</sup> *BALLOON*: Μία συμβατική πληρωμή καθορισμένου ποσού που έχει κύριο σκοπό να μειώσει το ποσό των περιοδικών δόσεων του δανείου. Το balloon θα προστεθεί στη τελευταία δόση, οπότε και συχνά γίνεται επαναδιαπραγμάτευση.

συμφωνήσει στην αίτηση της ναυτιλιακής εταιρείας για έκδοση ομολογιών, αξιολογεί και εκτιμά κάποια στοιχεία που την αφορούν. Η διαδικασία αυτή ονομάζεται Rating και γίνεται για να κριθεί εάν η εταιρεία θα μπορέσει να αποπληρώσει τους τόκους και το κεφάλαιο μέσα στα σχετικά χρονικά όρια.

Αυτός ο εναλλακτικός τρόπος χρηματοδότησης δημιούργησε αρκετά προβλήματα στις εκδότριες επιχειρήσεις γύρω στα τέλη της δεκαετίας του '90 όταν η ναυλαγορά παρουσίασε σημαντικά σημάδια πτώσης σε συνδυασμό με την σημαντική αύξηση των επιτοκίων στις Η.Π.Α., γεγονός που οδήγησε στην ανάκληση ορισμένων ομολόγων, όπως για παράδειγμα της εταιρείας GOOD FAITH.

Η τελευταία από τις εξεταζόμενες μορφές χρηματοδότησης, αναφέρεται στους παράγωγους τίτλους, οι οποίοι προσφέρουν ένα χρήσιμο εργαλείο για φθηνότερη χρηματοδότηση (όπως π.χ. τα Swaps). Η μορφή αυτής της χρηματοδότησης προήλθε κύρια από την προηγούμενη αντίστοιχη εμπειρία των συναλλαγών σε συνάλλαγμα.

Οι ανωτέρω περιγραφόμενες εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης, παρά την αναμφισβήτητα ουσιαστική και θετική συμβολή τους στην αντιμετώπιση των δανειακών αναγκών των εταιριών δεν έχουν γίνει ακόμη πλήρως κατανοητές και οικίες στους πλοιοκτήτες με αποτέλεσμα να μην χρησιμοποιούνται ευρέως.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>

### Τραπεζική χρηματοδότηση

#### 4.1 Εισαγωγή

Η οικονομική ολοκλήρωση μεταξύ χωρών όχι μόνο στη βάση της ανταλλαγής αλλά και στο επίπεδο παραγωγής, προκάλεσε κατά την τελευταία εικοσαετία την αύξηση του διεθνούς προϊόντος, της διεθνούς επιχειρηματικής δραστηριότητας και τις ροές του εμπορίου. Η αύξηση της παραγωγής του διεθνούς-προϊόντος υποστηρίχθηκε από την διεθνοποίηση του τραπεζικού κεφαλαίου με την έννοια της επέκτασης των τραπεζών σε άλλες χώρες, την δημιουργία της αγοράς των Ευρωδολαρίων και την μεταφορά χρηματικών κεφαλαίων μέσα από ένα διεθνοποιημένο τραπεζικό σύστημα.

Οι μεγάλες τράπεζες απέκτησαν διεθνή προσανατολισμό, που εκφράζεται τόσο στην διάρθρωση του ετησίου ισολογισμού τους όσο και στην δημιουργία νέων πηγών εσόδων από την δραστηριότητά τους στις διεθνείς αγορές.

Παραδοσιακά, η τραπεζική δραστηριότητα ήταν πάντα ένας από τους περισσότερο ελεγχόμενους τομείς των εθνικών οικονομιών διότι οι πιστωτικές αρχές θεωρούσαν την κατάθεση και τη μεσολάβηση της ροής των αποταμιεύσεων προς την επένδυση ως δημόσια αγαθά.

Ωστόσο, η διεθνοποίηση των τραπεζικών κεφαλαίων προκάλεσε την απελευθέρωση των εγχώριων αγορών και την διαμόρφωση διεθνών χρηματαγορών. Η



απελευθέρωση ενίσχυσε την αλληλεξάρτηση και αλληλοδιείσδυση των αγορών καθώς και την ανάπτυξη νέων προϊόντων και υπηρεσιών που στηρίχθηκαν σε νέες χρηματοδοτικές τεχνικές.

Επιπλέον, ο τραπεζικός επιχειρηματικός σχεδιασμός σε στόχους και στρατηγικές καθώς και η διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού αναθεωρήθηκαν και προσαρμόστηκαν σε νέες συνθήκες ανταγωνισμού όπου η δυνατότητα ανταπόκρισης απαιτούσε εξαγορές, ενοποιήσεις, συμβόλαια διαχείρισης και δάνεια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου (joint venture) με τελικό στόχο την μείωση του κόστους μέσα από την δημιουργία οικονομιών κλίμακας.

Βασική προϋπόθεση μιας τράπεζας για την αποδοχή της και την απόδοσή της στον εγχώριο αλλά και στον διεθνή χώρο είναι το επίπεδο γνώσεων, εμπειρίας και η δυνατότητα ανταπόκρισης του στελεχιακού της δυναμικού σε προϊόντα και υπηρεσίες που απαιτεί μια συγκεκριμένη αγορά.

Η ύπαρξη τέτοιου στελεχιακού δυναμικού ενισχύει την δυνατότητα περαιτέρω ανάπτυξης σε υπάρχουσες αγορές, διείσδυσης σε άλλες αγορές καθώς και ομαλής αποχώρησης από αυτές όταν κρίνεται αναγκαίο. Χρήσιμο παράδειγμα ανάπτυξης διεθνούς προσανατολισμού τραπεζικής δραστηριότητας αποτελεί η ενασχόληση του διεθνούς τραπεζικού συστήματος με την χρηματοδότηση της Ναυτιλιακής βιομηχανίας η οποία μολονότι μεταβάλλεται και προσαρμόζεται στις διεθνείς εξελίξεις των ναυλαγορών, ποτέ δεν έπαψε να υπάρχει.

Η ενασχόληση με την ναυτιλιακή χρηματοδότηση απαιτεί την ύπαρξη στελεχιακού δυναμικού ικανού να αξιολογήσει τους συγκεκριμένους κινδύνους που αφορούν:

- α τον κίνδυνο απασχόλησης και το προβλεπόμενο cash flow risk,
- α το πλοίου σαν ενυπόθηκη εξασφάλιση και την δυνατότητα ρευστοποίησής του (collateral risk),
- α τον κίνδυνο από μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα,
- α τον λειτουργικό κίνδυνο,
- α τον κίνδυνο από την ηλεκτρονική τραπεζική και τις συναλλαγές με ηλεκτρονικό χρήμα,
- α την αναζήτηση των απαιτούμενων ασφαλειών (insurance risk),
- α το κίνδυνο μεταβολής των επιτοκίων (interest risk),
- α τον συναλλαγματικό κίνδυνο (currency risk),
- α τον πιστωτικό κίνδυνο (credit risk),
- α τον χρηματοδοτικό κίνδυνο χώρας (country risk),
- α τον κίνδυνο ρευστότητας – ταμειακό κίνδυνο (liquidity risk) και
- α τον κίνδυνο χρεοκοπίας (solvency risk).

Η δυνατότητα προσδιορισμού των ανωτέρω κινδύνων προκύπτει από την αξιολόγηση των ιστορικών δεδομένων του δανειζόμενου όπως:

- η ιστορική διαδρομή του,

- ο τρόπος επιβίωσής του κατά την διάρκεια των ναυτιλιακών κρίσεων,
- ο συντελεστής σεβασμού στις υποχρεώσεις του,
- η ποιότητα, η επάρκεια, η σταθερότητα και η συνέχεια στο management της εταιρείας,
- η αξιολόγηση εμπειριών άλλων τραπεζών με τον ίδιο πελάτη.

#### 4.2 Προϋποθέσεις και κανόνες ναυτιλιακών χρηματοδοτήσεων<sup>30</sup>

Μια συντηρητική πιστωτική πολιτική που προτείνεται για τα τρία πρώτα έτη της λειτουργίας ενός ναυτιλιακού υποκαταστήματος θα πρέπει να περιλαμβάνει τα ακόλουθα:

##### § Μέγιστο ποσό ναυτιλιακών χρηματοδοτήσεων US\$ 100 εκατομμύρια

Τα κεφάλαια αυτά δύνανται να επενδυθούν προοδευτικά κατά την διάρκεια της τριετίας, είτε με κατ' ευθείαν χρηματοδότηση στο πελατολόγιο της τράπεζας, είτε για συμμετοχή σε κοινοπρακτικά δάνεια ολιγομελούς συμμετοχής (2-3 τράπεζες) με μακροπρόθεσμη εμπειρία στη ναυτιλιακή χρηματοδότηση του ελληνόκτητου στόλου.

##### § Μέγιστο ποσό δανείου κατά πελάτη ή συμμετοχής

Κατά το πρώτο έτος να μην υπερβαίνει τα US\$ 4 εκατομμύρια αυξανόμενο σε US\$ 6 εκατομμύρια και το δεύτερο έτος με τη δυνατότητα σε μια διαδικασία επαναξιολόγησης των δεδομένων να αυξηθεί μέχρι US\$ 10 εκατομμύρια.

---

<sup>30</sup> Συνέδριο AIESEC L.C. PIRAEUS, Αλέξανδρος Τουρκολιάς, 1998

### § Μέγιστο όριο κατά ναυτιλιακό συγκρότημα

Κατά τη διάρκεια της τριετίας να ταυτίζεται με τα όρια μέγιστου ποσού κατά πελάτη ή συμμετοχής και αργότερα να μην υπερβαίνει το επίπεδο των US\$ 12 εκατομμυρίων.

### § Πελατολόγιο

Η επιλογή του πελατολογίου πρέπει κατ' αρχήν να είναι περιορισμένου αριθμού στην πρώτη τριετία και να μην υπερβαίνει τους 20-25 δανειακούς πελάτες, έτσι ώστε να υπάρχει δυνατότητα επαρκούς παρακολούθησης, συστηματικής αξιολόγησης και έγκαιρης παρέμβασης σε κάθε δανειακή σχέση με στόχο τόσο την ποιότητα και την δανειακή ενημερότητα όσο και την αποφυγή απωλειών. Η αξιολόγηση του πελατολογίου πρέπει να δίνει έμφαση σε σύναψη δανειακών σχέσεων με συγκροτήματα που έχουν επάρκεια ιδίων κεφαλαίων, υψηλή ρευστότητα και τουλάχιστον δύο εναλλακτικές πηγές επαναπληρωμής δανείου.

### § Είδος και διάρκεια χρηματοδότησης

Οι προτεινόμενες χρηματοδοτήσεις πρέπει να είναι μεσοπρόθεσμες 4-6 ετών και να αφορούν κυρίως μεταχειρισμένα πλοία γενικού σκοπού και λιγότερο νεοκατασκευές και εξειδικευμένα πλοία, που συνήθως απαιτούν μεγαλύτερα κεφάλαια και είναι συνδεδεμένα με συγκεκριμένα εμπορικά δρομολόγια, με αποτέλεσμα να υπάρχουν περιορισμένες δυνατότητες ρευστοποίησής τους είτε λόγω υψηλού κόστους, είτε λόγω απουσίας πολλών αγοραστών. Η διάρκεια πρέπει να περιορίζεται για τα μεταχειρισμένα

πλοία σε maximum 8 έτη, αλλά στη λήξη του δανείου η ηλικία του πλοίου δεν θα πρέπει να υπερβαίνει την 20ετία. Για νεοκατασκευασμένα τα όρια δύναται να επεκταθούν στη 12ετία, εάν απαιτείται από το διαθέσιμο cash flow.

#### § Χρηματοδοτούμενα πλοία

Κατά την πρώτη τριετία θεωρείται χαμηλότερου αναλαμβανομένου κινδύνου η χρηματοδότηση πλοίων γενικού σκοπού ξηρού φορτίου και μεγέθους μέχρι 35.000 DWT. Η κατηγορία αυτή των πλοίων μετά το 1990 παρουσιάζει σταθερότητα από πλευράς προσφοράς που διακρίνεται από χαμηλό επίπεδο νέων παραγγελιών (κυμαινόμενο από 1,5% έως 2,5% του υπάρχοντος στόλου), ενώ οι διαλύσεις πλοίων αυτής της κατηγορίας επιτρέπουν την απορρόφηση των νέων παραγγελιών δίχως να δημιουργούν συνθήκες σημαντικής πτώσης ναύλων. Τα πλοία της κατηγορίας αυτής ευνοούνται τόσο από την αυξανόμενη διαμόρφωση του θαλάσσιου εμπορίου από μικρότερα μεγέθη φορτίων, όσο μέσα από τις διαδικασίες ανάδειξης νέων κρατικών οντοτήτων (αναμόρφωση του πρώην ανατολικού μπλοκ) και την ύπαρξη λιμένων κατάλληλων μόνο για πλοία αυτού του μεγέθους. Τα παραπάνω αποτελούν αφετηρία έμφασης και όχι αποκλειστικού περιορισμού, δεδομένης της ύπαρξης και άλλων κατηγοριών πλοίων που, για άλλους λόγους, παρέχουν δυνατότητα χρηματοδότησης τους, όπως τα πλοία παραγωγών πετρελαίου (Product Carriers) και τα πλοία ψυγεία (Reefers) λόγω δραματικής πτώσεως της αγοράς τους και πλοίων μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων (containers) κατά τα τελευταία χρόνια.

#### § Ποσοστό χρηματοδότησης

Το ποσοστό χρηματοδότησης ποικίλει κυρίως με την ηλικία του πλοίου και όχι με την απασχόληση, τουλάχιστον στην πρώτη τριετία και μέχρι η τράπεζα να αποκτήσει την απαραίτητη γνώση και εμπειρία του κινδύνου απασχόλησης των πλοίων.

- i. Για πλοία που προσεγγίζουν την 20ετία το ποσοστό χρηματοδότησης δεν πρέπει να ξεπερνά το 80% της αξίας διάλυσης του πλοίου σε \$ 130/τόννο LDT.
- ii. Για πλοία 15ετίας και παλαιότερα το ποσοστό χρηματοδότησης δεν πρέπει να υπερβαίνει το 55% της τιμής αγοράς ή αξίας του πλοίου (οποιαδήποτε είναι χαμηλότερη).
- iii. Για πλοία 10-15 ετών το ποσοστό χρηματοδότησης δεν πρέπει να υπερβαίνει το 60% και, τέλος,
- iv. Για πλοία ηλικίας μικρότερης των 10 ετών το ποσοστό αυτό μπορεί να αυξηθεί στο 65% της αξίας του πλοίου κατά την στιγμή της αγοράς του ή παραλαβής του.

Η λογική της διαφοροποίησης του ποσοστού χρηματοδότησης στηρίζεται στο ότι τα μικρότερης ηλικίας πλοία απαιτούν μεγαλύτερα κεφάλαια για την απόκτηση τους και επομένως η δέσμευση του πελάτη προέρχεται από το μεγάλο μέγεθος ιδίων κεφαλαίων που εκφράζουν τη συμμετοχή του.

#### § Περιορισμός πακέτου πλοίων

Κατά την πρώτη τριετία τα συνομολογούμενα δάνεια κατά πελάτη δεν πρέπει να υπερβαίνουν τα 2-3 πλοία, δεδομένης της πολυπλοκότητας της παρακολούθησης αλλά και των αντικειμενικών προβλημάτων σε περίπτωση

ρευστοποίησης. Ο περιορισμός του πακέτου υπονοεί την ύπαρξη και άλλων δανειακών σχέσεων και με άλλες τράπεζες του ίδιου πελάτη, οι οποίες πρέπει πάντα να αναλύονται με την ίδια αυστηρή αξιολόγηση που ακολουθείται και στη υπό εξέταση δανειακή πρόταση.

#### § Επαναπληρωμή

Συνήθως η επαναπληρωμή πραγματοποιείται σε ισόποσες εξαμηνιαίες ή ετήσιες δόσεις, ενώ μπορούν να διατεθούν προς διαπραγμάτευση μη ισόποσες δόσεις ή εφάπαξ καταβολές με τη λήξη του δανείου. Στην τελευταία περίπτωση οι εφάπαξ καταβολές πρέπει να προσδιορίζονται, είτε σαν ποσοστό της αξίας διάλυσης του πλοίου, είτε σαν δυνατότητα πληρωμής του από το προβλεπόμενο cash flow του τελευταίου έτους, είτε σε κάθε περίπτωση από το προβλεπόμενο cash flow που θα προκύψει από την αναχρηματοδότηση της εφάπαξ πληρωμής, αλλά μέσα στο όριο του maximum των 8 ετών.

#### § Ποσοστό ρευστότητας

Δίχως να αποτελεί αυστηρή προϋπόθεση, θεωρούμε ότι για πλοία ξηρού φορτίου μέχρι 35.000 DWT απολύτως απαραίτητα την ύπαρξη ρευστότητας κεφαλαίου κατά πλοίο το ποσό των US\$ 300.000. Είναι αυτονόητο ότι άλλες κατηγορίες πλοίων απαιτούν υψηλότερα κεφάλαια κίνησης λόγω μεγέθους ή σκοπού. Η ανωτέρω ρευστότητα είναι αναγκαία για την διακίνηση των πλοίων. Η επιπρόσθετη ρευστότητα δεν αφορά την απασχόληση των πλοίων και σχετίζεται με τη συνολική χρηματοοικονομική κατάσταση του πελάτη.

#### § Πρόβλεψη cash flow

Η πρόβλεψη του cash flow πρέπει να γίνεται βάσει στοιχείων κόστους λειτουργίας των πλοίων σε περίοδο 365 ημερών καθώς και εισοδήματος περιόδου 330 ημερών, εκτός εάν υπάρχει ειδική μακροπρόθεσμη απασχόληση πλοίων. Ο τόκος προσδιορίζεται από το LIBOR πλέον του συμφωνηθέντος περιθωρίου.

Αναπροσαρμογή του κόστους λειτουργίας των πλοίων κατά τα δύο πρώτα έτη του δανείου κατά 5% είναι ρεαλιστική. Η σχέση εξασφάλισης λειτουργικού εισοδήματος προς τα έξοδα τόκων καθώς και η σχέση λειτουργικού εισοδήματος προς τη συνολική εξυπηρέτηση του δανείου πρέπει να αξιολογούνται συστηματικά τόσο στην αρχή όσο και στην παρακολούθηση του δανείου.

Η παραπάνω πολιτική ναυτιλιακών πιστώσεων λαμβάνει υπ' όψιν της τους περιορισμούς σε εμπειρία και γνώση που εμπεριέχει ένας νέος τομέας χρηματοδότησης και διαμορφώνει πλαίσιο σταδιακής απόκτησης της εμπειρίας που θα επιτρέψει την σταδιακή ανάπτυξη σε ένα πλαίσιο αποδεκτών επιχειρηματικών κινδύνων.

Μια τέτοια πολιτική συνδέεται και με ένα σύνολο όρων και παραμέτρων, αποτρεπτικών και μη, που εμπεριέχεται στην διαδικασία ανάλυσης, αξιολόγησης, έγκρισης ή απόρριψης ενός συγκεκριμένου ναυτιλιακού δανείου.



### 4.3 Κοινοπρακτικά δάνεια

Η διαμόρφωση της αγοράς των κοινοπρακτικών δανείων είχε αφετηρία την δημιουργία της αγοράς Ευρωδολαρίων στις αρχές της δεκαετίας του '60. Η ανάπτυξη της σχετίζεται με την άνοδο των επενδύσεων εντάσεως κεφαλαίων και την ανάγκη των Τραπεζών να ελαττώσουν το κίνδυνο που αναλαμβάνουν σε περιπτώσεις μεγάλων επιχειρηματικών σχεδίων.

Για την ναυτιλιακή χρηματοδότηση η αρχή της διασποράς του επενδυτικού κίνδυνου προέκυψε από το γεγονός ότι η αγορά ή η κατασκευή ενός πλοίου χρηματοδοτούνταν από συνιδιοκτήτες οι οποίοι για να εξασφαλίσουν τα κεφάλαια τους, χώριζαν το πλοίο σε 64 μέρη και αποκτούσαν δικαίωμα σε ένα από αυτά για την εξασφάλιση των κεφαλαίων τους. Η αναγκαιότητα αυτή έγινε ακόμη μεγαλύτερη μετά την κρίση του 1973-1977 κάτι που οδήγησε τις εμπορικές τράπεζες να βλέπουν με δυσπιστία τις αιτήσεις ναυτιλιακών δανείων.

Ένα κοινοπρακτικό δάνειο είναι η συμφωνία μεταξύ δύο ή και περισσότερων τραπεζών να χορηγήσουν ένα δάνειο ή μια εγγυητική επιστολή ή μια ανέκκλητη πίστωση σ' ένα δανειζόμενο χρησιμοποιώντας κοινό δανειστικό συμβόλαιο, καθώς η διασπορά του δανειστικού ρίσκου τους επιτρέπει να συμμετέχουν σε μεγαλύτερο αριθμό χρηματοδοτήσεων αλλά και με ποσά μεγαλύτερα απ' αυτά που συνάπτονται σε διμερή δάνεια.

Ειδικότερα, για την χρηματοδότηση μια επένδυσης όπου τα αναγκαιούντα κεφάλαια είναι πάρα πολύ μεγάλα μια τράπεζα αναλαμβάνει το ρόλο της διαχειρίστριας και προτείνει και σε κάποιες ακόμη να αναλάβουν μαζί της την χρηματοδότηση. Στην συνέχεια η διαχειρίστρια τράπεζα συζητά με τον πλοιοκτήτη και υπογράφεται η δανειακή σύμβαση στην οποία αναγράφεται το ποσοστό συμμετοχής της κάθε τράπεζας, οι αμοιβές και οι όροι αποπληρωμής.

#### **4.4 Ενδιάμεση χρηματοδότηση**

Η ενδιάμεση χρηματοδότηση αποτελεί εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης, η οποία κατατάσσεται στις χρηματοδοτήσεις κεφαλαίου και λαμβάνει πολλές μορφές με πιο συνηθισμένη αυτή του δανείου με δεύτερη υποθήκη.

Το πιο κλασικό παράδειγμα ενδιάμεσης χρηματοδότησης είναι σε περιπτώσεις χορήγησης δανείου με υποθήκη όπου ο πλοιοκτήτης έχοντας ήδη μια δανειακή σύμβαση με κάποια τράπεζα και έχοντας εξασφαλίσει χρηματοδότηση για το 70% του επιχειρηματικού του σχεδίου, αποφασίζει ότι δεν επιθυμεί να δεσμεύσει κεφάλαια από τα διαθέσιμά του κι έτσι απευθύνεται σε μια ακόμα τράπεζα ή οργανισμό και ζητά ένα επιπλέον 20% για το συγκεκριμένο σχέδιο. Η δεύτερη τράπεζα συμφωνεί να χορηγήσει το ποσό αυτό για πολύ μικρό χρονικό διάστημα, λαμβάνοντας ως αμοιβή μεγαλύτερη προμήθεια διαχείρισης και μεγαλύτερο επιτόκιο.

Η δυσκολία αυτής της χρηματοδότησης είναι η δημιουργία καλού, σταθερού και θετικού ταμειακού προγράμματος μέσω της εξασφάλισης ενός μακροχρονίου συμβολαίου χρονοναύλωσης για το χρηματοδοτούμενο πλοίο, καθώς πολλές φορές δεν επιτυγχάνεται η δημιουργία ενός ισχυρού cash flow, το οποίο να εξυπηρετεί τόσο το κύριο όσο και το ενδιάμεσο χρέος.

#### **4.5 Έγγραφα που απαιτούνται για την χορήγηση ενός ναυτιλιακού δανείου**

Πολύ συχνά, τα θέματα των εγγράφων ενός ναυτιλιακού δανείου ρυθμίζονται από τους δικηγόρους των ναυτιλιακών εταιρειών και των τραπεζών και αυτό παρ' όλο που οι σχετικές αποφάσεις έχουν σαφή οικονομική επίπτωση που θα δικαιολογούσε την αμεσότερη συμμετοχή και απασχόληση των κυρίων μερών του δανείου (πλοιοκτητών, διευθυντών τραπεζής).

Απ' αυτή την άποψη αμφότερα τα κύρια μέρη θα πρέπει να παρακολουθούν από κοντά την διαδικασία των δανειακών εγγράφων και του περιεχομένου τους, μαζί με τους δικηγόρους τους, για την αποφυγή τυχόν παρανοήσεων και αναποτελεσματικών διαδικασιών καθώς έτσι τίθενται τα θεμέλια της ομαλής λειτουργίας της χρηματοδοτικής τους σχέσης.

Η διαδικασία αίτησης ενός ναυτιλιακού δανείου, με εξασφαλίσεις, κρατά από μερικές εβδομάδες μέχρι και το πολύ μερικούς μήνες (2-3 μήνες).

Το πρώτο τυπικό βήμα στη διαδικασία αυτή είναι η υποβολή από τον εφοπλιστή ενός δανειακού αιτήματος, που περιγράφει τις γενικές παραμέτρους της σχεδιαζόμενης επένδυσης (letter of intent).

Ο υπάλληλος της τράπεζας που είναι υπεύθυνος για τα ναυτιλιακά δάνεια θα διεξάγει στη συνέχεια μια προκαταρκτική έρευνα για τον εφοπλιστή (αν είναι άγνωστος) και θα εξετάσει τις οικονομικές πλευρές της προτεινόμενης επένδυσης. Σε αυτό το στάδιο, η τράπεζα χρειάζεται να ικανοποιηθεί ότι η εφοπλιστική εταιρεία διαθέτει την λεγόμενη επαρκή «Ποιότητα Διοίκησης». Φυσικά αυτή η κρίση είναι υποκειμενική με αποτέλεσμα να χρειάζονται και ορισμένα άλλα στοιχεία όπως είναι το παρελθόν και το ιστορικό απόδοσης της εταιρείας καθώς και η εξέταση της οικονομικής της θέσης. Στην συνέχεια ο υπεύθυνος του τμήματος χορηγήσεων συντάσσει εισήγηση προς τα ανώτερα κλιμάκια της ιεραρχίας.

Η διαπραγμάτευση ενός ναυτιλιακού δανείου αρχίζει με την λεγόμενη Επιστολή (Ανάληψης) Δέσμευσης – ΕΑΔ/CL η οποία ενώ δεν είναι έγγραφο «νομικά αυτοτελές», δηλ. δεν είναι αρχικά δεσμευτικό πριν από την προσκόμιση των λεγόμενων «συμπληρωματικών εγγράφων», είναι όμως τελικά νομικά δεσμευτικό. Μια προσεκτική διατυπωμένη ΕΑΔ οφείλει να περιέχει όλους τους θεμελιώδεις όρους και τις προϋποθέσεις ενός ναυτιλιακού δανείου.

Όταν ολοκληρωθεί η διερεύνηση του αιτήματος του πελάτη ετοιμάζεται και αποστέλλεται κατάλληλη απάντηση, θετική ή αρνητική.

Εάν η τράπεζα είναι διατεθειμένη να προχωρήσει σε χορήγηση δανείου, τότε απαντά με επιστολή προσφοράς, η οποία περιλαμβάνει τους όρους και τις προϋποθέσεις.

Οι κυριότεροι από τους όρους που συνήθως περιλαμβάνονται στην προσφορά είναι οι εξής:

- § Δανειολήπτης
- § Νόμισμα - ποσό δανείου (τα ναυτιλιακά δάνεια χορηγούνται σε \$Η.Π.Α.)
- § Σκοπός δανείου
- § Επιτόκιο
- § Εκτοκισμός
- § Προμήθεια
- § Αποπληρωμή
- § Καταβολή δανείου
- § Προπληρωμή
- § Εξασφαλίσεις (όπως π.χ. υποθήκες, εκχωρήσεις, εταιρειακές ή προσωπικές εγγυήσεις).

Μετά την αποδοχή από μέρος του πελάτη της προσφοράς της Τραπέζης, η τελευταία δίδει εντολή στους Νομικούς της Συμβούλους να καταρτίσουν το σχέδιο συμβάσεως χρηματοδότησης, το οποίο θεωρείται ως μια μεγάλη επέκταση της Επιστολής Ανάλυσης της Ευθύνης (E.A.E).

Η Σύμβαση Δανείου περιέχει ορισμένα σταθερά στοιχεία τα οποία τα συναντούμε σε όλες τις συμβάσεις, με εξαίρεση ίσως τις συμβάσεις δανείων σε ευρώδολάρια οι οποίες μπορούν να διαφέρουν ελαφρά στην δομή τους αναλόγως με το ποιος τη συντάσσει.

Αναλυτικότερα, στην αρχή οι Σ.Δ. περιέχουν κάποια μορφή εισαγωγής στην οποία περιγράφονται τα ενδιαφέροντα των συμβαλλόμενων μερών, όπως και οι λόγοι για τους οποίους εισέρχονται σ' αυτό το δάνειο, σε αυτή την συναλλαγή. Το τμήμα αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό καθώς εδώ περιγράφεται ο σκοπός του δανείου, ο οποίος βασίζεται στην ιδέα ότι μια σύμβαση δεν μπορεί να εκτελεσθεί εκτός και εάν υπάρχει μία σαφή κοινή ωφέλεια. Ανακριβείς ή πλαστές διατυπώσεις στην εισαγωγή μπορούν να χρησιμοποιηθούν αργότερα εναντίον της εκτελεστικότητας της Σύμβασης.

Στην συνέχεια, ακολουθεί στην αρχή περίπου, ένα τμήμα με ορισμούς το οποίο θεωρείται εξίσου ιδιαίτερα σημαντικό. Λάθη σ' αυτό το μέρος θα έχουν ισχύ σ' όλη την σύμβαση όπου αναφέρονται οι όροι που ορίζονται εδώ.

Μετά το τμήμα με τους ορισμούς, οι περισσότερες Συμβάσεις Δανείων έχουν ένα ή περισσότερα τμήματα τα οποία καθορίζουν λεπτομερώς τις αναγκαίες προειδοποιήσεις και τις λοιπές αναφορές για την εκταμίευση/ drawdown, τη βάση που υπολογίζεται ο τόκος, καθώς και τον μηχανισμό και τον ακριβή χρονικό προσδιορισμό των πληρωμών επιστροφής του κεφαλαίου και πληρωμής του τόκου. Στο τμήμα αυτό εμπεριέχεται συνήθως και μια πρόβλεψη για τον υπολογισμό του ποσού του τόκου σε

περίπτωση υπερημερίας της Σύμβασης Δανείου, όπως επίσης και για τον υπολογισμό του ποσού των προμηθειών της τραπεζής.

Ένα από τα τελευταία τμήματα της Σύμβασης Δανείου, αναφέρεται στο πότε η Τράπεζα δικαιούται να κηρύξει το δάνειο ληξιπρόθεσμο και απαιτητό. Ειδικότερα το τμήμα αυτό προβλέπει ότι αυτό μπορεί να γίνει σε περίπτωση:

- § καθυστέρησης πληρωμής της δόσης, των τόκων, ή των άλλων οφειλόμενων ποσών,
- § παραβάσεως οποιουδήποτε από τους όρους της συμβάσεως,
- § ουσιώδους μείωσεως των παραχωρηθεισών ασφαλειών ή απώλειας του ενυπόθηκου πλοίου,
- § επιβαρύνσεως ή κατασχέσεως της περιουσίας του δανειζόμενου ή του εγγυητού,
- § πτωχεύσεως ή θέσεως υπό αναγκαστική διαχείριση του δανειζόμενου,
- § ουσιώδους μείωσεως της οικονομικής επιφάνειας του δανειζόμενου ή του εγγυητού,
- § περιορισμού της ικανότητας προς δικαιοπραξίαν ή θανάτου του δανειζόμενου ή του εγγυητού,
- § μεταβιβάσεως της επιχειρήσεως του δανειζόμενου ή μέρους αυτής,
- § αναμίξεως του πλοίου σε εμπόριο ή εργασίες παράνομες.

Στο τελευταίο τμήμα της η σύμβαση αναφέρει το δίκαιο από το οποίο διέπεται, καθώς και τα αρμόδια για την επίλυση κάθε διαφοράς δικαστήρια, ενώ κλείνοντας όπως είναι φυσικό, ακολουθούν οι υπογραφές των συμβαλλομένων μερών δηλαδή της τράπεζας και του δανειζομένου πλοιοκτήτη.

Μετά την ολοκλήρωση των πιο πάνω διαδικασιών και την συγκέντρωση όλων των εξασφαλίσεων και με τη σύμφωνη γνώμη των Νομικών Συμβούλων χορηγείται το δάνειο.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>

### **5.1 Cash flow financing - Case Study**

Η χρηματοδότηση της αγοράς ενός πλοίου (ή παραγγελίας) με βάση το μελλοντικό πρόγραμμα ετήσιων εσόδων της ναυτιλιακής επιχείρησης από αυτό, αποτελεί τον παραδοσιακό, συνήθη και απλό τρόπο χρηματοδότησης των πλοίων όπου η κρίση της τράπεζας στηρίζεται κυρίως στο μελλοντικό ταμειακό πρόγραμμα της επένδυσης σε ένα ή περισσότερα πλοία. Η μέθοδος αυτή καλείται και project financing (χρηματοδότηση ενός σχεδίου επένδυσης).

Το μελλοντικό πρόγραμμα ετήσιων εσόδων και ο τρόπος χρηματοδότησης με βάση αυτή την πρακτική, εφαρμόστηκε κυρίως από τη νέα γενιά των Ελλήνων πλοιοκτητών (μετά εποχή Λαιμού, Λιβανού, Νιάρχου και Ωνάση) για την απόκτηση προσιτής αξίας πλοίων με χρονοναύλωση. Το γεγονός αυτό ικανοποιούσε τις τράπεζες καθώς υπήρχε σταθερότητα στις εισπράξεις και αυτό παρά το γεγονός ότι η χρονοναύλωση δεν αποτελεί ένα περιουσιακό στοιχείο που μπορεί να κατασχεθεί. Επιπλέον, μια χρονοναύλωση με ένα σταθερό ναύλο δεν έχει σταθερά καθαρή απόδοση για την ναυτιλιακή επιχείρηση, διότι το λειτουργικό κόστος του πλοίου δεν παραμένει σταθερό στον χρόνο της ναύλωσης λόγω της ύπαρξης πληθωρισμού και άλλων ανατιμητικών τάσεων.

Ωστόσο, παρά τους ανωτέρω προβληματισμούς υπήρξαν τράπεζες οι οποίες με τη βάση της υποθήκης και της χρονοαύλωσης έδιναν πιστωτική γραμμή στον πλοιοκτήτη για να προχωρήσει στην αγορά πλοίου ή πλοίων μέχρι μιας προσυμφωνημένης αξίας.

Η επιτυχία του Τ.Π. / Cash flow εξαρτάται φυσικά από την προβλεπτικότητα των ναύλων και των εξόδων λειτουργίας του πλοίου. Η προβλεπτικότητα των ναύλων, είναι ευχερής στην περίπτωση χρονοαύλωσης ίσης διάρκειας με την διάρκεια του δανείου, ενώ στην περίπτωση ναύλωσης κατά ταξίδι η τράπεζα θα πρέπει να έχει την δυνατότητα από την εμπειρία της και από τη διασταύρωση στοιχείων με άλλους εφοπλιστές/ πελάτες της να κάνει μια ρεαλιστική πρόβλεψη. Βέβαια στην προσπάθειά της αυτή είναι καλό να χρησιμοποιήσει τις γνώμες έγκυρων ναυλομεσιτών ή να πληροφορηθεί από τις μηνιαίες στατιστικές του οίκου Drewry ή άλλων ναυλομεσιτικών οίκων τουλάχιστο την τρέχουσα δυνατότητα είσπραξης ναύλου ενός πλοίου ιδίου μεγέθους και ηλικίας με το χρηματοδοτούμενο. Αναφορικά με τα έξοδα του πλοίου τα πράγματα είναι πολύ πιο εύκολα καθώς ο πλοιοκτήτης μπορεί να εκτιμήσει το ετήσιο κόστος του δανειζομένου πλοίου με μεγάλη ακρίβεια, καθώς ενδέχεται στον στόλο του να έχει ομοίου τύπου και μεγέθους πλοία.

Κάποια άλλα σημαντικά ζητήματα του cash flow management είναι η επιλογή της συχνότητας των δόσεων σε έναν χρόνο, η ύπαρξη ίσων ή άνισων δόσεων, η παροχή ή μη περιόδου χάριτος καθώς και η διάρκεια αποπληρωμής του δανείου.

Ειδικότερα, σε ότι αφορά τον αριθμό των δόσεων, είναι φανερό ότι συχνότερες δόσεις (π.χ. μηνιαίες, τριμηνιαίες ή εξαμηνιαίες δόσεις) καταλείπουν λιγότερο απόλυτο τόκο στην τράπεζα.

Αναφορικά με την ύπαρξη ή μη περιόδου χάριτος συνήθως αυτή δίνεται στα πρώτα στάδια του δανείου. Αυτό μπορεί να δικαιολογηθεί λ.χ. όταν ένας ισχυρά οικονομικά εφοπλιστής επιθυμεί να επωφεληθεί από τις χαμηλές τιμές των πλοίων σε μια χαμηλή ναυλαγορά. Η περίοδος χάριτος επιτρέπει ν' αποκτήσει κανείς ένα πλοίο σε ευνοϊκή τιμή, ενώ αποφεύγει να μειώσει τελείως την ταμειακή θέση του υπόλοιπου στόλου που θα γινόταν αν η ναυλαγορά δεν ήταν αρκετά καλή για να καλύψει τις πληρωμές της επιστροφής του κεφαλαίου.

Τέλος, η διάρκεια του δανείου συναρτάται με την ηλικία του πλοίου, καθώς πολλές τράπεζες μειώνουν το ποσοστό δανειοδότησης ή αυξάνουν το spread για «υπερήλικα» πλοία, σε κάθε περίπτωση όμως το τελικό αποτέλεσμα στη δομή της αποπληρωμής του κεφαλαίου εξαρτάται από τις σχετικές διαπραγματευτικές ικανότητες της τράπεζας και του δανειζομένου.

**Στην συνέχεια θα παρουσιάσουμε ένα παράδειγμα χρηματοδότησης με βάση τα μελλοντικά καθαρά έσοδα του πλοίου (cash flow financing).**

Η εταιρεία NAYΤΙΛΟΣ προτίθεται να αγοράσει ένα πλοίο 30.000 dwt product carrier αξίας 4.200.000 US\$.

Η Τράπεζα ΒΗΤΑ σκέπτεται για μια χρηματοδότηση κατά 100% της αξίας του πλοίου. Με βάση τις τάσεις της αγοράς η εταιρεία μπορεί να πετύχει χρονοναύλωση \$ 8/dwt τον μήνα για τα πρώτα 3 χρόνια και \$ 9/dwt για τα επόμενα 2 χρόνια. Η ετήσια απασχόληση θεωρείται ότι πραγματοποιείται μόνο 350 ημέρες το έτος (365 ημέρες το έτος). Η προμήθεια των ναυλομεσιτών ανέρχεται σε 2 1/2 % στο μικτό ναύλο. Το κόστος λειτουργίας του πλοίου ανέρχεται σε \$ 4.000 ημερησίως. Η εκτίμηση του διεθνούς πληθωρισμού είναι 8% τον χρόνο. Το ενοίκιο της χρονοναύλωσης έχει όριο αναπροσαρμογής 40% του πληθωρισμού. Το δάνειο θα εξυπηρετηθεί σε 10 εξαμηνιαίες δόσεις με σταθερό επιτόκιο 11% τον χρόνο.

Στην συνέχεια της εργασίας μας θα καταρτίσουμε το 5ετές ταμειακό πρόγραμμα της NAYΤΙΛΟΣ, με βάση τα ανωτέρω στοιχεία και θα βρούμε τη ταμειακή ροή & την καθαρή ταμειακή ροή κάθε έτους της πενταετίας καθώς και την ΚΠΑ της επένδυσης.

	ΕΤΗ	1	2	3	4	5
A	ΝΑΥΛΟΣ	$30.000*8*11,5=$ 2.760.000	$30.000*8*11,5=$ 2.760.000	$30.000*8*11,5=$ 2.760.000	$30.000*9*11,5=$ 3.105.000	$30.000*9*11,5=$ 3.105.000
B	ΠΡΟΜΗΘΕΙΑ	$2.760.000*0,025=$ 69.000	$2.760.000*0,025=$ 69.000	$2.760.000*0,025=$ 69.000	$3.105.000*0,025=$ 77.625	$3.105.000*0,025=$ 77.625
Γ	ΚΑΘΑΡΟΣ ΝΑΥΛΟΣ	A1-B1=2.691.000	A2-B2=2.691.000	A3-B3=2.691.000	A4-B4=3.027.375	A5-B5=3.027.375
Δ	ΚΟΣΤΟΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ	$4.000*365=$ 1.460.000	$1.460.000*0,048+1.460.000=$ 1.530.080	$1.530.000*0,048+1.530.000=$ 1.603.443,8	$1.603.443,8*0,048+1.603.443,8=$ 1.680.409,1	$1.680.409,1*0,048+1.680.409,1=$ 1.761.068,7
Ε	ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ	Γ1-Δ1=1.231.000	Γ2-Δ2=1.160.920	Γ3-Δ3=1.087.556,2	Γ4-Δ4=1.346.965,9	Γ5-Δ5=1.266.306,3
ΣΤ	ΔΑΝΕΙΟ*	1.132.197,5	1.132.197,5	1.132.197,5	1.132.197,5	1.132.197,5
Z	ΚΑΘΑΡΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ	E1-ΣΤ1= 98.802,5	E2-ΣΤ2= 28.722,5	E3-ΣΤ3= - 44.641,3	E4-ΣΤ4= 214.768,4	E5-ΣΤ5= 134.108,8

Για να υπολογίσουμε την δόση του δανείου χρησιμοποιούμε τον ακόλουθο τύπο:

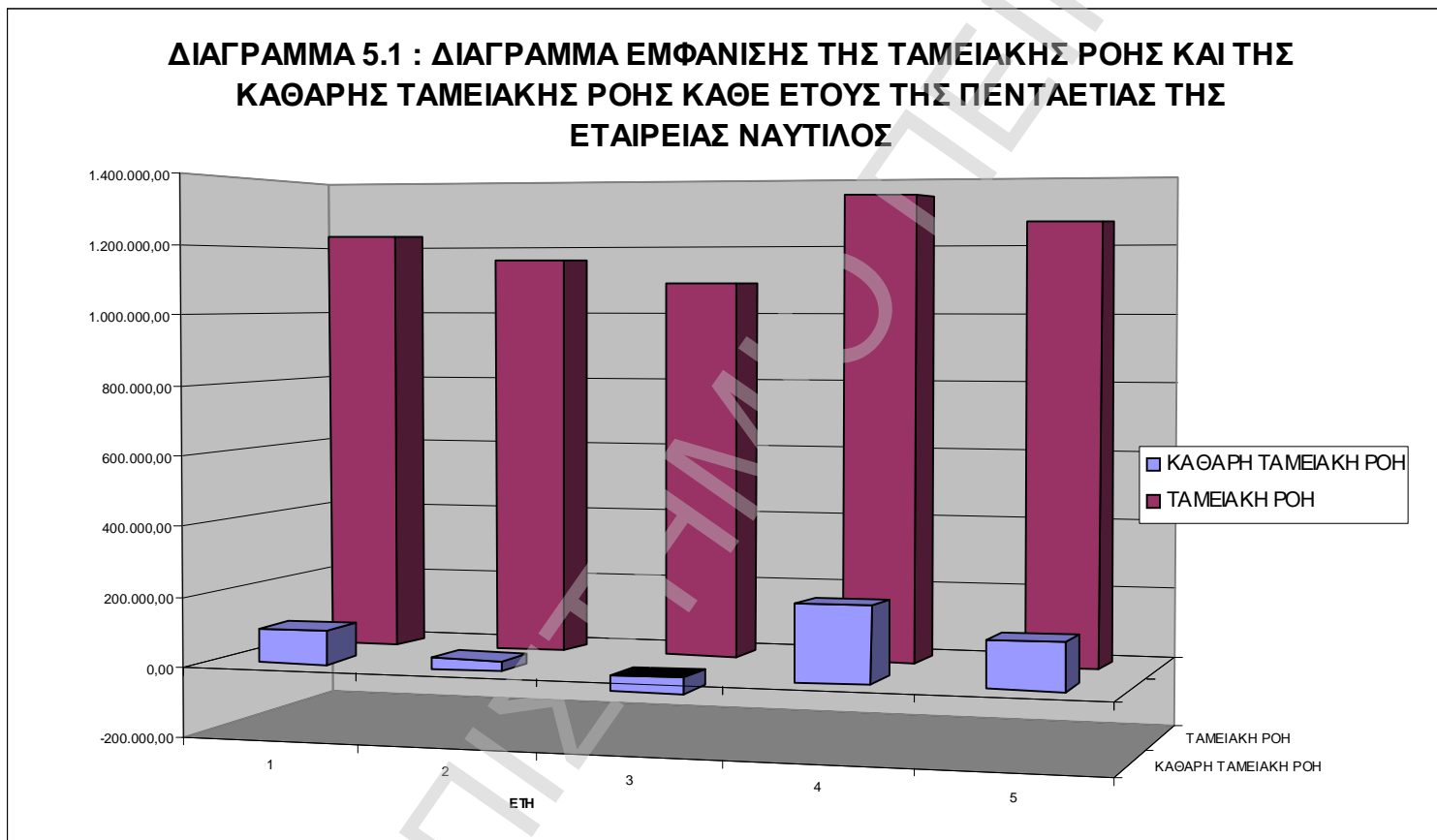
$$Π_{α0} = P * ΣΠΑΡ11\%,5$$

Όπου  $Π_{α0} = 4.200.000$  ,  $ΣΠΑΡ11\%,5 = 1/0,11 * [ 1 - 1/(1+0,11)^5 ] = 3,7096$  και P η δόση που αναζητούμε

$$\text{Επομένως } P = 4.200.000 / 3,7096 = 1.132.197,5$$

Από τον ανωτέρω πίνακα διαπιστώνουμε ότι το Ταμειακό Μελλοντικό Πρόγραμμα καταλείπει χρηματικό έλλειμμα \$ 44.641,3 στον τρίτο χρόνο παρά την ετήσια αναπροσαρμογή του ενοικίου της χρονοαύλωσης με 40% του ρυθμού του πληθωρισμού (8%) του κόστους. Η τράπεζα είναι αναμενόμενο να ζητήσει την ύπαρξη μετρητών σαν αρχικού κεφαλαίου κίνησης τουλάχιστο \$ 500.000 (πρώτο έτος) και το οποίο πρέπει να παραμείνει διαθέσιμο για όλη την πενταετία. Το κεφάλαιο κίνησης στην περίπτωση αυτή είναι απαραίτητο, διότι η Καθαρή Ταμειακή Ροή που αποκαλείται και «περιθώριο ασφαλείας» του δανείου είναι μικρού ύψους.

Τα ανωτέρω στοιχεία μπορούν να εμφανιστούν διαγραμματικά ως ακολούθως:



Στην συνέχεια της εργασίας μας θα υπολογίσουμε την ΚΠΑ της επένδυσης

<b>ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ</b>	<b>1.231.000</b>	<b>1.160.920</b>	<b>1.087.556,2</b>	<b>1.346.965,9</b>	<b>1.266.306,3</b>
<b>ΣΥΝΤΕΛΕΣΗΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ</b>	<b>0,9091</b>	<b>0,8264</b>	<b>0,7513</b>	<b>0,6830</b>	<b>0,6209</b>
<b>ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ</b>	<b>1.119.102,1</b>	<b>959.384,29</b>	<b>817.080,97</b>	<b>919.977,71</b>	<b>786.249,58</b>

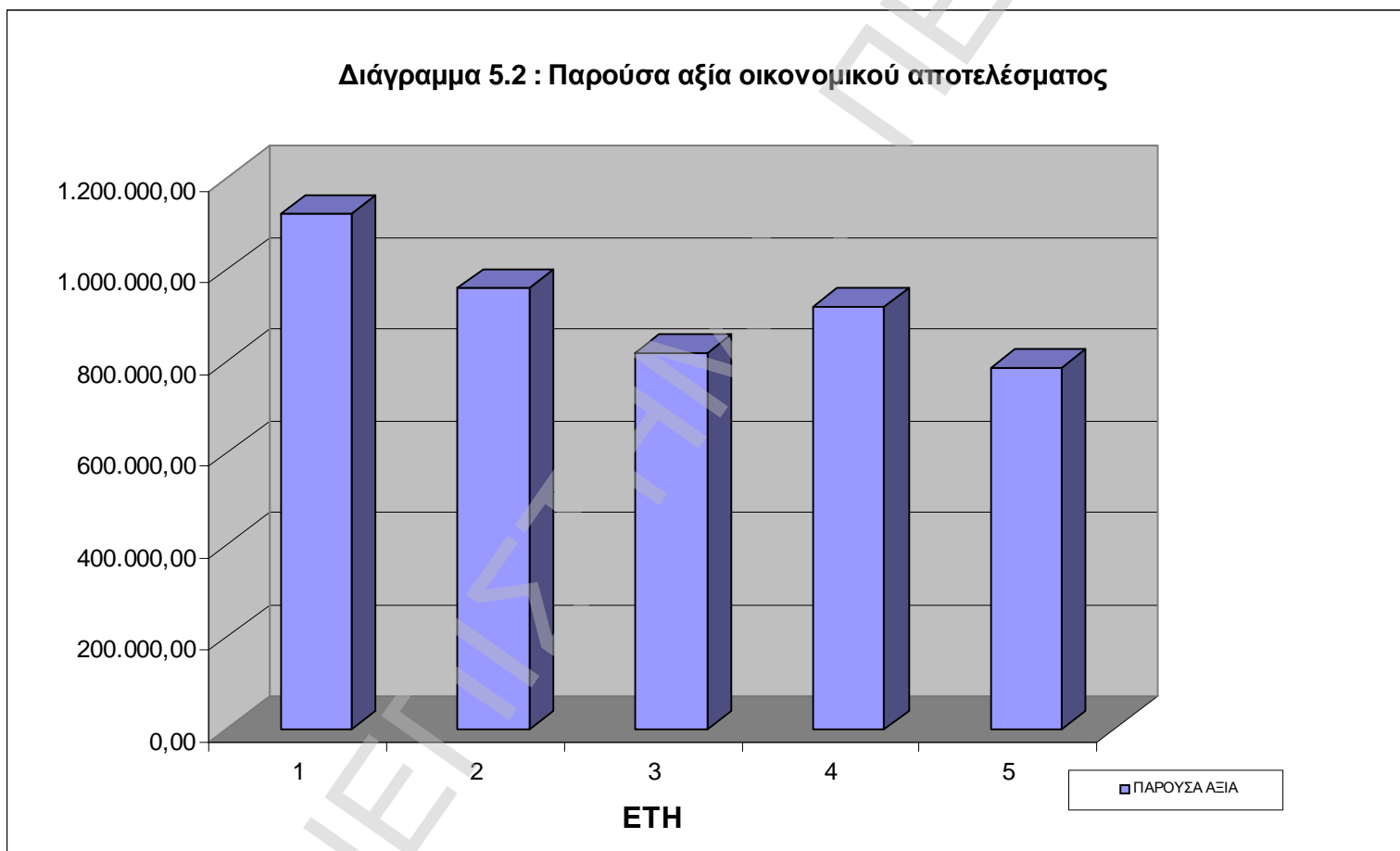
$$\text{Επομένως } \sum_{i=1}^n \frac{S_i}{(1+r)^i} = 4.601.794,7$$

$$\text{και ΚΠΑ} = -4.200.000 + 4.601.794,7 = 401.794,7$$

$$\begin{aligned} \text{με scrap value: ΚΠΑ} &= -4.200.000 + 4.601.794,7 + \frac{1.500.000}{(1+0,1)^5} = \\ &= -4.200.000 + 4.601.794,7 + 931.381,98 \\ &= 1.333.176,7 \end{aligned}$$

Η επένδυση γίνεται αποδεκτή καθώς ΚΠΑ > 0, δηλαδή η παρούσα αξία των μελλοντικών πλεονασμάτων που θα προκύψουν από την επένδυση είναι μεγαλύτερη από το αρχικό επενδυτικό κόστος.

Τα ανωτέρω στοιχεία μπορούν να εμφανιστούν διαγραμματικά ως ακολούθως:





## 5.2 Παρουσίαση παραγώγου “Brent Crude future contract”

Το προϊόν αυτό που διαπραγματεύεται στο International Petroleum Exchange του Λονδίνου, παρέχει ένα πολύ καλό εργαλείο για την αντιστάθμιση των χρηματοοικονομικών κινδύνων ενός πλοιοκτήτη που σχετίζονται με την μεταβολή της τιμής του πετρελαίου/ καυσίμων που απαιτούνται για την πετρέλευση των πλοίων του.

Στην συνέχεια θα αναφερθούμε στα σημαντικότερα contract specifications του Brent Crude future contract.

### **IPE BRENT CRUDE FUTURES CONTRACT**

#### **BACKGROUND**

The IPE Brent Crude futures contract provides a highly flexible hedging instrument and trading mechanism.

#### **FEATURES OF THE CONTRACT**

***Increased flexibility:*** By providing a contract parallel to the physical market, the oil industry has the opportunity to separate its pricing from supply arrangements by means of EFPs and basis trading, giving greater control and flexibility with regard to the timing of purchases and sales.

**Price transparency:** Real-time prices are available through the major data vendors. As a result, the price at which a particular contract is trading can be known instantly by all participants.

**Small parcel trading:** The contract provides the opportunity to trade in small parcels (multiples of 1,000 barrels) of less than the standard cargo size necessary on the physical market.

**Contract security:** The London Clearing House Ltd (LCH) acts as the central counter party for trades conducted on the London exchanges. This enables it to guarantee the financial performance of every contract registered with it by its members (the clearing members of the exchanges) up to and including delivery, exercise and/or settlement. LCH has no obligation or contractual relationship with its members' clients who are non-member users of the exchange markets, or non-clearing members of the exchanges.

### **CONTRACT SPECIFICATIONS**

**Exchange:** IPE

**Date of launch:** 23 June 1988.

**Trading hours:** 10.02 am to 8.13 pm London, UK time

**Unit of trading:** One or more lots of 1,000 net barrels (42,000 US gallons) of Brent crude oil.

**Quotation:** The contract price is in US dollars and cents per barrel.

**Minimum price fluctuation:** One cent per barrel, equivalent to a tick value of \$10.

**Tick value:** USA \$ 10

**Maximum daily price fluctuation:** There are no limits.

**Daily margin:** All open contracts are marked-to-market daily.

**Initial margin:** \$ 2.500

**Delivery months:** Twelve consecutive months then quarterly up to a maximum of twenty-four months and then half yearly up to a maximum thirty-six months forward.

**Settlement Method:** Delivery via the EFP mechanisms with an option to cash settle against IPE daily published Brent Index.

**Position Limits:** There are no limits to the size of position.

### **DELIVERY MECHANISM**

**Cessation of trading:** Trading shall cease at the close of business on the business day immediately preceding the 15 day prior to the first day of the delivery month, if such 15th day is a banking day in London. If the 15th day is a non-banking day in London (including Saturday), trading shall cease on the business day immediately preceding the first business day prior to the 15th day.

*(These dates are published by the Exchange)*

**2003 - Contract Expiry Dates:**

August	16 July, 03
September	14 August, 03
October	15 September, 03
November	16 October, 03
December	13 November, 03

**Payment:** Payment for contracts subject to the cash settlement procedure takes place through LCH within two business days of the cessation of trading.

**Law:** The contract is governed by English law.

**Delivery/settlement basis:** The IPE Brent Crude futures contract is a deliverable contract based on EFP delivery with an option to cash settle against the published settlement price.

**CLEARING AND REGULATION**

**Clearing:** LCH guarantees financial performance of all IPE contracts registered with it by its clearing Members. All IPE Floor Member companies are either members of LCH, or have a clearing agreement with a Floor Member who is a member of LCH.

**Regulation:** The IPE is regulated in the UK by the Financial Services Authority (FSA) as a recognized investment exchange (RIE) under Part XVIII of the Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA).

Στο τελευταίο τμήμα, θα παρουσιάσουμε τις τιμές κλεισίματος του Brent Crude future contract για τους μήνες Αύγουστο, Σεπτέμβριο και Οκτώβριο του 2003 καθώς και τις αντίστοιχες τιμές του Brent crude index στην spot αγορά. Ειδικότερα, παρατηρούμε στον παρακάτω πίνακα :

**Πίνακας 5.1: Τιμές κλεισίματος του Brent Crude future contract και Brent crude index για τους μήνες Αύγουστο, Σεπτέμβριο και Οκτώβριο του 2003.**

<b>ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ</b>	<b>BRENT CRUDE FUTR</b>	<b>BRENT CRUDE INDEX (IPE)</b>
<b>1/8/2003</b>	<b>29,55</b>	<b>28,56</b>
4/8/2003	29,07	29,09
5/8/2003	29,41	29,74
6/8/2003	28,99	29,99
7/8/2003	29,76	30,03
8/8/2003	29,45	30,00
11/8/2003	29,34	30,26
12/8/2003	29,34	29,99
13/8/2003	28,44	29,94
14/8/2003	28,64	29,68
15/8/2003	28,60	28,84
18/8/2003	28,44	29,10
19/8/2003	28,29	29,13
20/8/2003	28,62	28,71
21/8/2003	29,41	28,68
22/8/2003	29,39	29,39
26/8/2003	29,40	29,70
27/8/2003	28,85	29,71
28/8/2003	29,10	29,56
29/8/2003	29,23	29,51
<b>1/9/2003</b>	<b>28,97</b>	<b>29,68</b>
2/9/2003	27,26	29,32
3/9/2003	27,50	28,39

<b>ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ</b>	<b>BRENT CRUDE FUTR</b>	<b>BRENT CRUDE INDEX (IPE)</b>
4/9/2003	27,23	27,79
5/9/2003	26,95	27,52
8/9/2003	26,97	27,27
9/9/2003	27,19	27,44
10/9/2003	27,36	27,35
11/9/2003	26,88	27,55
12/9/2003	26,37	27,41
15/9/2003	26,47	26,86
16/9/2003	25,99	26,77
17/9/2003	25,67	26,28
18/9/2003	25,59	25,95
19/9/2003	25,32	25,56
22/9/2003	25,53	25,60
23/9/2003	25,52	25,54
24/9/2003	26,67	25,82
25/9/2003	26,81	26,41
26/9/2003	26,64	27,05
29/9/2003	26,83	26,76
30/9/2003	27,61	27,12
<b>1/10/2003</b>	<b>27,88</b>	<b>27,35</b>
2/10/2003	28,27	27,77
3/10/2003	28,71	28,11
6/10/2003	28,89	28,52
7/10/2003	29,03	29,10
8/10/2003	28,73	28,89
9/10/2003	30,14	28,85
10/10/2003	30,90	29,41
13/10/2003	30,67	30,59
14/10/2003	30,69	30,74
15/10/2003	30,87	30,79
16/10/2003	31,11	30,84

Πηγή :<http://www.Bloomberg.com>

Δείγμα: 01/08/2003 έως 16/10/2003

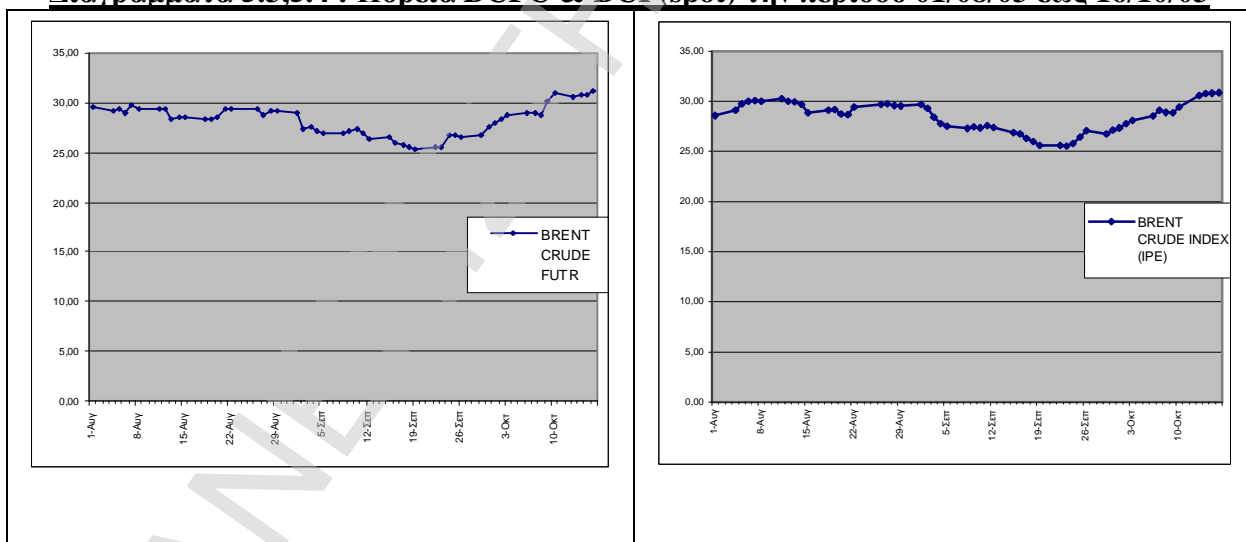
**Πίνακας 5.2: ΒΑΣΙΚΕΣ ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΕΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΕΣ**

	<b>BRENT CRUDE FUTR</b>	<b>BRENT CRUDE INDEX</b>
<b>(IPE)</b>		
<b>Minimum:</b>	25,32	25,54
<b>Maximum:</b>	31,11	30,84
<b>Median:</b>	28,61	28,78
<b>Mean :</b>	28,23	28,44
<b>STDEV:</b>	1,53368	1,49709
<b>Var:</b>	2,35218	2,24128
<b>Παρατηρήσεις:</b>	54	54

**Πίνακας 5.3: ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ**

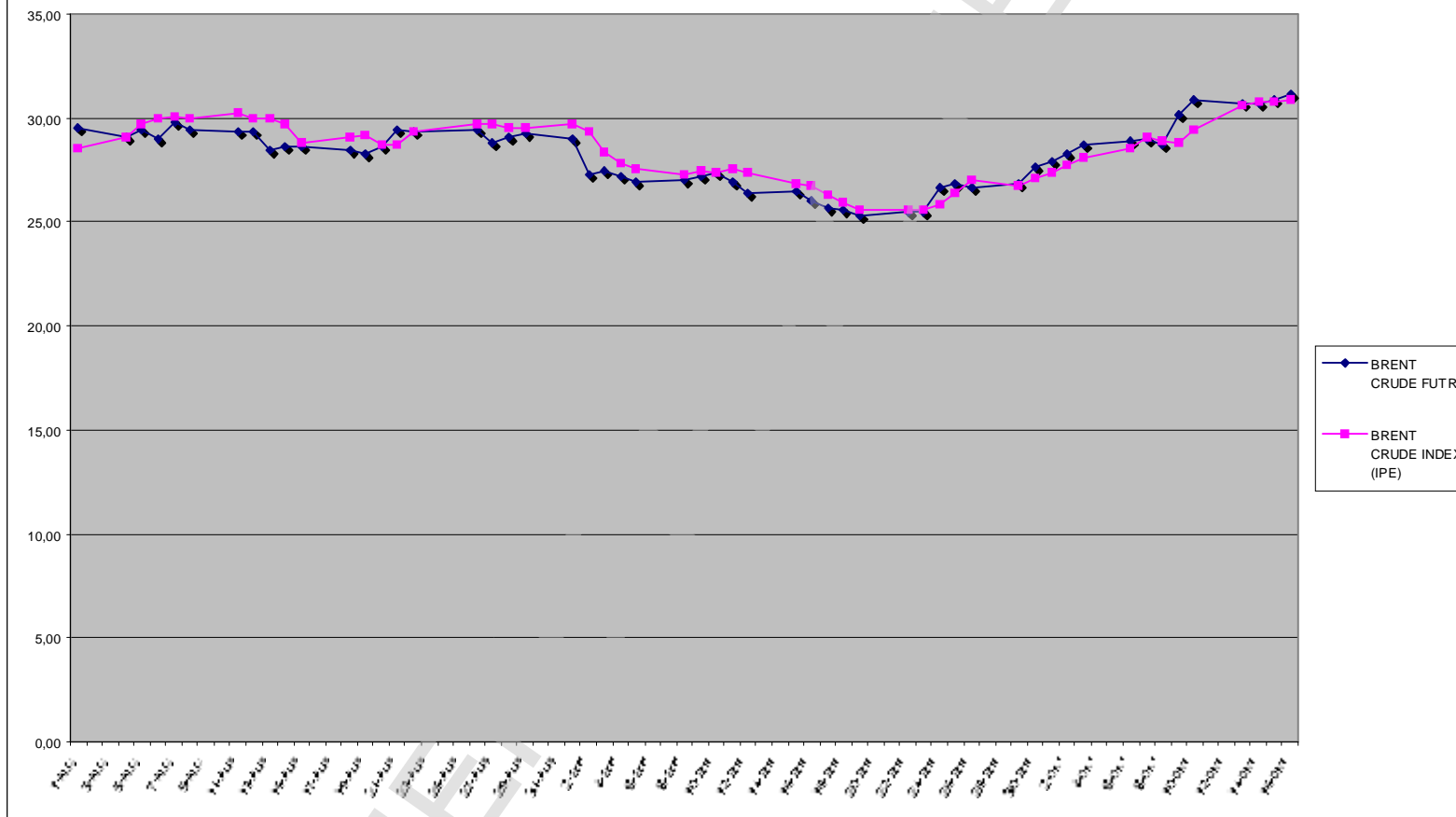
	<b>BRENT CRUDE FUTR</b>	<b>BRENT CRUDE INDEX</b>
<b>BRENT CRUDE FUTR</b>	1,000000	0,905785
<b>BRENT CRUDE INDEX</b>	0,905785	1,000000

Στα τρία διαγράμματα που ακολουθούν παρουσιάζεται η πορεία των Brent Crude Future contract και Brent Crude Index (IPE) για την χρονική περίοδο 01/08/03 έως 16/10/03.

**Διαγράμματα 5.3,5.4 : Πορεία BCFC & BCI (spot) την περίοδο 01/08/03 έως 16/10/03**

**Διάγραμμα 5.5 :**

**Διάγραμμα σύγκρισης πρῶν κλεισίματος του Brent Crude future contract και Brent crude index για τους μήνες Αύγουστο, Σεπτέμβριο και Οκτώβριο του 2003.**





Από το ανωτέρω σχεδιάγραμμα διαπιστώνουμε ότι δεν υπάρχει 100% αντιστάθμιση του κινδύνου, λόγω της ύπαρξης του basis risk, με αποτέλεσμα οι δύο καμπύλες να εμφανίζουν την ίδια φορά αλλά διαφορετικό μέγεθος καθώς το μεταξύ τους correlation ανέρχεται στο 0,905785.

Συμπερασματικά, θα πρέπει να τονισθεί ότι η χρήση των συγκεκριμένων εργαλείων για αντιστάθμιση των χρηματοοικονομικών κινδύνων δεν αρκούν για την πλήρη κάλυψη της αβεβαιότητας που αντιμετωπίζει μια εταιρία, καθώς σε κάθε περίπτωση αποτελούν απλώς απόπειρες αναπαραγωγής της πολυπλοκότητας του πραγματικού χρηματοπιστωτικού γίνεσθαι.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η εργασία αυτή προσεγγίζει το θέμα της ναυτιλιακής χρηματοδότησης. Το αντικείμενο αυτό είναι ιδιαίτερος σημαντικό στις ναυτιλιακές εταιρείες οι οποίες ένεκα του υψηλού κεφαλαιουχικού κόστους των επενδύσεων στη ναυτιλία δε μπορούν από μόνες τους να χρηματοδοτήσουν την αγορά καινούργων/ μεταχειρισμένων πλοίων ή ακόμη και την ναυπήγηση νέων με αποτέλεσμα να προσφεύγουν στην εξωτερική χρηματοδότηση.

Στην παρούσα εργασία αναφέρθηκαν μια σειρά από τέτοιες εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης όπως είναι οι Εμπορικές Τράπεζες, οι ναυπηγικές πιστώσεις, το leasing, το χρηματιστήριο, τα αμοιβαία κεφάλαια, τα ομόλογα υψηλού κινδύνου, οι παραγωγοί τίτλοι κ.α. Όλες οι παραπάνω μέθοδοι χρηματοδότησης έχουν κάποια θετικά και κάποια λιγότερα ελκυστικά στοιχεία με αποτέλεσμα να γίνεται φανερή η αναγκαιότητα στελέχωσης των ναυτιλιακών εταιρειών από άτομα τα οποία θα αναλαμβάνουν να καθοδηγούν τους πλοιοκτήτες με τέτοιο τρόπο ώστε να τους “διαφυλάττουν” από τις “παγίδες” της αγοράς.

Ωστόσο, στο σημείο αυτό είναι χρήσιμο να αναφερθεί ότι από την μελέτη μας διαπιστώσαμε την έλλειψη στελέχωσης πολλών ναυτιλιακών εταιριών από κατάλληλο προσωπικό ενώ σε αρκετές περιπτώσεις, πολλοί Έλληνες πλοιοκτήτες δεν αντιλαμβάνονται καν το γεγονός ότι καθημερινά είναι εκτεθειμένοι σε “κινδύνους” η αντιμετώπιση των οποίων απαιτεί γνώση, εγρήγορση και επαρκή στελέχωση ώστε να

μπορέσουν να εκμεταλλευτούν στο έπακρο τις δυνατότητες που τους προσφέρει η εξέλιξη στον χώρο των χρηματοοικονομικών τεχνικών.

Επιπρόσθετα, η δεκαετία που διανύουμε αναμένεται να επιφέρει πολλές και σημαντικές αλλαγές στη χρηματοδότηση των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων, ειδικότερα αν συνεχιστεί η καλή πορεία των ναύλων διεθνώς, γεγονός που θα επιτρέψει στους Έλληνες πλοιοκτήτες να δοκιμάσουν τις νέες μορφές χρηματοδότησης, να δεχτούν την αξιολόγησή τους από τους διεθνείς οργανισμούς και να εισέλθουν στις διεθνείς κεφαλαιαγορές προκειμένου να εξασφαλίσουν μεγαλύτερες περιόδους αποπληρωμής και μειωμένο κόστος χρήματος.

Για τους λόγους αυτούς απαιτείται μια εισροή νέων στελεχών στις ελληνικές εταιρείες, στελεχών, οι οποίοι με την πείρα αλλά και την επαρκή γνώση τους στα νέα χρηματοπιστηριακά προϊόντα θα βοηθήσουν τους Έλληνες πλοιοκτήτες να συνεχίσουν την πορεία των προκατόχων τους, να διατηρήσουν δηλαδή την Ελλάδα στην κορυφή της παγκόσμιας ναυτιλίας.

**ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

1. McCleery Matt, “The Honor System”, Marine Money Magazine, τεύχος Απριλίου 2003,
2. Shipping Futures and Derivatives, From Biffex to Forward Freight Agreements and Beyond, Drewry, September 1997,
3. Sloggett J.E., “Shipping Finance, Financing ships and mobile offshore installations”, Fairplay Publications, 1998,
4. Stokes Peter, “Ship Finance, Credit expansion and the boom-bust cycle”, Lloyd’s of London Press Ltd, 1992,
5. Stopford Martin, “Maritime Economics”, 2<sup>nd</sup> Edition, Routledge, 2000,
6. Visvikis Ilias, “Risk and Risk Management in the Shipping Industry”, October 2003, University of Piraeus,
7. Weston J. F., Brigham E. F., “Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής”, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 1986
8. Αποστόλου Α, “Χρηματοοικονομική Ανάλυση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων”, Σημειώσεις – Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών, Πειραιάς 2003,
9. Βανδώρος Δημήτριος, “Η χρηματοδότηση της Ναυτιλίας”, Πάτρα 1990,
10. Βλάχος Γ. Π., “Προβλήματα και Προοπτικές της Ελληνικής Ναυπηγικής και Επισκευαστικής Βιομηχανίας”, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα, 1996,

11. Γεωργακόπουλος Α., “Shipping Finance: Προβλέψεις Συναλλαγματικών Ισοτιμιών και Τεχνικές Αντιμετώπισης των Κινδύνων τους”, Διπλωματική Εργασία, Επιβλέπων Καθηγητής Λ. Θαλασσινός, Πειραιάς 1997,
12. Γεωργακόπουλος Α., Ζιζάς Ι., Τσιφιλιτάκου Τ., Φωτεινέας Α., “Τα παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα ως Εργαλείο Αντιστάθμισης Κινδύνων για την Ναυτιλιακή Επιχείρηση”, Εργασία, Επιβλέπων Δρ. Ηλ. Βισβίκης, Πειραιάς 2003
13. Γεωργιάδης Απόστολος, “Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας”, Τρίτη Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα, 1998,
14. Γεωργιάδης Απόστολος, “Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας”, Τέταρτη Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα, 2000,
15. Γουλιέλμος Α.Μ., “Διοίκηση Παράκτιων & Θαλάσσιων Βιομηχανιών”, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα, 1997,
16. Γουλιέλμος Α.Μ., “Management Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων”, Εκδόσεις Α. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς 1993,
17. Γουλιέλμος Α.Μ., “Ναυτιλιακή Χρηματοδότηση”, Σημειώσεις – Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών, Πειραιάς 1994,
18. Γουλιέλμος Α.Μ., “Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων”, Εκδόσεις Α. Σταμούλης, Αθήνα 1998,
19. Εφημερίδα “Τα Νέα Σαββατοκύριακο”, Φύλλο 18-19/06/2005

20. Εφημερίδα “Ναυτεμπορική”, Φύλλο 18/10/2004
21. Ζαχαριάδη – Σούρα Δ., “Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες”, Εκδόσεις Σταμούλη, 1993
22. Θαλασσινός Λ., Σταματόπουλος Θ., Χαρίσης Χ., “Επιχειρησιακή Στατιστική”, Εκδόσεις Α. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς 1996,
23. Θάνος Γ., Κιόχος Π., Παπανικολάου Γ., “Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων”, Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα 2002,
24. Καρφάκης Κ., “Συναλλαγματικές Ισοτιμίες και Διεθνή Μακροοικονομικά”, Εκδόσεις Σάκκουλα 1995
25. Κατάρτιση εξ αποστάσεως, “Η μεθοδολογία των χρηματοδοτήσεων στην τραπεζική πρακτική”, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Ελληνικό Τραπεζικό Ινστιτούτο,
26. Λιβάνης Ε., Γεωργιάδης Ν., “Οδηγός Παραγώγων Προϊόντων στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά”, Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη 2002,
27. Μεταξάς Β., “Αρχές Ναυτιλιακής Οικονομικής”, Εκδόσεις Παπαζήση, 1998
28. Συνέδριο AIESEC L.C. PIRAEUS, “Προϋποθέσεις συμμετοχής Νέο-εισερχόμενης Τράπεζας στην Ναυτιλιακή Χρηματοδότηση, Αλέξανδρος Τουρκολιάς, 1998,
29. Τράπεζα της Ελλάδος, Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο, Ιανουάριος-Φεβρουάριος 2004,

30. Φίλιου Β.Φ., “Χρηματοοικονομικοί – Συναλλαγματικοί Κίνδυνοι: Η φύση τους και η Σύγχρονη Αντιμετώπισή τους”, Πρακτικά Διεθνές Συνέδριο Εφαρμοσμένης Οικονομικής, Τόμος II, Επιμέλεια Έκδοσης Θαλασσινός Λ., Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Πειραιάς 1997.

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**



**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ  
ΤΜΗΜΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ:**

**«ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΣΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ»**

Επιβλέπων Καθηγητής:

**ΕΛΕΥΘΕΡΙΟΣ ΘΑΛΑΣΣΙΝΟΣ**

Λοιπά μέλη της Επιτροπής:

**ΑΠΟΣΤΟΛΟΣ ΑΠΟΣΤΟΛΟΥ**

**ΑΝΔΡΕΑΣ ΜΕΡΙΚΑΣ**

Μεταπτυχιακός Φοιτητής:

**ΑΝΔΡΕΑΣ Γ. ΓΕΩΡΓΑΚΟΠΟΥΛΟΣ**

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2005**