



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ



ΜΕΤΑΞΑ ANNA ΜΑΡΙΑ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εισαγωγή.....	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Η εξέλιξη της ναυτιλιακής χρηματοδότησης.....	6
1.1 Ναυτιλιακοί κύκλοι	
1.2 Η επίδραση των ναυτιλιακών κύκλων στη ναυτιλιακή χρηματοδότηση	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Ιστορική αναδρομή	16
2.1 Η Εξέλιξη της Ναυτιλίας	
2.2 Χρηματοδότηση με χρονοναύλωση κατά το 1950-1960	
2.3 Τραπεζική χρηματοδότηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων την δεκαετία του 1970-1980	
2.4 Η Ναυτιλιακή κρίση του 1980	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Σημασία της ναυτιλιακής χρηματοδότησης	21
3.1 Μέγεθος Ναυτιλιακών Χρηματοδοτήσεων	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Χαρακτηριστικά Ναυτιλιακής Χρηματοδότησης	26
4.1.1 Το ύψος των κεφαλαίων στη ναυτιλιακή χρηματοδότηση	
4.1.2 Το ιδιοκτησιακό καθεστώς των πλοίων	
4.1.3 Αστάθεια της αγοράς	
4.2 Κίνητρα ναυτιλιακής επένδυσης και αύξηση της προσφερόμενης χωρητικότητας	
4.2.1 Η ποιοτική αντικατάσταση των πλοίων του ομίλου	
4.2.2 Η επέκταση του στόλου	
4.2.3 Η είσοδος στη βιομηχανία της ναυτιλίας ή σε κάποιο κλάδο της	
4.2.4 Η μετασκευή υφιστάμενου πλοίου	
4.2.5 Η αύξηση του προσφερόμενου tonnage	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Το Παγκόσμιο σύστημα χρηματοδότησης και τα είδη χρηματοδότησης.....	30
5.1 Επενδυτικά Κεφάλαια	
5.2 Επενδυτές και Δανειστές	
5.3 Οι αγορές	
5.4 Ο ρόλος των πιστωτικών ιδρυμάτων	
5.5 Πιστωτικά Ιδρύματα	
5.6 Πιστωτική Πολιτική	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Μέθοδοι Χρηματοδότησης Ναυτιλίας	41
6.1 Τραπεζική χρηματοδότηση	
6.1.1 Ναυτιλιακά μεσοπρόθεσμα δάνεια	

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

6.1.2 Γενικές προϋποθέσεις χορήγησης ναυτιλιακών δανείων

6.1.3 Διαδικασία χορηγήσεως ναυτιλιακών δανείων

6.1.4 Ναυτιλιακά Δάνεια σε Καθυστέρηση

6.2 Χρηματιστήριο και Ναυτιλία

6.3 Χρηματοδότηση με έκδοση ομολογιών (Bond Issue)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Κίνδυνοι και Αξιολόγηση κινδύνου στις Ναυτιλιακές

Επενδύσεις..... 80

7.1 Είδη κινδύνων

7.1.1 Πιστωτικός ή χρηματοδοτικός κίνδυνος (credit risk)

7.1.2 Χρηματοδοτικός κίνδυνος χώρας (country risk)

7.1.3 Κίνδυνος επιτοκίου (interest rate risk)

7.1.4 Συναλλαγματικός κίνδυνος (currency risk)

7.1.5 Κίνδυνος ρευστότητας (liquidity risk)

7.1.6 Κίνδυνος χρεοκοπίας (solvency risk)

7.1.7 Άλλα είδη κινδύνων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: Μοντέλα Αξιολόγησης Κινδύνου92

8.1 Υπολογισμός κινδύνου: 20 έτη ανάπτυξης

8.2 Μακροοικονομικοί παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών των ναυτιλιακών επιχειρήσεων

8.3 Προβλήματα με τα πρότυπα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: Αντιστάθμιση Κινδύνων.....

10808

9.1 Αντιστάθμιση κινδύνου έναντι εξεύρεσης φορτίου

9.2 Αντιστάθμιση κινδύνων έναντι αυξομείωσης των τιμών των ναύλων

9.3 Αντιστάθμιση κινδύνων από άνοδο επιτοκίων

9.4 Αντιστάθμιση κινδύνων έναντι συναλλαγματικών ισοτιμιών

9.5 Αντιστάθμιση κινδύνων από αύξηση των τιμών των καυσίμων (bunkers)

9.6 Αντιστάθμιση κινδύνου έναντι αυξομείωσης των τιμών των αξιών των πλοίων.

Συμπέρασμα..... 114

Βιβλιογραφία..... 116

Εισαγωγή

Αντικείμενο της παρούσας εργασίας είναι η εξέταση των μεθόδων χρηματοδότησης των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, όπως αυτή διαμορφώνεται μέσα σε ένα ευμετάβλητο περιβάλλον.

Ο συνηθέστερος τρόπος χρηματοδότησης είναι ο τραπεζικός δανεισμός, και για το λόγο αυτό θα δοθεί ιδιαίτερη έμφαση στην ανάλυση των κριτηρίων με βάση τα οποία οι τράπεζες αξιολογούν τις επενδυτικές προτάσεις για την απόκτηση πλοίων, ενώ θα γίνει και συνοπτική αναφορά σε εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης, οι οποίες όμως έχουν ακόμα σχετικά περιορισμένη απήχηση, τουλάχιστον στους Έλληνες πλοιοκτήτες που δραστηριοποιούνται στην Ποντοπόρο Ναυτιλία.

Βασικοί στόχοι της ναυτιλιακής τράπεζας κατά τη χρηματοδότηση αγοράς ενός πλοίου είναι: (α) η αύξηση των κερδών της τράπεζας, μέσω της είσπραξης υψηλών προμηθειών και spread, (β) η εξασφάλιση της εξόφλησης του δανείου, η οποία εξόφληση επιδιώκεται να γίνει στο συντομότερο δυνατό χρονικό διάστημα.

Κατά την αξιολόγηση μιας επενδυτικής πρότασης από μια ναυτιλιακή τράπεζα, η εξόφληση του δανείου αναμένεται να γίνει πρώτα από τη χρηματοροή του υπό χρηματοδότηση πλοίου, ενώ σε περίπτωση αθέτησης η πληρωμή των υφιστάμενων δανειακών υποχρεώσεων αναμένεται να πραγματοποιηθεί από την εμπορική ή την υπολειμματική αξία του πλοίου.

Σε μια βιομηχανία με εξαιρετικά υψηλή κυκλικότητα όπως η ναυτιλία, τόσο το επίπεδο των ναύλων, όσο και οι αξίες των πλοίων, μεταβάλλονται συχνά, ενώ το ύψος της μεταβολής εξαρτάται από τη σχέση προσφοράς και ζήτησης της προσφερόμενης χωρητικότητας.

Επομένως κάθε χρηματοδότηση για την απόκτηση πλοίου προκειμένου να είναι επιτυχής και να μην οδηγήσει σε αθέτηση του δανείου, πρέπει να λαμβάνει υπόψη της κυρίως τη πιθανότητα αρνητικής μεταβολής τόσο της χρηματοροής, όσο και της αξίας του πλοίου κατά τη διάρκεια της ζωής του δανείου και κατ' επέκταση τη μη ανταπόκριση του πλοιοκτήτη στις δανειακές του υποχρεώσεις (πιστωτικός κίνδυνος).

Το βασικό εργαλείο της ναυτιλιακής χρηματοδότησης για τη διαχείριση πιστωτικού κινδύνου από τη τράπεζα είναι η ύπαρξη συγκεκριμένης πιστωτικής πολιτικής, στα πλαίσια της οποίας η τράπεζα παρακολουθεί την πορεία της εταιρείας,

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

την προοπτική της ναυλαγοράς και τις συνθήκες του ανταγωνισμού και προσαρμόζεται έγκαιρα.

Πιο συγκεκριμένα, στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας θα προσδιορίσουμε το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται η ναυτιλία και παράλληλα, θα αναλύσουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν τη ναυτιλιακή χρηματοδότηση. Θα δώσουμε ιδιαίτερη έμφαση στους κύκλους της ναυτιλίας και στους παράγοντες που καθορίζουν την προσφορά και την ζήτηση των ναυτιλιακών υπηρεσιών.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, θα παρουσιάσουμε μια σύντομη ιστορική αναδρομή των μεθόδων ναυτιλιακής χρηματοδότησης και πώς αυτοί διαμορφώνονται με το πέρασμα των χρόνων, δίνοντας έμφαση σε συγκεκριμένες περιόδους που έχουν στιγματίσει τη ναυτιλία.

Στο τρίτο κεφάλαιο, θα αναφερθούμε στους λόγους που ώθησαν τους πλοιοκτήτες να καταφύγουν στην ναυτιλιακή χρηματοδότηση και στους τρόπους που οι τράπεζες δραστηριοποιούνται σε αυτού του είδους τη χρηματοδότηση, ιδιαίτερα στην Ελλάδα.

Στο τέταρτο κεφάλαιο, θα παρουσιάσουμε τα χαρακτηριστικά της ναυτιλιακής χρηματοδότησης, τονίζοντας το ύψος των κεφαλαίων που απαιτούνται για μια ανάλογη επένδυση καθώς επίσης και τον σκοπό για τον οποίο πραγματοποιούνται τέτοιες επενδύσεις.

Στο πέμπτο κεφάλαιο, θα εξετάσουμε με την βοήθεια του παγκόσμιου συστήματος χρηματοδότησης, από πού προέρχονται τα χρήματα της ναυτιλιακής χρηματοδότησης και παράλληλα τι πρέπει να κάνουν οι επιχειρήσεις προκειμένου να τα αποκτήσουν.

Στο έκτο κεφάλαιο, θα παρουσιάσουμε αναλυτικά τις μεθόδους χρηματοδότησης της ναυτιλίας με ιδιαίτερη έμφαση στην τραπεζική χρηματοδότηση, η οποία διαδραματίζει ουσιαστικό ρόλο στην ναυτιλία. Παράλληλα, θα αναφερθούμε στις προϋποθέσεις και στις διαδικασίες που ακολουθούνται για την χορήγηση ενός ναυτιλιακού δανείου καθώς επίσης και στη διαχείριση περιπτώσεων αθέτησης πληρωμών.

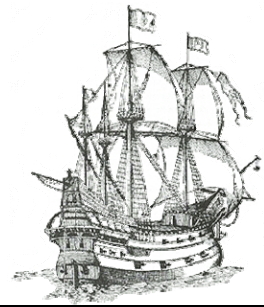
Στο έβδομο κεφάλαιο, θα αναφέρουμε τους κυριότερους κινδύνους των ναυτιλιακών χρηματοδοτήσεων, αφού η ναυτιλία αποτελεί βιομηχανία υψηλού κινδύνου.

Στο όγδοο κεφάλαιο, θα προσδιορίσουμε τη βασική σημασία των μοντέλων αξιολόγησης κινδύνου τόσο για τους πλοιοκτήτες όσο και για τις τράπεζες, καθώς επίσης και ορισμένα μοντέλα που έχουν αναπτυχθεί μέχρι σήμερα αναλύοντας παράλληλα τα προβλήματα που εμφανίζουν αυτού του είδους τα μοντέλα.

Στο ένατο κεφάλαιο, θα εξετάσουμε πώς τα παράγωγα προϊόντα μπορούν να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο στον τομέα της ναυτιλίας. Παράλληλα, παρουσιάζονται

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

διαφορετικές εναλλακτικές επιλογές προϊόντων που μπορούν να αντισταθμίσουν τους οικονομικούς κινδύνους τους οποίους φέρει μια ναυτιλιακή επιχείρηση στην καθημερινή λειτουργία της, όπως για παράδειγμα τα Προθεσμιακά Συμβόλαια επί ναύλου (FFA's), τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των τιμών των ναύλων.



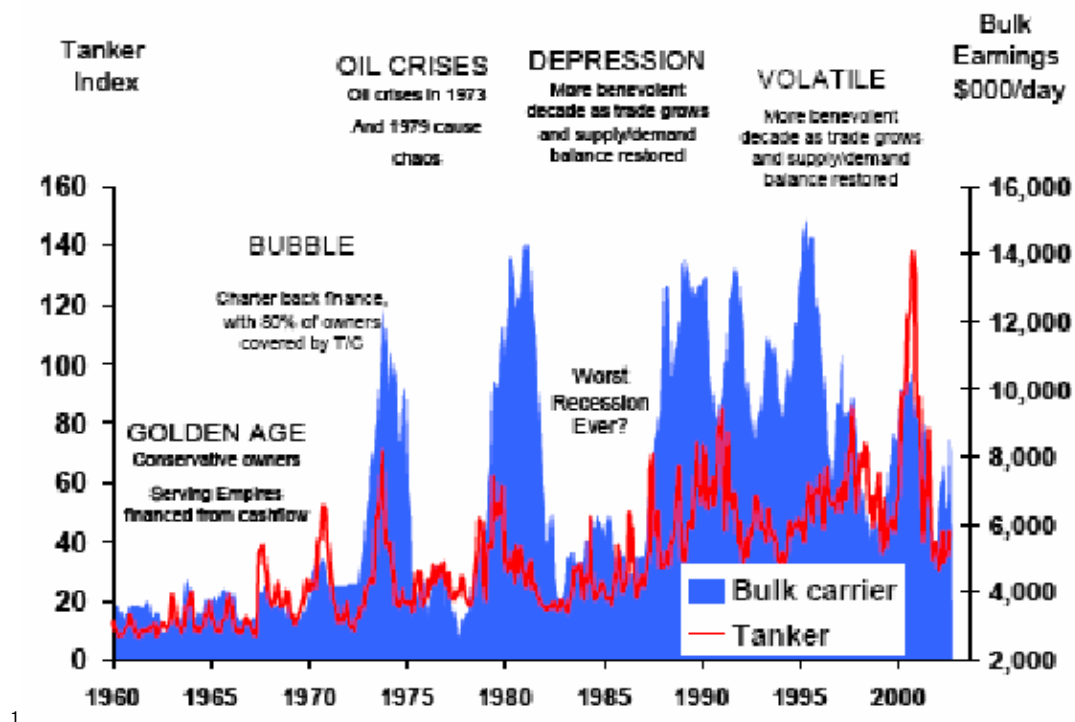
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Η εξέλιξη της ναυτιλιακής χρηματοδότησης

Κατά την διάρκεια του Δεύτερου Παγκόσμιου Πολέμου, η αυτοχρηματοδότηση ήταν η βασική πηγή χρηματοδότησης πλοίων. Ο υψηλός κίνδυνος της ναυτιλιακής βιομηχανίας αντανάκλασε στα κέρδη και στην αξία του ενεργητικού, κι έτσι αποθάρρυνε τα χρηματοδοτικά ιδρύματα να χρηματοδοτήσουν τέτοιες επενδύσεις. Σημαντική εξέλιξη στην χρηματοδότηση της ναυτιλίας έχουμε τις τελευταίες δεκαετίες. Η ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας σε συνδυασμό με τις ανάγκες για περισσότερη χωρητικότητα ναύλων, αύξησε το ποσό του απαιτούμενου επενδυτικού κεφαλαίου σε τέτοιο επίπεδο ώστε η αυτοχρηματοδότηση να μην επαρκεί.

Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση μέσω των τραπεζών άρχισε να αναπτύσσεται σημαντικά στην δεκαετία του 1960, από τους ιδιοκτήτες πετρελαϊκών charters μεγάλων εταιρειών πετρελαίου, οι οποίες σε ικανοποιητικές περιόδους κάλυπταν ένα σημαντικό μέρος της περιόδου αποπληρωμής. Για την περίοδο 2002-2007 περίπου \$207 δις διατέθηκαν στους εφοπλιστές για την ικανοποίηση της ναυτιλιακής βιομηχανίας. Ο βασικότερος λόγος γι' αυτό ήταν ότι περνούσαν σε μια περίοδο επανάκαμψης.

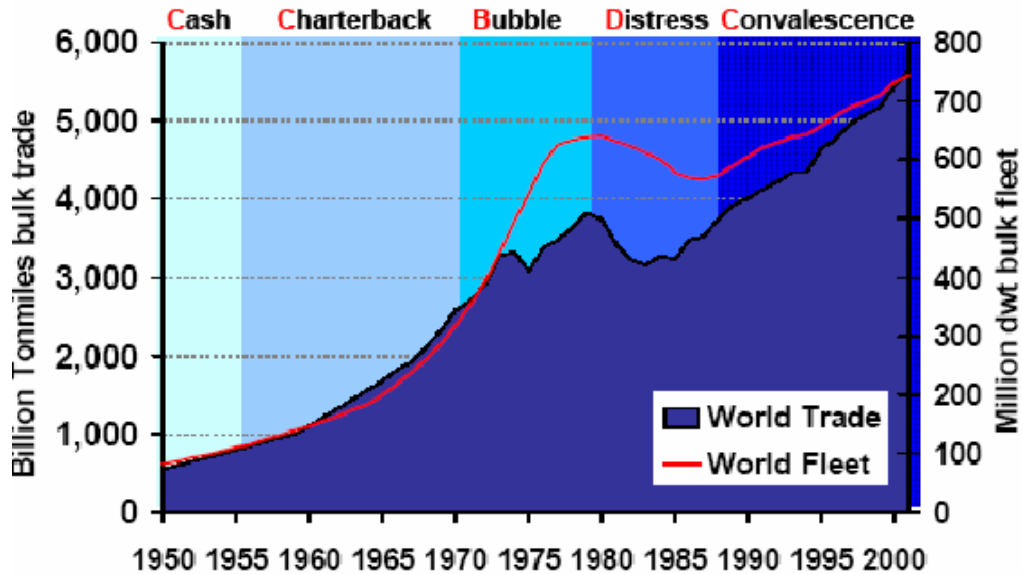
ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ



Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση πάντα εξελισσόταν σύμφωνα με τις τάσεις της εμπορικής αγοράς. Όπως φαίνεται στο παραπάνω διάγραμμα, που αφορά την ναυτιλιακή βιομηχανία, οι τράπεζες και οι πλοιοκτήτες είχαν να αντιμετωπίσουν πολλές αλλαγές στο εμπορικό περιβάλλον τα τελευταία 55 χρόνια. Υπήρξε μια «Χρυσή Περίοδος» ανάπτυξης την δεκαετία του 1960, η «φούσκα» της δεκαετίας του 1970 που ακολούθησε την πετρελαϊκή κρίση και οδήγησε σε μια έντονη ύφεση την δεκαετία του 1980. Τέλος, η δεκαετία του 1990 ήταν πολύ ασταθής, παρόλο που είχαμε λιγότερες απειλές. Ένα από τα πιο σημαντικά σημεία είναι ότι η εμπορική ανάπτυξη και τα χρηματοδοτικά χαρακτηριστικά μεταβάλλονται, όπως φαίνονται στο παρακάτω σχήμα. Το παρακάτω γράφημα απεικονίζει την ναυτιλιακή αγορά κατά την διάρκεια των 55 χρόνων από το 1950. Συγκρίνει την ανάπτυξη του εμπορίου με την ανάπτυξη του στόλου. Κάθε φάση δηλώνεται με έναν τίτλο.

¹ Dr Martin Stopford, *Setting the Scene, Identifying the Objectives, Fifty years of ship finance.*

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ



2

Cash: Το χρέος των Ευρωπαίων πλοιοκτητών το 1950, αποτελεί σημάδι αδυναμίας που είχε ως αποτέλεσμα να ιδρυθούν πολλές ελληνικές οικογενειακές ναυτιλιακές επιχειρήσεις, οι οποίες επικεντρώθηκαν σε μια πολιτική που βασιζόταν στα διατηρήσιμα κέρδη. Δεν υπήρχε πραγματική ανάγκη δανεισμού, αφού υπήρχε σημαντική ρευστότητα. Το μόνο πρόβλημα που υπήρχε ήταν να βρεθούν επικερδή επενδυτικά προγράμματα.

Charter Back: Η δεύτερη φάση της ναυτιλιακής χρηματοδότησης διαδραματίζεται από τα μέσα του 1950 μέχρι τις αρχές του 1970. Ήταν η περίοδος που τα ρευστά διαθέσιμα δεν επαρκούσαν. Καθώς οι Ευρωπαϊκές και Ιαπωνικές οικονομίες άρχισαν να αναπτύσσονται κατά την διάρκεια του 1950-1960, η τάση αυξήθηκε γρήγορα, και τότε διαπιστώθηκε ότι τα ρευστά δεν επαρκούν. Μεγάλες επιχειρήσεις με μεγάλες ποσότητες ναύλου απεγνωσμένα επιζητούσαν μεγαλύτερα πλοία με παράλληλη μακροπρόθεσμη ναύλωση για να τα αποκτήσουν. Ανεξάρτητοι πλοιοκτήτες χρησιμοποιούσαν αυτές τις ναυλώσεις σαν ασφάλεια για την χρηματοδότηση νεόκτιστων, τα οποία έπαιρναν με χαμηλού κόστους σημαία ευκολίας. Οι τραπεζίτες, που τότε είχαν πρόσβαση στην αναπτυγμένη αγορά Ευρωδολαρίων, προσφέρουν υψηλά πλεονεκτήματα, απ' ό,τι η ασφάλεια από την χρονοναύλωση, και η υποθήκη το ίδιο το πλοίο. Κι έτσι μια νέα τραπεζική συνεργασία ξεκίνησε και οι τράπεζες πλέον διαδραμάτιζαν έναν σημαντικό ρόλο στην υπαγόρευση της εμπορικής στρατηγικής στην ναυτιλιακή αγορά. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα η δανειοδότηση να γίνει ο προτιμότερος τρόπος χρηματοδότησης για την επέκταση του στόλου σε μια περίοδο που το εμπόριο αναπτυσσόταν με γρήγορους ρυθμούς και η επιρροή που είχε στην ναυτιλία αποτελούσε απόδειξη της ανάπτυξης της σημαίας ευκαιρίας του

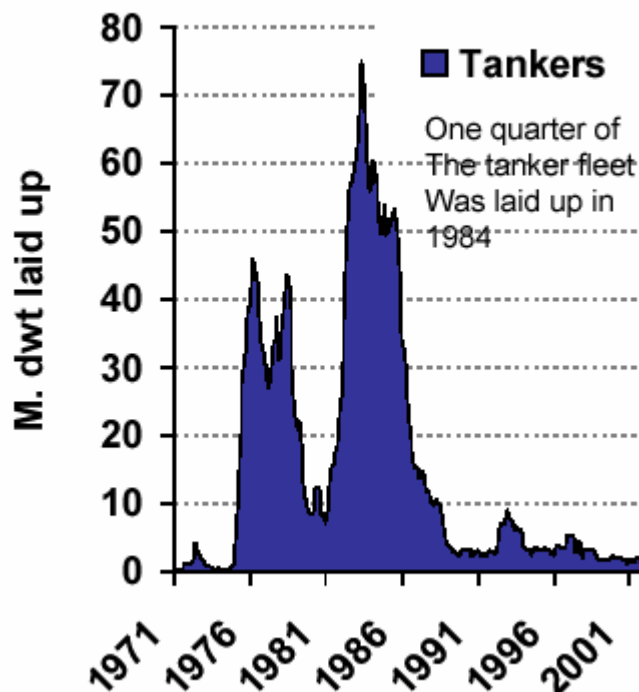
² Dr Martin Stopford, Setting the Scene, Identifying the Objectives, Fifty years of ship finance.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

στόλου, η οποία από το 1975 είχε πετύχει 90 εκ. grt (bx). Το σύστημα στόλου «back to back» ήταν από τους πιο πολύπλοκους τρόπους των δανείων Shikumi-sen συμφωνιών που είχαν αναπτυχθεί για τα ιαπωνικά charters και τους πλοιοκτήτες του Hong-Kong. Στα τέλη του 1960 περίπου 80% των ανεξάρτητων tanker ήταν σε χρονοναύλωση και με υψηλή μόχλευση.

Bubble: Καθώς η τάση αυξάνεται γρηγορότερα στα τέλη του 1960 οι πλοιοκτήτες έβρισκαν αυστηρή την χρονοναύλωση κι έτσι άρχισαν να παραγγέλνουν πλοία για δικό τους λογαριασμό ώστε να απολαύσουν τα κέρδη της ανθισμένης αγοράς. Δυστυχώς, οι τραπεζίτες διαπίστωσαν ότι οι υποθήκες των πλοίων αποτελούσαν καλό κάλυμμα και δεν ήταν απαραίτητη η χρονοναύλωση. Αυτή η αλλαγή στην τραπεζική στρατηγική έκοψε τον σύνδεσμο μεταξύ Προσφοράς και Ζήτησης. Το αποτέλεσμα ήταν καταστροφικό και σύμφωνα με τον Dr Martin Stopford, ακόμα ζούμε τις συνέπειές του. Ο συνδυασμός της υπερπαραγωγής και της μείωσης της ζήτησης ήταν ο λόγος που οδήγησε στην χειρότερη κατάρρευση της ναυτιλίας στην ιστορία.

Distress: Το 1980 αποτελεί την χρονιά που άλλαξε ριζικά ο τρόπος που σκεφτόταν η Παγκόσμια Τραπεζική αγορά για τον ναυτιλιακό κίνδυνο. Ένα ορατό δείγμα αυτής της κρίσης ήταν ο παροπλισμός που προκάλεσε το μέγεθος των μοντέρνων tankers τα οποία αντιπροσωπεύουν το 25% του στόλου για το 1984.



3

Από την τραπεζική οπτική γωνία, ήταν καταστροφή και τα παραπάνω στατιστικά στοιχεία δίνουν την κρισιμότητα της ύφεσης:

³ Dr Martin Stopford, *Setting the Scene, Identifying the Objectives, Fifty years of ship finance.*

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

- Κατά τη διάρκεια των 4 χρόνων από το 1983 έως το 1987 οι δανειστές αθέτησαν γύρω στα \$10 δις της αξίας των ναυτιλιακών δανείων.
- Το ποσό που παραγράφηκε από τα βιβλία των εμπορικών τραπεζών και των εταιρειών χρηματοδοτικής μίσθωσης εξαιτίας των αθετήσεων των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, κατά την διάρκεια της παραπάνω περιόδου υπολογιζόταν στο ποσό των \$3 δις με \$4δις.
- Τα έμπειρα χρηματοδοτικά ναυτιλιακά ιδρύματα διέγραψαν 1-5% της συνολικής δέσμευσης του κάθε χρόνου ενώ άλλα γύρω στο 10%. Πολλές τράπεζες τους απομάκρυναν από το συνολικό τους χαρτοφυλάκιο και παράλληλα διέλυσαν όλους τους συνδέσμους με την ναυτιλιακή χρηματοδότηση.
- Τρεις Ιαπωνικές τράπεζες διέγραψαν \$700 εκ δάνεια για μια μόνο ναυτιλιακή εταιρεία.

Όσο αυτά τα γεγονότα ξεδιπλώνονται οι τραπεζικοί υπάλληλοι αντιμετώπισαν προβλήματα, για τα οποία δεν μπορούσαν να είναι κατάλληλα προετοιμασμένοι με την καριέρα τους στην εμπορική τράπεζα. Ο αγώνας για επιβίωση ήταν βασικός και για τις δύο πλευρές. Πόσοι τραπεζικοί επιθυμούσαν να κατάσχουν τα πλοία των πελατών τους ή ακόμα και να τους απειλήσουν με φυλακή; Οι τραπεζικοί, όμως, ήταν εκπαιδευμένοι στους κινδύνους ναυτιλιακής χρηματοδότησης για πιο άσχημες περιπτώσεις.

Convalence: είναι η ονομασία που έχουμε δώσει σε όλη την περίοδο από το 1990. Το 1990 τραπεζίτες και πλοιοκτήτες έπρεπε να αποκαταστήσουν την ζημιά που είχε δημιουργηθεί. Κανείς δεν γνώριζε ποιοι θα ικανοποιούσαν τις ανάγκες τους για νέες επενδύσεις. Εναλλακτικές τεχνικές είχαν εμφανιστεί και είχαν εφαρμοστεί. Τα κεφάλαια, τα Initial Public Offerings (IPOs), τα ομόλογα, η χρηματοδοτική μίσθωση, οι προσωπικές τοποθετήσεις, τα venture capital και οι πιστωτικοί λογαριασμοί είναι περισσότερο από 60% της κεφαλαιακής ανάπτυξης των χρηματοδοτικών επενδύσεων για την κατασκευή πλοίων της δεκαετίας του 1990. Παρόλα αυτά στην δεκαετία του 1990 υπήρχαν πιο ενημερωμένα τραπεζικά τμήματα που είχαν ειδικευτεί στις επιχειρήσεις ναυτιλιακής χρηματοδότησης, και όλοι είχαν σημαντική εμπειρία από τα προηγούμενα χρόνια. Ανεξάρτητα από τις μεθόδους που είχαν χρησιμοποιήσει την δεκαετία του 1990 ορισμένες επιχειρήσεις είχαν επιτυχία ενώ άλλες απέτυχαν. Τώρα όμως, ο αντίκτυπος έχει ξεθωριάσει και η αυτοχρηματοδότηση έχει καταρρεύσει και η επένδυση στην ναυτιλία δείχνει το καινούριο της πρόσωπο. Από την μία μεριά οι παλιές οικογενειακές ναυτιλιακές επιχειρήσεις αφήνουν νέες γενιές εφοπλιστών να συνεχίσουν, από την άλλη οι τράπεζες έχουν εξοπλιστεί με την αντίληψη του πιστωτικού κινδύνου καθώς επίσης και με μοντέλα μοντέρνων θεωριών κι έτσι επιθυμούν να κάνουν τις επιχειρηματικές τους διαπραγματεύσεις πιο περίπλοκες.

1.1 Ναυτιλιακοί κύκλοι

Ένα βασικό χαρακτηριστικό της ναυτιλιακής αγοράς είναι το γεγονός ότι υπόκειται σε διακυμάνσεις, εμφανίζοντας ένα κύκλο στη εξέλιξη των τιμών των ναύλων και των αξιών των πλοίων. Ο ναυτιλιακός κύκλος (shipping cycle) ακολουθεί την ακόλουθη σειρά:

- ύφεση (recession)
- ανάκαμψη (recovery)
- άνθηση (prosperity)
- κατάρρευση (collapse)

Οι κύκλοι αυτοί, όπως είναι αναμενόμενο, δεν είναι αποκλειστικό φαινόμενο της Ναυτιλίας, αλλά παρατηρούνται στην οικονομία ως σύνολο και σε άλλους επιμέρους κλάδους της, και συχνά εξαρτώνται από τον αντίστοιχο εμπορικό κύκλο. Σαν εμπορικό κύκλο θεωρούμε τη 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 την επάνοδο σε αυτή, αφού συμπληρωθεί ένα ημικύκλιο ανόδου και ένα καθόδου.

Όπως κάθε οικονομικό μέγεθος, έτσι την εξέλιξη των τιμών των ναύλων και των συνδεδεμένων με αυτή αξιών του πλοίου διαμορφώνει ο νόμος της προσφοράς και της ζήτησης. Στην προκειμένη περίπτωση πρόκειται για προσφορά και ζήτηση χωρητικότητας του παγκόσμιου στόλου.

Οι παράγοντες που διαμορφώνουν το φαινόμενο του ναυτιλιακού κύκλου είναι πολλοί και συντελούν στην αύξηση ή μείωση της ζήτησης και της προσφοράς χωρητικότητας. Οι κυριότεροι είναι :

- Η διεθνής οικονομική ανάπτυξη ή ύφεση που οδηγεί σε αντίστοιχη αύξηση ή μείωση των διακινούμενων προϊόντων.
- Η γεωργική παραγωγή, η κατανομή της μεταξύ των ηπείρων και οι καιρικές συνθήκες που επικρατούν.
- Οι μεταβολές στις τιμές διαφόρων προϊόντων.
- Οι παραδόσεις νεότευκτων πλοίων, οι οποίες αυξάνουν την προσφερόμενη χωρητικότητα
- Οι διαλύσεις πλοίων, οι οποίες μειώνουν τη διαθέσιμη χωρητικότητα σε περιόδους κρίσεων.

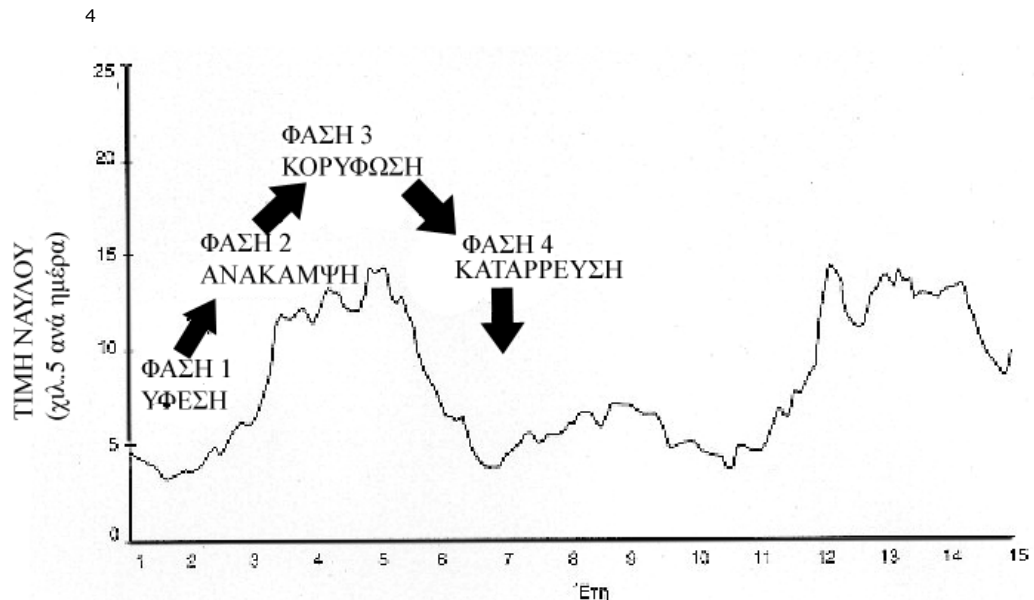
Ο Kirkaldi (1913) υποστήριξε πως οι ναυτιλιακοί κύκλοι έχουν ένα συγκεκριμένο σκοπό. Δημιουργούν το περιβάλλον στο οποίο ασθενείς ναυτιλιακές

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

επιχειρήσεις φεύγουν από την αγορά, αφήνοντας στις δυνατές την δυνατότητα να επιβιώσουν και να ευημερήσουν.

Όλες οι αναλύσεις του Ναυτιλιακού κύκλου περιγράφουν τον κύκλο ως το μηχανισμό που εκφράζει και εξομαλύνει τις ανισορροπίες ανάμεσα στην προσφορά και τη ζήτηση πλοίων. Όταν η προσφορά των πλοίων είναι μικρή, οι πλοιοκτήτες εισπράττουν υψηλούς ναύλους, μέχρι να παραγγελθούν και να παραδοθούν νέα πλοία. Όταν η προσφορά των πλοίων είναι αυξημένη, τα κέρδη είναι χαμηλά και οι πλοιοκτήτες αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας, οπότε αναγκάζονται να παροπλίσουν τα πλοία τους και να τα οδηγήσουν σε διάλυση.

Τόσο η διάρκεια όσο και η μορφή των κύκλων είναι ακανόνιστη αφού καθορίζονται από την εκάστοτε ψυχολογία και τις αποφάσεις της αγοράς, για παράδειγμα, αν οι πλοιοκτήτες προβλέψουν ότι έχει έρθει η ώρα για ένα ανοδικό γύρισμα της αγοράς και επομένως αποφασίσουν να μην προχωρήσουν σε διαλύσεις των πλοίων τους, τότε απλά θα παρατείνουν τη διάρκεια του κύκλου.



ΦΑΣΗ 1: Ύφεση ή Χαμηλό (Recession or Trough)

Στο στάδιο αυτό υπάρχει πλεονάζουσα χωρητικότητα και οι ναύλοι πέφτουν στο επίπεδο του λειτουργικού κόστους των λιγότερο αποδοτικών πλοίων τα οποία οδηγούνται σε παροπλισμό. Εξάλλου, το μεγάλο διάστημα που οι ναύλοι είναι σε ύφεση η πιστωτική πολιτική των τραπεζών είναι αυστηρή δημιουργώντας αρνητική χρηματοροή για τα πλοία, η οποία σταδιακά αυξάνεται. Οι τιμές πώλησης είναι τιμές ανάγκης (distress prices), καθώς υπάρχουν λίγοι αγοραστές.

⁴ Στάδια και φάσεις του ναυτιλιακού κύκλου, «Εισαγωγή στις Ναυλώσεις», Κ.Γκικιάκης, Α.Ι.Παπαδόπουλος, Ε.Η.Πλωμαρίτου

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

ΦΑΣΗ 2 : Ανάκαμψη (Recovery)

Οι ναύλοι αρχίζουν να αυξάνονται σε επίπεδα υψηλότερα του λειτουργικού κόστους των πλοίων και η προσφορά και η ζήτηση αρχίζουν να πηγαινούν προς την ισορροπία. Η αγορά παραμένει αβέβαιη καθώς υπάρχει περίπτωση η εικόνα της να ξεγελάει τον παρατηρητή αφού μπορεί να δείχνει ένδειξη ανάκαμψης χωρίς όμως αυτή να ολοκληρώνεται. Καθώς η ρευστότητα βελτιώνεται, οι τιμές των μεταχειρισμένων πλοίων αυξάνονται και η ψυχολογία της αγοράς σταθεροποιείται.

ΦΑΣΗ 3 : Κορύφωση ή Άνθηση ή Υψηλό (Peak, Plateau)

Η αγορά πλέον είναι σε ισορροπία καθώς το σύνολο της προσφοράς των πλοίων έχει απορροφηθεί. Παρατηρούνται υψηλοί ναύλοι, συχνά δύο ή τρεις φορές μεγαλύτεροι από το λειτουργικό κόστος των πλοίων. Το στάδιο αυτό του κύκλου μπορεί να διαρκέσει λίγες βδομάδες ή μερικά χρόνια, ανάλογα με τις πιέσεις που θα ασκηθούν στην ισορροπία προσφοράς και ζήτησης. Οι τιμές των μεταχειρισμένων πλοίων αυξάνονται τόσο που ορισμένα μοντέρνα πλοία μπορεί να μεταπωληθούν σε τιμή μεγαλύτερη από την αξία ναυπήγησης ενός αντίστοιχου πλοίου. Οι παραγγελίες αυξάνονται, αργά στην αρχή και πιο γρήγορα μετά, τα παροπλισμένα πλοία είναι ελάχιστα, οι πλοιοκτήτες έχουν υψηλή ρευστότητα ενώ οι τράπεζες δίνουν εύκολα δάνεια.

ΦΑΣΗ 4 : Κατάρρευση ή Κρίση (Collapse)

Στη φάση αυτή υπάρχει πλεόνασμα χωρητικότητας, τα πλοία πωλούνται πλέον σε χαμηλές τιμές, μειώνεται η ρευστότητα στην αγορά. Παρόλο που το καθοδικό γύρισμα της αγοράς προκαλείται γενικά από θεμελιώδεις παράγοντες όπως ο οικονομικός κύκλος ή η εισαγωγή νεότευκτων πλοίων στην αγορά σε περίοδο υψηλών ναύλων, η ψυχολογία της αγοράς μπορεί να επιτύχει τη φάση αυτή.

Συμπέρασμα για τους ναυτιλιακούς κύκλους

- Ένας πλήρης κύκλος αποτελείται από 4 στάδια: η φάση της ύφεσης ακολουθείται από την ανάκαμψη, η οποία οδηγεί στην κορύφωση και τελικά στην κατάρρευση της αγοράς.
- Ο ναυτιλιακός κύκλος προκύπτει από την αλληλεπίδραση της προσφοράς και της ζήτησης

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

- Δεν υπάρχουν σταθεροί κανόνες για το πότε θα εμφανιστεί το κάθε στάδιο
- Δεν μπορεί να προβλεφθεί η μορφή του επόμενου ναυτιλιακού κύκλου

Σε μελέτη του Dr. Martin Stopford για το διάστημα από το 1869 έως το 1994 διαπιστώθηκε η ύπαρξη δώδεκα κύκλων κυρίως όσον αφορά τους ναύλους ξηρού φορτίου. Οι κύκλοι αυτοί έχουν μέσο όρο διάρκειας 7,2 έτη ο καθένας και δεν διακρίνονται από τακτικότητα εμφάνισης (regularity) αλλά αφορούν μια σειρά από τυχαίες διακυμάνσεις, των οποίων τα μόνα κοινά χαρακτηριστικά είναι η αρχή, η μέση και τέλος. Τους κύκλους αυτούς, όπως είναι φυσικό, ακολουθεί και η ναυτιλιακή χρηματοδότηση, η οποία ακολουθεί τις διακυμάνσεις των ναύλων και των τιμών των πλοίων, που ακολουθούν με τη σειρά τους την οικονομική και τη βιομηχανική δραστηριότητα. Είναι επομένως κι αυτή μια κυκλική αγορά η οποία μαζί με την τεχνογνωσία και το καλό ανθρώπινο δυναμικό αποτελούν τις βασικές προϋποθέσεις για τη δημιουργία μιας ναυτιλιακής επιχείρησης, αλλά κυρίως για την ανάπτυξη του στόλου της.

Όσον αφορά τη μεταβλητότητα (volatility) των ναυτιλιακών κύκλων, στην παραπάνω μελέτη αποδεικνύεται από το 1950 και μετά οι ναύλοι έχουν γίνει περισσότερο ασταθείς και επομένως δύσκολα προβλέψιμοι. Ενώ κατά τα 2/3 του διαστήματος 1869-1937 (66%) οι μεταβολές των ναύλων κυμάνθηκαν σε κλίμακα από 4% έως 10% ανά έτος, κατά το διάστημα 1950-1993 οι ετήσιες μεταβολές των ναύλων ήταν ευρύτατα κατανεμημένες σε όλες τις κλίμακες ποσοστών, καθιστώντας ουσιαστικά αδύνατη την πρόβλεψη των ναύλων, καθώς είναι εξίσου πιθανό να υπάρξει μια ετήσια αύξηση των ναύλων κατά 100% ή μια μείωση των ναύλων κατά 50% ή οποιαδήποτε ενδιάμεση τιμή ετήσιας μεταβολής.

1.2 Η επίδραση των ναυτιλιακών κύκλων στη ναυτιλιακή χρηματοδότηση

Προκειμένου να χορηγηθεί ένα δάνειο, πρέπει να αποδειχτεί ικανότητα του φορέα να το αποπληρώσει. Κάτι τέτοιο διαπιστώνεται από τα περιουσιακά στοιχεία που παρέχονται για υποθήκη, όπως είναι το πλοίο, το οποίο είναι το κυριότερο μέσο εξασφάλισης των ναυτιλιακών δανείων.

Ένα δάνειο θεωρείται ασφαλισμένο όταν οι ναύλοι και οι αξίες των πλοίων είναι σε υψηλά επίπεδα, δηλαδή η αγορά διανύει την ανοδική περίοδο του ναυτιλιακού κύκλου. Η άνοδος της ναυλαγοράς δημιουργεί κλίμα αισιοδοξίας καθώς πραγματοποιείται αύξηση των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών και των ναυπηγείων που σχετίζονται με την ναυτιλία. Για το λόγο αυτό στη φάση αυτή ενισχύεται η ασφάλεια του δανείου καθώς ο χρηματοδότης γνωρίζει ότι ο δανειζόμενος θα ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του, και αυτή η αισιοδοξία οδηγεί και στη χορήγηση δανείων με σχετικά ευνοϊκούς όρους, ακόμα και από τράπεζες που

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

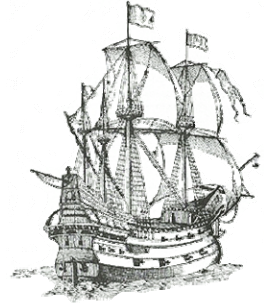
δεν έχουν παράδοση στη Ναυτιλία, ενώ αυξάνεται και το ποσοστό με το οποίο συμμετέχουν οι τράπεζες στην επένδυση (μπορεί να φτάσει και το 90-100% της αξίας του πλοίου).

Αντίθετα, όταν η αγορά βρίσκεται σε κρίση ή ύφεση, τα έσοδα είναι περιορισμένα και η αξία του πλοίου σαν εξασφάλιση του δανείου δεν είναι αρκετή. Η πίεση των τραπεζών στην περίπτωση αυτή στρέφεται στα cash flow, ενώ μειώνεται και το ενδιαφέρον των τραπεζών για χρηματοδότηση και το ποσοστό της αξίας του πλοίου που χορηγούν (μπορεί να φτάσει το 40-50% της αξίας του πλοίου).

Το ισχυρό cash flow είναι αποτέλεσμα όχι μόνο του επιπέδου των ναύλων αλλά και του λειτουργικού κόστους των πλοίων. Η τραπεζική νοοτροπία είναι να χρηματοδοτεί τις ναυτιλιακές επενδύσεις που βασίζονται στα cash flow του υπό κατασκευή πλοίου. Αυτό ευνοεί τις επενδύσεις σε περίοδο φθασμένης ναυλαγοράς με εξασφάλιση μέσω χρόνιων ναυλώσεων.

Εκτός όμως από την επίδραση των ναυτιλιακών κύκλων στις αποφάσεις και τα μεγέθη των ναυτιλιακών χρηματοδοτήσεων, παρατηρούμε ότι και οι ναυτιλιακές χρηματοδοτήσεις επηρεάζουν τη διάρκεια και την ένταση των ναυτιλιακών κύκλων. Αυτή η αμφίδρομη σχέση δημιουργείται μέσω της προσφοράς χωρητικότητας, που αποτελεί καθοριστικό παράγοντα του ναυτιλιακού κύκλου.

Το ερώτημα που προκύπτει είναι κατά πόσο είναι σε θέση οι τράπεζες και οι πλοιοκτήτες να αναγνωρίζουν και να προβλέπουν τη διάρκεια και τα χαρακτηριστικά του κάθε κύκλου, ώστε να προχωρούν σε επενδύσεις την κατάλληλη χρονική στιγμή. Κάτι τέτοιο όμως είναι δύσκολο να επιτευχθεί και εκεί φαίνεται η σημασία της εμπειρίας τόσο της τράπεζας που ασχολείται με τη ναυτιλία όσο και του υποψήφιου πελάτη, προκειμένου να υπάρξουν τα μικρότερα δυνατά προβλήματα στη χρηματοδότηση.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Ιστορική αναδρομή

Παρόλο που η ιστορία της ναυτιλιακής χρηματοδότησης μπορεί να αναζητηθεί στις εταιρείες του 16^{ου} αιώνα, το λογικό σημείο αναφοράς είναι το 1850, όταν τα ατμόπλοια άρχισαν να εμφανίζονται σε μεγάλο αριθμό. Μια διαδεδομένη τεχνική ήταν η «εξηκοστή τέταρτη». Στο Ηνωμένο Βασίλειο ένα πλοίο καταγραφόταν σαν 64 μερίδια, έτσι ώστε ένας επενδυτής να μπορεί να αγοράσει μέρος του πλοίου. Ο επενδυτής που αγόραζε τα 32/64 κατείχε το μισό πλοίο.

Υπήρχαν τριών ειδών τύποι ιδιοκτησίας. Ένα μέρος μπορεί να το κατείχαν άτομα, ένα άλλο μέρος συνεταιρισμοί ατόμων και ένα τρίτο μέρος επενδυτές μετοχικών εταιρειών. Παρόλα αυτά, τα περισσότερα πλοία ανήκαν σε ένα άτομο. Όσον αφορά τα πλοία που καταγράφηκαν στο Λονδίνο το 1848, ανέρχονται σε 554 από τα οποία το 89% κατείχε ένας ιδιοκτήτης και μόλις το 8% εμπορικοί συνεταιρισμοί. Το υπόλοιπο 3% το κατείχαν μετοχικές εταιρείες. Μόνο το 18% των πλοίων υποθηκεύτηκε ώστε να καλύψει το κόστος επένδυσης.

2.1 Η Εξέλιξη της Ναυτιλίας

Όσο μεγάλωνε το μέγεθος των πλοίων κατά το δεύτερο μισό του αιώνα, οι μετοχικές εταιρείες γρήγορα έγιναν τα προτιμώμενα χρηματοδοτικά μέσα για να αναπτύξουν μεγάλα ποσά χρημάτων που απαιτούνταν. Ένας βασικός παράγοντας σε αυτήν την ανάπτυξη ήταν οι Αμερικάνικες επιχειρήσεις περιορισμένης ευθύνης Act του 1862, οι οποίες προστάτευαν τους επενδυτές από απαιτούμενες ευθύνες των πιστωτών. Με αυτό τον τρόπο άνοιξε ο δρόμος για μικρούς επενδυτές των οποίων τα κεφάλαια προστατεύονταν, ενώ οι ιδιοκτήτες μέρους του πλοίου σε τέτοιες επικίνδυνες και ατομικές επιχειρήσεις έτειναν να περιορίζονται σε φίλους και στην οικογένειά τους.

Ένα παράδειγμα αποτελεί η Tyne, επιχείρηση ατμόπλοίων, η οποία ιδρύθηκε σαν μετοχική εταιρεία με περιορισμένη ευθύνη την 1 Ιουλίου του 1864. Η

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

επιχείρηση είχε ως σκοπό να μεταφέρει φορτία για εξωτερικό εμπόριο κάρβουνου από το Newcastle στο Tyne. Το ονομαστικό κεφάλαιο ήταν £300.000 σε 12.000 μετοχές των £25 η καθεμία. Αρχικά 10.100 μετοχές εισήχθησαν οι οποίες έφτασαν τις £18, αυξάνοντας σε £181.800. Αυτό χρησιμοποιήθηκε για να αγοράσει 10 πλοία για £150.000, αφήνοντας £30.000 ως κεφάλαιο κίνησης. Περίπου το ¼ των μετοχών είχε αποκτηθεί από παλαιότερους ιδιοκτήτες, ενώ το υπόλοιπο πωλήθηκε, επειδή ένας μέτοχος φέρνει μικρή εργασία στην επιχείρηση.

Τέτοιες επιχειρήσεις κεφαλαιοποιούσαν με την αύξηση των μετοχών, οι ιδιοκτήτες μετοχών όμως συχνά ελέγχονταν και πολλές επιχειρήσεις προσέφευγαν σε αυτοχρηματοδότηση ή σε δανεισμό. Για παράδειγμα, ένας μέτοχος της Charante Shipping Company Ltd, η οποία ιδρύθηκε το 1884 με μετοχικό κεφάλαιο £12.000 και στόλο 22 πλοία, είχε περιοριστεί σ' ένα οικογενειακό περιβάλλον. Τον επόμενο χρόνο η επιχείρηση παράγγειλε τουλάχιστον 2 πλοία, και το 1914 ο στόλος αυξήθηκε από 22 πλοία σε 57. Δεν αυξήθηκε άλλο το κεφάλαιο και η επένδυση χρηματοδοτήθηκε από τις χρηματοροές. Στο παρακάτω σχήμα συγκρίνονται το κόστος του επενδυτικού προγράμματος με το εισόδημα της επιχείρησης, δείχνοντας τα ανάλογα επενδυτικά κεφάλαια που ήταν διαθέσιμα, παρ' όλη την ύφεση των ναυλώσεων. Ένα μεγάλο μέρος των πλοίων παρέμεινε σε τρεις οικογένειες, τους Harrison, τους Hughes και τους Williamsons.



⁵ Charante Shipping Company: Investment and charter income 1885-1914, Hyde 1967

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Άλλες επιχειρήσεις ήταν λιγότερο συντηρητικές. Τον 19^ο αιώνα ο δανεισμός ήταν ο πιο κοινός τρόπος χρηματοδότησης. Σύμφωνα με τον Sturmeay, κατά την διάρκεια της μεγάλης ύφεσης του 1904-11 πολλές χρεωμένες επιχειρήσεις απέτυχαν και πολλοί συντηρητικοί επιχειρηματίες οι οποίοι έλεγχαν την ναυτιλία παρατηρούσαν την αποτυχία και ταυτόχρονα έπαιρναν το μάθημά τους. Για τα επόμενα 50 χρόνια οι Άγγλοι ιδιοκτήτες υιοθέτησαν την ιδέα να χρηματοδοτούνται από συσσωρευμένα αποθέματα. Τα δάνεια πλέον αποτελούσαν «ανάθεμα».

Παρόλο που αυτή η πολιτική προστάτευε από τις περιόδους ύφεσης, τα κέρδη δεν αποτελούσαν ποτέ αρκετό κεφάλαιο για την ανάπτυξη ούτε προσέλκυαν το εξωτερικό κεφάλαιο. Μεταξύ του 1950 και του 1970 ο μέσος όρος της απόδοσης των μετοχών της Αγγλίας ήταν μόλις 6% τον χρόνο σε σχέση με το 15% όλων των εταιρειών. Ως αποτέλεσμα, παρόλο που εμφανίστηκαν μεγαλύτερες ναυτιλιακές επιχειρήσεις, δεν αυξήθηκαν τα μετρητά εισάγοντας μετοχικό κεφάλαιο και παράλληλα ο Αγγλικός στόλος διαδραμάτισε μικρό ρόλο στην άνθιση του ναυτιλιακού εμπορίου.

2.2 Χρηματοδότηση με χρονοναύλωση κατά το 1950-1960

Στην δεκαετία του 1950 η ισορροπία του χρηματοδοτικού συντηρητισμού, η οποία προστατευόταν από τους οικονομικούς κύκλους και την υψηλή μόχλευση, η οποία πίεζε την απόδοση των μετοχών, έπαιρνε νέα τροπή. Οι γρήγορα αναπτυσσόμενες Ευρωπαϊκές και Ιαπωνικές οικονομίες χρειάζονταν φθηνές πρώτες ύλες. Η ναυτιλιακή βιομηχανία, και ιδιαίτερα οι επιχειρήσεις πετρελαίου, άρχισε να βλέπει στο εξωτερικό νέες πηγές προμηθειών. Τα πρώτα πλοία που αναπτύχθηκαν εκείνη την περίοδο ήταν τα πλοία τακτικής γραμμής.

Η χρηματοδότηση με ναύλωση έχει τις ρίζες της στην δεκαετία του 1920 όταν οι Νορβηγοί άρχισαν να ιδρύουν στόλους με tanker, οι οποίοι ναύλωναν επιχειρήσεις πετρελαίου. Το 1927, η Anglo Saxon Petroleum Ltd πρόσφερε 37 δεκαετή tanker για £60-70.000 το καθένα με δεκαετή χρονοναύλωση. Τα μέτρα χρηματοδότησης ήταν, 20% τοις μετρητοίς και το υπόλοιπο πάνω από 5 χρόνια με 5% επιτόκιο. Τα 26 αγοράστηκαν από Νορβηγούς, οι περισσότεροι των οποίων ήταν νέοι επιχειρηματίες, και αποδείχθηκαν πολύ επικερδείς. Μετά τον πόλεμο άδειες επέτρεπαν στους Νορβηγούς ιδιοκτήτες να παραγγέλνουν πλοία από το εξωτερικό, τα οποία δίνονταν μόνο αν το πλοίο ήταν 100% χρηματοδοτούμενο στο εξωτερικό. Σύντομα υιοθετήθηκαν από τους Νορβηγούς διαδικασίες δανειοδότησης οι οποίες βασίζονταν σε χρονοναύλωση πριν από την κατασκευή. Αυτή η καινοτομία οδήγησε στην ανάπτυξη του Νορβηγικού στόλου κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1950. Οι

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Έλληνες, επίσης, εκμεταλλεύτηκαν γρήγορα αυτή την ευκαιρία και ένας μεγάλος αριθμός tanker χρηματοδοτήθηκε από Αμερικάνικα δάνεια.

2.3 Τραπεζική χρηματοδότηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων την δεκαετία του 1970-1980

Η έκταση στην οποία οι Εμπορικές Τράπεζες αναμίχθηκαν στα δάνεια στην ναυτιλιακή βιομηχανία παρουσίασε σημαντικές διακυμάνσεις στα τελευταία 55 χρόνια.

Αρχικά, οι περισσότερες παραγγελίες κατασκευαστών πλοίων έβρισκαν χρηματοδότηση από τις πιστώσεις των Ναυπηγείων και από τα ίδια κεφάλαια των ναυτιλιακών εταιρειών, δηλαδή από την παρακράτηση των κερδών τους.

Μέχρι τα μέσα και το τέλος της δεκαετίας 1960-1970, τα ναυπηγεία ευθέως ανταγωνίζονταν μεταξύ τους για να προσελκύσουν παραγγελίες, και οι Κυβερνήσεις παρέμβαιναν με επιδοτήσεις στα επιτόκια των δανείων, ώστε τα δάνεια να έχουν χαμηλό χρηματοδοτικό κόστος. Τα επιτόκια αυτά των ναυπηγείων κυμάνθηκαν χαμηλά από 5.5% έως 7% σχεδόν μια ολόκληρη δεκαετία.

Στις αρχές της δεκαετίας 1970-1980 το φθηνό ναυπηγικό δάνειο άρχισε να γίνεται πιο σπάνιο, διότι κόστιζαν πολύ οι επιδοτήσεις των τόκων στις κυβερνήσεις.

Οι εμπορικές τράπεζες έδειξαν τότε προθυμία να καλύψουν το κενό και να προσφέρουν κεφάλαια από την γρήγορα τότε αναπτυσσόμενη αγορά των δολαρίων που βρισκόταν στις Ευρωπαϊκές τράπεζες.

Στην περίοδο 1970 μέχρι και το 1974 πολλοί νέοι τραπεζικοί οίκοι εμφανίστηκαν στην ναυτιλιακή χρηματοδοτική αγορά. Ήταν μια εποχή ανόδου της αγοράς των δεξαμενόπλοιων. Επιπλέον, τα ναυτιλιακά δάνεια επέτρεπαν μεγάλα περιθώρια κέρδους (διαφορά LIBOR και δανειακού επιτοκίου). Η ευφορία της εποχής, ειδικότερα στην αγορά δεξαμενόπλοιων (πλοία που μεταφέρουν ακατέργαστο πετρέλαιο), παρέσυρε τις τράπεζες σε χρηματοδοτήσεις, που δεν βασίστηκαν στις υγιείς αρχές της τραπεζικής πίστης.

Η πρόβλεψη για το μέλλον για αναμονή υψηλών κερδών αποδείχθηκε λανθασμένη πολιτική εν όψει της πετρελαϊκής κρίσης που ξέσπασε το 1973. Ο πόλεμος στην Μέση Ανατολή το 1973, το μπουϊκοτάζ εναντίον του πετρελαίου και η πρώτη πετρελαϊκή κρίση, κατέληξαν σε μια παρατεταμένη κρίση στην αγορά δεξαμενόπλοιων.

Στην διάρκεια του 1975-1976 έμειναν όλοι άφωνοι βλέποντας αδικαιολόγητες υπερβολικές παραγγελίες που πραγματοποιήθηκαν στην δεκαετία 1970-1980. Οι χαμηλοί ναύλοι και οι φθίνουσες τιμές στα πλοία δημιούργησαν μια οικονομική κρίση στους πλοιοκτήτες των δεξαμενόπλοιων και ιδιαίτερα σε εκείνους που είχαν

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

παραγγείλει νεοκατασκευές. Κι αυτό επειδή θα έπρεπε να δουλέψουν σε μια αγορά ναύλων πολύ χαμηλή.

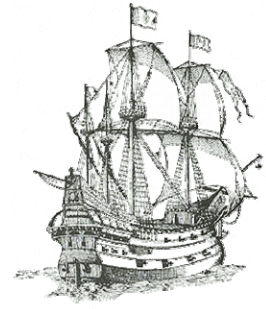
2.4 Η Ναυτιλιακή κρίση του 1980

Μερικοί τραπεζίτες κλήθηκαν να παράσχουν πρόσθετα κεφάλαια κίνησης στους πλοιοκτήτες και παράλληλα, να ανεβάσουν τις δανειακές δόσεις εξόφλησης και τις πληρωμές των τόκων. Όμως, αυτές οι αιτήσεις δανείων έγιναν σε χρόνο που οι πραγματικές αξίες των πλοίων έπεφταν με πολύ γρήγορους ρυθμούς, κάτω από το ανεξόφλητο υπόλοιπο των δανείων. Μερικοί πλοιοκτήτες δεν κατάφεραν να επιζήσουν και 1-2 τράπεζες υπέστησαν σημαντικές ζημιές ή πτώχευσαν.

Μέχρι το 1982, η ίδια κατάσταση επαναλήφθηκε πολλές φορές σε άλλους τομείς της ναυτιλίας και συνεχίστηκε η κακή αγορά μέχρι και το πρώτο εξάμηνο του 1987.

Τα προβλήματα που αντιμετώπισαν μερικές τράπεζες στην δεκαετία του 1970-1980, οδήγησαν όλες τις τράπεζες να εξετάσουν με μεγάλη προσοχή τις αιτήσεις ναυτιλιακών δανείων. Έτσι η δουλειά των Οικονομικών Διευθυντών έγινε τώρα δυσκολότερη. Στην πραγματικότητα, οι εμπορικές τράπεζες ενδιαφέρονται για ένα πλοίο που να μπορεί να έχει σταθερότητα αποδόσεων στη διάρκεια του δανείου και να μπορεί να δημιουργήσει επαρκή πλεονάσματα ώστε να εξυπηρετήσει το κεφάλαιο και τις πληρωμές των τόκων, σύμφωνα με ένα δανειακό πρόγραμμα πληρωμών. Είχαν, όπως είναι φυσικό, απαιτήσεις εξασφάλισης και έλεγχαν στενά όλους τους παράγοντες που επηρέαζαν ένα δάνειο, όπως για παράδειγμα, η ικανότητα του πλοιοκτήτη σαν manager, την φύση των ναυλώσεων του πλοίου.

Οι σχέσεις μεταξύ εφοπλιστών και τραπεζών σε συνδυασμό με την χρηματοδότηση πλοίων, υπήρξαν ιδιαίτερα άσχημες μετά το 1974. Υπήρξε μία σημαντική χρηματοδοτική δραστηριότητα πριν το 1974, η οποία όμως ακολούθησε την ναυτιλιακή κρίση. Μέχρι σήμερα, όλες οι παραδοσιακές χρηματοδοτικές πηγές για πλοία ήταν δύσκολες και επιλεκτικές και υπήρξε πρόβλημα αν οι πηγές αυτές θα ήταν ποτέ ξανά διαθέσιμες.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Σημασία της ναυτιλιακής χρηματοδότησης

Η Ναυτιλιακή χρηματοδότηση σε συνδυασμό με την τεχνογνωσία και τα ίδια κεφάλαια αποτελούν τους βασικότερους παράγοντες δημιουργίας και ανάπτυξης μιας ναυτιλιακής επιχείρησης. Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις μέχρι και τα μέσα της δεκαετίας του 1970 δεν είχαν πρόβλημα χρηματοδότησης διότι μπορούσαν εύκολα να βρουν κεφάλαια είτε από τις Κυβερνήσεις, είτε από τα Ναυπηγεία, είτε από το Τραπεζικό σύστημα. Η κρίση όμως της δεκαετίας του 1980 ανάγκασε τις τράπεζες να πάρουν ορισμένα δυσάρεστα μαθήματα με αποτέλεσμα η χρηματοδότηση της ναυτιλίας από τα τραπεζικά ιδρύματα να καταστεί ιδιαίτερα δυσχερής. Παρατηρείται, ότι η χρηματοδότηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, που προέκυψε στην δεκαετία του 1980 είναι διαφορετική από εκείνη που υπήρξε μέχρι εκείνη την εποχή, και οι λόγοι είναι διότι οι Τράπεζες συνειδητοποίησαν ότι:

- Η ναυτιλιακή κρίση επηρεάζει τόσο τις μεγάλες εφοπλιστικές εταιρείες όσο και τις μεσαίες και τις μικρές. Διαπιστώθηκε, όμως, ότι οι μικρού και μεσαίου μεγέθους ναυτιλιακές επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερο οικονομικό πρόβλημα σε μια ύφεση σε σχέση με τις μεγάλες. Πιο συγκεκριμένα, οι μεγάλες ναυτιλιακές επιχειρήσεις έχουν την δυνατότητα να καλύψουν την κρίση μέσω της σταυροειδούς χρηματοδότησης, δηλαδή να καλύψουν τις ζημιές τους και να έχουν τα αναγκαία κεφάλαια κίνησης για όλο τον στόλο τους. Με αυτόν τον τρόπο, όμως, όπως είναι αναμενόμενο ένα μέρος του στόλου θα έχει ζημιές, ένα άλλο μέρος θα έχει μέτρια κέρδη και ένα άλλο θα έχει κάποιο ικανοποιητικό περιθώριο κέρδους. Συνεπώς, τα πλοία που έχουν θετικό αποτέλεσμα μπορούν να βοηθήσουν, κατά την διάρκεια της ύφεσης, τα πλοία που έχουν αρνητική πορεία. Αυτή η δυνατότητα είναι αρκετά περιορισμένη στις μικρές και μεσαίες ναυτιλιακές επιχειρήσεις.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

- Η σχέση ιδίων και ξένων κεφαλαίων ήταν λανθασμένη. Οι εφοπλιστές τοποθετούσαν λίγα δικά τους κεφάλαια. Πρέπει να τονίσουμε ότι η σχέση ιδίων και ξένων κεφαλαίων στην ναυτιλιακή χρηματοδότηση είναι σημαντική προϋπόθεση και επιβάλλεται να είναι σωστή, κι αυτό επειδή υψηλά ίδια κεφάλαια προσελκύουν το ενδιαφέρον του ίδιου του εφοπλιστή. Παράλληλα, οι δανειακές υποχρεώσεις γίνονται πιο ανώδυνες και η δυνατότητα εξόφλησης πιο πιθανή καθώς επίσης και το περιθώριο κέρδους υψηλότερο. Η δυνατότητα υψηλών ιδίων κεφαλαίων εξαρτάται κατά κάποιο βαθμό από τα αποθεματικά κερδών της επιχείρησης, από τον αριθμό των μετοχών και την οικονομική της επιφάνεια, από το ύψος των απαιτούμενων κεφαλαίων, από το γεγονός ότι αυτή ενδέχεται να είναι η πρώτη εφοπλιστική προσπάθεια καθώς επίσης και από άλλους παράγοντες.
- Η αναλογία δυσμενών χρηματοδοτήσεων εντοπίστηκε σε πλοία ηλικίας 12 ετών και άνω, και όχι γενικά στα μεταχειρισμένα. Κι αυτό επειδή το πλοίο 12 ετών έχει υποστεί δύο τετραετείς ειδικές επιθεωρήσεις και είναι υποψήφιο για μια τρίτη. Η τρίτη ειδική τεχνική επιθεώρηση είναι φυσικό να χρειάζεται ένα αρκετά μεγάλο ποσό, το οποίο αναμένεται να αποσβεστεί τα επόμενα 4 χρόνια. Συνεπώς, σε μια περίοδο ύφεσης το ποσό των απαιτήσεων της ειδικής επιθεώρησης είναι πιθανόν να είναι αδύνατον να διατεθεί. Αυτό σημαίνει απώλεια κλάσης και απώλεια δυνατότητας ασφάλισης. Από την πλευρά της τράπεζας, ενδέχεται να υπάρχει σημαντικό ενδιαφέρον στη σχέση ηλικίας πλοίου και υπολειμματικής αξίας, κι αυτό επειδή η τράπεζα μπορεί να κατάσχει ένα πλοίο που δεν πληρώνει το δάνειό του, να το πωλήσει και να εξοφληθεί με αυτόν τον τρόπο το δάνειο. Η ηλικία σε αυτήν την περίπτωση παίζει ρόλο διότι *ceteris paribus* το πιο ηλικιωμένο πλοίο έχει μικρότερη αξία από ότι του ίδιου τύπου και μεγέθους νεότερο πλοίο.
- Το κεφάλαιο κίνησης είναι σημαντικός συντελεστής για την αξιοποίηση ενός ναυτιλιακού δανείου, η ανεπάρκεια του οποίου παρατηρήθηκε στα αποτυχημένα ναυτιλιακά δάνεια της περιόδου 1981-87. Η ύφεση είναι φυσικό να εξανεμίξει τα κεφάλαια κίνησης των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Ο έλεγχος, όμως, της ύπαρξης κεφαλαίου κίνησης στους ελέγχους ρουτίνας της ναυτιλιακής χρηματοδότησης, δεν υπήρχε και ούτε ακόμα υπάρχει. Είναι κάτι όμως που η εμπειρία μας ανέδειξε και γι' αυτό πρέπει να ενσωματωθεί στην τεχνική ανάλυση ενός ναυτιλιακού προγράμματος επένδυσης.
- Ο οικονομικός έλεγχος είναι αναποτελεσματικός και η οικονομική διοίκηση κακή.
- Ο χρόνος εισόδου/ εξόδου από μια αγορά αποτελεί καλά αμοιβόμενη ικανότητα του εφοπλιστή. Αν η επιλογή εισόδου/ εξόδου είναι συνειδητή, τότε ο εφοπλιστής είναι διορατικός. Διαφορετικά, η επιλογή είναι τυχαία.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

3.1 Μέγεθος Ναυτιλιακών Χρηματοδοτήσεων

Για να γίνουν αντιληπτά τα μεγέθη στα οποία αναφερόμαστε όσον αφορά τη χρηματοδότηση των ναυτιλιακών εταιρειών από τις τράπεζες, θα γίνει μια σύντομη αναφορά στα μεγέθη που παρουσιάζονται στην Ελλάδα, λαμβάνοντας υπόψη ότι οι Έλληνες εφοπλιστές ελέγχουν το 18% του παγκόσμιου στόλου σε Dwt 6 και η συνολική τους χρηματοδότηση το Μάιο του 2004 ανερχόταν στο ποσό των 24,8 δισεκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ, ενώ ο συνολικός τραπεζικός δανεισμός της παγκόσμιας ναυτιλίας ανερχόταν σε ποσό 150 δισεκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ (ποσοστό 16% περίπου).

Οι τράπεζες που δραστηριοποιούνται με τη ναυτιλιακή χρηματοδότηση στην Ελλάδα είναι τριών κατηγοριών:

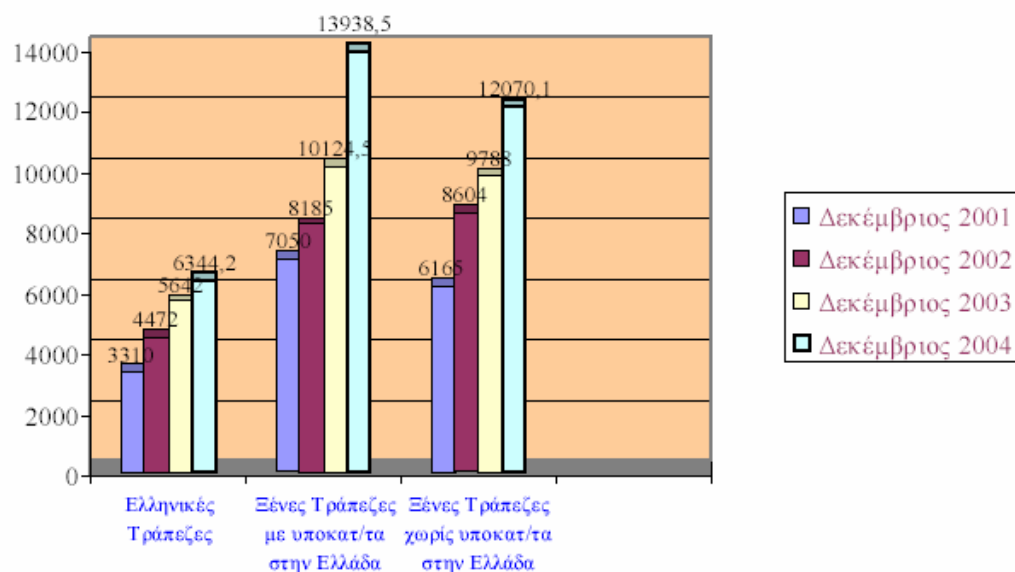
- Τράπεζες ελληνικών συμφερόντων.
- Τράπεζες ξένων συμφερόντων με καταστήματα εγκατεστημένα στην Ελλάδα.
- Τράπεζες ξένων συμφερόντων που δεν έχουν καταστήματα εγκατεστημένα στην Ελλάδα.

Η αύξηση του αριθμού των τραπεζών που δανειοδοτούν την ελληνική ναυτιλία αλλά και το ύψος του συνολικού τους χαρτοφυλακίου φαίνεται στον παρακάτω πίνακα και στο διάγραμμα που ακολουθεί, όπου γίνεται διάκριση των τραπεζών με βάση τα κριτήρια που αναφέρθηκαν παραπάνω:

Είδος Τράπεζας	Αριθμός Τραπεζών				Ύψος Χαρτοφυλακίου (ποσά σε δις \$)				% Αύξηση στο χαρτοφυλάκιο από το 2001- 2004
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004	
Ξένες τράπεζες με υποκαταστήματα στην Ελλάδα	11	10	10	9	7,0	8,2	10,1	13,9	97%
Ξένες τράπεζες Χωρίς υποκαταστήματα στην Ελλάδα	20	30	29	27	6,2	8,6	9,8	12,1	95,78%
Ελληνικές τράπεζες	9	11	15	14	3,3	4,5	5,6	6,3	91,67%
ΣΥΝΟΛΟ	40	51	54	50	16,5	21,3	25,5	32,3	

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

ΥΨΟΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ (ΠΟΣΑ ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ \$)



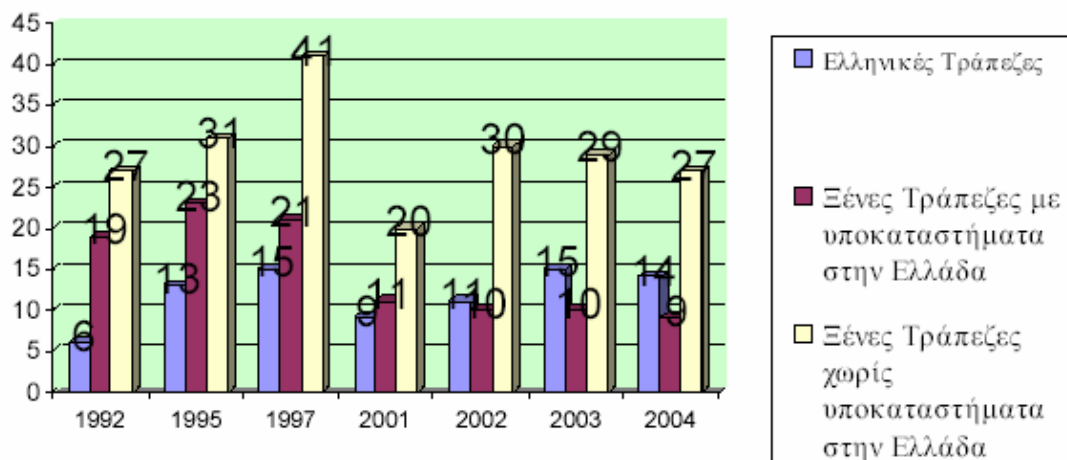
Από τον παραπάνω πίνακα είναι προφανές το ενδιαφέρον που παρουσιάζει η ελληνική ναυτιλία τόσο για τις ξένες όσο και τις ελληνικές τράπεζες, καθώς το χαρτοφυλάκιό τους σχεδόν διπλασιάστηκε από 16,5 Δις \$ το 2001 σε 32,3 Δις \$ το 2004 ενώ και ο αριθμός των τραπεζών αυξήθηκε από 40 το 2001 σε 50 το 2004.

Στη συνέχεια ακολουθεί πίνακας με το ύψος του ναυτιλιακού χαρτοφυλακίου των 10 μεγαλύτερων τραπεζών που δραστηριοποιούνται στη ελληνική ναυτιλιακή αγορά (31/12/04, ποσά σε 000εκ \$):

1	Royal Bank of Scotland	6.773
2	Deutsche Schiff bank	3.100
3	HSH Nor bank	2.836,1
4	Credit Suisse	1.600
5	Calyon	1.500
6	National Bank Of Greece	1.400
7	Alpha Bank	1.350
8	Citibank	1.220
9	HSBC	1.050
10	DVB Nedship	880

Στον πίνακα που ακολουθεί εμφανίζεται ο αριθμός των τραπεζών που χρηματοδοτούν την Ελληνική ναυτιλία από το 1992 έως το 2004:

**ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΠΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΟΥΝ ΤΗΝ
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ**

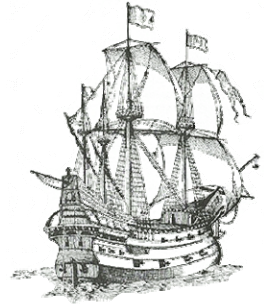


Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι ενώ μέχρι το 2001 ο αριθμός των ελληνικών τραπεζών ήταν μικρότερος από τις ξένες τράπεζες (με ή χωρίς υποκαταστήματα στην Ελλάδα), από το 2002 και μετά αυξάνεται έναντι των ξένων τραπεζών με παρουσία στην Ελλάδα. Παράλληλα διαπιστώνουμε ότι η συμμετοχή των τραπεζών στη χρηματοδότηση της Ναυτιλίας ακολουθεί το επίπεδο των ναυτιλιακών αγορών, με μεγαλύτερη συμμετοχή όταν το επίπεδο της αγοράς είναι υψηλό.

Το ενδιαφέρον των ξένων και των ελληνικών τραπεζών ενισχύεται και από το θετικό ιστορικό και την εμπειρία των Ελλήνων εφοπλιστών αλλά και από τις αυξημένες ανάγκες για κεφάλαιο. Είναι ενδιαφέρον να σημειωθεί εδώ ότι στις αρχές του 1990 οι παραγγελίες των Ελλήνων εφοπλιστών κάλυπταν ποσοστό 2% του παγκόσμιου βιβλίου παραγγελιών (order book) ενώ τον Ιούνιο του 2003 έφτασαν να καλύπτουν το 13,8%.

Σημαντικό για τις τράπεζες είναι εξάλλου και το γεγονός ότι μεγάλος αριθμός νέων χρηματοδοτήσεων γίνεται για την κατασκευή νέων πλοίων. Σύμφωνα με το περιοδικό ΕΛΝΑΒΙ (Ιούνιος 2004), ο μέσος όρος ηλικίας του Ελληνόκτητου στόλου μειώθηκε από 20,3 έτη το 2000, σε 20 έτη το 2001, σε 19,6 έτη το 2002, σε 17,4 έτη το 2003 και σε 16,8 έτη το 2004.

⁶ Πηγή: Έκθεση της εταιρείας Petrofin S.A Petrofin Bank Research με θέμα "Key Developments and growth in Greek Ship finance", Απρίλιος 2005



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

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 ίδιας της ναυτιλιακής αγοράς.

4.1.1 Το ύψος των κεφαλαίων στη ναυτιλιακή χρηματοδότηση

Η ναυτιλία είναι μια βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίου και το ύψος των κεφαλαίων που απαιτούνται για την αγορά ενός πλοίου είναι εξαιρετικά υψηλό. Ενδεικτικά αναφέρουμε τις αξίες διαφόρων πλοίων:

DRY	CAPE SIZE	PANAMAX	HANDYMAX
Νέα κατασκευή (N/B)	50.000.000	31.000.000	24.500.000
5 ετών	61.000.000	36.000.000	29.000.000
10 ετών	45.000.000	27.000.000	22.000.000
TANKER	VLCC	SUEZMAX	AFRAMAX
N/B	82.000.000	54.400.000	45.000.000
5 ετών	76.000.000	51.000.000	43.000.000
GAS	LNG		
Νέα κατασκευή (N/B)	165.000.000		

7

Το ύψος των απαιτούμενων κεφαλαίων για μια ανάλογη επένδυση είναι δύσκολο ή και αδύνατο να καλυφθεί στο σύνολό του από μια μεμονωμένη πλοιοκτήτρια, αλλά ακόμη και στη περίπτωση που αυτό είναι εφικτό, οι

⁷ Πηγή: Clarkson Research Studies Spring 2004

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

πλοιοκτήτριες δεν είναι διατεθειμένες να δεσμεύσουν τόσο μεγάλο μέρος της ρευστότητάς τους. Προκειμένου, λοιπόν, να πραγματοποιήσουν τις επενδύσεις τους καταφεύγουν στη χρηματοδότηση, του συνόλου ή μέρους του κόστους, αυτών των επενδύσεων από πηγές άντλησης κεφαλαίων όπως είναι η ενδιάμεση χρηματοδότηση, η χρηματοδοτική μίσθωση και η τραπεζική χρηματοδότηση. Είναι τέλος εμφανές ότι σε μια αγορά με τόσο έντονη κυκλικότητα, όπου οι αξίες των εξασφαλίσεων της χρηματοδότησης (δηλαδή της αξίας των πλοίων) μεταβάλλονται διαρκώς, όσο μεγαλώνει το ποσό που χορηγεί ένας χρηματοδοτικός οργανισμός, τόσο αυξάνεται και ο κίνδυνος που αναλαμβάνει.

4.1.2 Το ιδιοκτησιακό καθεστώς των πλοίων

Συνήθως οι μετοχές ενός πλοίου ανήκουν σε μεμονωμένη πλοιοκτήτρια. Οι μετοχές της πλοιοκτήτριας αυτής είτε ανήκουν σε φυσικό πρόσωπο, είτε, μαζί με τις μετοχές άλλων πλοίων ιδίων συμφερόντων, ανήκουν σε μια εταιρεία η οποία αναφέρεται ως holding company (εταιρεία χαρτοφυλακίου).

Και στις δύο περιπτώσεις τα οικονομικά στοιχεία και τα στοιχεία λειτουργίας των πλοίων, δεν είναι εύκολο να δημοσιοποιηθούν. Η ασάφεια ή και η ανυπαρξία οικονομικών στοιχείων δημιουργεί προβλήματα στην αξιολόγηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου από τους χρηματοδότες και αυξάνει το κίνδυνο να υποτιμηθεί ή να υπερτιμηθεί η δυνατότητα αποπληρωμής του δανεισμού.

4.1.3 Αστάθεια της αγοράς

Όπως ήδη αναφέρθηκε, η ναυτιλία είναι μια βιομηχανία με υψηλό βαθμό κυκλικότητας. Ως εκ τούτου κατά τη διάρκεια της φάσης 3 (κορύφωση) συσσωρεύετε ρευστότητα στις πλοιοκτήτριες και οι αξίες των πλοίων αυξάνονται, ενώ κατά τη διάρκεια της φάσης 1 (ύφεση), παρατηρούμε μείωση της ρευστότητας και της αξίας των πλοίων. Οι συνεχείς μεταβολές στη χρηματοροή και την αξία των πλοίων αυξάνουν τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο δεδομένου ότι, η αξιολόγηση της χρηματοδότησης γίνεται σε δεδομένη χρονική στιγμή, ενώ η αποπληρωμή του δανείου πραγματοποιείται εντός ενός μέσου ή μακροπρόθεσμου χρονικού διαστήματος. Στη διάρκεια του χρόνου αποπληρωμής οι τιμές των ναύλων και οι αξίες των πλοίων μπορεί να μεταβληθούν αρκετά ώστε να οδηγηθούμε σε ένα δάνειο υψηλής μόχλευσης (high leverage) ή σε ένα δάνειο που δε μπορεί να αποπληρωθεί από τη κύρια πηγή εσόδων της πλοιοκτήτριας που είναι τα έσοδα από ναύλους.

4.2 Κίνητρα ναυτιλιακής επένδυσης και αύξηση της προσφερόμενης χωρητικότητας

Οι ναυτιλιακές επενδύσεις που αφορούν σε ποντοπόρα πλοία είναι δυνατό να κατηγοριοποιηθούν με κριτήριο το σκοπό για τον οποίο πραγματοποιούνται αυτές οι επενδύσεις. Ο σκοπός της ναυτιλιακής επένδυσης μπορεί να είναι η ποιοτική αντικατάσταση των πλοίων του ομίλου, η επέκταση του στόλου, η είσοδος στη βιομηχανία της ναυτιλίας και η μετασκευή υφιστάμενου πλοίου (μόνο στη περίπτωση που η μετασκευή οδηγεί σε πλοίο μεγαλύτερο).

4.2.1 Η ποιοτική αντικατάσταση των πλοίων του ομίλου

Πρόκειται για τη περίπτωση κατά την οποία τα υφιστάμενα πλοία του ομίλου είναι υπερήλικα ή δε πληρούν τις παγκόσμιες προδιαγραφές λειτουργίας των πλοίων και η περαιτέρω εκμετάλλευσή τους είναι δύσκολη ή και αδύνατη. Στη περίπτωση αυτή τα υφιστάμενα πλοία, ανάλογα με τη κατάσταση στην οποία βρίσκονται, πωλούνται σε άλλους πλοιοκτήτες ή οδηγούνται στα διαλυτήρια και αντικαθίστανται από άλλα πλοία τα οποία μπορεί να είναι είτε νεότευκτα, είτε μεταχειρισμένα.

4.2.2 Η επέκταση του στόλου

Η υλοποίηση της επενδυτικής πολιτικής μιας πλοιοκτήτριας εταιρίας ή ενός ομίλου αποτελεί σε μερικές περιπτώσεις το λόγο για τον οποίο επενδύονται κεφάλαια στη ναυτιλία. Στη περίπτωση αυτή, μια υφιστάμενη πλοιοκτήτρια ή όμιλος προχωρούν σε αγορές πλοίων (νεότευκτων ή μεταχειρισμένων), τα οποία είναι δυνατό να προσελκύσουν τη κατάλληλη χρηματοδότηση ή να ανταποκριθούν σε συγκεκριμένα μακροχρόνια συμβόλαια μεταφοράς φορτίου.

4.2.3 Η είσοδος στη βιομηχανία της ναυτιλίας ή σε κάποιο κλάδο της

Η επένδυση αυτή αφορά σε νέες παραγγελίες ή στην αγορά μεταχειρισμένων πλοίων, είτε από νεοεισερχόμενους πλοιοκτήτες στη ναυτιλιακή βιομηχανία, είτε από πλοιοκτήτες ήδη ενεργούς σε κάποιο τομέα της ναυτιλίας και οι οποίοι είναι διατεθειμένοι να επενδύσουν σε διαφορετικό τομέα της (πχ ένας πλοιοκτήτης ο οποίος παραδοσιακά επενδύει στη φορτηγό ναυτιλία να αποφασίσει την επένδυση στο τομέα των tanker).

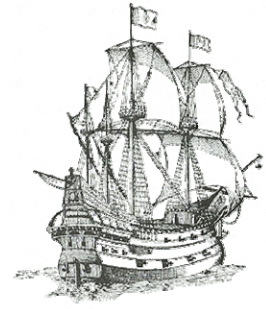
4.2.4 Η μετασκευή υφιστάμενου πλοίου

Τέλος, συχνό φαινόμενο είναι οι επενδύσεις με σκοπό προσθήκες ή μετασκευές σε πλοίο το οποίο ήδη βρίσκεται στη κατοχή της εταιρείας. Πρόκειται για εργασίες οι οποίες κρίνεται απαραίτητο να πραγματοποιηθούν προκειμένου το πλοίο να ανταποκρίνεται στις παγκόσμιες προδιαγραφές, στη βελτίωση της απόδοσής του, ή στην απασχόλησή του στη μεταφορά άλλου είδους φορτίου.

4.2.5 Η αύξηση του προσφερόμενου tonnage

Η αντικατάσταση ενός πλοίου που οδηγείται σε διάλυση με μια αντίστοιχη νέα κατασκευή, δεν επηρεάζει τη προσφορά της χωρητικότητας. Όταν όμως το πλοίο που αντικαθίσταται από τη νέα κατασκευή, δε διαλυθεί αλλά μεταπωληθεί, έχουμε αναβολή της αντικατάστασής του παλαιού πλοίου, γεγονός που μεσοπρόθεσμα αυξάνει τη προσφερόμενη χωρητικότητα.

Οι επενδύσεις που γίνονται στα πλαίσια υλοποίησης της επενδυτικής πολιτικής μιας εταιρείας ή αφορούν επενδύσεις νεοεισερχόμενων ναυτιλιακών εταιρειών, αυξάνουν τη προσφερόμενη χωρητικότητα μόνο όταν αφορούν σε νέες παραγγελίες πλοίων, δεδομένου ότι όταν αντικείμενο της επένδυσης είναι ένα μεταχειρισμένο πλοίο, δεν επηρεάζεται το ύψος της προσφερόμενης χωρητικότητας, αφού το πλοίο δε διακόπτει τη λειτουργία του αλλά αναλαμβάνει τη πλοιοκτησία του άλλος φορέας.



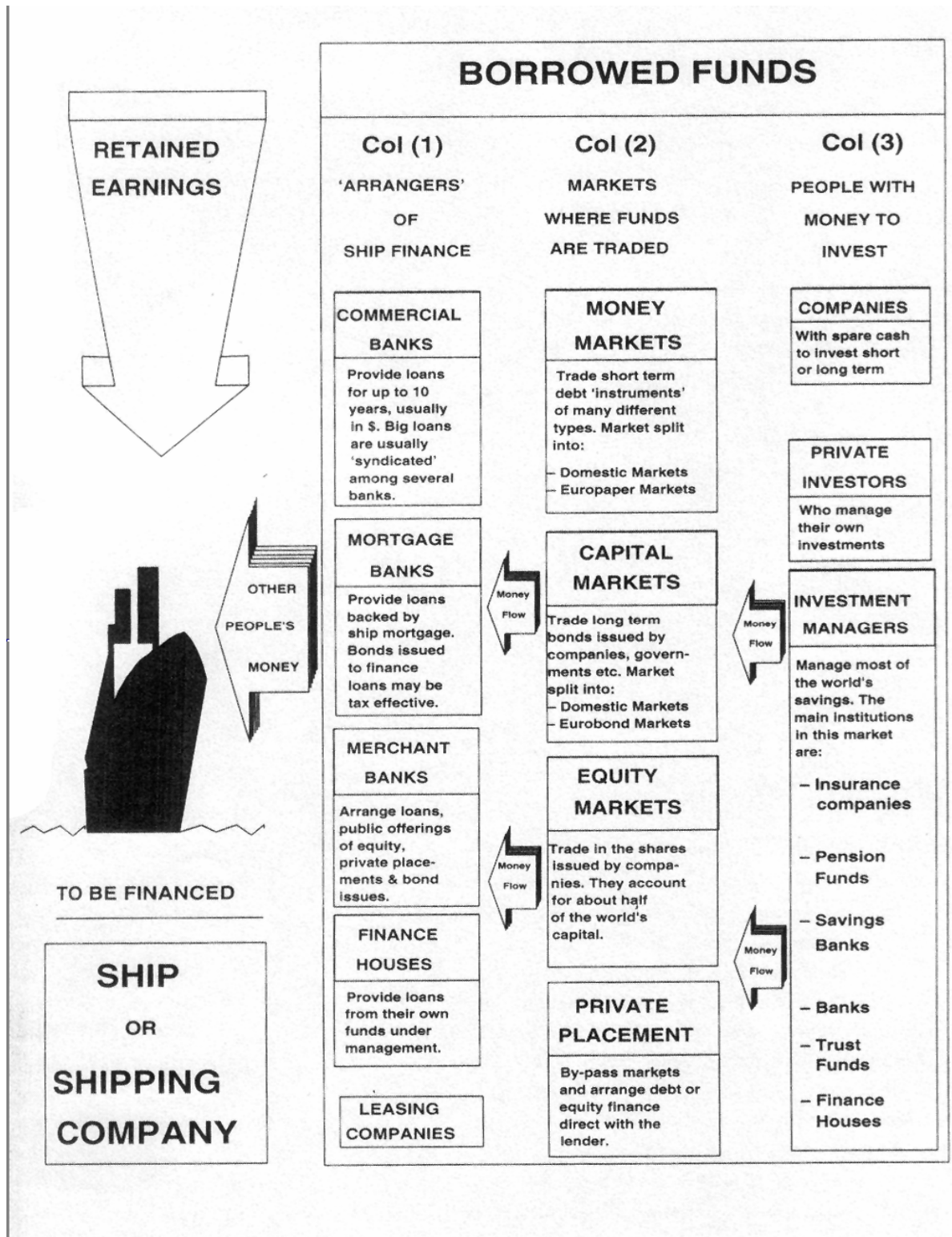
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Το Παγκόσμιο σύστημα χρηματοδότησης και τα είδη χρηματοδότησης

Η σύντομη ιστορική αναδρομή που έγινε σε προηγούμενο κεφάλαιο, δείχνει τον τρόπο που οι χρηματοδοτικές τεχνικές μεταβάλλονται από την μία δεκαετία στην επόμενη. Η αύξηση της ναυτιλιακής χρηματοδότησης είναι βασικά ζήτημα πεποιθήσεως, γι' αυτό λοιπόν θα ήταν ιδανικό να ξεκινήσουμε με δύο βασικά ερωτήματα. Πρώτον, από πού προέρχονται τα χρήματα της ναυτιλιακής χρηματοδότησης και δεύτερον, τι πρέπει να κάνουν οι επιχειρήσεις προκειμένου να τα αποκτήσουν.

Για να απαντήσουμε σε αυτά τα ερωτήματα πρέπει να παρατηρήσουμε το παγκόσμιο σύστημα χρηματοδότησης συνολικά. Στο παρακάτω διάγραμμα φαίνεται πώς τα διαφορετικά μέρη του συστήματος συνδέονται. Στην Τρίτη κολώνα στα δεξιά παρουσιάζονται οι πηγές κεφαλαίων. Στην δεύτερη κολώνα οι αγορές στις οποίες υπάρχουν τα κεφάλαια αυτά και στην πρώτη κολώνα οι διαπραγματευτές οι οποίοι λειτουργούν σαν ενδιάμεσοι και αναλαμβάνουν τον κίνδυνο προσφέροντας κεφάλαια.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ



8

⁸ Where the money comes from to finance ships
Source: Martin Stopford 1997

5.1 Επενδυτικά Κεφάλαια

Μια πρώτη πηγή χρημάτων αποτελούν οι ατομικές αποταμιεύσεις οι οποίες απαιτούνται να επενδυθούν. Ορισμένες επιχειρήσεις όπως και άτομα διαχειρίζονται μόνοι τους τις επενδύσεις τους. Για παράδειγμα, ένα άτομο μπορεί να αγοράσει ένα σπίτι σαν επένδυση και να το πουλήσει. Σήμερα, το 80% των αποταμιεύσεων καταλήγουν σε επαγγελματίες διαχειριστές όπως είναι οι ασφαλιστικές εταιρείες, τα Αμοιβαία κεφάλαια, οι αποταμιεύσεις στις τράπεζες κτλ.

5.2 Επενδυτές και Δανειστές

Οι επαγγελματίες διαχειριστές έχουν δύο ειδών επιλογές. Μπορούν να επενδύσουν τα χρήματα, ή μπορούν να τα δανείσουν. Ο επενδυτής διαθέτει τα κεφάλαιά του σε επιχειρήσεις με ανταπόδοση μερίδιο από τα κέρδη. Συνήθως, παίρνει απλώς τα χρήματά του πίσω πουλώντας το μερίδιό του σε κάποιον άλλο. Αντίθετα, ο δανειστής προκαταβάλλει τα χρήματα για μια προκαθορισμένη περίοδο με αντάλλαγμα σταθερές ισόποσες δόσεις. Στο τέλος της συμφωνημένης περιόδου το χρέος πρέπει να έχει ξεπληρωθεί ολόκληρο. Αυτό είναι μια βασική διάκριση οποιουδήποτε προσπαθεί να αυξήσει την χρηματοδότηση διότι οι επενδυτές και οι δανειστές βλέπουν τον κόσμο από διαφορετική οπτική γωνία.

Οι επενδυτές που παίρνουν υψηλό κίνδυνο σε συνάρτηση με υψηλό κέρδος, ενδιαφέρονται για την αγορά που συνδυάζει υψηλό κίνδυνο και υψηλό κέρδος. Ορισμένες από τις ερωτήσεις που πρέπει να απαντηθούν είναι οι παρακάτω. Πόσο κερδοφόρα είναι η επένδυση; Είναι μια επένδυση που θα αποφέρει υψηλή απόδοση; Υπάρχει κάποιος αξιόπιστος λόγος σύμφωνα με τον οποίο πιστεύουμε ότι τα κέρδη θα αυξηθούν; Είναι γνωστή η επιχείρηση; Θα μπορούσε να επιβιώσει σε μια αντίθετη κίνηση της αγοράς; Οι δανειστές πληρώνονται τον τόκο, θέλοντας με αυτόν τον τρόπο να εξασφαλιστούν ότι θα πληρωθούν. Αυτοί ενδιαφέρονται για τις αγορές χαμηλού κινδύνου και χαμηλών κερδών.

Μια άλλη μέθοδος που χρησιμοποιούν οι διαχειριστές κεφαλαίων είναι να τοποθετούν απευθείας χρήματα σε επιχειρήσεις που χρειάζονται χρηματοδότηση. Ο δανειστής, που μπορεί να είναι ένα συνταξιοδοτικό ίδρυμα ή μια ασφαλιστική εταιρεία, διαπραγματεύεται συμφωνίες που καλύπτουν τόσο τον δανειστή όσο και τον δανειζόμενο. Η μορφή αυτής της συμφωνίας μπορεί να είναι οφειλή. Αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης (private placement) χρησιμοποιείται κυρίως για μακροχρόνια δάνεια και γενικώς παρουσιάζει αρκετές δυσκολίες. Οι διαχειριστές κεφαλαίων πρέπει να αναλύουν λεπτομερώς τις επενδυτικές προτάσεις.

5.3 Οι αγορές

Το Παγκόσμιο οικονομικό σύστημα κατάφερε να αναπτύξει τις αγορές που διαπραγματεύονται εμπορεύματα. Σε αυτές τις αγορές αγοράζονται και πωλούνται επενδυτικά πακέτα με συγκεκριμένο τρόπο. Υπάρχουν τρεις διαφορετικές αγορές που διαπραγματεύονται είδη χρεογράφων.

Αγορά Χρήματος: διαπραγματεύεται βραχυχρόνιες επενδύσεις (λιγότερο από ένα χρόνο). Η αγορά διακατέχεται από ένα χαλαρό δίκτυο τραπεζών και dealers που συνδέονται με telex, τηλέφωνα και υπολογιστές, που διαπραγματεύονται σε οτιδήποτε επαρκή και αξίζει να διαπραγματευθεί. Για παράδειγμα, ένας πλοιοκτήτης με περίσσειμα μετρητών που επιθυμεί να διατηρήσει τα κεφάλαιά του ρευστά μπορεί να πουλήσει δικά της ομόλογα που του δίνουν καλύτερη απόδοση απ' αυτή που θα έπαιρνε αν τα κατέθετε στην τράπεζα. Αυτές οι αγορές διαπραγματεύονται κεφάλαια σε τοπικό νόμισμα από εγχώριους επενδυτές και κεφάλαια εκτός χώρας (Eurocurrency market).

Αγορά Κεφαλαίου: διαπραγματεύεται μακροπρόθεσμες επενδύσεις όπως για παράδειγμα ομόλογα και ομολογίες. Οι δανειζόμενοι εκδίδουν ομόλογα, μέσω ενός dealer, που αποπληρώνει τον κάτοχο με ένα συγκεκριμένο ποσό σε μια προκαθορισμένη ημερομηνία, π.χ. σε 10 χρόνια. Ο τόκος πληρώνεται σε κουπόνια. Διαπραγματεύσεις με εταιρείες που έχουν έδρα στο εξωτερικό (off shore) κεφαλαίων που δίνονται σε Eurobond αγορές.

Αγορές Μετοχών: διαπραγματεύονται μετοχές. Αυτό επιτρέπει στις αξιόπιστες επιχειρήσεις να αυξήσουν το κεφάλαιό τους με δημόσια εγγραφή στην αγορά μετοχών. Για να αυξήσει με αυτόν τον τρόπο μια επιχείρηση το κεφάλαιό της πρέπει να ακολουθήσει ορισμένους κανόνες και να πείσει τους μετόχους ότι η επένδυση είναι καλή.

5.4 Ο ρόλος των πιστωτικών ιδρυμάτων

Για να μπει σε αυτές τις αγορές, να δανειστείς ή να επενδύσεις, οι επιχειρήσεις πρέπει να κινηθούν μέσω διαμεσολαβητών που παρέχουν ειδικές υπηρεσίες. Οι εμπορικές τράπεζες δανείζονται από τις χρηματαγορές και δανείζουν στους πλοιοκτήτες με κέρδος (spread). Για να προβούν σε τέτοιες ενέργειες χρησιμοποιούν ειδική γνώση για να διακρίνουν τέτοιες επενδυτικές ευκαιρίες που παρέχουν ένα ανεκτό επίπεδο κινδύνου. Οι επενδυτικές τράπεζες βοηθούν τις

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

επιχειρήσεις που έχουν ισχυρό πιστωτικό όριο να εκδώσουν ομόλογα, μετοχές και προσωπικές τοποθετήσεις.

Εμπορικές Τράπεζες: Αποτελούν την σημαντικότερη πηγή χρηματοδότησης της ναυτιλιακής βιομηχανίας. Πολλές τράπεζες έχουν αποκλειστικά τμήματα για την χρηματοδότηση της ναυτιλίας. Παρέχουν δάνεια τακτής λήξης 2-10 ετών, τα οποία χρηματοδοτούν δανειζόμενες κεφάλαια από την αγορά. Γενικά, τα δάνεια που παρέχονται έχουν ένα περιθώριο πάνω από το LIBOR. Η διασπορά κυμαίνεται από 0,5% για έναν ισχυρό πελάτη μέχρι 2% για έναν πιο επικίνδυνο πελάτη. Για ποσά πάνω από \$50 εκατομμύρια παρέχονται από συνδυασμό τραπεζών και όχι από μία.

Τράπεζες υποθήκευσης πλοίων: Σε ορισμένες χώρες οι πιστώσεις παρέχονται από ειδικές τράπεζες υποθήκευσης πλοίων, οι οποίες άλλοτε εξασφαλίζουν τα κεφάλαιά τους από την αγορά και άλλοτε εκδίδουν ομόλογα τα οποία παραχωρούν φόρους στους εγχώριους επενδυτές. Στην Γερμανία τα δάνεια δεν ξεπερνούν τα 3/5 της αξίας του πλοίου και τα 12 χρόνια.

Επενδυτικές Τράπεζες: Αυτές οι τράπεζες κανονίζουν και εγγυώνται την χρηματοδότηση, αλλά δεν αναλαμβάνουν την παροχή δανείων. Κανονίζουν κοινοπραξίες δανείων, παροχή μετοχών, έκδοση ομολογιών.

Χρηματιστηριακά Ιδρύματα: Ορισμένα χρηματιστηριακά ιδρύματα, όπως η Fidelity Capital, τα οποία διαχειρίζονται σημαντικά κεφάλαια και διαθέτουν ειδικά ναυτιλιακά τμήματα, δανείζουν κατευθείαν στις ναυτιλιακές εταιρείες. Επιπλέον, υπάρχει ένας αριθμός ναυτιλιακών broker που ειδικεύονται στην συγκέντρωση επενδυτικών πακέτων.

Εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης: Ειδικεύονται στην μίσθωση κεφαλαίων και πολλές φορές μισθώνουν μακροχρόνια ολόκληρο πλοίο. Επιπλέον, στην Ιαπωνία οι επιχειρήσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης αποτελούν βασικές πηγές δανεισμού. Εφόσον υπόκεινται σε συγκεκριμένη νομοθεσία προσφέρουν μακροχρόνια χρηματοδότηση την οποία οι εμπορικές τράπεζες δεν μπορούν να εμφανίσουν στο ισοζύγιό τους.

Πίστωση κατασκευών πλοίων: Οι περισσότερες χώρες παρέχουν πιστώσεις κατασκευών πλοίων σε εγχώριους και ξένους ιδιώτες. Οι όροι της εξωτερικής πίστωσης είναι γύρω στο 80% προκαταβολή για 8,5 χρόνια και με επιτόκιο 8% τον χρόνο. Με εξαίρεση την Κορέα αυτή η πίστωση προσφέρεται σε εγχώριο νόμισμα. Τα κεφάλαια παρέχονται είτε από την κυβέρνηση είτε από μια εμπορική τράπεζα η οποία

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

λαμβάνει κυβερνητική εγγύηση και μια χορήγηση η οποία καλύπτει την διαφορά μεταξύ της τιμολόγησης του δανείου και του επιτοκίου που δανείστηκαν στην εγχώρια αγορά.

5.5 Πιστωτικά Ιδρύματα

Ο βασικός σύνδεσμος μεταξύ μιας τράπεζας και ενός οφειλέτη (πλοιοκτήτη) είναι η δανειακή συμφωνία. Μερικές φορές είναι πολύ δύσκολο να έρθουμε σε ικανοποιητική συμφωνία και με τις δύο πλευρές, αυτούς που προσφέρουν το δάνειο (τράπεζες) και τους οφειλέτες. Και τα δύο μέρη έχουν διαφορετικά συμφέροντα και αντίθετα ενδιαφέροντα. Πιο συγκεκριμένα, ο πλοιοκτήτης θα επιθυμούσε να δει από την πλευρά της τράπεζας:

- Μικρό ποσοστό συνεισφοράς, ώστε αν το πρόγραμμα πάει καλά, θα έχει υψηλή απόδοση στην επένδυσή του.
- Μικρό κάλυμμα για τον εαυτό του ή για τους επενδυτές, με σκοπό την ελαχιστοποίηση της ζημιάς αν το επενδυτικό πρόγραμμα δεν πάει καλά.
- Δάνεια μακράς διάρκειας ώστε να συνδέσει την διάρκεια του περιουσιακού στοιχείου με το ποσό που χρωστάει και την πραγματική διάρκεια.
- Ικανοποιητική χρηματοδότηση από την άποψη του επιτοκίου.
- Άμεση ανταπόκριση, συμβουλές και επιπρόσθετα χρηματοδοτικά προϊόντα.
- Εγχειρίδια.

Από την άλλη πλευρά, όμως, οι τράπεζες θα επιθυμούσαν να λάβουν:

- Ένα ουσιαστικό ποσοστό συνεισφοράς.
- Υψηλό κάλυμμα και προσφυγή στα οφέλη του πλοιοκτήτη.
- Μικρή περίοδο δανείου.
- Δαπανηρή χρηματοδότηση.
- Μεγάλα χρονικά διαστήματα μεταξύ της απόφασης και της πρότασης.
- Προμήθεια για κάθε προϊόν χρηματοδότησης και για κάθε εξυπηρέτηση.
- Εγχειρίδια που να καλύπτουν κάθε ενδεχόμενο γεγονός.

Όλα αυτά είναι εφικτά αν υποθέσουμε ότι ο οφειλέτης έχει την αναμενόμενη πιστοληπτική ικανότητα καθώς επίσης και την ικανότητα να διοικήσει μια επιχείρηση, και ότι το επενδυτικό πρόγραμμα είναι κατανοητό.

Στο παρελθόν, πολλές τράπεζες προσπάθησαν να κατηγοριοποιήσουν, να τυποποιήσουν και να «ομογενοποιήσουν» τις απαιτήσεις τους σχετικά με αυτά που προσφέρουν. Οι περισσότερες προσπάθειες ήταν ένας συνδυασμός κριτηρίων προκειμένου να αποδεχθούν το επενδυτικό πρόγραμμα σαν κάποια πιθανή και

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

ενδεχόμενη πρόταση, και ένας συνδυασμός κριτηρίων βασισμένος στον οφειλέτη και την επιχείρηση. Η διαδικασία μπορεί να μην ήταν τόσο επιτυχημένη όσο φαινόταν. Αντί να ελαχιστοποιήσει το φόρτος λειτουργίας της τράπεζας, δημιούργησε κάποια δεδομένα στην αγορά. Σχεδόν κάθε τράπεζα εξέδιδε ένα αξιосέβαστο φυλλάδιο, στο οποίο αναφερόντουσαν οι παροχές τους και η πολιτική τους.

5.6 Πιστωτική Πολιτική

Η πολιτική των δανείων των εμπορικών τραπεζών παρουσιάζει μια ομοιομορφία όσον αφορά την στρατηγική τους προσέγγιση. Παρόλα αυτά υπάρχουν πολλοί παράγοντες που επηρεάζουν τις ατομικές ενέργειες των τραπεζών. Πρέπει να σημειώσουμε ότι όλα τα πιστωτικά ιδρύματα τείνουν να ειδικεύονται σε συγκεκριμένα είδη δανείων και αγορών λειτουργώντας μία συγκεκριμένη δομή δανειακών χαρτοφυλακίων. Αναπτύσσοντας την εμπειρία τους και την αξιοπιστία τους στην ικανότητά τους να διαχειρίζονται τον πιστωτικό κίνδυνο. Ορισμένοι βασικοί παράγοντες που κάνουν τους χορηγούς δανείων να συμπεριφέρονται διαφορετικά ενώ αντιμετωπίζουν τις ίδιες ευκαιρίες δανείων εξηγείται από το γεγονός ότι η πιστωτική πολιτική των τραπεζών δεν είναι ίδια. Ορισμένες τράπεζες, ενώ υπερασπίζονται τα συμφέροντα των εταίρων τους, είναι πιο συντηρητικές από τις άλλες τράπεζες.

Υπάρχουν πολλοί λόγοι για τους οποίους η εφαρμογή των δανείων είναι διαφορετική, μερικοί από αυτούς είναι:

- Το νομικό πλαίσιο στο οποίο υπόκεινται οι τράπεζες. Για παράδειγμα, το ποσό του δανείου που εκχωρείται σε μια ναυτιλιακή επιχείρηση είναι περιορισμένο, και εξαρτάται από τον δείκτη χρέος/ μετοχή όπως επίσης και από τον δείκτη των συνολικών καταθέσεων των δανείων εκείνη την χρονική στιγμή.
- Η αναλογία των χαρτοφυλακίων που έχουν ήδη δοθεί σε ναυτιλιακά δάνεια. Όταν πολλοί πλοιοκτήτες έχουν πάρει δάνεια, οι τράπεζες επιθυμούν να σώσουν ένα μέρος αυτών των δανείων ώστε να υποστηρίξουν τα ήδη υπάρχοντα δάνεια σε περίπτωση που απαιτηθούν σε μια δύσκολη περίοδο. Δεν είναι όλες οι τράπεζες φερέγγυες στους πελάτες τους. Ορισμένες, όταν εκχωρούν ένα δάνειο, υποστηρίζουν το επενδυτικό τους πρόγραμμα τόσο σε άσχημες όσο και καλές οικονομικές περιόδους.
- Ο ανθρώπινος παράγοντας είναι ένας από τους πιο σημαντικούς λόγους που ακολουθούν διαφορετική πολιτική δανείων τα πιστωτικά ιδρύματα. Η εκτίμηση των ναυτικών δανείων γίνεται από ανθρώπους και όχι από μηχανές. Αυτό σημαίνει ότι το μεγαλύτερο μέρος βασίζεται στην ανθρώπινη και υποκειμενική εκτίμηση. Κανένας χορηγός δανείων δεν μπορεί να προβλέψει 100% την

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

μελλοντική ανάπτυξη. Και γι' αυτό το λόγο, άνθρωποι με διαφορετική εμπειρία εμφανίζουν διαφορετική εκτίμηση συγκεκριμένων απαιτήσεων.

Προκειμένου να πετύχουν μια περισσότερο αμερόληπτη στάση, τα πιστωτικά ιδρύματα επικεντρώνουν τις επιδιώξεις τους και τις απαιτήσεις τους όσον αφορά την χρηματοδότηση στην πιστωτική πολιτική.

Η πιστωτική πολιτική είναι το σύνολο των κανόνων, οργανωτικής και οικονομικής φύσεως, που ο υπεύθυνος του πιστωτικού ιδρύματος παίρνει προκειμένου να επιτευχθούν τα μέγιστα δυνατά οικονομικά αποτελέσματα, τόσο για το ιδιωτικό όσο και για το κοινωνικό όφελος. Η πιστωτική πολιτική πρέπει να χαρακτηρίζεται από τρεις βασικές αρχές:

- Την αρχή της ρευστότητας. Η ρευστότητα είναι ο βασικός παράγοντας που απασχολεί τις τράπεζες. Είναι η ικανότητα του πιστωτικού ιδρύματος να ανταποκρίνεται στις απαιτήσεις του μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Τα πιστωτικά ιδρύματα δεν επιδιώκουν να έχουν επαρκή ρευστότητα όσο είναι το σύνολο των υποχρεώσεών τους, επειδή πετυχαίνοντας το θα έχουν καταφέρει να αφήσουν όλες τις καταθέσεις τους άθικτες. Παρόλα αυτά όλες οι επενδύσεις που βασίζονται στο κεφάλαιο των καταθέσεων, μπορεί να καθυστερήσουν να αποπληρωθούν από το πιστωτικό ίδρυμα ή να αποπληρωθεί μέρος της απαίτησης.
- Η αρχή της εξασφάλισης. Με αυτή την αρχή έχουμε εγγύηση για την ασφάλεια της απόδοσης των πιστώσεων σε περίπτωση που αυξηθεί κάποιο εισόδημα (επιτόκιο) της τράπεζας. Οι απαιτούμενες εξασφαλίσεις μπορεί να είναι προσωπικές, αν και εξαρτάται από την αξιοπιστία του οφειλέτη και την κατάσταση της χρηματοδότησης. Οι εξασφαλίσεις μπορεί να βασίζονται σε προσωπικές εγγυήσεις ή υποθήκες. Για να καταλάβουμε την σημασία της αρχής της εξασφάλισης, πρέπει να τονίσουμε ότι οι τράπεζες επιδιώκουν να διανέμουν τις υπηρεσίες τους σε πολλούς πιστωτές και να αποφεύγουν να χορηγούν υψηλά δάνεια σε λίγους οργανισμούς. Η οικονομία καταρρέει από τέτοια δάνεια και κλονίζεται η κατάσταση του πιστωτικού ιδρύματος που εξάγει τέτοια δάνεια. Τα πιστωτικά ιδρύματα είναι ενημερωμένα για τις λειτουργίες και την πιστωτική ικανότητα των οφειλετών. Για να προσκομίσει αυτή την πληροφόρηση η τράπεζα έχει εκ των προτέρων απασχοληθεί με το συγκεκριμένο αντικείμενο. Οι οικονομικές και οι εμπορικές πληροφορίες είναι πολύ σημαντικές. Η επεξεργασία των δεδομένων περιλαμβάνει συστηματική ανάλυση της οικονομικής ανάπτυξης της χώρας, που αποτελεί το κέντρο των εργασιών των πιστωτικών ιδρυμάτων, αφού αυτή μπορεί να επηρεάσει συγκεκριμένα μέρη.
- Η αρχή της απόδοσης. Αυτή η αρχή συνδέεται με την οικονομική δημιουργία πολλών ανθρώπινων δραστηριοτήτων, όπως είναι η επίτευξη του μεγαλύτερου

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

δυνατού οικονομικού αποτελέσματος, θυσιάζοντας λιγότερο και χρησιμοποιώντας τους απαραίτητους συνδυασμούς των διαθέσιμων πηγών. Η απόδοση είναι συνώνυμο της εξασφάλισης και της ρευστότητας. Πιο συγκεκριμένα, η ανάγκη να διατηρούμε ρευστά προϋποθέτει περιορισμό του εισοδήματος και ως συνέπεια της πιθανότητας για απόδοση. Επιδιώκοντας υψηλότερο εισόδημα ανεβάζουμε την ρευστότητα σε επικίνδυνα επίπεδα. Είναι γνωστό ότι οι οφειλέτες επιθυμούν να πληρώσουν περισσότερα όταν η εξασφάλιση που προσφέρεται είναι χαμηλή, ενώ σε διαφορετική περίπτωση, η πίστωση είναι σχεδόν αδιάφορη. Η απόδοση ενός πιστωτικού ιδρύματος επηρεάζει το κόστος κεφαλαίου και το εισόδημα των πιστωτών. Το ποσό των κεφαλαίων που κατατίθενται στην κεντρική τράπεζα είναι το κλειδί της απόδοσης των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Πιο συγκεκριμένα, μια πολιτική πιστώσεων πρέπει να περιλαμβάνει τα εξής σημεία:

Διάρκεια Αποπληρωμής: η διάρκεια του δανείου. Είδη δανείων όπως τα balloon payment loans, δεν έχουν όλες οι δόσεις το ίδιο μέγεθος. Η μέγιστη αποδεκτή περίοδος δανείου μπορεί να αποδοθεί με τις παρακάτω εκφράσεις:

- Μέγιστο ποσό αποπληρωμής.
- Μέγιστη ηλικία του πλοίου στη λήξη του δανείου.
- Μέγιστο προφίλ δανείου.

Σύνδεσμοι: είναι ο δείκτης δάνεια προς αξία ενεργητικού. Ποικίλει από 40-80% και εξαρτάται από το είδος του πλοίου, τους εργάτες, το κάλυμμα, την ηλικία, τον ανταγωνισμό από άλλες τράπεζες και την γενικότερη δανειακή πολιτική. Μια αισιόδοξη λίστα θα μπορούσε να είναι:

Νεόκτιστα: 80%

Από δεύτερο χέρι: 70%

Ειδικά: 75%

Επιβατικά πλοία:

1. Καινούρια 75%
2. Μεγάλης ηλικίας 50%

Πλάνο αποπληρωμής: συνήθως ισόποσες δόσεις για όλη την διάρκεια του δανείου. Στο Λονδίνο ή στην Ευρωπαϊκή αγορά, οι δόσεις είναι συνήθως κάθε 3 ή 6 μήνες.

Νόμισμα: οι περισσότερες εμπορικές τράπεζες δανείζουν σε δολάρια. Αυτό δημιουργεί τον κίνδυνο του νομίσματος. Το καλύτερο ίσως θα ήταν το δάνειο να εκδίδεται στο ίδιο νόμισμα που είναι και οι αναμενόμενες ταμειακές ροές.

Επιτόκια: οι περισσότερες χρηματοδοτήσεις των εμπορικών τραπεζών γίνονται με κυμαινόμενα επιτόκια. Δανείζουν με απόκλιση μεγαλύτερη από το επιτόκιο στο οποίο έχουν δανειστεί, έξι μηνών LIBOR είναι το πιο κοινό. Μια τυπική απόκλιση είναι 0,5% έως 2,5% πάνω από το LIBOR (EURIBOR).

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Έξοδα: σε μία κρίσιμη περίοδο, η τράπεζα θα χρεώσει ανάλογα με τον πελάτη κάποια έξοδα δέσμευσης, και παράλληλα θα κάνει και έναν διακανονισμό για τα αρχικά έξοδα.

Συνδικάτο ναυτικών δανείων: χρησιμοποιείται για να καλύψει τον κίνδυνο μεγάλων δανείων πολλών τραπεζών.

Εξασφάλιση: η αναζήτηση εξασφάλισης έναντι του δανείου περιλαμβάνει:

Εργατικό δυναμικό, Πρώτη υποθήκη, Δεύτερη υποθήκη, Κατάσταση εισοδήματος, Κατάσταση της εξασφάλισης, Προσωπική ή Εταιρική εγγύηση και πρόταση για διατήρηση της εξασφάλισης. Η βασικότερη όμως ασφάλεια είναι οι αναμενόμενες ταμειακές ροές, αν το πλοίο φέρνει χρήματα στους πλοιοκτήτες τότε θα έχουν την δυνατότητα να αποπληρώσουν τις εκκρεμείς οφειλές του δανείου.

Για να αυξήσουν την εξασφάλιση για κάθε κίνδυνο οι εμπορικές τράπεζες ζητούν πληροφορίες σχετικά με τα εξής:

- Την εξέλιξη και τις προοπτικές της αγοράς.
- Το λειτουργικό πλάνο της ναυτιλιακής επιχείρησης.
- Την πιστωτική πολιτική που προσαρμόζεται καλύτερα στις παρούσες συνθήκες.
- Τον ανταγωνισμό ποιότητας και παροχών.
- Την σχέση της με την τράπεζα.
- Την διανομή χαρτοφυλακίου.
- Την ελάχιστη αποδεκτή απόδοση.

Παρόλα αυτά η οικονομική λογική είναι ανεπαρκής και αναξιόπιστη. Οι πληροφορίες των ναυτιλιακών επιχειρήσεων δεν είναι εύκολο να μαζευτούν εξαιτίας ορισμένων ειδικών χαρακτηριστικών της ναυτιλιακής αγοράς:

- Εκτός από τα τέλη, η ναυτιλία δεν υπόκειται σε άλλους φόρους.
- Έχει πολυεθνική δράση.
- Κάθε ναυτιλιακή εταιρεία έχει μια ποικιλία επιλογών όσον αφορά τους κανονισμούς. Οι φόροι λιμανιού και οι σημαίες βοηθούν στην δημιουργία μεγάλων χώρων.
- Οι περισσότερες ναυτιλιακές επιχειρήσεις είναι οικογενειακές.
- Υπάρχει μια τάση να διατηρούμε τις εμπορικές σχέσεις μυστικές.

Γι' αυτό το λόγο, απαιτείται μια λίστα με πληροφορίες σε περίπτωση αίτησης για δάνειο.

Ο σκοπός μιας τυπικής έρευνας είναι να δηλώσουμε την κατάσταση του στόλου της εταιρείας που επιθυμεί να δανειστεί, η οποία βασίζεται σε γενικά αποδεκτές αξιολογήσεις και στο σύνολο των συνολικών υποχρεώσεων οι οποίες μπορεί να εκτείνονται σε χρεολύσια άλλων δανείων αν υπάρχουν. Η κατάσταση της ρευστότητας και των εργαζομένων του στόλου είναι απαραίτητα στοιχεία σε περίπτωση αποτίμησης του δανείου.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Είναι επίσης γνωστό ότι η πιστωτική πολιτική έχει ιδιαίτερες αναφορές σε μη αποδεκτές εγγυήσεις και διάρκειες. Τέτοιοι όροι εξηγούν την απροθυμία των πιστωτικών ιδρυμάτων να δώσουν δάνεια τα οποία βασίζονται σε πολλαπλές εγγυήσεις πλοίων, ειδικά εκεί που δεν υπάρχει οικονομική σταθερότητα. Τέτοιοι όροι μπορεί να είναι:

Δάνεια με σταυρωτό κάλυμμα και δάνεια που συμπεριλαμβάνουν διάφορα νομίσματα είναι τα πιο συνιστώμενα δάνεια, τα οποία δεν αποφεύγονται. Τα δάνεια που ενέχουν υψηλό κίνδυνο είναι αυτά που συνδέονται με νεόκτιστα στα ναυπηγεία κι όχι των παραδοσιακών κτιρίων.

Ο χορηγός μπορεί να προτιμά να αποφεύγει να χρηματοδοτεί από την αρχή ένα επενδυτικό πρόγραμμα το οποίο πρώτα είχε ανατεθεί σε άλλη τράπεζα, εξαιτίας κάποιας λογικής καχυποψίας. Πρέπει να τονίσουμε ότι η χρηματοδότηση από την αρχή είναι μια ανταγωνιστική τακτική.

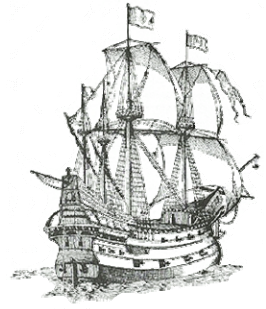
Συμβόλαιο: το έγγραφο της χρηματοδοτικής συμφωνίας το οποίο γενικά περιλαμβάνει μια σειρά από συμβόλαια, μερικά από τα οποία είναι πολύ σημαντικά στην διαπραγμάτευση. Αυτά τα συμβόλαια περιλαμβάνουν τους όρους της χρηματοδότησης, την διατήρηση του κεφαλαίου κίνησης και την καθαρή αξία, και για ορισμένους όρους περιλαμβάνονται επιπρόσθετα καλύμματα τα οποία παραχωρούνται σε περίπτωση που η αξία του ενεργητικού μειωθεί.

Έγγραφο: όλος ο διακανονισμός γράφεται με συγκεκριμένο τρόπο.

Μία πιστωτική πολιτική μπορεί να απαιτεί ένα συγκεκριμένο τρόπο σύνταξης, οδηγίες για το άτομο που κάνει την αίτηση εστιάζοντας την προσοχή σε σημαντικά για την τράπεζα στοιχεία. Ένα τυπικό έγγραφο θα περιλαμβάνει 8 ενότητες:

- Ιστορική ανάλυση
- Οικειοποίηση με την ομάδα
- Χρηματοδοτική ανάλυση
- Ταμειακές ροές
- Δανειακή ανάλυση
- Δομή του στόλου
- Προσδοκία για το κομμάτι της τραπεζικής αγοράς
- Η βαθύτερη πλευρά της ανάλυσης κινδύνου

Η πιστωτική πολιτική περιλαμβάνει και την διαδικασία αποτίμησης του δανείου. Τα πιο συνηθισμένα κομμάτια της αίτησης για παροχή δανείου έχουν συμπληρωθεί, μένουν η χρηματοοικονομική ανάλυση - επαλήθευση των δεδομένων, η επίβλεψη της αγοράς και η αξιολόγηση από το ναυτιλιακό τμήμα της τράπεζας το οποίο εν συνεχεία το δίνει στον υπεύθυνο της τράπεζας για έγκριση.

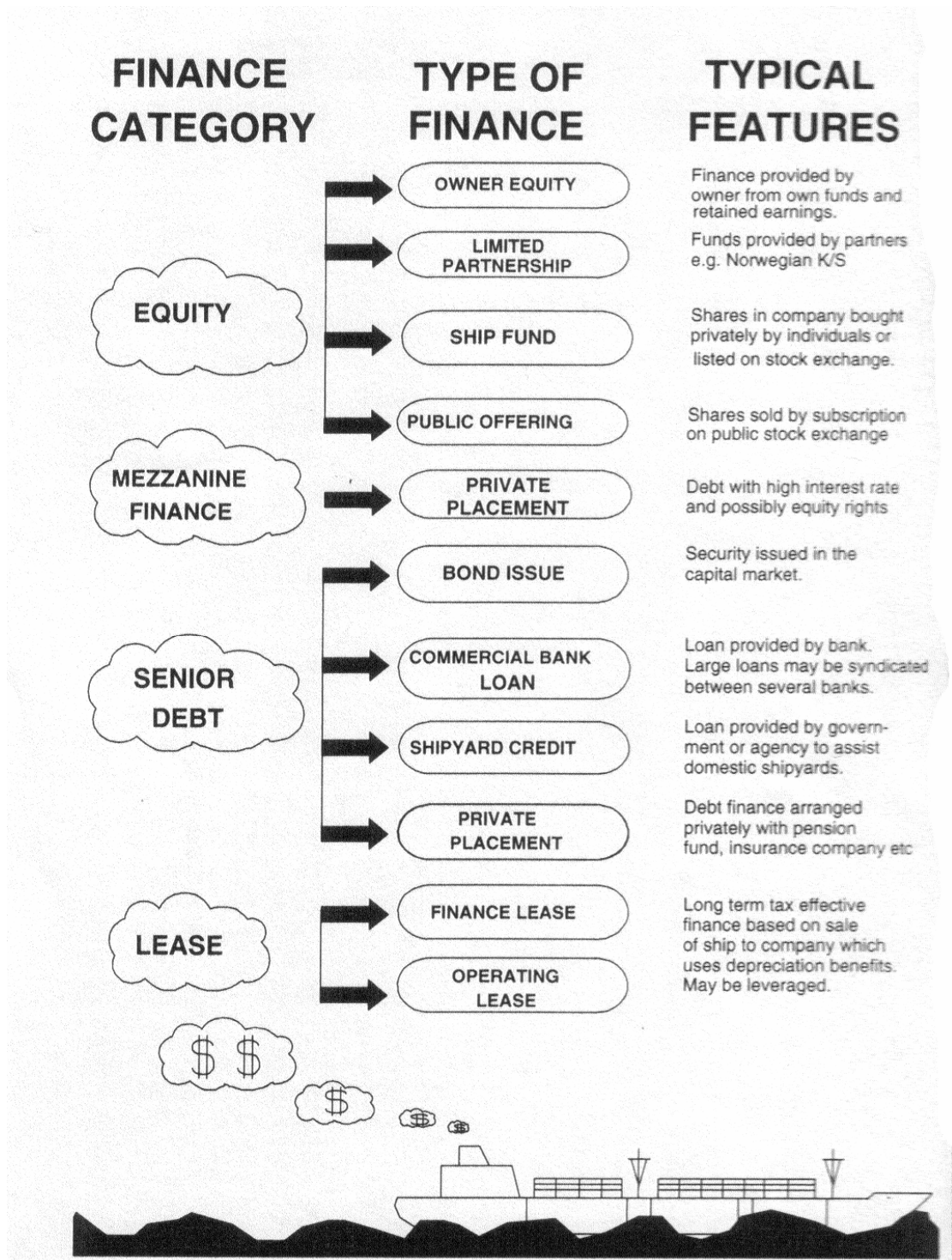


ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Μέθοδοι Χρηματοδότησης Ναυτιλίας

Το κόστος απόκτησης ενός πλοίου είτε πρόκειται για νεότευκτο, είτε για μεταχειρισμένο είναι υψηλό. Πιο συγκεκριμένα, όταν αναφερόμαστε στην ναυτιλία αναφερόμαστε σε μια βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίου, όπου το μεγαλύτερο μέρος της αξίας του πλοίου καλύπτεται μέσω διαφόρων μορφών χρηματοδότησης που υπάρχουν στην αγορά. Ένας ακόμα λόγος που οδηγεί τις εταιρείες στην άντληση των απαραίτητων κεφαλαίων από τις διάφορες μορφές χρηματοδότησης είναι το γεγονός ότι η ναυτιλία γενικότερα χαρακτηρίζεται ως ένας κλάδος υψηλού κινδύνου λόγω των διακυμάνσεων που παρουσιάζει.

Η κυριότερη μορφή χρηματοδότησης και η πιο παραδοσιακή είναι η τραπεζική που καλύπτει το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων που διατίθενται για αυτό τον σκοπό. Στην κατηγορία των παραδοσιακών μορφών χρηματοδότησης εντάσσονται και η αυτοχρηματοδότηση καθώς επίσης και η παροχή δανείων από ναυπηγεία. Άλλες μορφές χρηματοδότησης που υιοθετούνται όλο και περισσότερο στην σύγχρονη εποχή είναι η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing), η άντληση κεφαλαίων από το χρηματιστήριο και η χρηματοδότηση με έκδοση ομολογιών καθώς και άλλες μορφές χρηματοδότησης λιγότερο διαδεδομένες.



⁹ Options for Financing merchant ships
Source: Martin Stopford 1997

6.1 Τραπεζική χρηματοδότηση

Η σημασία των τραπεζών για την ναυτιλιακή βιομηχανία είναι πολύ μεγάλη δεδομένου ότι προσφέρουν στις ναυτιλιακές εταιρείες σημαντικά κεφάλαια για την κάλυψη των αναγκών τους. Εκτός από την παροχή κεφαλαίων για την απόκτηση πλοίων, οι τράπεζες προσφέρουν ποσά για την αντιμετώπιση των λειτουργικών αναγκών καθώς και την παρακολούθηση των απαραίτητων τραπεζικών εργασιών που έχουν ανεξαιρέτως όλες οι ναυτιλιακές εταιρείες.

Αυτή η μορφή χρηματοδότησης αποτελούσε την πλέον παραδοσιακή και σημαντικότερη, από πλευράς κεφαλαίων, για πάρα πολλά χρόνια. Τα προβλήματα που αντιμετώπισαν οι τράπεζες όμως την χρονική περίοδο από τις αρχές της δεκαετίας του 1970 έως τα μέσα της δεκαετίας του 1980, οδήγησαν τις τράπεζες στην υιοθέτηση αυστηρότερων κριτηρίων για την παροχή δανείου. Κύριο μέλημα της τράπεζας είναι η ύπαρξη ενός δανειακού σχεδίου το οποίο θα χαρακτηρίζεται από σταθερότητα και από την δημιουργία επαρκών πλεονεκτημάτων για την εξυπηρέτηση του κεφαλαίου και των τόκων σύμφωνα με το πρόγραμμα πληρωμών του δανείου.

Το συνολικό ύψος των κεφαλαίων που η τράπεζα διαθέτει για αυτό τον σκοπό και η σχεδίαση την πιστωτικής πολιτικής της εξαρτάται από τους παρακάτω παράγοντες:

- Τη θέση της ναυτιλιακής βιομηχανίας.
- Το γενικότερο οικονομικό κλίμα και κυρίως την κατάσταση του θαλάσσιου εμπορίου.
- Την ρευστότητα.
- Την εμπειρία της τράπεζας σε θέματα ναυτιλίας.

Στην περίπτωση που η τράπεζα δεχθεί κάποιο αίτηση για δάνειο από μια ναυτιλιακή εταιρεία, πρέπει να εξετάσει πριν απαντήσει σε αυτό το αίτημα την δομή της επιχείρησης, τον χαρακτήρα και την πιστοληπτική ικανότητα του επιχειρηματία, την ικανότητα του ως manager, το ποσοστό συμμετοχής της εταιρείας στο σύνολο της επένδυσης, την ύπαρξη εγγυήσεων και τέλος την ύπαρξη ευνοϊκών συνθηκών. Άλλοι παράγοντες που θα ληφθούν υπόψη είναι η ταμειακή ροή της εταιρείας, η ακεραιότητα και η συμπεριφορά του δανειζόμενου σε προηγούμενα δάνεια, το μέγεθος και η δομή του στόλου της εταιρείας καθώς επίσης και το επίπεδο κέρδους που θα δημιουργήσει η τράπεζα. Πρέπει επίσης να αναφέρουμε ότι η σύναψη ναύλωσης μακράς διάρκειας για το υπό αγορά πλοίο αποτελεί παράγοντα που συντελεί στην ευνοϊκότερη αντιμετώπιση της αίτησης δανείου. Τέλος σημασία έχουν θέματα που άπτονται της εθνικότητας του πλοίου και της σημαίας που αυτό φέρει καθώς και της φυσικής κατάστασής του όπως αυτή παρουσιάζεται από τις γνωματεύσεις των επιθεωρητών των νηογνώμωνων.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Εάν οι παραπάνω παράγοντες κριθούν ευνοϊκά, τότε το δάνειο εγκρίνεται και παραχωρείται ποσοστό περίπου 60% της συνολικής αξίας του πλοίου. Παλαιότερη πρακτική ήταν το δάνειο να καλύπτει το 80% της αξίας του πλοίου αλλά μετά την καταστροφική, για τις τράπεζες, περίοδο του 1970-1987, το επίπεδο αυτό έχει μειωθεί σε μια προσπάθεια να περιοριστεί ο κίνδυνος στον οποίο εκτίθεται η τράπεζα. Το επιτόκιο που βαρύνει το δάνειο έχει ως βάση το LIBOR συν ένα ποσοστό που κυμαίνεται από 0.5-2.5%. Η διάρκεια του δανείου κυμαίνεται από τρία έως οχτώ χρόνια με τάση προς την επιβολή όσο το δυνατόν μικρότερης διάρκειας.

Ανεξάρτητα από την αίτηση και την θετική απάντηση από την πλευρά της τράπεζας, η παροχή κάποιων μορφών εξασφάλισης θεωρείται δεδομένη. Η κλασικότερη μορφή εξασφάλισης για την τράπεζα είναι η επιβολή πρώτης προτιμώμενης υποθήκης στο πλοίο, είτε υποθήκη σε άλλο πλοίο της ίδιας εταιρίας είτε προσωπικές εγγυήσεις που μπορεί να προσφέρει ο ίδιος ο πλοιοκτήτης. Η λογική των δύο τελευταίων μορφών εξασφάλισης βρίσκεται στην παρουσία σημαντικών μεταβολών στις τιμές των πλοίων. Οι τιμές των πλοίων επηρεάζονται καθοριστικά από τα επίπεδα των ναυλαγορών και επομένως σε περίοδο κρίσης, που οι τιμές των πλοίων μειώνονται, η υποθήκη του προς απόκτηση πλοίου δεν αποτελεί επαρκή εγγύηση.

6.1.1 Ναυτιλιακά μεσοπρόθεσμα δάνεια

Διερεύνηση αιτήματος

Με την υποβολή αιτήματος χρηματοδότησης για την αγορά, επισκευή ή μετασκευή ενός ή περισσοτέρων πλοίων από κάποιο πελάτη ή μη, αρχίζει στην αρμόδια υπηρεσία της τράπεζας εντατική προετοιμασία για την διερεύνησή του.

Το πρώτο στοιχείο που ερευνάται και το οποίο βαρύνει ιδιαίτερα σε κάθε περίπτωση είναι το ποιόν του πελάτη, η συνέπεια του σε τυχόν προηγούμενη συνεργασία του με την τράπεζα, αλλά και η οικονομική του επιφάνεια.

Ο δεύτερος σε σημασία παράγοντας που ερευνάται είναι η δυνατότητα εξυπηρέτησής του αιτούμενου δανείου από τα αναμενόμενα κέρδη των προς αγορά πλοίων.

Ένας τρίτος παράγοντας είναι οι προσφερόμενες εξασφαλίσεις. Και επειδή σχεδόν πάντα μεταξύ των εξασφαλίσεων περιλαμβάνεται προτιμώμενη υποθήκη επί του ή των υπό διαπραγμάτευση πλοίων, τίθεται θέμα εκτιμήσεως ή ακόμα και επιθεωρήσεώς των.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Ποιόν πελάτη και οικονομική επιφάνεια

- Αντλούνται πληροφορίες από το αρχείο της τράπεζας σχετικά με την τυχόν προηγούμενη συνεργασία του πελάτη με την τράπεζα.
- Αν πρόκειται για νέο πελάτη ζητούνται πληροφορίες από τον μέχρι αυτή τη στιγμή τραπεζίτη του.
- Γίνεται προσπάθεια συγκεντρώσεως πληροφοριών από την αγορά.
- Ζητούνται από τον πελάτη θεωρημένοι, από ορκωτούς λογιστές, ενοποιημένοι ισολογισμοί και λογαριασμοί αποτελεσμάτων των εταιριών του της τελευταίας τριετίας.

Δυνατότητα εξυπηρέτησης του αιτούμενου δανείου

Το πεδίο διερευνήσεως του παράγοντα αυτού είναι πολύ ευρύ και για την στάθμισή του εξετάζονται πολλά θέματα.

Αντικειμενικός σκοπός είναι να διερευνηθεί αν τα πιθανολογούμενα κέρδη από την εκμετάλλευση των συγκεκριμένων πλοίων επιτρέπουν την εξυπηρέτηση των δόσεων και των τόκων του αιτούμενου δανείου.

Η κατάρτιση του πίνακα των προς εξυπηρέτηση υποχρεώσεων είναι εύκολη με μοναδικό μεταβλητό παράγοντα το επιτόκιο για το οποίο λαμβάνεται υπ' όψη το τρέχον με κάποια πρόβλεψη αυξήσεως του αν τη στιγμή εκείνη βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα.

Τα ναυτιλιακά δάνεια συνήθως χορηγούνται σε δολάρια και το επιτόκιο τους είναι κυμαινόμενο με αποτέλεσμα να αποτελείται από δύο μέρη, το ένα σταθερό, το εύρος του οποίου επηρεάζεται από τη φερεγγυότητα του πελάτη και το μέγεθος της συνεργασίας με την τράπεζα, και το άλλο μέρος μεταβλητό. Το μέρος που παρουσιάζει δυσκολία να υπολογισθεί είναι τα πιθανά έσοδα και τα προβλεπόμενα έξοδα.

Έσοδα

Για την στάθμιση των πιθανολογούμενων εσόδων πρέπει να λάβουμε υπ' όψη μας τα εξής:

- Τυχόν ύπαρξη κάποιας χρονοαύλωσης.
- Τους ναύλους που πέτυχε το πλοίο, αλλά και άλλα πλοία της ίδιας κατηγορίας, μεγέθους και ηλικίας, κατά την τελευταία περίοδο.
- Τη διεθνή οικονομική και πολιτική κατάσταση.
- Τη συνολική χωρητικότητα των υπό ναυπήγηση πλοίων του συγκεκριμένου τύπου και μεγέθους.
- Το σημείο του ναυτιλιακού κύκλου.

Για την εκτίμηση της αξίας κάποιας χρονοαύλωσης πρέπει να εξετάζονται το κύρος του ναυλωτού και το χρονικό σημείο του ναυτιλιακού κύκλου. Γιατί είναι τόσοι πολλοί και πολύπλοκοι οι όροι των ναυλοσύμφωνων που αν ακολουθήσει περίοδος

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

υφέσεως και κρίσεως και μειωθούν οι ναύλοι, υπάρχει κίνδυνος να στηριχθεί κάπου ο ναυλωτής για να διακόψει την χρονοναύλωση. Γι' αυτό η αγορά υποστηρίζει ότι οι τραπεζίτες δεν πρέπει να στηρίζονται ανεπιφύλακτα στις χρονοναυλώσεις.

Όσον αφορά τους τρέχοντες ναύλους η τράπεζα συγκεντρώνει πληροφορίες από την αγορά και κυρίως από τον ναυτιλιακό τύπο.

Πρέπει να διευκρινίσουμε ότι υπάρχουν τρία είδη ναυλώσεων:

- Η ναύλωση για ένα ή περισσότερα ταξίδια
- Η χρονοναύλωση
- Η ναύλωση πλοίου γυμνού (bare-boat)

Στην πρώτη περίπτωση ο ιδιοκτήτης διαθέτει στον ναυλωτή το πλοίο του για την μεταφορά συμφωνηθέντος κατά είδος και ποσότητα φορτίου από ένα ή περισσότερα άλλα λιμάνια. Ο ναύλος συμφωνείται κατά μονάδα βάρους ή όγκου ή και κατ' αποκοπή και ο κύριος του πλοίου καλύπτει κάθε δαπάνη. Καθυστερήσεις λόγω κακοκαιρίας, απεργιών, ή δυσχερειών φορτώσεως ή εκφορτώσεως βαρύνουν τον ιδιοκτήτη.

Στην περίπτωση της χρονοναύλωσης ο πλοιοκτήτης μισθώνει το πλοίο στον ναυλωτή για ορισμένο χρονικό διάστημα και είναι υπόλογος μόνο για τα τρέχοντα έξοδα του πλοίου. Τα καύσιμα, οι δαπάνες φορτοεκφόρτωσης, τα διόδια, τα λιμενικά τέλη καλύπτονται από τον ναυλωτή. Το πλοίο όμως είναι ολόκληρο στα χέρια του ιδιοκτήτη.

Στην περίπτωση του bare-boat charter την ευθύνη αλλά και την δαπάνη για την επάνδρωση, τον εφοδιασμό και την συντήρηση του πλοίου αναλαμβάνει ο ναυλωτής. Ο ναύλος συνήθως καταβάλλεται στην αρχή κάθε μήνα. Με την λήξη της ναυλώσεως το πλοίο πρέπει να επιστραφεί στους ιδιοκτήτες στην ίδια κατάσταση που παραδόθηκε από αυτούς.

Έξοδα

Σήμερα οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν δύο ειδών κόστη, το προϋπολογιστικό και το απολογιστικό. Το προϋπολογιστικό καταρτίζεται προκειμένου να ληφθεί απόφαση εάν είναι συμφέρουσα η προσφερόμενη ναύλωση. Ο προϋπολογισμός του κόστους είναι ιδιαίτερα δυσχερής αφού αφορά την εκμετάλλευση των πλοίων και περιέχει πολλούς αστάθμητους παράγοντες, όπως ζημιές, απεργίες, άσχημες καιρικές συνθήκες, γι' αυτό το λόγο και απαιτεί πολλές γνώσεις και εμπειρία. Το απολογιστικό ή πραγματικό κόστος καταρτίζεται εκ των υστέρων για να βρεθούν τα κέρδη ή η ζημιά που προέκυψαν από αυτήν την ναύλωση. Οι αποκλίσεις που προκύπτουν από την σύγκριση των επιμέρους στοιχείων του προϋπολογιστικού και του απολογιστικού κόστους αποτελούν αντικείμενο έρευνας.

Οι δαπάνες παραγωγής μιας ναυτιλιακής υπηρεσίας διακρίνονται σε:

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

- Τρέχουσες δαπάνες, οι οποίες είναι σταθερές. Σε περίπτωση χρονοναυλώσεως ο πλοιοκτήτης είναι υπεύθυνος για την πληρωμή μόνο των τρεχουσών δαπανών του πλοίου, ενώ σε περιπτώσεις ναυλώσεως για συγκεκριμένο ταξίδι τον βαρύνουν όλα τα έξοδα. Οι τρέχουσες δαπάνες ανήκουν στις εξής κατηγορίες:
 - ❖ Δαπάνες επανδρώσεως. Οι δαπάνες αυτές καλύπτουν σημαντικό μέρος των τρεχουσών δαπανών του πλοίου και επηρεάζονται από πολλούς παράγοντες. Κατά την διάρκεια της ναυτιλιακής κρίσεως οι Έλληνες εφοπλιστές προκειμένου να μειώσουν τα τρέχοντα έξοδα των πλοίων τους κατέφυγαν στην κάλυψη των αναγκών σε κατώτερα πληρώματα με ναυτικούς από την Κορέα και τις Φιλιππίνες με πολύ χαμηλούς μισθούς. Η επιλογή όμως αυτή είχε επιπτώσεις στην ποιότητα των παρερχόμενων υπηρεσιών, αφού το επίπεδό τους ήταν κατώτερο από αυτό των Ελλήνων. Στις δαπάνες επανδρώσεως εκτός από τους μισθούς περιλαμβάνεται και η διατροφή του πληρώματος όπως επίσης και τα έξοδα επαναπατριsmού του. Βέβαια, χάριν στην βελτίωση της τεχνολογίας των πλοίων, έχουν περιοριστεί οι ανάγκες σε πλήρωμα.
 - ❖ Δαπάνες τεχνικής φύσεως. Αυτή η κατηγορία δαπανών επηρεάζεται από παράγοντες όπως είναι η ποιότητα της εργασίας των πληρωμάτων, η ρευστότητα του πλοιοκτήτη, η επιλογή του κατάλληλου λιμένος δεξαμενισμού. Αυτοί οι παράγοντες έχουν 2 όψεις. Πιο συγκεκριμένα, η ναυτολόγηση πληρωμάτων μειωμένης ικανότητας για μείωση των εξόδων μπορεί να προκαλέσει λόγω κακής συντήρησης του πλοίου αυξημένα έξοδα επισκευών και δεξαμενισμού. Η επιλογή ναυπηγείου μικρού κόστους δεξαμενισμού πολλές φορές σημαίνει μεγαλύτερη διάρκεια παραμονής του πλοίου στην δεξαμενή και κατά συνέπεια απώλεια εισοδήματος. Η ελλιπής συντήρηση του πλοίου λόγω προβλημάτων ρευστότητας μπορεί να προκαλέσει πολλαπλάσια ζημιά στην επιχείρηση.
- Έξοδα ταξιδιού, στα οποία περιλαμβάνονται τα διόδια διωρύγων, οι δαπάνες λιμένων και φορτίου, και τα καύσιμα. Τα διόδια ιδιαίτερα εκείνα των διωρύγων του Παναμά και του Σουέζ, αποτελούν σημαντική δαπάνη γι' αυτό και λαμβάνονται υπ' όψη στην λήψη αποφάσεων σχετικά με την πορεία που θα ακολουθήσει ένα πλοίο. Τα διόδια της διώρυγας του Παναμά υστερούσαν έναντι εκείνων του Σουέζ, κι έτσι κατά την περίοδο της ναυτιλιακής κτίσεως συνέχισαν να αυξάνονται έως την στιγμή που εξισώθηκαν και τέλος ξεπέρασαν εκείνα του Σουέζ. Οι δαπάνες που δημιουργούνται από την χρησιμοποίηση ενός λιμένος κατατάσσονται σε δύο κατηγορίες: φορτώσεως και εκφορτώσεως, και λιμενικά τέλη τα οποία υπολογίζονται βάση της χωρητικότητας του πλοίου. Η τιμή των καυσίμων παρουσιάζει σημαντικές αποκλίσεις στα διάφορα λιμάνια του κόσμου.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Παράλληλα δεσμεύονται κεφάλαια από την αποθεματοποίηση των καυσίμων αλλά και περιορίζονται τα μεταφερόμενα φορτία αφού το νεκρό βάρος, στο οποίο περιλαμβάνεται φορτίο και καύσιμα, είναι δεδομένο.

- Δαπάνες κεφαλαίου: αποσβέσεις. Ως κόστος απόσβεσης ενός πλοίου θεωρείται η δαπάνη αντικαταστάσεως λόγω απαξίωσης του. Κατά συνέπεια το ύψος της ετήσιας απόσβεσης εξαρτάται από την διάρκεια της οικονομικής ζωής του. Η διάρκεια της οικονομικής χρησιμότητας ενός πλοίου εξαρτάται από την κατηγορία του και τον τρόπο χρησιμοποίησής και συντηρήσεώς του. Γι' αυτό τα επιβατικά έχουν πολύ μεγάλη διάρκεια ζωής ενώ τα δεξαμενόπλοια ή τα πλοία μεταλλευμάτων υφίστανται μεγαλύτερη φυσική φθορά. Παράλληλα, εξαρτάται και από τις τεχνολογικές εξελίξεις.

Στην πράξη ο υπολογισμός των προβλεπόμενων κερδών γίνεται από το αρμόδιο στέλεχος της τράπεζας ως εξής: θεωρούμε ότι το πλοίο είναι χρονοναυλωμένο για 335 ημέρες τον χρόνο με κάποιο μέσο ημερήσιο ναύλο (μειώνονται οι ημέρες εκμετάλλευσης του πλοίου κατά 30 για περιόδους που το πλοίο παραμένει αναύλωτο ή σε δεξαμενή για επιθεώρηση ή επισκευή). Από το εισόδημα που προκύπτει με τον τρόπο αυτό αφαιρούνται τα τρέχοντα ημερήσια έξοδα για 365 ημέρες, αφού βαρύνουν την εκμετάλλευση και κατά τις ημέρες που το πλοίο παραμένει αναύλωτο ή σε δεξαμενή. Παρατηρούμε, λοιπόν, ότι ενώ ο υπολογισμός ενός μέσου ημερήσιου ναύλου σε καθεστώς χρονοναύλωσης είναι εύκολος, η πρόβλεψη των τρεχόντων ημερήσιων εξόδων παρουσιάζει πολύ μεγαλύτερη δυσκολία. Για τον υπολογισμό τους λαμβάνονται υπ' όψη πληροφορίες από την αγορά και άλλους εφοπλιστές και ο λογαριασμός εκμετάλλευσης ο οποίος είναι ελεγχμένος από ορκωτούς λογιστές. Επιπλέον, το ύψος των ημερήσιων εξόδων επηρεάζεται από την εθνικότητα του πλοίου, τις ικανότητες της διοίκησης του συγκεκριμένου ναυτιλιακού συγκροτήματος, το μέγεθος του συγκροτήματος, τις αναπτυσσόμενες με τα πληρώματα ανθρώπινες σχέσεις, το επίπεδο συντηρήσεως του πλοίου και τέλος την ηλικία του πλοίου.

Αξίες των ενυπόθηκων πλοίων

Πολύ σημαντικός παράγοντας για την διαδικασία χρηματοδότησης ναυτιλιακών επενδύσεων είναι οι προσφερόμενες εξασφαλίσεις, οι οποίες κατά κύριο λόγο αφορούν ενυπόθηκο πλοίο. Η αξία του πλοίου ως μεταχειρισμένου καθορίζεται κυρίως από την προσφορά και την ζήτηση για τον συγκεκριμένο τύπο πλοίου και την ηλικία του. Υπάρχουν και άλλοι δευτερεύοντες βέβαια παράγοντες που λαμβάνονται υπ' όψη όπως είναι η χρονολογία της επόμενης ειδικής επιθεωρήσεως, ο τύπος της μηχανής και το ναυπηγείο κατασκευής. Οι τράπεζες όπως είναι αναμενόμενο

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

παρακολουθούν τις εξελίξεις στις τιμές των μεταχειρισμένων πλοίων από τον ημερήσιο και περιοδικό τύπο. Όμως, αυτό δεν αρκεί γι' αυτό και σε περίπτωση εξέτασης κάποιου αιτήματος χρηματοδότησης πάντοτε ζητείται μία ή και περισσότερες εκτιμήσεις.

Οι εκτιμήσεις ζητούνται από ειδικούς εκτιμητές αλλά ακόμα και από μεσίτες αγοραπωλησιών (brokers). Πολλοί από αυτούς εκδίδουν και εβδομαδιαίο δελτίο στο οποίο καταχωρούν τις τελευταίες πληροφορίες σχετικά με τις επιτευχθείσες τιμές σε αγοραπωλησίες πλοίων τόσο για την περαιτέρω εκμετάλλευση όσο και για την διάλυσή του.

Εκτός από την αξία του πλοίου για επιπλέον εκμετάλλευση οι τράπεζες εξετάζουν, αν πρόκειται για πλοίο κάποιας ηλικίας, την αξία scrap. Αυτό γίνεται διότι αυτή αποτελεί την ελάχιστη τιμή που μπορεί να λάβει η αξία του πλοίου. Η τιμή του σιδήρου scrap ακολουθεί τον νόμο της προσφοράς και της ζήτησης. Έτσι σε περιόδους ύφεσης, κατά τις οποίες πολλά πλοία κάποιας ηλικίας οδηγούνται, λόγω έλλειψης απασχόλησης σε διαλυτήρια, η τιμή του σιδήρου scrap υποχωρεί ενώ στην περίοδο της ανάκαμψης μπορεί και να διπλασιαστεί. Η τιμή του σιδήρου scrap διαφέρει στις διάφορες περιοχές του κόσμου και συνήθως μεγαλώνει όσο απομακρυνόμαστε από την Ευρώπη.

Συνεπώς, η αξία scrap ενός πλοίου μπορεί να παρουσιάσει μεγάλες διακυμάνσεις, αφού η αξία του παλιοσίδηρου εμφανίζει απόκλιση μέχρι και 100% μεταξύ Ευρώπης και Άπω Ανατολής. Υπάρχει, λοιπόν, η περίπτωση ένα πλοίο να χάσει ακόμα και 75% της αξίας ως παλιοσίδηρου που είχε στην Άπω Ανατολή σε περίοδο ανάκαμψης, αν εγκαταλειφθεί μετά από 2-3 χρόνια, σε περίοδο υφέσεως στην Ευρώπη.

Το σημείο του ναυτιλιακού κύκλου

Τόσο οι ναύλοι όσο και οι αξίες των πλοίων ακολουθούν μία καμπύλη που έχει ονομαστεί ναυτιλιακός κύκλος. Έτσι, λοιπόν, τόσο τα προβλεπόμενα έσοδα και η από αυτά εξαρτώμενη δυνατότητα εξυπηρέτησης του αιτούμενου δανείου, όσο και η αξία των προσφερόμενων σε ασφάλεια πλοίων είναι πολύ σημαντικό να εξετάζονται σε σχέση με το σημείο του ναυτιλιακού κύκλου. Εάν δηλαδή η αγορά αναμένεται φυσιολογικά να ακολουθήσει ανοδική ή καθοδική πορεία τα επόμενα χρόνια. Γι' αυτό και οι τράπεζες που δανείζουν σε μια περίοδο κρίσεως θα πρέπει να ανησυχούν λιγότερο για την εξέλιξη των ναύλων και την αξία των ενυπόθηκων πλοίων, από εκείνες που δανείζουν κατά την περίοδο της άνθησης.

6.1.2 Γενικές προϋποθέσεις χορήγησης ναυτιλιακών δανείων

Η χορήγηση ενός ναυτιλιακού δανείου περιλαμβάνει διάφορα στάδια έρευνας, τα οποία μπορεί να γίνουν και παράλληλα. Ένα γενικό πλαίσιο έρευνας για τον δανεισμό πλοιοκτητών είναι η ικανοποίηση του τμήματος χρηματοδότησης (κατά μία θεωρία) ώστε να εξασφαλίζονται οι παρακάτω πέντε προϋποθέσεις:

- Άριστος χαρακτήρας (character)
- Εξάιρετος manager (capacity)
- Ικανοποιητική ίδια συμμετοχή (capital)
- Επαρκείς εξασφαλίσεις (collateral)
- Ευνοϊκές συνθήκες (conditions)

Στον πρώτο παράγοντα εξετάζουμε την ακεραιότητα και την ειλικρίνεια του πλοιοκτήτη καθώς επίσης και την διάθεσή του να εξοφλήσει το δάνειο. Είναι σπάνιο αλλά δεν αποκλείεται ο εφοπλιστής να μπορεί αλλά να μην θέλει να εξοφλήσει το δάνειο.

Η ικανότητα του πλοιοκτήτη να είναι καλός manager είναι σημαντική. Σημαντικό είναι επίσης να μπορεί να εξασφαλίσει και την ίδια την συμμετοχή του. Η παροχή εξασφαλίσεων αφορά την ύπαρξη καλής εναλλακτικής λύσης σε περίπτωση αποτυχίας της χρηματοδοτούμενης επένδυσης (υποθήκη) με βάση το cash flow. Σε ό,τι αφορά τις ευνοϊκές συνθήκες, αναφέρονται στην κατάσταση της Ναυλαγοράς, των Αξιών των Πλοίων, στο Διεθνές Θαλάσσιο Εμπόριο και σε άλλα διεθνή και εθνικά γεγονότα.

6.1.3 Διαδικασία χορηγήσεως ναυτιλιακών δανείων

Όταν ολοκληρωθεί η διερεύνηση του αιτήματος του πελάτη ετοιμάζεται και αποστέλλεται κατάλληλη απάντηση, είτε θετική είτε αρνητική. Εάν η τράπεζα είναι διατεθειμένη να προχωρήσει στην χορήγηση του δανείου, τότε απαντά με επιστολή προσφοράς, η οποία περιλαμβάνει τους όρους και τις προϋποθέσεις του δανείου. Οι κυριότεροι από τους όρους που περιλαμβάνονται στην προσφορά είναι οι εξής:

- Δανειολήπτης
- Νόμισμα-ποσόν δανείου
- Σκοπός δανείου
- Επιτόκιο: όπως έχουμε αναφέρει, ανάλογα με την φήμη του πελάτη και το μέγεθος της συνεργασίας με την τράπεζα μπορεί να κυμανθεί από 0,5% έως 3,5% πάνω από το επιτόκιο που προσφέρει η τράπεζα στην διατραπεζική αγορά του Λονδίνου (LIBOR) δύο ημέρες πριν από την έναρξη κάθε περιόδου

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

εκτοκισμού. Συνήθως προβλέπεται και επιτόκιο καθυστέρησης 1-2% μεγαλύτερο του συμβατικού.

- Εκτοκισμός: ο τόκος, αν δεν πρόκειται για τοκοχρεωλυτικό δάνειο, υπολογίζεται τοκαριθμικώς για τις πραγματικές μέρες με βάση έτους όμως τις 360 ημέρες. Η ιδιομορφία αυτή όπως είναι αναμενόμενο ευνοεί την χρηματοδοτούσα τράπεζα.
- Προμήθεια: κυμαίνεται συνήθως μεταξύ ¼-1% εφ' άπαξ. Πολλές τράπεζες επιβαρύνουν και με προμήθεια δεσμεύσεως, η οποία υπολογίζεται σε ετήσια βάση και βαρύνει τον πελάτη από την στιγμή της αποδοχής της προσφοράς της τράπεζας έως την ανάληψη του δανείου (σε περίπτωση σταδιακής ανάληψης του δανείου υπολογίζεται πάνω στο μέρος του δανείου που δεν έχει αναληφθεί).
- Αποπληρωμή: τα δάνεια για την αγορά πλοίων φθάνουν σε διάρκεια μέχρι τα 8 χρόνια. Η αποπληρωμή μπορεί να καθοριστεί σε ίσες συνήθως εξαμηνιαίες ή και τριμηνιαίες, τοκοχρεωλυτικές δόσεις ή ίσες, δόσεις κεφαλαίου, συν τους αναλογούντες τόκους. Σε εξαιρετικές μόνο περιπτώσεις συμφωνούνται σταδιακά αυξανόμενες δόσεις ή ακόμα και η τελευταία δόση να είναι σημαντικά δυσανάλογη (balloon payment).
- Καταβολή δανείου: συνήθως η προσφορά της τραπεζής θέτει περιορισμένο χρονικό διάστημα εντός του οποίου πρέπει να ολοκληρωθεί η διαδικασία και να καταβληθεί το δάνειο.
- Προπληρωμή: συνήθως επιτρέπεται η προπληρωμή μιας ή περισσότερων δόσεων κατά την έναρξη των περιόδων εκτοκισμού υπό ορισμένους όρους (π.χ. προειδοποίηση).
- Εξασφαλίσεις: στις περισσότερες περιπτώσεις ναυτιλιακών δανείων λαμβάνονται εξασφαλίσεις επί πλοίων, οι οποίες περιλαμβάνουν:
 - ❖ Εγγραφή προτιμώμενης υποθήκης
 - ❖ Εκχώρηση όλων των ασφαλειών του πλοίου: του σκάφους και του μηχανοστασίου, της αστικής ευθύνης έναντι τρίτων.
 - ❖ Εκχώρηση των εσόδων του πλοίου
 - ❖ Εγγύηση της πλοιοκτήτριας εταιρείαςΣυνήθως ζητείται και η προσωπική εγγύηση των φορέων. Πολλές φορές οι φορείς μεγάλων ναυτιλιακών συγκροτημάτων αρνούνται την παραχώρηση των προσωπικών τους εγγυήσεων επικαλούμενοι την οικονομική επιφάνεια του συγκροτήματος.
- Top-up clause: συνήθως περιλαμβάνεται και όρος ο οποίος προβλέπει ότι όταν το ποσό του δανείου ξεπεράσει κάποιο προκαθορισμένο ποσοστό της αξίας των πλοίων ο δανειολήπτης είναι υποχρεωμένος ή να προπληρώσει μέρος του δανείου ή να προσφέρει επιπλέον εξασφαλίσεις ώστε ο λόγος του ανεξόφλητου υπολοίπου του δανείου προς τις εξασφαλίσεις να βρεθεί μέσα στο ποσοστό αυτό.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

- Πληροφορίες για την οικονομική κατάσταση: οι πελάτες της τράπεζας αναλαμβάνουν την υποχρέωση να προσκομίζουν κάθε χρόνο τον ενοποιημένο ισολογισμό και τους λογαριασμούς εκμετάλλευσης καθώς και κάθε άλλη οικονομικής φύσεως πληροφορία που η τράπεζα ενδεχομένως να ζητάει.
- Εκτιμήσεις/ Επιθεωρήσεις: η τράπεζα έχει δικαίωμα να ζητήσει εκτιμήσεις της αξίας του πλοίου, από ανεξάρτητους εκτιμητές, καθώς επίσης και να κάνει επιθεωρήσεις.

Η σύμβαση χρηματοδότησης

Μετά από την αποδοχή από μέρους του πελάτη της προσφοράς της τράπεζας, η τράπεζα δίνει εντολή στους Νομικούς Συμβούλους της για την κατάρτιση σχεδίου συμβάσεως χρηματοδότησεως.

Η σύμβαση περιλαμβάνει όλους τους όρους που περιέχονται στην προσφορά. Βάσει της σύμβασης η τράπεζα έχει δικαίωμα να κηρύξει ένα δάνειο ληξιπρόθεσμο και απαιτητό σε περίπτωση:

- Καθυστερήσεως δόσεως ή τόκων ή άλλων οφειλόμενων ποσών
- Παραβάσεως οποιουδήποτε από τους όρους της σύμβασης
- Ουσιαστικής μείωσης των παραχωρηθέντων ασφαλειών ή ακόμα και απώλειας του ενυπόθηκου πλοίου
- Επιβάρυνση ή κατάσχεση της περιουσίας του δανειζόμενου ή του εγγυητή
- Πτώχευση
- Ουσιαστικής μείωσης της οικονομικής επιφάνειας του δανειζόμενου ή του εγγυητή
- Περιορισμού της ικανότητας για δικαιοπραξία ή θανάτου του δανειζόμενου ή του εγγυητή
- Μεταβίβαση της επιχείρησης του δανειζόμενου ή μέρους αυτής
- Ανάμιξη του πλοίου στο εμπόριο ή σε εργασίες παράνομες

Τέλος η σύμβαση αναφέρει το δίκαιο από το οποίο διέπεται καθώς και τα αρμόδια για την επίλυση κάθε φορά δικαστήρια.

Η ναυτική υποθήκη

Μετά την υπογραφή της σύμβασης χρηματοδότησης από τα δύο συμβαλλόμενα μέρη η τράπεζα αναθέτει στους Νομικούς Συμβούλους της την κατάρτιση συμβάσεως παροχής υποθήκης για την ασφάλεια του δανείου. Η υπογραφή της γίνεται ενώπιον συμβολαιογράφου. Η τράπεζα, όμως, εξασφαλίζεται μόνο από την εγγραφή της στο υποθηκολόγιο. Η διαδικασία εγγραφής ναυτικής

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

υποθήκης στο υποθηκολόγιο παρουσιάζει διαφορές ανάλογα με την εθνικότητα του πλοίου που υποθηκεύεται.

Στο έγγραφο της υποθήκης συνήθως περιλαμβάνονται πολλοί από τους βασικούς όρους της δανειακής σύμβασης όπως για παράδειγμα ότι η πλοιοκτήτρια εταιρεία πρέπει να εκχωρεί κάθε ναύλο ή μίσθωμα του πλοίου και τα δικαιώματα και τις απαιτήσεις των ασφαλιστηρίων συμβολαίων, όπως επίσης αναλαμβάνει την υποχρέωση να ασφαλίσει το πλοίο για όσο διάστημα ισχύει η υποθήκη για ποσό τουλάχιστον 30% μεγαλύτερο από το ποσό της υποθήκης. Η ασφάλιση πρέπει να:

- Καταρτίζεται κατά χρόνο και όχι κατά ταξίδι.
- Ανατίθεται σε πρώτης τάξεως ασφαλιστές.
- Περιλαμβάνει όλους τους κινδύνους (θαλάσσης, κατά τρίτων, πολέμου).
- Αναφέρει το ενδιαφέρον της τράπεζας σαν ενυπόθηκη δανειστρία.
- Περιλαμβάνει όρο 15/ήμερης προειδοποίησης της τράπεζας πριν από την ακύρωση των ασφαλειών.
- Ειδοποιεί τηλεφωνικώς την τράπεζα για κάθε ατύχημα ή ζημιά του πλοίου (για ποσό μεγαλύτερο από το προκαθορισμένο) ή για κατάσχεση ή κατακράτησή του.
- Διατηρεί το πλοίο ενταγμένο σε αναγνωρισμένο νηολόγιο του πλοίου και να μην επιτρέπει την εγγραφή άλλου βάρους χωρίς την συγκατάθεση της τράπεζας.
- Μην επιτρέπει να ταξιδέψει το πλοίο για παράνομη εμπορία ή λαθρεμπορία πολέμου ή παράβαση οποιουδήποτε νόμου.

Εξάλλου η ναυτική υποθήκη δίνει στην τράπεζα το δικαίωμα να αναλαμβάνει την διαχείριση και εκμετάλλευση του πλοίου και να προβαίνει στην πώληση του πλοίου, είτε με εκούσια εκποίηση είτε με δημόσιο πλειστηριασμό.

Η εκχώρηση των ασφαλιστικών αποζημιώσεων και των εσόδων

Αν και το κείμενο της υποθήκης προβλέπει πάντοτε εκχώρηση των δικαιωμάτων και των απαιτήσεων από τα ασφαλιστήρια συμβόλαια αλλά και κάθε ναύλου ή μισθώματος, λαμβάνονται παράλληλα εκχωρήσεις των ασφαλιστικών αποζημιώσεων και των εσόδων από ναύλους.

Σχετικά με την εκχώρηση των ασφαλιστικών αποζημιώσεων, το σχετικό έγγραφο εκχώρησης κοινοποιείται από τους Νομικούς Συμβούλους της τράπεζας στους ασφαλιστές και ζητείται να αναφέρουν στα ασφαλιστήρια το ενδιαφέρον της τράπεζας σαν ενυπόθηκης δανειστρίας, και να δεσμευτούν ότι ακύρωση του ασφαλιστηρίου μπορεί να λάβει χώρα μόνο μετά την πάροδο δύο εβδομάδων από την έγγραφη ειδοποίηση της τράπεζας.

Στο ασφαλιστήριο κατά κινδύνων θαλάσσης περιλαμβάνεται ειδικός όρος, η διατύπωση του οποίου διαμορφώνεται από τους Νομικούς Συμβούλους της τράπεζας,

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

βάσει του οποίου οι ασφαλιστές δεσμεύονται σε περίπτωση απώλειας του πλοίου να διαθέσουν την ασφαλιστική αποζημίωση.

Σχετικά με την εκχώρηση των εσόδων του πλοίου λαμβάνεται και ειδική εκχώρηση αν υπάρχει συγκεκριμένη ναύλωση, η οποία κοινοποιείται νομότυπα στους ναυλωτές από τους οποίους ζητείται να αναλάβουν την δέσμευση της διοχέτευσης των ναύλων μέσω του συγκεκριμένου καταστήματος της τράπεζας.

Συνήθως η τράπεζα προχωράει στο άνοιγμα λογαριασμού στον οποίο συγκεντρώνεται κατά μήνα μέρος των διερχόμενων ναύλων για τον σχηματισμό κεφαλαίου τέτοιου ώστε να επαρκή για την εξόφληση της επόμενης δόσης.

Παροχή προσωπικών εγγυήσεων

Η προσωπική εγγύηση φτάνει μέχρι συγκεκριμένου ποσού συν τους τόκους, ο υπολογισμός των οποίων αρχίζει από την έγγραφη ειδοποίηση του εγγυητή από την τράπεζα.

Χορήγηση του δανείου

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

6.1.4 Ναυτιλιακά Δάνεια σε Καθυστέρηση

Σε περίπτωση δυσμενούς εξελίξεως το ναυτιλιακό δάνειο παρουσιάζει ιδιαίτερη πολυπλοκότητα με αποκορύφωμα τις νομικές και λοιπές ενέργειες κατά την διαδικασία αναγκαστικής εκποίησης του ενυπόθηκου πλοίου αλλά και μετά από αυτήν.

Γενικά είναι παραδεκτό ότι η ναυτιλία παρουσιάζει μια κυκλικότητα και την ανοδική περίοδο ακολουθεί πάντοτε η ύφεση. Με αυτόν τον τρόπο, είναι σχεδόν βέβαιο ότι ένας αριθμός δανείων τα οποία χορηγήθηκαν κατά την περίοδο της ανακάμψεως θα βρεθούν σε καθυστέρηση την περίοδο της ναυτιλιακής κρίσεως, αν βέβαια οι πλοιοκτήτες δεν έχουν ίδια διαθέσιμα για την εξυπηρέτησή τους. Γι' αυτό, λοιπόν, κατά την περίοδο της κρίσεως απαιτούνται ειδικές γνώσεις, ιδιαίτερες ικανότητες και κυρίως πείρα από προηγούμενες περιπτώσεις για την αντιμετώπισή της ιδιαίτερα από την πλευρά της χρηματοδοτούμενης τράπεζας. Τα λάθη του παρελθόντος αποτελούν πολύτιμο οδηγό για την αντιμετώπιση των πολύπλοκων προβλημάτων που ανακύπτουν.

Περιπτώσεις δυσμενούς εξελίξεως

Οι οικονομικές δυσκολίες των πλοιοκτητών εκδηλώνονται συνήθως με την μη πληρωμή των δόσεων του τραπεζικού δανείου, με την εμφάνιση καθυστερημένων οφειλών προς προμηθευτές, αλλά ακόμα και με την μη πληρωμή των ασφαλιστρών του πλοίου.

Παράλληλα, η οικονομική δυσπραγία εκδηλώνεται και με κακή συντήρηση του πλοίου, γεγονός το οποίο έχει επιπτώσεις στην διατήρηση τόσο της αξίας του όσο και της κλάσεώς του, απώλεια της οποίας σημαίνει ακύρωση των ασφαλειών. Γι' αυτό και οι τραπεζικές συμβάσεις χρηματοδότησεως παρέχουν πάντοτε στον τραπεζίτη το δικαίωμα επιθεωρήσεως του ενυπόθηκου πλοίου. Πριν, όμως, το πρόβλημα οδηγηθεί σε νομικές ενέργειες και εφ' όσον εξακολουθεί να υπάρχει πνεύμα συνεργασίας, χορηγείται στον πλοιοκτήτη μετά από αίτησή του, μια περίοδος αναστολής πληρωμής των δόσεων ή ρύθμιση των ανεξόφλητων δόσεων.

Οι συμβάσεις χρηματοδότησεως προβλέπουν συνήθως την περιοδική εκτίμηση του πλοίου και την υποχρέωση για τον πλοιοκτήτη να διατηρεί την σχέση του ανεξόφλητου υπολοίπου του δανείου προς την αξία του πλοίου, κάτω από κάποιο συμφωνημένο ποσοστό. Αν η σχέση ξεπεράσει το ποσοστό αυτό τότε ο πλοιοκτήτης πρέπει να προσφέρει συμπληρωματικές εξασφαλίσεις ή να εξοφλήσει μέρος του δανείου ώστε να επανέλθει η σχέση κάτω του συμβατικά συμφωνημένου ορίου.

Μέτρα που λαμβάνει η τράπεζα

Η τράπεζα σε περιόδους κρίσεως ή με την εμφάνιση κάποιου ανησυχητικού συμπτώματος θα πρέπει να φροντίζει εγκαίρως:

- Να ζητήσει τον επανέλεγχο όλων των εξασφαλίσεων (έχει γίνει κανονική εγγραφή της υποθήκης; Τα ασφαλιστήρια είναι διατυπωμένα έτσι ώστε να επιτρέπουν την είσπραξη τυχόν απαιτήσεων από αποζημιώσεις; Έχει κοινοποιηθεί στους ναυλωτές η εκχώρηση των ναύλων;).
- Να συγκεντρώσει όσο τον δυνατόν περισσότερες πληροφορίες για το πλοίο και τον πλοιοκτήτη.
- Να συζητήσει το θέμα της εξυπηρετήσεως του δανείου με τον πελάτη.

Ανεξάρτητα πάντως από το αν η τράπεζα θα λάβει μέτρα κατά του πελάτη ή όχι, σε κάθε περίπτωση μη πληρωμής δόσεως, θα πρέπει να απευθύνεται προς αυτόν γραπτώς, επιφυλασσόμενη παντός δικαιώματός της, ώστε να μην δίνει επιχειρήματα σε αυτόν σε μεταγενέστερες δικαστικές διενέξεις.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Εάν καταστεί πλέον εμφανές ότι η τράπεζα σύντομα θα λάβει μέτρα θα πρέπει:

- Να ζητηθεί γνωμάτευση νομικού συμβούλου ως προς την πληρότητα των εγγράφων των υφιστάμενων εξασφαλίσεων και επανεκτίμηση, από εκτιμητή εμπιστοσύνης της, της αξίας του πλοίου. Βέβαια η αξία των υποθηκευμένων πλοίων παρακολουθείτε συνεχώς με συγκρίσεις των τιμών, που επιτεύχθηκαν στην αγορά μεταχειρισμένων σε παρόμοια πλοία.
- Να ελεγχθεί η φυσική κατάσταση του πλοίου. Για τον σκοπό αυτό ζητείται έκθεση ειδικού επιθεωρητή, η οποία θα πρέπει να αναφέρεται και στις τυχόν απαιτούμενες δαπάνες επισκευών. Σε περιόδους δυσμενών συνθηκών ρευστότητας συνηθίζεται να αναβάλλονται απαιτούμενες επισκευές του πλοίου.
- Να γίνει προσπάθεια συγκέντρωσης πληροφοριών σχετικά με τις υποχρεώσεις προς τους προμηθευτές, οι οποίες ενδέχεται να προβούν σε κατάσχεση του πλοίου. Οι πιο πιθανοί προμηθευτές μπορεί να είναι λόγω του μεγάλου ύψους των διακινούμενων ποσών, προμηθευτές καυσίμων και τα ναυπηγεία επισκευής.
- Να επιδιωχθεί ανταλλαγή απόψεων και πληροφοριών με άλλες τράπεζες, που τυχόν έχουν υποθήκες σε άλλα πλοία του ίδιου πελάτη.
- Να διερευνηθεί η τρέχουσα ναύλωση του πλοίου: η διάρκεια, η αποδοτικότητα, οι ναυλωτές. Αν η ναύλωση λήγει θα πρέπει να μελετηθεί και το ιστορικό των μεταξύ των ναυλώσεων περιόδων. Επίσης, αν οι τιμές των ναύλων έχουν στο μεταξύ μειωθεί θα πρέπει να εξετασθούν οι συνέπειες που θα έχουν τυχόν ενέργειες της τράπεζας στο ναυλοσύμφωνο, αφού ο ναυλωτής πάντοτε επιδιώκει να βρει αφορμή για την διακοπή της ναύλωσης.
- Να εξακριβωθεί η ακριβής θέση του πλοίου. Σε περιπτώσεις που ο ενυπόθηκος δανειστής ενδέχεται να λάβει μέτρα κατά του πλοίου, η θέση του έχει πολύ μεγάλη σημασία λόγω των ιδιομορφιών που παρουσιάζει το ναυτικό δίκαιο στις διάφορες χώρες.
- Να ερευνηθεί σε βάθος το θέμα των ασφαλειών του πλοίου, το οποίο είναι ιδιαίτερα σοβαρό και πολύπλοκο. Απαιτείται καλή συνεργασία μεταξύ του ασφαλειομεσίτη από την μία πλευρά και του πελάτη και της τράπεζας από την άλλη. Ερευνάται, δηλαδή, αν υπάρχουν απαιτήσεις από ασφαλιστικές αποζημιώσεις καθώς και το ενδεχόμενο υπάρξεως οφειλόμενων ασφαλίσεων τόσο του ενυπόθηκου πλοίου όσο και των άλλων πλοίων του ίδιου πλοιοκτήτη. Αυτό έχει σημασία αφού εκπίπτονται από το προϊόν της εισπράξεως ασφαλιστικών αποζημιώσεων.

Σε περίπτωση που εμφανιστούν προβλήματα στην εξυπηρέτηση δανείου πρέπει να ερευνηθεί και η φερεγγυότητα των ασφαλιστικών εταιρειών που κοινοπρακτούν στην ασφάλιση του πλοίου. Εξάλλου, στην ασφάλιση ενός πλοίου για

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

την κατανομή του κινδύνου μετέχουν με διαφορετικά ποσοστά στο ασφαλιζόμενο ποσό πολλές εταιρείες.

Κατά τον έλεγχο πρέπει να ερευνάται και το ενδεχόμενο να υπάρχουν μεταξύ των ασφαλιστών και εταιρείες οι οποίες ελέγχονται από τον πλοιοκτήτη. Στην περίπτωση που η τράπεζα αποφασίζει ότι η επιστροφή των κεφαλαίων της θα εξασφαλιστούν μόνο με εκποίηση του πλοίου έχει δύο εναλλακτικές λύσεις, την ιδιωτική πώληση ή την αναγκαστική εκποίηση σε δημόσιο πλειστηριασμό.

Πριν όμως δρομολογηθούν ενέργειες προς την μία ή την άλλη κατεύθυνση θα πρέπει η τράπεζα να εξασφαλίσει κάτι πολύ απλούστερο: τη δέσμευση τυχόν υφιστάμενων πιστωτικών υπολοίπων στους λογαριασμούς καταθέσεων του δανειολήπτη. Επίσης, η αρμόδια υπηρεσία της τράπεζας πρέπει να έχει πρόχειρα στην διάθεση των Νομικών Συμβούλων της αντίγραφο της υποθήκης και πιστοποιητικό βαρών από το νηολόγιο του λιμένος καταχωρίσεως του πλοίου, ώστε να αποφευχθούν οι καθυστερήσεις.

Ιδιωτική πώληση

Εάν η τράπεζα έχει εμπιστοσύνη στις ικανότητες και την καλή συνεργασία του πελάτη της, η ιδιωτική πώληση συμφέρει και τα δύο μέρη αφού, επιτυγχάνεται υψηλότερη τιμή από ότι στον πλειστηριασμό και παράλληλα ολοκληρώνεται σε βραχύτερο χρονικό διάστημα και με λιγότερα έξοδα.

Το μόνο μειονέκτημα της ιδιωτικής πώλησης είναι ότι δεν απελευθερώνει το πλοίο από τις υποχρεώσεις προς τρίτους. Γι' αυτό όταν υπάρχουν σημαντικού ύψους οφειλές ή πρόκειται για κακόπιστο πελάτη, αναγκαστικά η μόνη λύση που απομένει είναι η εκποίηση σε δημόσιο πλειστηριασμό.

Για την ιδιωτική πώληση απαιτείται η συγκατάθεση του δανειστού ώστε να σταματήσει η υποθήκη που υπάρχει στο πλοίο. Σε αυτήν την περίπτωση, αν από το προϊόν της πωλήσεως δεν εξοφλείται πλήρως το δάνειο η τράπεζα λαμβάνει πρόνοια να μην απελευθερώνονται οι πρωτοφειλέτες ή οι εγγυητές από τις υποχρεώσεις τους.

Αναγκαστική εκποίηση

Με την εκποίηση μέσω δημόσιου πλειστηριασμού το πλοίο παραδίδεται στον αγοραστή ελεύθερο από κάθε υποχρέωση. Σε αυτές τις περιπτώσεις ενδείκνυται η απόφαση της τράπεζας για την κατάσχεση του πλοίου να μην διαρρεύσει στον πλοιοκτήτη επειδή αν είναι κακόπιστος, μπορεί να αντιδράσει ακόμη και με κλοπές οργάνων του πλοίου.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Σε περιπτώσεις αναγκαστικής εκποίησης η τράπεζα λαμβάνει μέτρα ώστε να αποφευχθεί το ενδεχόμενο να πουλήσει το πλοίο σε τιμή πολύ κατώτερη της αξίας του, που ενδεχομένως αφήνει ακάλυπτο μέρος του δανείου. Για τον σκοπό αυτό προετοιμάζεται κατάλληλα ώστε να πλειοδοτήσει, αν καταστεί ανάγκη, στον σχετικό πλειστηριασμό, όπως έχει δικαίωμα.

Προκειμένου η τράπεζα να σταθμίσει το ύψος που θα πλειοδοτήσει στον πλειστηριασμό θα πρέπει να προχωρήσει στην εκτίμηση του πλοίου, εάν είναι δυνατόν μετά από επιθεώρησή του και την εξακρίβωση όλων των απαιτήσεων που προηγούνται της υποθήκης. Εάν το πλοίο είναι πολλών ετών θα πρέπει να λαμβάνεται υπ' όψη και η αξία του ως παλιοσίδηρου (scrap value) στα διαλυτήρια διαφόρων χωρών.

Εάν το πλοίο κατακυρωθεί στην ενυπόθηκη δανείστρια εκείνη με την σειρά της φροντίζει το συντομότερο δυνατόν για την εκποίηση του με ιδιωτική πώληση, ελεύθερο από κάθε υποχρέωση.

6.1.5 Αξιολόγηση – Ανάλυση Δανείου

Πριν μια εμπορική τράπεζα αποφασίσει εάν και με ποιους όρους θα προχωρήσει στη δανειοδότηση μιας ναυτιλιακής εταιρείας και, λαμβάνοντας υπόψη τις προϋποθέσεις που πρέπει να καλύπτουν τα λεγόμενα «5Cs» - δηλαδή άριστο χαρακτήρα (character), εξαιρετος manager (capacity), Ικανοποιητική ίδια συμμετοχή (capital), επαρκείς εξασφαλίσεις (collateral) και ευνοϊκές συνθήκες (conditions), μελετά και αξιολογεί τα ακόλουθα:

- Τη χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρείας
- Την πρόβλεψη των χρηματοροών
- Τις εξασφαλίσεις
- Τον ίδιο τον πελάτη

6.1.5.1 Ανάλυση της χρηματοοικονομικής κατάστασης της εταιρείας

Για την επένδυση οποιασδήποτε μορφής –από την απόφαση ενός ιδιώτη να επενδύσει στη μετοχή μιας εταιρείας έως την απόφαση μιας τράπεζας να χρηματοδοτήσει μια εταιρεία - είναι γνωστή και αποδεκτή η σημασία που έχει η εξέταση του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης της εν λόγω εταιρείας, ως μια ένδειξη της αποτελεσματικότητας της διοίκησης.

Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις όμως παρουσιάζουν ορισμένες ιδιαιτερότητες σε σχέση με τις επιχειρήσεις άλλων βιομηχανιών ως προς το θέμα αυτό. Στη ναυτιλία δεν είναι εύκολη η πρόσβαση σε ιστορικές οικονομικές πληροφορίες, αλλά και εκεί όπου επιτυγχάνεται εμφανίζει διαφορές και κατά εταιρεία και κατά συγκεκριμένη ναυτιλιακή αγορά.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Τα προβλήματα που παρουσιάζει η ναυτιλιακή βιομηχανία όσον αφορά την ύπαρξη και τη χρησιμότητα των λογιστικών καταστάσεων οφείλονται στα εξής:

- Οι ναυτιλιακές εταιρείες υπάγονται σε διαφορετικό φορολογικό καθεστώς, αφού οι φόροι υπολογίζονται με βάση το tonnage (χωρητικότητα) των πλοίων
- Οι περισσότερες εταιρείες εκμεταλλεύονται την ύπαρξη φορολογικών παραδείσων (tax heavens) και των σημαιών ευκολίας (flag of convenience) 9 και ιδρύονται ως υπεράκτιες (offshore), με ό,τι αυτό συνεπάγεται για τη δομή, τη λειτουργία αλλά και τον έλεγχο στον οποίο υπόκεινται.
- Υπάρχει πολυεθνική δραστηριότητα και συμμετοχή πολλών χωρών, με συχνές συγκρούσεις σε νομικά θέματα, αφού, για παράδειγμα, μπορεί ο πλοιοκτήτης να είναι Έλληνας, η διαχειρίστρια εταιρεία να εδρεύει στη Λιβερία, το πλοίο να έχει σημαία Παναμά και να κατασκευάζεται στην Κίνα.
- Υπάρχει γενικά μια τάση μυστικότητας γύρω από τις εμπορικές πράξεις των ναυτιλιακών εταιρειών, η οποία ευνοείται και από το γεγονός ότι στην Ελλάδα δεν είναι υποχρεωμένες να τηρούν λογιστικές καταστάσεις συγκεκριμένου τύπου, εκτός από αυτές που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (μέχρι τώρα εισηγμένες ήταν μόνο κάποιες ακτοπλοϊκές, ενώ αρχίζει να εξετάζεται το ενδεχόμενο να μπει στο Χρηματιστήριο της Αθήνας και η ποντοπόρος ναυτιλία). Αυτό δε σημαίνει ότι οι εταιρείες δε συντάσσουν λογιστικές καταστάσεις, όμως αυτές που συντάσσουν δεν είναι υποχρεωμένες να έχουν ελεγχθεί από ορκωτούς λογιστές και χρησιμεύουν κυρίως για χρήση του πλοιοκτήτη, προκειμένου να διαπιστώνει τα αποτελέσματα της κάθε εταιρείας. Εξάλλου, οι περισσότερες ναυτιλιακές εταιρείες στη χώρα μας ανήκουν σε παραδοσιακές εφοπλιστικές οικογένειες και έχουν τη δομή της οικογενειακής επιχείρησης, όπου δεν απαιτείται η τυπική εσωτερική πληροφόρηση μεταξύ των μετόχων, συμβουλίων κτλ.
- Συνηθίζεται στη ναυτιλία η σύσταση εταιρείας μόνο για την απόκτηση του υπό χρηματοδότηση πλοίου. Όπως είναι αναμενόμενο, η εταιρεία αυτή δεν έχει προγενέστερες λογιστικές καταστάσεις και επομένως η τράπεζα δεν μπορεί να στηριχθεί στη μελέτη ιστορικών οικονομικών στοιχείων για να ελέγξει τα αποτελέσματά της, Και στην περίπτωση όμως που η πλοιοκτήτρια έχει να παρουσιάσει λογιστικές καταστάσεις προηγούμενων ετών, αυτές κυρίως ενδεικτικά μπορούν να χρησιμοποιηθούν αφού οι αξίες του ενεργητικού (πλοίων) σε ένα ευμετάβλητο περιβάλλον, όπως είναι η ναυτιλία, μπορούν να μεταβληθούν ραγδαία και σε μικρό χρονικό διάστημα, ενώ τα έσοδα στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσης, εάν δεν υφίσταται ακόμα η ναύλωση από την οποία προήλθαν, δεν αποτελούν ένδειξη ότι θα μπορούν να καλύψουν τις δανειακές της υποχρεώσεις.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Παρά τις ιδιαιτερότητες που αναφέρθηκαν παραπάνω, οι τράπεζες εξετάζουν τις οικονομικές καταστάσεις που παρουσιάζουν οι προς χρηματοδότηση εταιρείες λαμβάνοντας βέβαια υπόψη την αμφισβητούμενη ποιότητα των πληροφοριών που παρέχουν σε συνδυασμό πάντα με την προσεχτική μελέτη των ναυλαγορών, της αγοράς νεοκατασκευαζόμενων πλοίων (newbuildings), της αγοράς μεταχειρισμένων και προς διάλυση (scrap), ώστε να έχουν πιο ολοκληρωμένη εικόνα για το παρελθόν αλλά και να μπορούν να κάνουν πρόβλεψη για το μέλλον.

Δεν αποκλείεται βέβαια η πιθανότητα κάποιες ναυτιλιακές εταιρείες – ιδιαίτερα αυτές που ανήκουν σε μεγάλους ομίλους να έχουν ισολογισμούς ελεγμένους από ορκωτούς λογιστές. επιπλέον, η τράπεζα, κατά περίπτωση μπορεί να διαμορφώσει proforma ισολογισμό, μετά από συζήτηση με τους πλοιοκτήτες.

Ακόμα και αν δεν υπάρχουν τυποποιημένες λογιστικές καταστάσεις, ο πελάτης οφείλει να προσκομίσει στην τράπεζα τα ακόλουθα στοιχεία:

- Σύνολο δανείων, καθώς και την ανέλιξή τους
- Κατάσταση με τα πλοία που απαρτίζουν το στόλο του ομίλου, με λεπτομερή αναφορά στα χαρακτηριστικά τους, στον τρόπο απασχόλησης τους και εκτίμηση της αξίας του από αποδεκτούς από την τράπεζα εκτιμητές.
- Συνολική ρευστότητα του ομίλου

6.2 Χρηματιστήριο και Ναυτιλία

Η χρήση του χρηματιστηρίου ως μορφή χρηματοδότησης αποτελεί σχετικά πρόσφατο φαινόμενο. Οι λόγοι που οδηγούν τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις σε αυτήν την κατεύθυνση είναι η δυσκολία απόκτησης τραπεζικού δανεισμού και η προσπάθεια επέκτασης της επιχείρησης άτοκα χωρίς να χρειάζεται να αναλάβει τον τραπεζικό κίνδυνο. Με άλλα λόγια το χρηματιστήριο είναι μια πηγή άντλησης μεγάλου ύψους κεφαλαίου με ελάχιστο κόστος δίνοντας τη δυνατότητα αξιοποίησης της ελληνικής κεφαλαιαγοράς για άντληση κεφαλαίων δεδομένης της ανταπόκρισης των εταιρειών στις ανάγκες ανανέωσης και επέκτασης του στόλου τους. Πιο συγκεκριμένα, οι εταιρείες ΔΑΝΕ και Strintzis Lines SA ήταν οι πρώτες ναυτιλιακές επιχειρήσεις που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Παρατηρούμε ότι και οι δύο επιχειρήσεις είναι ακτοπλοϊκές και ότι δεν έχει εκφραστεί παρόμοια επιθυμία από εταιρείες της ποντοπόρου εμπορικής ναυτιλίας που αποτελεί και την πλειοψηφία της ελληνικής ναυτιλιακής κοινότητας. Η ελληνική ναυτιλιακή κοινότητα είναι αρνητική σε αυτή την μορφή χρηματοδότησης κυρίως λόγω της ιδιαιτερότητας των ελληνικών ναυτιλιακών εταιριών που χαρακτηρίζονται από την οικογενειακή οργάνωση και την ευλυγισία διαχείρισης.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Για να εισέλθει μια εταιρία στο χρηματιστήριο πρέπει πρώτα να αναγνωριστεί ως δημόσια. Εφόσον γίνει αυτό, αναλαμβάνει, συνήθως κάποια εμπορική ή εκδοτική τράπεζα, τον χειρισμό του θέματος και της προετοιμασίας της αίτησης εισαγωγής. Αν και στην Ελλάδα δεν έχουν εισαχθεί πολλές εταιρίες στο χρηματιστήριο, στο εξωτερικό η πρακτική αυτή είναι ευρύτατα διαδεδομένη. Τα κύρια ναυτιλιακά χρηματιστηριακά κέντρα είναι του Λονδίνου, της Νέας Υόρκης, του Όσλο και της Στοκχόλμης. Από αυτά το χρηματιστήριο με την μεγαλύτερη εμπειρία σε θέματα ναυτιλίας είναι αυτό του Όσλο όπου το επενδυτικό κοινό είναι ιδιαίτερα ενημερωμένο σχετικά με αυτόν τον τομέα.

Οι παράγοντες που προκαλούν την αρνητική τοποθέτηση των Ελλήνων πλοιοκτητών έναντι της χρηματοδότησης μέσω χρηματιστηρίου είναι οι ακόλουθοι:

- Η δομή της ελληνικής ναυτιλιακής επιχείρησης που δεν συμφωνεί με την αυστηρή εταιρική μορφή που απαιτείται.
- Ο τρόπος διαχείρισης που γίνεται αυστηρά από τα μέλη της οικογένειας στα πλαίσια της παραδοσιακής οικογενειακής ναυτιλιακής επιχείρησης. Το συγκεκριμένο θέμα σχετίζεται και με την ευλυγισία διοίκησης των ελληνικών επιχειρήσεων και την δυνατότητα λήψης σημαντικών αποφάσεων σε μικρό χρονικό διάστημα χωρίς την αντιμετώπιση εμποδίων διαδικαστικού χαρακτήρα.
- Η ίδια η φύση της ναυτιλιακής βιομηχανίας που χαρακτηρίζεται ως επένδυση υψηλού κινδύνου και συνεπώς απωθεί την πλειοψηφία των επενδυτών.
- Οι διακυμάνσεις των εσόδων της ναυτιλιακής επιχείρησης που παρουσιάζουν σημαντικές αυξομειώσεις. Ο μόνος τρόπος εξασφάλισης σταθερών εσόδων είναι η σύναψη ναυλοσύμφωνων μακράς διάρκειας κάτι όμως που δεν επιτυγχάνεται πάντα.
- Τα έξοδα της διαδικασίας εισαγωγής που καλύπτουν το 5% από τα αυξημένα κεφάλαια.
- Οι ναυτιλιακές αποτυχίες στο παρελθόν
- Η έλλειψη ενδιαφέροντος από πλευράς επενδυτών.

Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που επιδρά καθοριστικά στο αποτέλεσμα της προσπάθειας εισαγωγής σε ένα χρηματιστήριο είναι η επιλογή του χρόνου έκδοσης των μετοχών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η Anangel American, η οποία έγινε δημόσια το 1987, όταν η αγορά ανάρρωνε από την κρίση του 1980. Στα χρόνια της ανάκαμψης είχε την δυνατότητα να αποδώσει σταθερά έσοδα στους επενδυτές και επέτρεψε στους ιδιοκτήτες της να αποκτήσουν νέα χωρητικότητα και να αυξήσουν περισσότερο το μετοχικό κεφάλαιο.

Σχέδιο εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αθηνών της Ποντοπόρου

Η κυβέρνηση όπως ανακοίνωσε το υπουργείο Εμπορικής Ναυτιλίας προωθεί την εισαγωγή επιχειρήσεων της ποντοπόρου ναυτιλίας στο χρηματιστήριο. Ο λόγος που η κυβέρνηση προχωράει σε τέτοιου είδους ενέργειες είναι για να συμβάλει στη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος στο Χρηματιστήριο Αθηνών με στόχο την ανάδειξη της χώρας σε περιφερειακό ναυτιλιακό κέντρο.

Σύμφωνα με πρόσφατες δηλώσεις του υπουργού Εμπορικής Ναυτιλίας η κυβέρνηση θα προχωρήσει άμεσα στην τροποποίηση της νομοθεσίας και σε ότι είναι αναγκαίο. Υποστηρίζει ότι δεν μπορεί ο ελληνόκτητος στόλος να βρίσκεται στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και σε άλλα μέρη του κόσμου και να μην διαπραγματεύεται στο Ελληνικό Χρηματιστήριο.

Με τις ρυθμίσεις του νομοσχεδίου επιδιώκεται η ανάπτυξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών μέσα από την είσοδο σε αυτό υγιών ελληνικών και ξένων ναυτιλιακών επιχειρήσεων, αλλά και επιχειρήσεων διαχείρισης (holding) που θα τηρούν τους ελληνικούς νόμους και θα έχουν και σχετική πιστοποίηση.

Μέχρι σήμερα η ελληνική ποντοπόρος ναυτιλία, που τόσα έχει προσφέρει στην Ελλάδα, δεν ήταν στο χρηματιστήριο. Το κενό αυτό έρχεται σήμερα να καλύψει η κυβέρνηση διευρύνοντας τους ορίζοντες του ελληνικού χρηματιστηρίου. Οι συστηματικές και προσεκτικές προϋποθέσεις του νομοσχεδίου διασφαλίζουν τόσο τις ελληνικές και τις ξένες ναυτιλιακές εταιρείες που θα στραφούν προς το Χρηματιστήριο Αθηνών όσο και τους επενδυτές του.

Το Υπουργείο Εμπορικής Ναυτιλίας ανακοίνωσε τις απαιτήσεις για την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αθηνών των επιχειρήσεων της ποντοπόρου ναυτιλίας. Οι απαιτήσεις όμως αυτές που αναφέρονται παρακάτω δεν είναι οι οριστικές διότι μπορεί να απέχουν από τις οριστικές εκείνες δηλαδή που θα ενσωματωθούν στον κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αθηνών σε συνεργασία με την Κεφαλαιαγορά:

- Η εταιρεία θα πρέπει να έχει πλοία συνολικής χωρητικότητας τουλάχιστον 3000 κόρων ολικής χωρητικότητας και κατά το χρόνο εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αθηνών, τουλάχιστον 29.350.000 ευρώ ίδια κεφάλαια. Η προϋπόθεση αυτή είναι απαραίτητη ώστε η επιχείρηση να έχει έναν ελάχιστο κύκλο εργασιών και σχετική οικονομική επιφάνεια.
- Τα πλοία θα πρέπει να έχουν ασφαλιστική κάλυψη από οίκο διεθνούς κύρους και να παρακολουθούνται από αναγνωρισμένο νηογνώμονα από το ελληνικό κράτος. Με την προϋπόθεση αυτή διασφαλίζονται τα συμφέροντα των μετόχων από τυχόν επιχειρήσεις μειωμένου κύρους και αξιοπιστίας στην αγορά.
- Ως συνεκτιμώμενα στοιχεία μπορούν να ληφθούν η βιωσιμότητα της επιχείρησης, η ηλικία των πλοίων, οι αυστηροί κανόνες ασφάλειας, η πιστοποίηση της

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

ποιότητας των παρεχόμενων υπηρεσιών από αναγνωρισμένο οίκο, οι συνθήκες αγοράς του κλάδου, η δυνατότητα ρευστοποίησης, το ύψος του συνολικού δανεισμού, το είδος και η διάρκεια των ναυλοσυμφώνων.

Οι παραπάνω προϋποθέσεις φανερώνουν την συνολική εικόνα της υπό ένταξη επιχείρησης μέσα στον κλάδο και συγχρόνως αποτελούν απαραίτητα στοιχεία του δυναμισμού της εταιρείας που θα πρέπει να γνωρίζουν τόσο το Χρηματιστήριο Αθηνών όσο και οι επενδυτές.

Στο Χρηματιστήριο μπορούν να μπου οι εταιρείες διαχειρίσεων πλοίων (holding) που θα λειτουργούν με διεθνείς συμβάσεις και θα είναι εφοδιασμένες με προβλεπόμενο Κώδικα Ασφαλούς Διαχείρισεως. Οι εταιρείες αυτές στο μέτρο που λειτουργούν με τα παραπάνω πιστοποιητικά καλύπτουν τις προϋποθέσεις διαφάνειας και αποτελεσματικότητας που είναι αναγκαίες για την εισαγωγή τους.

Στο Χρηματιστήριο Αθηνών θα μπορούν να εισέλθουν και μετοχές εταιρειών που εδρεύουν σε κράτη εκτός Ελλάδος. Αυτό γίνεται με δήλωση υπαγωγής της αλλοδαπής εταιρείας στο δίκαιο της Ελλάδος και στη δικαιοδοσία των δικαστηρίων της Αθήνας. Η αλλοδαπή εταιρεία σε κάθε περίπτωση διορίζει αντίκλητο που εδρεύει στην Ελλάδα. Συνεπώς, με την ρύθμιση αυτή δίνεται η δυνατότητα και σε εταιρείες ελληνικών συμφερόντων που εδρεύουν στην αλλοδαπή να μπου στο Χρηματιστήριο Αθηνών και να συνεισφέρουν περαιτέρω στη διεθνοποίησή του.

Πλεονεκτήματα-Μειονεκτήματα

Το χρηματιστήριο μπορεί να παρέχει σημαντικά κεφάλαια θεωρητικά σε απεριόριστο βαθμό στη ναυτιλία, η οποία είναι μια βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίου. Η θεωρία και η πράξη έχουν δείξει ότι η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μέσω των χρηματιστηρίων εδραϊώνει την χρηματοοικονομική ύπαρξη των εταιρειών μειώνοντας τον χρηματοδοτικό κίνδυνο που προέρχεται από τον δανεισμό όταν αυτός χρησιμοποιείται ως κύρια πηγή κεφαλαίου. Ένα επιπλέον πλεονέκτημα είναι η αύξηση του κύρους της εταιρείας καθώς επίσης και η δυνατότητα αύξησης του δανεισμού σαν συμπληρωματική πηγή κεφαλαίων σε χαμηλότερο κόστος.

Όμως, υπάρχει και η αρνητική πλευρά. Ένα από τα σημαντικότερα μειονεκτήματα είναι ο περιορισμός της επιχειρηματικής ευελιξίας, που είναι πολύ σημαντική και απαραίτητη στην ναυτιλία, καθώς επίσης και η σταδιακή μεταβολή του επιχειρηματία σε δημόσιο πρόσωπο το οποίο πρέπει να δικαιολογεί τις πράξεις του και τις προβλέψεις του. Με άλλα λόγια, μετατρέπεται από ιδιοκτήτης κλειστής οικογενειακής εταιρείας που διευθύνει μια σειρά από πλοιοκτήτριες εταιρείες ενός πλοίου η καθεμία, σε πρόεδρο και διευθύνοντα σύμβουλο μιας εταιρείας με διαφάνεια η οποία έχει την πλοιοκτησία του συνολικού στόλου. Αυτή η τόσο μεγάλη

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

μεταβολή δεν γίνεται αρεστή από την πλειοψηφία των Ελλήνων πλοιοκτητών χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι αυτή η προοπτική δεν μελετάται σοβαρά από ορισμένες εταιρείες μεγάλου κυρίως μεγέθους.

Timing εισόδου στο χρηματιστήριο

Το σωστό timing (συγχρονισμός) είναι εκείνη η στιγμή που μπορεί να προσελκύσει ευνοϊκά το ενδιαφέρον των επενδυτών. Συνεπώς όταν ακμάζουν οι χρηματιστηριακές αγορές και όταν ακμάζουν οι ναυτιλιακές αγορές τότε οι προοπτικές για την πορεία της ναυτιλίας είναι ευσίωνες.

Μια μελέτη του παρελθόντος που έγινε γύρω από τα IPO's (Initial Public offers) των ναυτιλιακών επιχειρήσεων διέκρινε δύο περιόδους που προτίμησαν οι εταιρείες να εισέλθουν στο χρηματιστήριο. Η πρώτη είναι την περίοδο 1988-1989 που περιλαμβάνει το 30% των εταιρειών και η δεύτερη είναι την περίοδο 1993-1994 κατά την οποία πραγματοποιήθηκε το 42% των αρχικών προσφορών. Τα IPO's της πρώτης περιόδου έγιναν από εταιρείες περιορισμένης ζωής και από εταιρείες tanker οι οποίες παρουσίαζαν καλές προοπτικές. Στην δεύτερη περίοδο τα IPO's πραγματοποιήθηκαν από εταιρείες tanker λόγω της βελτιωμένης κατάστασης στην ναυτιλιακή αγορά που οφείλεται τόσο στην αύξηση των παλαιών πλοίων και στην μερική αντικατάστασή τους από νεοναυπηγηθέντα όσο και στην σταθερή ζήτηση για τις υπηρεσίες τους. Παράλληλα, οι δύο περιπτώσεις της επιχειρηματικής δραστηριότητας επικεντρώθηκε στην Άπω Ανατολή μια περιοχή που διακρίνεται για τους υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης.

6.3 Χρηματοδότηση με έκδοση ομολογιών (Bond Issue)

Η έκδοση ομολογιών αποτελεί μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης που δεν είναι ευρύτερα διαδεδομένη στην ναυτιλιακή κοινότητα. Η επιχείρηση που θέλει να αντλήσει κάποια κεφάλαια εκδίδει ομολογίες για αυτό τον σκοπό. Οι προϋποθέσεις που πρέπει να ικανοποιηθούν για την έκδοση ομολογιών είναι πολύ αυστηρές και δύσκολα επιτυγχάνονται από ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Οι εκδότες των ομολογιών πρέπει να έχουν ικανοποιητικό πιστωτικό επίπεδο που να αντιπροσωπεύει την πιστωτική ικανότητα της επιχείρησης. Οι ομολογίες είναι τίτλοι σταθερού εισοδήματος που βεβαιώνουν το ποσό που δάνεισε ο κάτοχος τους 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 πληρωμής του. Η διάρκεια των ομολογιών είναι από 3 έως 20 χρόνια.

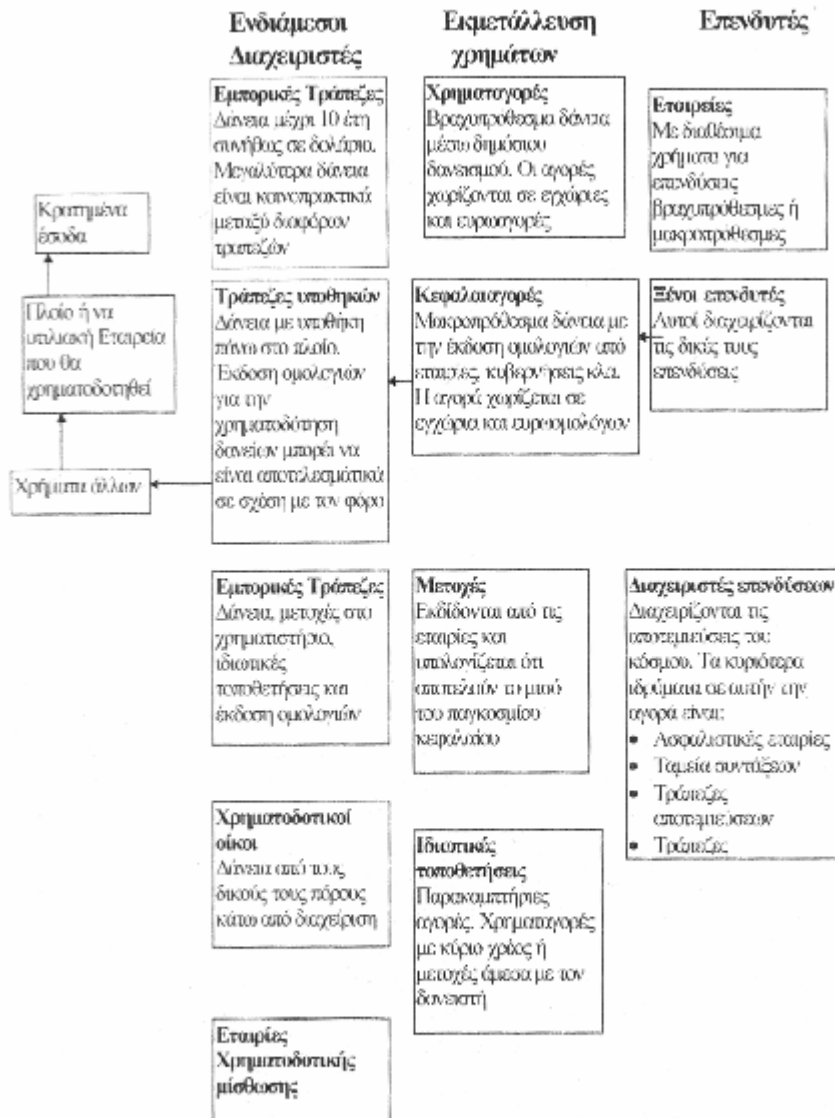
ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Παράδειγμα ναυτιλιακής επιχείρησης που έκανε χρήση αυτής της μορφής χρηματοδότησης είναι η Eletson Corporation, επιχείρηση διαχείρισης δεξαμενόπλοιων, η οποία άντλησε από την κεφαλαιαγορά των ΗΠΑ 140 εκατομμύρια δολάρια με διάρκεια αποπληρωμής 10 χρόνια και ετήσιο επιτόκιο 9,25%.

Τα πλεονεκτήματα της έκδοσης ομολογιών είναι ότι αυξάνει τη ρευστότητα της εταιρείας, λαμβάνοντας υπόψη τη διάρκεια ζωής του πλοίου, χωρίς να απαιτείται μεγάλος αριθμός εξασφαλίσεων, όπως στον τραπεζικό δανεισμό. Εξάλλου, η εξόφληση του ομολόγου γίνεται με την επιστροφή του κεφαλαίου στην λήξη, συμβάλλοντας έτσι στην συσσώρευση κερδών. Επίσης, ένα ακόμα σημαντικό πλεονέκτημα των 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.

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζονται οι σχέσεις που υπάρχουν μεταξύ αυτών που διαθέτουν τα κεφάλαια, αυτών που τα διαχειρίζονται και του τρόπου που τα κεφάλαια εμπορεύονται μέσα στην αγορά.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ



Πηγή: Coldreйн, Ship sale & Purchase, 2nd Edition, LLP 1993

6.4 Χρηματοδοτική Μίσθωση (Leasing)

Με την χρηματοδοτική μίσθωση το πλοίο αγοράζεται από ένα χρηματοδοτικό οργανισμό και μισθώνεται βάση μακροπρόθεσμου συμβολαίου στον εφοπλιστή που του παρέχει απόλυτο έλεγχο να εκμεταλλευτεί το πλοίο. Ο χρηματοδοτικός οργανισμός διατηρεί την κυριότητα του πλοίου ενώ ο εφοπλιστής είναι υπεύθυνος για την διαχείρισή του. Αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης δεν έχει ευρύτατη εφαρμογή στην ναυτιλιακή βιομηχανία. Η συμφωνία μίσθωσης δεν έχει την μορφή της ναύλωσης πλοίου γυμνού.

Το βασικότερο πλεονέκτημα αυτής της μορφής χρηματοδότησης είναι η μη καταβολή κεφαλαίου από την πλευρά του εκμισθωτή-εφοπλιστή. Ο εφοπλιστής παρέχει μόνο την τεχνογνωσία και αποκτάει την χρήση και όχι την κυριότητα του πλοίου. Οι συμβάσεις αυτές έχουν διάρκεια 15-20 χρόνια και με την λήξη της σύμβασης το πλοίο αγοράζεται από τον εφοπλιστή έναντι συμβολικού ποσού.

Εκτός από το παραπάνω πλεονέκτημα, η χρηματοδοτική μίσθωση παρέχει στον εφοπλιστή φορολογικά πλεονεκτήματα (ο μισθωτής του πλοίου αφαιρεί το ενοίκιο από το φορολογητέο του εισόδημα ως έξοδο και ο πλοιοκτήτης διενεργεί αποσβέσεις επί της αξίας του πλοίου), βελτίωση της ρευστότητάς του, προστασία από τον πληθωρισμό και προγραμματισμό των δαπανών του.

Επιπλέον, η χρηματοδοτική μίσθωση αποτελεί σχήμα 100% χρηματοδότησης, το οποίο παρέχει ισχυρή διευκόλυνση στους πλοιοκτήτες, ιδιαίτερα σε περιόδους υψηλών τιμών στα πλοία. Το σχήμα αυτό δεν απαιτεί πρόσθετες ασφάλειες (υποθήκες πάνω σε άλλα πλοία). Η παραδοσιακή χρηματοδότηση, αντίθετα, απαιτεί όχι μόνο υποθήκες σε περισσότερα του ενός πλοία, αλλά και μια καλή χρονοναύλωση.

Στην χρηματοδοτική μίσθωση το χρηματοδοτικό όργανο σαν νόμιμος ιδιοκτήτης του πλοίου παρέχει πλήρη χρηματοδότηση για τον χρήστη στη διάρκεια μιας περιόδου με κάποια σχετικά περιορισμένη εξασφάλιση σε σχέση με μια κλασική χρηματοδότηση με υποθήκη. Αυτό ίσως αποτελεί το βασικότερο πλεονέκτημα της χρηματοδοτικής μίσθωσης.

Πράγματι, όταν χρειαστεί κάποιος να απαγορεύσει τον απόπλου ενός πλοίου με κατάσχεση με βάση την προτεραιότητα της προτεινόμενης υποθήκης, απαιτείται χρόνος και φροντίδα για πολλές νομικές λεπτομέρειες. Όμως, αν και στα νομικά ζητήματα και στα έγγραφα των υποθηκών δεν υπάρξει κάποιο πρόβλημα, δεν μπορεί κανείς να ισχυριστεί ότι η πιο πάνω διαδικασία της υποθήκης αποτελεί κατώτερη εξασφάλιση από ότι η κατά το νόμο ιδιοκτησίας του πλοίου κάτω από την χρηματοδοτική μίσθωση.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Ένα άλλο σημαντικό πλεονέκτημα της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι η διάρκεια της. Στη χρηματοδοτική μίσθωση, ο χρηματοδότης επιδιώκει να αποσβέσει πλήρως την δαπάνη του κεφαλαίου για την αγορά του πλοίου και να προβλέψει τα έξοδα του δανείου και το κέρδος. Σε περιπτώσεις υψηλών κεφαλαίων, η περίοδος της χρηματοδοτικής μίσθωσης υπερβαίνει τα 10 χρόνια, διότι ο χρηματοδότης αποδέχεται την αρχή ότι η περίοδος της χρηματοδοτικής μίσθωσης πρέπει να αντιπροσωπεύει την ικανότητα του χρηματοδοτούμενου να κερδίσει και να μπορέσει να εξοφλήσει την χρηματοδοτική μίσθωση από τις εισπράξεις του πλοίου. Τέτοια περίπτωση μπορεί να συνδυαστεί με μια ναύλωση ίσης διάρκειας με την χρηματοδοτική μίσθωση.

Ένα τελευταίο πλεονέκτημα της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι ότι είναι προβλέψιμη και επιτρέπει στον χρηματοδοτούμενο εφοπλιστή να σχεδιάσει το ταμειακό του πρόγραμμα (cash flow).

Το σημαντικότερο ίσως μειονέκτημα της χρηματοδότησης με χρηματοδοτική μίσθωση είναι η επιβολή υψηλότερου επιτοκίου από το αντίστοιχο του τραπεζικού δανεισμού.

6.5 Αυτοχρηματοδότηση

Αυτή η μορφή χρηματοδότησης αποτελούσε τον συνηθέστερο τρόπο χρηματοδότησης ιδιαίτερα τα παλιότερα χρόνια που οι τιμές των πλοίων ήταν χαμηλότερες και δεν υπήρχαν άλλες επιλογές. Πρόκειται για έναν παραδοσιακό τρόπο χρηματοδότησης όπου το απαραίτητο κεφάλαιο διατίθεται από τον ίδιο τον πλοιοκτήτη. Πιο συγκεκριμένα, στην Ελλάδα η αυτοχρηματοδότηση είχε ευρεία εφαρμογή στις αρχές του 1980.

Το υψηλό επίπεδο αυτοχρηματοδότησης βοηθά στην διατήρηση του ελέγχου της εταιρείας από τους πλοιοκτήτες με χαμηλό κόστος χρηματοδότησης. Τα μειονεκτήματά αυτής της μεθόδου σχετίζονται με το υψηλό κόστος απόκτησης πλοίου, ιδιαίτερα στην σύγχρονη εποχή, που η συγκέντρωση των απαραίτητων κεφαλαίων από ίδιες πηγές είναι πολύ δύσκολη. Επίσης, με αυτόν τον τρόπο χρηματοδότησης η επιχείρηση εκτίθεται σε πολύ υψηλό κίνδυνο.

6.6 Δάνεια Ναυπηγείων και εξαγωγικές πιστώσεις

Η πρακτική της κρατικής χρηματοδότησης μέσω ναυπηγικών δανείων έχει διπλό στόχο. Ο πρώτος είναι η ενίσχυση των ναυπηγείων μιας χώρας και ο δεύτερος η προσφορά προνομίων στους πλοιοκτήτες της χώρας. Αυτή η μορφή χρηματοδότησης εξασφαλίζει απασχόληση των ναυπηγικών μονάδων με την

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

προσφορά πίστωσης στους πλοιοκτήτες. Συνήθως καταβάλλεται ποσοστό 5-10% με την υπογραφή του συμβολαίου και η εξόφληση γίνεται με δόσεις με την πρόοδο των εργασιών αλλά και μετά από την ολοκλήρωση της ναυπήγησης.

Στην Ελλάδα το ύψος του δανείου δεν πρέπει να υπερβαίνει το 80% του συνολικού κόστους, και η διάρκεια του να είναι 10ετής για κατασκευή ή 8ετής για μετασκευή. Στα πλαίσια όμως της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η διάρκεια του δανείου δεν πρέπει να υπερβαίνει τα 8,5 χρόνια και το ελάχιστο επιτόκιο πρέπει να είναι 8,5%. Οι ρυθμίσεις αυτές έγιναν για να διασφαλιστεί ο αθέμιτος ανταγωνισμός και να μην διαστρεβλωθεί η ιδέα της ελεύθερης αγοράς μεταξύ των ναυπηγείων των κρατών μελών.

Οι κυβερνήσεις χρηματοδοτούν τα ναυπηγεία τους με τους ακόλουθους τρόπους:

- Άμεσες κυβερνητικές επιχορηγήσεις προς τα ναυπηγεία της χώρας ή προς τους πλοιοκτήτες, ιδιαίτερα σε περιόδους χαμηλών ναύλων, για να ενισχύσουν την αγορά. 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.
- Κυβερνητικά εθνικά δάνεια για την κατασκευή πλοίων στα ναυπηγεία των χώρας, τα οποία πρέπει να εξοφληθούν.
- Εξαγωγικές πιστώσεις που παρέχονται από τις κυβερνήσεις, οι οποίες καθιστούν δυνατό τον ανταγωνισμό από τα τοπικά ναυπηγεία στα πλαίσια της διεθνούς ναυπηγικής αγοράς. Παράλληλα, κυβερνητικές εγγυήσεις για τη χορήγηση δανείου από άλλους οργανισμούς.

Τα ναυπηγεία, με τη σειρά τους, δημιουργούν χρηματοδοτικά προγράμματα εξειδικευμένα για να καλύπτουν τις απαιτήσεις των πλοιοκτητών και χρηματοδοτούν μέρος του κόστους κατασκευής του πλοίου.

Οι ναυπηγικές πιστώσεις για την χρηματοδότηση των ναυπηγείων έχουν το πλεονέκτημα των σταθερών επιτοκίων. Αλλά έχουν δύο μειονεκτήματα, την μικρή περίοδο αποπληρωμής και τον συναλλαγματικό κίνδυνο.

Προκειμένου να καλύψει ο πλοιοκτήτης τις καταβολές που περιμένουν τα ναυπηγεία το χρονικό διάστημα που κατασκευάζεται το πλοίο, χρησιμοποιεί ίδια διαθέσιμα. Εάν έχει ήδη πάρει δάνειο από την τράπεζα, τις επόμενες καταβολές τις αναλαμβάνει η τράπεζα, η οποία όμως δεν έχει ακόμα στα χέρια της την κύρια εξασφάλισή της και για το λόγο αυτό εκδίδεται εγγυητική επιστολή υπέρ του ναυπηγείου.

6.7 Η Ενδιάμεση Χρηματοδότηση

Η ενδιάμεση χρηματοδότηση είναι ένας τρόπος ειδικής χρηματοδότησης που κατατάσσεται στις χρηματοδοτήσεις κεφαλαίου ύστερα από το κύριο χρέος, αλλά πριν από τις απλές/ συνηθισμένες μετοχές (ordinary equity).

Μπορεί να πάρει πολλές μορφές και αποκαλείται εξασφαλισμένο ή και μη χρέος. Μερικές από αυτές τις μορφές είναι οι προνομιούχες μετοχές, τα δάνεια με δεύτερη υποθήκη, και τα ομολογιακά δάνεια ή τα γραμμάτια. Η χρηματοδότηση αυτή έχει την δυνατότητα να μετατραπεί σε απλές μετοχές.

Δεν έχει τόσο μεγάλη εξασφάλιση όσο η χρηματοδότηση με πρώτη υποθήκη, αλλά και το κόστος από τους τόκους σ' αυτή την περίπτωση είναι μεγαλύτερο. Στην ναυτιλία χρησιμοποιείται για την κάλυψη του κενού μεταξύ των δανείων με πρώτη υποθήκη και των ιδίων κεφαλαίων.

Η δυσκολία σε αυτού του είδους την χρηματοδότηση είναι η δημιουργία ικανού, σταθερού και θετικού ταμειακού προγράμματος (cash flow). Η δημιουργία ισχυρού cash flow, ώστε να εξυπηρετηθεί εκτός από το κύριο χρέος, και το ενδιάμεσο, καμιά φορά δεν επιτυγχάνεται με τα νέα πλοία, αλλά ούτε και με τα μεταχειρισμένα, δεδομένου των υψηλών δαπανών ασφαλιστρών, δεξαμενισμού και επισκευών.

Η διαφορά μεταξύ ίδιας χρηματοδότησης και εκείνης της πρώτης υποθήκης, αποτελεί ένα είδος στην ουσία (συμπληρωματικής) μετοχικής χρηματοδότησης, που σήμερα παρέχεται από χρηματοδοτικούς ενδιάμεσους (financial intermediaries), σε εξωτερικούς επενδυτές.

6.8 Χρηματοδότηση νεόκτιστων πλοίων

Παρόλο που η μεθοδολογία χρηματοδότησης ενός νέου πλοίου είναι γενικά η ίδια όπως και για τα μεταχειρισμένα πλοία, υπάρχουν δύο πρόσθετα προβλήματα που υπερνικούν. Καταρχήν, το κόστος ενός νέου σκάφους είναι γενικά πάρα πολύ υψηλό σχετικά με τις πιθανές αποδοχές αγοράς του, που χρηματοδοτούνται από τα ταμειακά προγράμματα, ειδικά εάν το δάνειο αποσβένεται κατά τη διάρκεια των μικρών χρονικών περιόδων 5-8 ετών που ευνοούνται από τις εμπορικές τράπεζες. Εάν η χρονοαύλωση δεν είναι διαθέσιμη, η τακτοποίηση της ασφάλειας μπορεί να είναι δύσκολη, ειδικά εάν η δομή της επιχείρησης χρησιμοποιεί ένα πλοίο. Δεύτερον, η χρηματοδότηση απαιτείται προτού να ναυπηγηθεί το πλοίο, έτσι υπάρχει μια περίοδος πριν από την παράδοση όταν σύρεται μέρος του δανείου αλλά ο σκελετός δεν είναι διαθέσιμος για κάλυμμα.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Επειδή αυτά τα προβλήματα το καθιστούν δύσκολο να αυξήσουν τις χρηματοδοτήσεις των νεόκτιστων πλοίων από τις εμπορικές τράπεζες, ειδικά κατά τη διάρκεια της ύφεσης που τα ναυπηγεία μπορούν να κερδίσουν προσφορές, υπάρχει μια μακροχρόνια παράδοση των ναυπηγών που προσφέρουν τη χρηματοδότηση στους πελάτες τους, συχνά με την υποστήριξη της κυβέρνησής τους. Αυτή η πρακτική εκτείνεται στη δεκαετία του 1930, αλλά το σύγχρονο πιστωτικό καθεστώς ναυπηγικής αναπτύχθηκε στη δεκαετία του 1960. Το 1962 τα Ιαπωνικά και Ευρωπαϊκά ναυπηγεία έκαναν το πρώτο βήμα προωθώντας ένα πιστωτικό σχέδιο εξαγωγής που προσφέρει στους πελάτες 80 τοις εκατό πάνω από 8 έτη με 5 1/2 τοις εκατό επιτόκιο. Αυτό άρχισε μια περίοδο μεγάλου πιστωτικού ανταγωνισμού μεταξύ των Ιαπωνικών και Ευρωπαϊκών ναυπηγείων, η οποία οδήγησε τελικά στον Organization for Economics Co-operation and Development (OECD) που το 1969 έγινε μια προσπάθεια να ρυθμιστούν οι διακρατικοί όροι πιστώσεων ναυπηγικής ανταγωνισμού.

Ο OECD είναι μία συμφωνία που καθορίζει τους ευνοϊκότερους όρους που μια συμβαλλόμενη κυβέρνηση έχει δικαίωμα να προσφέρει για μια ναυπηγική πίστωση. Καθορίζει ως πλοίο οποιοδήποτε ποντοπόρο σκάφος 100 grt και επάνω που χρησιμοποιείται για μεταφορά αγαθών ή προσώπων, ή για την απόδοση μιας ειδικευμένης υπηρεσίας (όπως για παράδειγμα αλιεία, σπάσιμο πάγου). Το 1995 οι όροι ήταν δάνειο 80% πάνω από 8 έτη με επιτόκιο 8.5%. Εντούτοις οι όροι ποικίλλουν. Τα δάνεια γενικώς εκδίδονται σε δολάρια και απαιτείται εγγύηση.

Στη δεκαετία του 1990 αυτή η μακροχρόνια πρακτική καθιερώνεται με πίεση μαζί με άλλες επιχορηγήσεις ναυπηγείων. Συγχρόνως οι τραπεζίτες έχουν ειδικευτεί πολύ περισσότερο στη δόμηση της χρηματοδότησης ναυπηγείων. Ένας πλοιοκτήτης μπορεί να δεχτεί την ναυπηγική πίστωση, αλλά ζητά μια εμπορική τράπεζα να το ενισχύσει επεκτείνοντας την περίοδο επιστροφής, επιχορηγώντας επιτόκιο μέσω ενός SWAP, μετατρέποντας το σταθερό επιτόκιο σε κυμαινόμενο ή μετατρέποντας ολόκληρο το δάνειο σε δολάρια αντί του εσωτερικού νομίσματος ναυπηγικής. Οποιοδήποτε από αυτούς τους μετασχηματισμούς είναι εύκολα επιτεύξιμοι από μια έμπειρη τράπεζα.

Η χρηματοδότηση πριν την παράδοση μπορεί μερικές φορές να δημιουργεί πρόβλημα. Τα ναυπηγεία απαιτούν γενικά οι πελάτες τους να κάνουν τις πληρωμές στο ναυπηγείο σε μια ικανοποιητική κλίμακα για να πληρώσουν και το υλικό και την εργασία που απαιτούνται ώστε να ναυπηγήσει το σκάφος. Αυτό περιλαμβάνει γενικά μια πληρωμή στον οικοδόμο για την αγορά των υλικών κατά την υπογραφή, με ίσες δόσεις για την καρίνα που βάζει, την παράδοση μηχανών, την προώθηση και την παράδοση.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Το πλάνο αποπληρωμών είναι διαπραγματεύσιμο. Εάν η πίστωση πριν την παράδοση έχει τακτοποιηθεί, ο αγοραστής συναντά την πρώτη πληρωμή και η τράπεζα πληρώνει τις υπόλοιπες πληρωμές. Ο κίνδυνος για το δανειστή είναι ότι οι πληρωμές γίνονται, αλλά το σκάφος βρίσκεται στο ναυπηγείο, ή μπορεί να υπάρχει κάποια μορφή πολιτικής αναταραχής που αποτρέπει την ολοκλήρωση ή την παράδοση. Παράλληλα, χωρίς να μπορεί το σκάφος να ενεργήσει, πρέπει να βρεθεί κάποια άλλη μορφή ασφάλειας. Στις περισσότερες περιπτώσεις οι πληρωμές καλύπτονται από μια "εγγύηση επιστροφής ποσού" που εκδίδεται από την τράπεζα του ναυπηγείου. Εντούτοις, τα προβλήματα μπορούν να προκύψουν σύμφωνα με την εξέταση των ναυπηγείων, όπου η πτώχευση αποτελεί έναν κίνδυνο, ή βρίσκεται στις πολιτικά ασταθείς περιοχές. Γι' αυτό το λόγο μια κυβερνητική εγγύηση είναι ιδιαίτερα πολύτιμη, ή ενδεχομένως ο αγοραστής μπορεί να τακτοποιήσει τον πολιτικό κίνδυνο.

Η χρηματοδότηση μετά την παράδοση επισύρει την προσοχή κυρίως στην παράδοση του σκάφους. Μπορεί να ληφθεί από τρεις πηγές, από ένα πιστωτικό σχέδιο ναυπηγείων, από τον πιστωτή ή με μίσθωση εμπορικής τράπεζας. Υπάρχουν τρεις τρόποι με τους οποίους οι κυβερνήσεις μπορούν να επέμβουν για να καταστήσουν την ναυπηγική πίστωση ελκυστικότερη στον πλοιοκτήτη απ' ό,τι αυτή των εμπορικών τραπεζών, κι αυτοί είναι οι εξής:

- Κυβερνητική εγγύηση: Με τη λήψη μιας κυβερνητικής εγγύησης για το δάνειο ο πλοιοκτήτης μπορεί να είναι σε θέση να αυξήσει την πίστωση σε μια εμπορική τράπεζα. Η αξία αυτής της εγγύησης στον οφειλέτη εξαρτάται από τα πιστωτικά πρότυπα που η κυβερνητική αντιπροσωπεία εφαρμόζει με την έκδοση της εγγύησης. Μερικές φορές τα πρότυπα είναι τα ίδια με εκείνα που εφαρμόζονται στις εμπορικές τράπεζες, έτσι η εγγύηση έχει μικρή αξία. Εάν, εντούτοις, η κυβέρνηση είναι πρόθυμη να βοηθήσει το ναυπηγείο να κερδίσει την εντολή, μπορεί να προετοιμαστεί για να εγγυηθεί τους όρους πιστώσεων, που διαφορετικά ο ιδιοκτήτης δεν θα είχε καμία ελπίδα να λάβει από μια εμπορική τράπεζα. Κάνοντας κάτι τέτοιο η κυβέρνηση διατρέχει σοβαρό πιστωτικό κίνδυνο.
- Επιχορήγηση επιτοκίων. Ορισμένοι κυβερνητικοί αντιπρόσωποι προσφέρουν επιδοτούμενα επιτόκια. Για παράδειγμα, στην Μεγάλη Βρετανία ένα δάνειο αυξάνεται από μια βρετανική εμπορική τράπεζα, η οποία λαμβάνει μια σύνθεση επιτοκίου από την κυβέρνηση για να καλύψει τη διαφορά μεταξύ του συμφωνηθέντος ποσοστού στο δάνειο και του τρέχοντος ποσοστού αγοράς.
- Συμφωνημένη αναστολή: Στις δύσκολες περιστάσεις η κυβέρνηση μπορεί να συμφωνήσει για αναστολή για ένα ή δύο έτη τόσο στο επιτόκιο όσο και στο κεφάλαιο.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Οι κυβερνήσεις έχουν διαφορετικούς τρόπους πίστωσης ναυπηγείων. Σε μερικές περιπτώσεις υπάρχει μια κυβερνητική τράπεζα που πραγματοποιεί την πιστωτική ανάλυση και χορηγεί το δάνειο. Για παράδειγμα, η Export Credit Bank της Ιαπωνίας πραγματοποιεί αυτήν την λειτουργία. Άλλες κυβερνήσεις έχουν μια αντιπροσωπεία που εκτελεί την πιστωτική ανάλυση, αλλά το δάνειο παρέχεται από τις τοπικές εμπορικές τράπεζες. Τέτοιο παράδειγμα είναι η Export Credit Guarantee στην Μεγάλη Βρετανία.

6.9. Κοινοπρακτικά Δάνεια (Syndicated Loans)

Τα κοινοπρακτικά δάνεια ξεκίνησαν στις αρχές της δεκαετίας του 1960, όταν άρχισαν να αυξάνονται οι επενδύσεις έντασης κεφαλαίου και δημιουργήθηκε η ανάγκη επιμερισμού του δανειστικού κινδύνου μεταξύ περισσότερων της μίας δανειστρίας τράπεζας. Ένα κοινοπρακτικό δάνειο είναι μια συμφωνία μεταξύ 2 (club loans) ή και περισσότερων τραπεζών να χορηγήσουν ένα δάνειο ή μια πίστωση ή να εκδώσουν εγγυητική επιστολή με κοινό δανειστικό συμβόλαιο. Πρόκειται για μεσομακροπρόθεσμη χρηματοδότηση όπου συμμετέχουν αμερικανικές, ιαπωνικές και ευρωπαϊκές τράπεζες.

Βασικό ρόλο παίζει η Τράπεζα Manager ή Lead Manager ή Senior Manager η οποία διαμορφώνει το δάνειο (διάρκεια, αποπληρωμές, εξασφαλίσεις, τιμολόγηση κτλ), συγκεντρώνει τα απαραίτητα έγγραφα (documentation) και αναλαμβάνει να προσεγγίσει άλλες τράπεζες για να συμμετάσχουν στο Κοινοπρακτικό Δάνειο. Η διαχείριση του δανείου ανατίθεται με ειδική συμφωνία σε μια τράπεζα (Agent Bank) η οποία συνήθως συμπίπτει με την τράπεζα Manager. Τόσο η τράπεζα Manager όσο και η Agent τράπεζα εισπράττουν προμήθειες για την οργάνωση και διαχείριση του δανείου είτε εφάπαξ είτε σε ετήσια βάση, ανάλογα με την πολυπλοκότητα του δανείου, την ικανότητα και την ευελιξία της τράπεζας και την παρούσα και προβλεπόμενη οικονομική κατάσταση του δανειζόμενου, ενώ όλες οι συμμετέχουσες τράπεζες εισπράττουν ετήσια προμήθεια συμμετοχής.

Συνήθως το ρόλο του Manager αναλαμβάνουν τράπεζες με παράδοση στην ναυτιλία, που έχουν γνώση της ιδιαίτερης αυτής αγοράς και εμπειρία για να αντιμετωπίσουν τυχόν προβληματικά ναυτιλιακά δάνεια. Όταν ολοκληρωθεί το documentation του δανείου, οι συμμετέχουσες τράπεζες υπογράφουν τη συμφωνία συμμετοχής και στη συνέχεια υπογράφεται το δανειακό συμβόλαιο από τον δανειζόμενο και τον Manager/Agent. Στην περίπτωση που το κοινοπρακτικό δάνειο δεν εξυπηρετείται κανονικά η agent τράπεζα ενημερώνει τις συμμετέχουσες για τους λόγους που καθιστούν το δάνειο προβληματικό και λαμβάνει τα απαραίτητα μέτρα για να προστατεύσει τα συμφέροντά τους.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Πρέπει να σημειωθεί ότι η Manager τράπεζα δεν ευθύνεται για την οικονομική κατάσταση του δανειζόμενου ούτε για την επάρκεια των εξασφαλίσεων, εκτός αν έχει συμφωνηθεί διαφορετικά. Αυτό είναι απόρροια του γεγονότος ότι ο manager/agent λειτουργεί ως εκπρόσωπος των συμμετεχόντων, διαφορετικά θα έπρεπε να έχει πλήρη ευθύνη και θα λειτουργούσε ως δανειζόμενος χρηματοδότησης.

Πλεονεκτήματα/ μειονεκτήματα για τις δανείστριες τράπεζες:

Σε περιόδους διεθνούς ρευστότητας, τα κοινοπρακτικά δάνεια ελέγχουν τον κίνδυνο σε μια ιδιαίτερος ευμετάβλητη αγορά και σε βιομηχανίες έντασης κεφαλαίου, όπως είναι αυτή της ναυτιλίας. Ο επιμερισμός του κινδύνου επιτρέπει τη συμμετοχή σε μεγαλύτερο αριθμό χρηματοδοτήσεων, αλλά και σε ποσά μεγαλύτερα από αυτά που συνάπτονται με διμερή δάνεια. Επιπλέον δίνεται η δυνατότητα και σε μικρότερες τράπεζες να συμμετάσχουν στην ναυτιλιακή αγορά και να αποκομίσουν οφέλη τα οποία, λόγω των οικονομιών κλίμακας των πλοίων, της τεχνολογικής προόδου και των πληθωριστικών πιέσεων, δε θα εκμεταλλεύονταν αν δεν συμμετείχαν σε κοινοπρακτικά δάνεια. Εξάλλου, μέσω της "ασπίδας προστασίας" του agent, τράπεζες χωρίς εμπειρία στο χώρο της ναυτιλίας, μπορούν να συμμετάσχουν στην αγορά αυτή, επεκτείνοντας έτσι τις δραστηριότητές τους.

Μειονέκτημα για τις δανείστριες θεωρείται το γεγονός ότι αν ένα κοινοπρακτικό δάνειο δεν πάει καλά μπορεί να είναι δύσκολο να συμφωνήσουν οι συμμετέχουσες για τα μέτρα που πρέπει να ληφθούν προκειμένου να το αντιμετωπίσουν - κυρίως λόγω της διαφορετικής πολιτικής που ισχύει μεταξύ εγχώριων και ξένων τραπεζών.

Πλεονεκτήματα / μειονεκτήματα για τον δανειζόμενο:

Οι ναυτιλιακές χορηγήσεις απαιτούν υψηλά κεφάλαια, τα οποία η δανειζόμενη δεν μπορεί εύκολα να τα αποκτήσει από μία μόνο τράπεζα. Η σύναψη ενός κοινοπρακτικού δανείου την διευκολύνει να αντλήσει τα απαιτούμενα κεφάλαια, συχνά με ανταγωνιστικούς όρους τιμολόγησης, προς όφελός της - εφόσον ο Manager έχει την απαιτούμενη εμπειρία.

Μειονεκτήματα για το δανειζόμενο είναι τυχόν ανικανότητα του Manager να διαμορφώσει το δάνειο με βάση τις ανάγκες του δανειζόμενου - καθώς οι συμβάσεις των κοινοπρακτικών ναυτιλιακών δανείων, κυρίως αυτές που διέπονται από Αγγλικό Δίκαιο, είναι αρκετά περίπλοκες - και οι διαφωνίες των συμμετεχόντων στο δανειακό συμβόλαιο κατά τη διάρκεια ζωής του δανείου πάνω στην ερμηνεία των όρων που

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

έχουν συνομολογήσει, είτε λόγω της έλλειψης ναυτιλιακής εμπειρίας είτε λόγω άσχημων συνθηκών αγοράς.

Είναι γεγονός πάντως ότι τα κοινοπρακτικά δάνεια αποτελούν σημαντικό τμήμα των ναυτιλιακών χρηματοδοτήσεων κυρίως λόγω της κατανομής του κινδύνου, με την προοπτική ιδιαίτερα των Κανόνων της Βασιλείας, καθώς μέσω των δανείων αυτών οι τράπεζες συμμετέχουν σε μεγάλα projects χωρίς να χορηγούν το σύνολο των κεφαλαίων, συνεργαζόμενες με μεγάλους ομίλους και επιμερίζοντας τον κίνδυνο.

6.10 Ιδιωτικές τοποθετήσεις (private placement)

Μέσω του μηχανισμού αυτού επιδιώκεται η επένδυση σε εμπορικά πλοία από επενδυτές που δεν έχουν ασχοληθεί με την ναυτιλία. Μια εισηγμένη εταιρεία αναθέτει σε ένα διαχειριστή την αγορά, πώληση και διαχείριση των πλοίων της. Οι εταιρείες όμως που αναλαμβάνουν την διαχείριση των πλοίων δεν είναι ναυτιλιακές, δραστηριοποιούνται σε έναν πολύπλοκο τομέα, με τα μειονεκτήματα που αυτό συνεπάγεται για την αποδοτικότητα της επένδυσης.

6.11 Χρηματοδότηση με βάση τα μελλοντικά καθαρά έσοδα του πλοίου (Cash Flow Financing)

Η χρηματοδότηση αγοράς ενός πλοίου (ή παραγγελίας) με βάση το μελλοντικό πρόγραμμα ετήσιων εσόδων της ναυτιλιακής επιχείρησης, αποτελεί τον παραδοσιακό και πιο συνηθισμένο και απλό τρόπο χρηματοδότησης των πλοίων. Είναι μέθοδος η οποία αποκαλείται και project financing (χρηματοδότηση ενός σχεδίου επένδυσης).

Το μελλοντικό πρόγραμμα ετήσιων εσόδων που αποκαλείται cash flow (ταμειακό πρόγραμμα επένδυσης) και ο τρόπος χρηματοδότησης με βάση αυτό εφαρμόστηκε από την νέα γενιά πλοιοκτητών (μετά από την εποχή του Λαιμού, Λιβανού, Νιάρχου και Ωνάση), για την απόκτηση προσιτής αξίας πλοίων με χρονοναύλωση, η οποία ικανοποιούσε και τις τράπεζες σχετικά με την σταθερότητα των εισπράξεων.

Βέβαια, η χρονοναύλωση δεν είναι η τέλεια εξασφάλιση αρχικά, διότι δεν αποτελεί περιουσιακό στοιχείο το οποίο μπορεί η τράπεζα να κατασχεσει. Εξάλλου, μια χρονοναύλωση είναι το ίδιο καλή όσο είναι και ο εκναυλωτής/ charterer. Η χρονοναύλωση επίσης με ένα σταθερό ναύλο δεν έχει σταθερά «καθαρή» απόδοση για την ναυτιλιακή επιχείρηση, διότι το λειτουργικό κόστος του πλοίου δεν

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

παραμένει σταθερό στον χρόνο της ναύλωσης λόγω πληθωρισμού και άλλων ανατιμητικών τάσεων.

Συνεπώς υπήρξαν τράπεζες οι οποίες με βάση την υποθήκη και την χρονοναύλωση, έδιναν πιστωτική γραμμή στον πλοιοκτήτη και πράσινο φως για να προχωρήσει στην αγορά πλοίου μέχρι μιας προσυμφωνημένης αξίας με το πλεονέκτημα ότι με τον τρόπο αυτό είχε τη δυνατότητα της γρήγορης λήψης αποφάσεων στην αγορά.

Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα που αναφέρει ο Stokes είναι το εξής:

Έστω ένα πλοίο πολύ μεγάλου μεγέθους μεταφοράς ακατέργαστου πετρελαίου (VLCC) το οποίο αγοράστηκε από μία ναυτιλιακή εταιρεία σαν νεοκατασκευή με παράδοση στην τιμή των \$8.000.000. Το πλοίο είχε χρονοναύλωση σε μία από τις μεγάλες εταιρείες πετρελαίου για μια περίοδο οκτώ ετών με ενοίκιο σταθερό και ίσο με \$1 ανά τόνο νεκρού βάρους τον μήνα. Η τράπεζα έκρινε στην προκειμένη περίπτωση, με βάση την πιο πάνω αξία του πλοίου και με βάση το ταμειακό πρόγραμμα και τον Εσωτερικό Λόγο Απόδοσης (IRR) της επένδυσης αυτής, να χορηγήσει 80% της αξίας χρηματοδότησης (δηλαδή \$6.400.000) για οκτώ χρόνια με περιθώριο κέρδους για την τράπεζα 1,25% πάνω από το LIBOR. Το πλοίο αυτό εκτιμάται ότι στο τέλος της 8ετίας θα είχε X αξία στην αγορά για πώληση \$5.000.000.

Από τα παραπάνω στοιχεία μπορούμε να κατασκευάσουμε το ταμειακό αποτέλεσμα ή την ετήσια καθαρή εισροή εσόδων του χρηματοδοτούμενου πλοίου.

Cash Flow									
Έτη	1	2	3	4	5	6	7	8	Υπολειμματική Αξία
Έσοδα χρονοναύλωσης	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	
Έξοδα λειτουργίας πλοίου	K ₁	K ₂	K ₃	K ₄	K ₅	K ₆	K ₇	K ₈	
Καθαρή εισροή X _i -K _i =N _i	(84)	30	(454)	(407)	(125)	(561)	44	147	5000
Παρούσα Αξία ΚΠΑ=N _i	N ₁	N ₂	N ₃	N ₄	N ₅	N ₆	N ₇	N ₈	(5000*1,0968) ⁻ⁱ
IRR όταν ΣΚΠΑ=0 είναι 9,68%									

Όπως δείχνει το ταμειακό πρόγραμμα του πλοίου (γραμμή 3 του πίνακα), η πορεία του κόστους λειτουργίας και κίνησης του πλοίου στο τρίτο έτος και μετά και

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

μέχρι το έκτο ήταν δραστικά αυξημένη. Το χαρακτηριστικό της χρονιάς ναύλωσης εδώ είναι το σταθερό και αμετάβλητο ύψος των εσόδων στην θετία που παρουσιάζεται στο παράδειγμα. Συνεπώς με ραγδαία άνοδο του κόστους κίνησης και λειτουργίας του πρώτου έτους του πλοίου ένα σχετικά καλό ενοίκιο (βλέπε cash flow του πρώτου έτους, αλλά και ειδικότερα του δεύτερου έτους) αποδεικνύεται ανεπαρκές σε περιόδους διεθνών πληθωριστικών πιέσεων και ανατιμήσεων (καυσίμων, ανταλλακτικών, επισκευών). Ο υψηλός συντελεστής εσωτερικής απόδοσης οφείλεται στην υψηλή υπολειμματική αξία του πλοίου στο τέλος της θετίας. Χρονοναυλώσεις που είχαν την πιο πάνω πορεία ανάγκασαν τους πλοιοκτήτες να ζητήσουν από τους εκναυλωτές την ακύρωσή τους στην περίοδο έντονων διεθνών πληθωριστικών αυξήσεων του κόστους λειτουργίας και κίνησης του πλοίου.

6.12 Μέλλον και προοπτικές της ναυτιλιακής χρηματοδότησης

Η Ελληνική ποντοπόρος ναυτιλία τις τελευταίες δύο δεκαετίες έχει αναδιαρθρώσει τις δομές της με αποτέλεσμα να συγκλίνει σε μεγάλο βαθμό στη διεθνή τραπεζική προοπτική. Οι μεγάλες επενδύσεις των Ελλήνων πλοιοκτητών ήταν καθοριστικές για την διασφάλιση της οικονομικής προστασίας παρόλο που είχαν συμβεί ορισμένα θαλάσσια ατυχήματα. Παράλληλα, οι χρηματοδότες συνειδητοποιούσαν όλο και περισσότερο ότι πέρα από την κλασική μορφή χρηματοδότησης η μεγαλύτερη διασφάλισή τους είναι το όνομα και η φήμη του εφοπλιστή.

Η διάρκεια των δανείων μεγάλωσε, με μέση διάρκεια 20 έτη. Το ποσοστό χρηματοδότησης παρέμεινε στο 70% της συνολικής επένδυσης. Η πληροφόρηση των τραπεζών όσον αφορά την χρηματοδότηση, τις ναυλώσεις και την διαχείριση βελτιώθηκε και τα κοινοπρακτικά δάνεια αυξήθηκαν, ιδιαίτερα όσον αφορά την χρηματαγορά των νεότευκτων πλοίων. Παράλληλα, οι τράπεζες θέτουν σαφείς στόχους αποδόσεων για κάθε πελάτη ξεχωριστά.

Τα σημεία στα οποία εστιάζονται οι προοπτικές της διεθνούς ναυτιλιακής χρηματοδότησης είναι τα εξής:

- Οι συνενώσεις έγιναν λόγω της ανταγωνιστικότητας και των οικονομιών κλίμακας. Σύμφωνα με τους κανόνες της Βασιλείας, η ναυτιλία περιλαμβάνεται μεταξύ των κορυφαίων επιλογών των τραπεζών επειδή μεταβάλλεται ο τρόπος υπολογισμού της κεφαλαιακής επάρκειας.
- Αυτό αναγκάζει τις τράπεζες να αλλάξουν τους δανειοδοτικούς τους όρους έτσι ώστε η συνολική επιδότηση να μπορεί να αυξηθεί και μέσω της παροχής υπηρεσιών.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

- Ενώ ο αριθμός των τραπεζών μειώνεται, η ικανότητα χρηματοδότησης της ναυτιλιακής βιομηχανίας συνεχίζει να αυξάνεται.
- Λόγω της παγκοσμιοποίησης, των τραπεζικών συνενώσεων και των αλλαγών της ναυτιλιακής χρηματοδότησης, οι τράπεζες ανέπτυξαν ένα μοντέλο χρηματοδότησης που βασίζεται περισσότερο στη δομή της ίδιας της δανειζόμενης εταιρείας.
- Το μέγεθος σε συνδυασμό με την ποιότητα έχει γίνει θεμελιώδους σημασίας τόσο για τις τράπεζες όσο και για τους πελάτες τους.
- Αν και οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές σε παγκόσμιο επίπεδο συνεχίζονται προβλέπεται η μείωση τους στο μέλλον.
- Η στροφή προς την ποιότητα, το μέγεθος και τη νεαρή ηλικία του πλοίου που ακολουθούν οι τράπεζες τα τελευταία 5 χρόνια θα έχει θετικά αποτελέσματα και θα προκαλέσει λιγότερες διαγραφές από επισφαλή δάνεια.
- Καθώς βελτιώνεται η ποιότητα των δανείων και αυξάνεται ο αριθμός τους, θα υπάρξει μεγαλύτερο ενδιαφέρον για τιτλοποίηση δανείων, γεγονός που θα ανοίξει καινούριες και κερδοφόρες προοπτικές.
- Η ανακούφιση των μεγάλων ναυτιλιακών εταιρειών από τα τεράστια βάρη των ναυτιλιακών χρηματοδοτήσεων θα προκύψει από την περαιτέρω ανάπτυξη της διεθνούς κεφαλαιαγοράς.

Παράλληλα, την επόμενη δεκαετία προβλέπεται να υπάρξουν αλλαγές στον τρόπο χρηματοδότησης των ελληνικών ναυτιλιακών εταιρειών. Πιο συγκεκριμένα:

- Αφού τα νέα πλοία που αποκτούν οι Έλληνες πλοιοκτήτες απαιτούν μεγαλύτερη περίοδο αποπληρωμής, αναμένεται να επιμηκυνθεί και η μέση διάρκεια των δανείων. Ήδη δάνεια που συνάφθηκαν παλαιότερα μικρής διάρκειας έχουν μετατραπεί σε μακροπρόθεσμα για την ναυπήγηση νέων μονάδων.
- Αναμένεται η είσοδος στην αγορά των ναυτιλιακών χρηματοδοτήσεων μεγάλων ασφαλιστικών οργανισμών σε συνεργασία με τις τράπεζες προκειμένου να καλύψουν κάποια κενά με ελκυστικούς όρους προκειμένου να προσελκύσουν κεφάλαια για μακροπρόθεσμη βάση από τις ασφαλιστικές εταιρείες.
- Οι ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες θα αποκτήσουν δομή ανωνύμων εταιρειών προκειμένου να εισέλθουν στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Από την πλευρά τους οι τράπεζες θα προσφέρουν στις συγκεκριμένες εταιρείες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και προϊόντα με χαμηλότερο κόστος.
- Όσο οι ναυτιλιακές εταιρείες θα αναπτύσσουν τις δομές τους με επιχειρησιακά δάνεια με νέους και ελαστικούς όρους θα αντικαθιστούνται τα παραδοσιακά δάνεια με υποθήκες.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

- Ο μέσος όρος απόδοσης του δανείου θα μειωθεί κατά 20% όσο θα αυξάνεται το ενδιαφέρον των ξένων τραπεζών για την χρηματοδότηση της ελληνικής ναυτιλίας.
- Θα αυξηθεί ο αριθμός των ναυτιλιακών εταιρειών, οι οποίες θα αξιολογούνται από τους διεθνείς οργανισμούς όπως είναι η Moody's και η S&P. Αυτό θα γίνεται προκειμένου οι ναυτιλιακές εταιρείες να καταφεύγουν για την αύξηση της ρευστότητάς τους στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, εξασφαλίζοντας μεγαλύτερες περιόδους αποπληρωμής των δανείων με μειωμένο κόστος χρήματος.
- Θα αυξηθεί ο αριθμός των κοινοπρακτικών δανείων, καθώς τα μεγάλα κεφάλαια της ναυτιλίας μεγαλώνουν και οι επενδύσεις δεν μπορούν να αντιμετωπιστούν από μια τράπεζα ή στο πλαίσιο διμερών συμβάσεων.

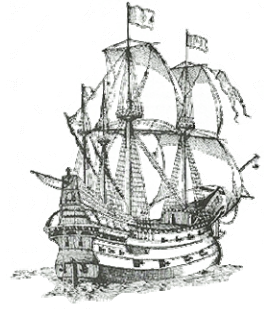
6.13 Συμπεράσματα

Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση διαφέρει από τις άλλες μορφές χρηματοδοτήσεων εξαιτίας κυρίως του ύψους των κεφαλαίων που απαιτούνται, του ιδιοκτησιακού καθεστώτος των πλοιοκτητριών εταιρειών και της αστάθειας της ναυτιλιακής αγοράς.

Το ύψος των κεφαλαίων τα οποία απαιτούνται για τη χρηματοδότηση ενός ποντοπόρου πλοίου, σε συνδυασμό με την έντονη κυκλικότητα της ναυτιλίας, αυξάνουν τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο του χρηματοδότη. Παράλληλα, η ασάφεια των οικονομικών στοιχείων που επιβάλλει το σύνθηρες ιδιοκτησιακό καθεστώς των πλοίων δημιουργεί προβλήματα στην αξιολόγηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου από τους χρηματοδότες και αυξάνει τον κίνδυνο να υποτιμηθεί ή να υπερτιμηθεί η δυνατότητα αποπληρωμής του δανείου.

Η αστάθεια της ναυτιλιακής αγοράς και οι διαρκείς αυξομειώσεις στη χρηματοροή και στην αξία των πλοίων, αυξάνουν τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο του χρηματοδότη. Η αξιολόγηση της χρηματοδότησης γίνεται σε δεδομένη χρονική στιγμή, ενώ η αποπληρωμή του δανείου πραγματοποιείται εντός ενός μέσου ή μακροπρόθεσμου χρονικού διαστήματος. Στη διάρκεια του χρόνου αποπληρωμής οι τιμές των ναύλων και οι αξίες των πλοίων μπορεί να μεταβληθούν αρκετά ώστε να δημιουργηθούν προβλήματα στην κάλυψη του δανείου από την αξία των εξασφαλίσεων και στην αποπληρωμή του δανείου από τη χρηματοροή του ενυπόθηκου πλοίου.

Στους στόχους της ναυτιλιακής επένδυσης περιλαμβάνεται η ποιοτική αντικατάσταση των πλοίων του ομίλου, η επέκταση του στόλου, η νέα είσοδος στη ναυτιλιακή βιομηχανία και η μετασκευή υφιστάμενου πλοίου (εφόσον αυτή οδηγεί στην αύξηση της χωρητικότητας).



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

Κίνδυνοι και Αξιολόγηση κινδύνου στις Ναυτιλιακές Επενδύσεις

Ο κίνδυνος επένδυσης μετριέται συνήθως από τη σταθερή απόκλιση της ετήσιας απόδοσης, δεδομένου ότι αυτό δίνει μια ένδειξη της μεταβλητότητας της απόδοσης. Έτσι η ναυτιλία αποτελεί βιομηχανία υψηλού κινδύνου με μια σταθερή απόκλιση των μαζικών εισοδημάτων κατά προσέγγιση δύο φορές υψηλότερων από το αμερικανικό χρηματιστήριο.

Καλό θα ήταν να ξεκινήσουμε διακρίνοντας τους κινδύνους που αντιμετωπίζει μια ναυτιλιακή εταιρία και οι τράπεζες.

7.1 Είδη κινδύνων

Κάθε επιχείρηση είναι εκτεθειμένη στον κίνδυνο αφού οι διαδικασίες της εκτυλίσσονται σε ένα ασταθές περιβάλλον που κυριαρχείται από αριθμούς και δύσκολους οικονομικούς υπολογισμούς. Για να ελαχιστοποιήσουν τα πιθανά καταστρεπτικά αποτελέσματα, οι επιχειρήσεις αναπτύσσουν ειδικούς κλάδους για την διαχείριση του κινδύνου, οι οποίοι αξιολογούν τις πιθανές επενδύσεις και συμβουλεύουν τους επικεφαλής των τμημάτων.

Η επιχείρηση πρέπει να καταλάβει τους κινδύνους που διατρέχει και πώς αρμόζουν οι διάφοροι κίνδυνοι στους μετόχους. Πολλές επιχειρήσεις πληρώνουν ασφάλιστρα για να καλύψουν την απώλεια, για παράδειγμα, \$50 εκατομμύρια που ενσωματώνουν μια πυρκαγιά, ενώ, συγχρόνως, οι εταιρίες αφήνουν τους οικονομικούς κινδύνους αξίας των εκατοντάδων εκατομμυρίων από το κεφάλαιο ακάλυπτους. Εναλλακτικά, οι εταιρίες προστατεύουν κάθε κίνδυνο μέσω των κύριων αγορών, δίνοντας χρήματα στις διοικητικές επιτροπές κινδύνου. Οι τεχνικές και τα εργαλεία για τη μέτρηση και την υποβολή έκθεσης κινδύνου έχουν πολλαπλασιαστεί τα τελευταία χρόνια. Μερικές από τις οποίες είναι value-at-risk, capital-at-risk, risk-adjusted-capital-at-risk, risk-adjusted-return-on-risk-adjusted capital και πολλές άλλες. Είναι λογικό να επενδύσουμε σε επενδύσεις που γνωρίζουμε τον κίνδυνο εάν

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

η εταιρία θεωρεί ότι μπορεί να χρησιμοποιήσει αυτήν την γνώση για να βελτιώσει την απόδοσή της για τους επενδυτές.

Για μια αποδοτική διαχείριση κινδύνου, μια περιεκτική προσέγγιση πρέπει να υιοθετηθεί για να επιτρέψει στο διαχειριστή κινδύνου να πετύχει την επιθυμητή έκβαση. Γι' αυτό ο κίνδυνος διακρίνεται σε 5 μέρη που ονομάζονται ανάλογα με τον τομέα στον οποίο έχουν επιπτώσεις. Παρακάτω παρατίθενται και συγκεντρώνονται από τα τμήματα εκείνες οι αποτιμήσεις, μετρήσεις και διαχειρίσεις του συνολικού κινδύνου στον οποίο μια επιχείρηση εκτίθεται.

7.1.1 Πιστωτικός ή χρηματοδοτικός κίνδυνος (credit risk)

Ως πιστωτικός κίνδυνος θεωρείται ο κίνδυνος, ο δανειζόμενος είτε να μην εξοφλήσει τις δανειακές του υποχρεώσεις (όπως οι τόκοι και δόσεις του δανείου), είτε να μη τηρεί συγκεκριμένους όρους της δανειακής σύμβασης την οποία έχει συνάψει με τη τράπεζα (όπως η διατήρηση της σχέσης αξία εξασφάλισης/ υπόλοιπο δανείου σε συγκεκριμένα επίπεδα για όλη τη διάρκεια του δανείου).

Ο πιστωτικός κίνδυνος οφείλεται κυρίως:

- στην αστάθεια των εσόδων από τη λειτουργία του χρηματοδοτούμενου πλοίου.
- στη συνεχή μεταβολή των αξιών των πλοίου.

7.1.1.1 Η αστάθεια των εσόδων του υπό χρηματοδότηση πλοίου

Το πρόγραμμα αποπληρωμής ενός δανείου με σκοπό την απόκτηση ενός ποντοπόρου πλοίου, στηρίζεται πρωτίστως στη προβλεπόμενη χρηματοροή και στην αναμενόμενη κερδοφορία του πλοίου.

Κατά τη σύνταξη του προϋπολογισμού της χρηματοροής λαμβάνονται υπόψη τόσο οι τρέχουσες τιμές όσο και οι μελλοντικές τιμές των ναύλων. Ενώ οι τρέχουσες τιμές των ναύλων αποτελούν σχετικά ιστορικά στοιχεία, οι μελλοντικές τιμές αφορούν στις προσδοκίες των αναλυτών για τη μελλοντική πορεία των ναύλων του πλοίου. Οι αναλυτές, μελετώντας τα στοιχεία που δημοσιεύονται στο ναυτιλιακό τύπο, ενημερώνονται καθημερινά για τους παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση και τη προσφορά των πλοίων, τα τρέχοντα επίπεδα των ναύλων και τα στοιχεία των χρονοναυλώσεων που ήδη έκλεισαν και επηρεαζόμενοι από την εμπειρία τους και τη ποιότητα των πληροφοριών που διαθέτουν, επιλέγουν τελικά τους ναύλους που θα χρησιμοποιηθούν στο προϋπολογισμό χρηματοροής του υπό χρηματοδότηση πλοίου.

Σε ένα περιβάλλον όπως η ναυτιλία, η οποία χαρακτηρίζεται από έντονη αστάθεια στις τιμές των ναύλων, η πρόβλεψη του επιπέδου τους για διάστημα τόσο μεγάλο όσο η διάρκεια ενός ναυτιλιακού δανείου (η οποία μπορεί να κυμανθεί από

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

δύο έως δώδεκα έτη) αποτελεί εξαιρετικά δύσκολο εγχείρημα. Δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις στις οποίες κατά τη περίοδο αξιολόγησης της χρηματοδοτικής πρότασης από τους αναλυτές, τα επίπεδα των ναύλων ήταν εξαιρετικά υψηλά, δημιουργώντας αισιόδοξο κλίμα το οποίο επηρέαζε θετικά τις προβλέψεις των αναλυτών σε ότι αφορά στη κερδοφορία του πλοίου. Ως αποτέλεσμα διαμορφώθηκε ανάλογο, με τις αισιόδοξες προβλέψεις, πρόγραμμα αποπληρωμής, ενώ στη συνέχεια το κλίμα άλλαξε, τα επίπεδα των ναύλων του πλοίου, άρα και την κερδοφορία του, μειώθηκαν και τελικά η αποπληρωμή του δανείου κατέστη προβληματική.

Ενδεικτικά παραθέτουμε σχετικό παράδειγμα από το βιβλίο του Peter Stokes σύμφωνα με το οποίο εξετάζεται η χρηματοροή ενός φορτηγού πλοίου με DWT 60.000, κτισμένο το 1972 και το οποίο αγοράστηκε το 1974 έναντι ποσού 14\$ εκ. Τη στιγμή της αγοράς, το πλοίο ήταν χρονοναυλωμένο για 12 μήνες με ναύλο 5,5\$ ανά DWT ανά μήνα, με λήξη στις αρχές του Οκτώβρη του 1980. Στη λήξη του προαναφερθέντος χρονοναυλωσυσμφώνου, η πλοιοκτήτρια εξασφάλισε χρονοναύλωση για το ίδιο πλοίο για 12 μήνες με ναύλο 6,0\$ ανά DWT ανά μήνα. Ένα χρόνο αργότερα το ίδιο πλοίο έκλεισε χρονοναύλωση για 12 μήνες με ναύλο 4,5\$ ανά DWT ανά μήνα. Η απόκτηση του πλοίου χρηματοδοτήθηκε με τραπεζικό δανεισμό σε ποσοστό 70% επί της αξίας αγοράς το 1974, για διάστημα 5 χρόνων, με περιθώριο κέρδους 1,25% άνω του Libor.

Σύμφωνα με τους υπολογισμούς του Peter Stokes στο εν λόγω παράδειγμα, το break even rate του δανείου για το 4ο και 5ο έτος του δανείου ανέρχεται σε 11.730\$ και 11.554\$, αντίστοιχα. Δυστυχώς όμως ο πραγματικός ναύλος ενός ανάλογου πλοίου κατά τα έτη 1982 και 1983 διαμορφώνονταν σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα. Είναι εμφανές ότι το πρόγραμμα χρηματοροής που δημιουργήθηκε κατά την αξιολόγηση της επένδυσης ήταν προσαρμοσμένο στις υψηλές τιμές οι οποίες ίσχυαν κατά τη περίοδο αυτή και δεν ελήφθη υπόψη η πιθανότητα μεταβολής του επιπέδου των ναύλων.

7.1.1.2 Η συνεχής μεταβολή των αξιών των πλοίου

Στις περισσότερες περιπτώσεων, κύρια εξασφάλιση ενός ναυτιλιακού δανείου από τράπεζα με σκοπό την απόκτηση ενός ποντοπόρου πλοίου, αποτελεί η υποθήκη επί του χρηματοδοτούμενου πλοίου. Η εγγραφή υποθήκης επί του πλοίου υπέρ της δανειστρίας τράπεζας πραγματοποιείται κυρίως ώστε σε περίπτωση μη ανταπόκρισης του δανειζόμενου στις δανειακές του υποχρεώσεις, η τράπεζα να μειώσει ή να εξοφλήσει, το υπόλοιπο της οφειλής, με τα έσοδα από την εκτέλεση της υποθήκης και το πλειστηριασμό του πλοίου. Οι αξίες όμως των πλοίων ακολουθούν τις διακυμάνσεις των επιπέδων των ναύλων.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Όσο η προσφορά της χωρητικότητας είναι μικρότερη της ζήτησης, οι φορτωτές, προκειμένου να εξασφαλίσουν πλοία για τη μεταφορά των φορτίων τους, είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν υψηλότερους ναύλους, συντελώντας έτσι στη δημιουργία αυξητικής τάσης στα επίπεδα των ναύλων.

Το αισιόδοξο κλίμα που δημιουργείται, οδηγεί στην αύξηση της ζήτησης εκ μέρους των πλοιοκτητών για απόκτηση πλοίων (οι οποίοι σπεύδουν να εκμεταλλευθούν το θετικό κλίμα) και η αξία των πλοίων αυξάνεται. Παρόμοια, όταν η προσφορά της χωρητικότητας είναι μεγαλύτερη της ζήτησης, τα επίπεδα των ναύλων μειώνονται, το ενδιαφέρον για νέες επενδύσεις εκ μέρους των πλοιοκτητών ατονεί και ακολουθεί η πτώση στις αξίες των πλοίων.

Δεδομένου ότι σκοπός της εγγραφής υποθήκης υπέρ της τράπεζας είναι, σε περίπτωση κατά την οποία ο δανειζόμενος δεν είναι συνεπής στις δανειακές του υποχρεώσεις, η αναγκαστική πώληση του πλοίου, προκειμένου να μειωθεί ή να εξοφληθεί το υπόλοιπο του δανείου, είναι εμφανές ότι οι διακυμάνσεις στην αξία του πλοίου αυξάνουν το κίνδυνο της τράπεζας να μην επιτύχει τον αρχικό σκοπό της λήψης της υποθήκης, αφού η αξία του πλοίου ίσως δε καλύπτει πλήρως ή καλύπτει μικρό μόνο μέρος της τρέχουσας οφειλής.

Δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις στις οποίες κατά τη περίοδο αξιολόγησης της χρηματοδοτικής πρότασης από τους αναλυτές, το κλίμα ήταν αισιόδοξο και η αξία του πλοίου ήταν εξαιρετικά υψηλή. Οι αποφάσεις όσον αφορά στο ποσό του δανείου που τελικά χορηγήθηκε στηρίχθηκαν στη τότε υψηλή αξία, ενώ κατά τη διάρκεια του δανείου η αξία του πλοίου μειώθηκε και η σχέση αξία εξασφάλισης/ υπόλοιπο δανείου απείχε κατά πολύ από τους αρχικούς υπολογισμούς του αναλυτή. Σε τέτοιες περιπτώσεις οι συνολικές ζημιές οι οποίες καταγράφηκαν στα βιβλία των τραπεζών ήταν τόσο υψηλές ώστε οδήγησαν κάποιες από αυτές στην αποχώρησή τους από το χώρο της ναυτιλιακής χρηματοδότησης.

Ενδεικτικά παραθέτουμε σχετικό παράδειγμα από άρθρο του Kevin Oats κατά το οποίο εξετάζεται η περίπτωση αγοράς ενός φορτηγού πλοίου τύπου capesize, ηλικίας 20 ετών, με χρονοναύλωση διάρκειας δύο ετών, με ημερήσιο ναύλο 25.000\$. Η αξία στην οποία αγοράστηκε το πλοίο ανέρχεται σε 20\$ εκ. Η πιο πιθανή περίπτωση τραπεζικής χρηματοδότησης ενός τέτοιου πλοίου με αυτή τη χρονοναύλωση θα ήταν χρηματοδότηση σε ποσοστό 75%, ήτοι ύψος δανείου 15\$ εκ. Εάν για οποιουσδήποτε λόγους το πλοίο μείνει χωρίς απασχόληση, ή οι τιμές των ναύλων για πλοία ανάλογων χαρακτηριστικών είναι χαμηλότερες της προβλεφθείσας χρηματοροής, η εξόφληση πλέον του υπολοίπου του δανείου εξαρτάται από τη μεταπώληση του πλοίου, το οποίο είναι ήδη 20 ετών και η αξία του είναι σημαντικά χαμηλότερη από εκείνη κατά τη στιγμή της αρχικής χορήγησης. Στη περίπτωση αυτή ίσως καταλήξουμε σε ένα δάνειο, με αξία εξασφαλίσεων η οποία υπολείπεται του

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

υπολοίπου του δανείου και η απασχόληση του πλοίου υπολείπεται του break even rate, οπότε έχουμε ένα δάνειο το οποίο είναι δύσκολο, ή και αδύνατο, να εξοφληθεί χωρίς τη σχετική ρύθμιση της οφειλής.

Η ύπαρξη του πιστωτικού κινδύνου, εκτός από τις διακυμάνσεις στα επίπεδα των ναύλων των πλοίων και στις αξίες των πλοίων, επηρεάζεται έμμεσα και από την ύπαρξη του χρηματοδοτικού κινδύνου της χώρας, του κινδύνου επιτοκίου και του συναλλαγματικού κινδύνου, οι οποίοι, όπως θα αναλύσουμε παρακάτω, επηρεάζουν την ικανότητα του δανειζόμενου να ανταποκριθεί στις δανειακές του υποχρεώσεις και με αυτό τον τρόπο αυξάνουν το πιστωτικό κίνδυνο.

Ο πιστωτικός κίνδυνος αποτελεί το κυριότερο κίνδυνο που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες κατά την ναυτιλιακή χρηματοδότηση. Δεδομένου ότι κύριος σκοπός των τραπεζών κατά τη χρηματοδότηση είναι η εξόφληση του δανείου και στο συμφωνημένο χρονικό διάστημα, η μείωση του πιστωτικού κινδύνου αποτελεί το κύριο μέλημα κάθε αναλυτή, τόσο κατά το στάδιο της αρχικής αξιολόγησης της επενδυτικής πρότασης, όσο και κατά τη διάρκεια του δανείου. Επιτυγχάνεται κυρίως με την εξαρχής προσεκτική αξιολόγηση της επενδυτικής πρότασης. Η αναγνώριση των συνθηκών, όσον αφορά στις αξίες των πλοίων και τις τιμές των ναύλων, κατά τις οποίες πραγματοποιείται η αξιολόγηση της χρηματοδότησης, θα οδηγήσουν στην επιλογή του κατάλληλου ποσοστού χρηματοδότησης (ώστε να αποφευχθεί η εκταμίευση υψηλού ποσού δανείου) και του κατάλληλου προγράμματος αποπληρωμής (ώστε να είναι δυνατή η εξόφληση του δανείου ακόμη και σε περίπτωση κατά την οποία η αγορά οδηγηθεί σε ύφεση), την επιλογή εξασφαλίσεων αξίας τέτοιας που να καλύπτουν ικανό μέρος της χορήγησης, τη λήψη των εξασφαλίσεων αυτών κατά τρόπο έγκυρο και νόμιμο. Ο αναλυτής οφείλει και μετά τη χορήγηση του δανείου να παρακολουθεί συνεχώς την αγορά και τη τήρηση των βασικών όρων του δανείου, ώστε σε περίπτωση προβλήματος να εντοπισθούν εγκαίρως τα αίτια και να ληφθούν τα κατάλληλα μέτρα.

7.1.2 Χρηματοδοτικός κίνδυνος χώρας (country risk)

Ως χρηματοδοτικός κίνδυνος θεωρείται ο κίνδυνος, ο αλλοδαπός δανειζόμενος να μην εξοφλήσει τις δανειακές του υποχρεώσεις, επηρεαζόμενος από γεγονότα τα οποία αφορούν είτε στη χώρα στην οποία εδρεύει η πλοιοκτήτρια εταιρεία, είτε στην εκάστοτε περιοχή που λειτουργεί το χρηματοδοτούμενο πλοίο. Τα γεγονότα αυτά αυξάνουν την αβεβαιότητα- κίνδυνο των συναλλαγών με αυτές της χώρας και μπορεί να έχουν οικονομικό χαρακτήρα (όπως ο έλεγχος συναλλάγματος), κοινωνικό χαρακτήρα (όπως οι πολιτικές εξεγέρσεις) και πολιτικό χαρακτήρα (όπως οι απαλλοτριώσεις υπέρ του δημοσίου).

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Ειδικότερα στη περίπτωση κατά την οποία ο δανειζόμενος ανήκει στο δημόσιο τομέα, ο χρηματοδοτικός κίνδυνος αναφέρεται ως κίνδυνος χώρας και μπορεί να εξελιχθεί ακόμη και σε πλήρη αδυναμία της νομικής διεκδίκησης της είσπραξης των οφειλών του δανείου από τη τράπεζα.

Ο χρηματοδοτικός κίνδυνος χώρας μπορεί να μειωθεί αν κατά την αρχική αξιολόγηση γίνει προσεκτική αξιολόγηση όσον αφορά τις εμπλεκόμενες με τη χρηματοδότηση και τη λειτουργία του πλοίου χώρες και επιλεγούν εκείνες οι οποίες παρουσιάζουν εικόνα πολιτικής και οικονομικής σταθερότητας.

7.1.3 Κίνδυνος επιτοκίου (interest rate risk)

Ως κίνδυνος επιτοκίου θεωρείται ο κίνδυνος μεταβολής του επιπέδου των επιτοκίων. Οφείλεται κυρίως στις περιπτώσεις κατά τις οποίες η τράπεζα χορηγεί δάνεια με σταθερό επιτόκιο (fixed rate), ενώ ο δανεισμός της τράπεζας από τη διατραπεζική αγορά πραγματοποιείται με κυμαινόμενο επιτόκιο (floating rate). Στη περίπτωση αυτή υφίσταται ο κίνδυνος αρνητικής μεταβολής, ως προς τη θέση της τράπεζας, των επιτοκίων ο οποίος οδηγεί στη μείωση των κερδών της.

Επίσης οι μεταβολές στα επίπεδα των κυμαινόμενων επιτοκίων βάση των οποίων δανείζονται οι πλοιοκτήτες, επιδρούν στην αύξηση του κινδύνου, δεδομένου ότι η αρνητική μεταβολή των επιτοκίων, ως προς τη θέση του πλοιοκτήτη, μπορεί να οδηγήσει σε ταμειακές δυσκολίες ως προς την εξυπηρέτηση των δανειακών τους υποχρεώσεων, στη δημιουργία δηλαδή πιστωτικού κινδύνου.

Ο κίνδυνος επιτοκίου ο οποίος σχετίζεται με την διαφορά μεταξύ κυμαινόμενων και σταθερών επιτοκίων μπορεί να αναχαιτισθεί με τη χρήση εκ μέρους των τραπεζών προϊόντων swap.

7.1.4 Συναλλαγματικός κίνδυνος (currency risk)

Ως συναλλαγματικός κίνδυνος θεωρείται ο κίνδυνος μεταβολής στην ισοτιμία των νομισμάτων, όταν η τράπεζα δανείζει σε νόμισμα διαφορετικό από το βασικό της νόμισμα. Οι μεταβολές αυτές επηρεάζουν το ανώτερο ποσό δανεισμού ανά πελάτη καθώς επίσης και την αξία των εξασφαλίσεων.

Οι διακυμάνσεις στα επίπεδα των τιμών ανταλλαγής νομισμάτων επιδρούν και έμμεσα στην αύξηση του κινδύνου, δεδομένου ότι η διαφορά μεταξύ της αξίας του νομίσματος στο οποίο εκτιμώνται οι εισροές της χρηματοροής του πλοίου και του νομίσματος στο οποίο εκτιμώνται οι δόσεις και οι τόκοι του δανείου, μπορούν να

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

επηρεάσουν αρνητικά τη δυνατότητα εξυπηρέτησης του δανείου και με αυτό τον τρόπο να οδηγήσουν στη δημιουργία πιστωτικού κινδύνου.

Ο νομισματικός κίνδυνος μπορεί να μειωθεί με τη ταυτοποίηση των εισροών της χρηματοροής και των εκροών προς εξυπηρέτηση των δανειακών υποχρεώσεων.

7.1.5 Κίνδυνος ρευστότητας (liquidity risk)

Ως κίνδυνος ρευστότητας θεωρείται ο κίνδυνος να δημιουργηθεί ανεπάρκεια όσον αφορά στη ρευστότητα της τράπεζας και αδυναμία περαιτέρω δανεισμού, ώστε να ανταποκριθεί επιτυχώς σε μαζικές αναλήψεις από καταθέσεις.

Η τράπεζα συσσωρεύει κεφάλαια από καταθέσεις, τα οποία στη συνέχεια δανείζει. Στη περίπτωση μαζικών αναλήψεων από καταθέσεις, αν η τράπεζα δεν έχει επαρκή ρευστότητα τότε αναγκάζεται:

- να αντλήσει την απαιτούμενη ρευστότητα από τα αποθεματικά της,
- να ρευστοποιήσει τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού της,
- να δανειστεί το απαραίτητο ποσό από τη διατραπεζική αγορά πληρώνοντας στις πλείστες των περιπτώσεων υψηλότερο επιτόκιο.

Ειδικότερα ο κίνδυνος που αφορά την ανεπάρκεια ρευστότητας της τράπεζας να ικανοποιήσει αιτήματα χρηματοδοτήσεων αναφέρεται ως κίνδυνος αναχρηματοδότησης (funding risk). Στη περίπτωση ανεπάρκειας κεφαλαίων με σκοπό τη χορήγηση δανείων, η τράπεζα καταφεύγει στην εξεύρεση κεφαλαίων μέσω δανεισμού από τη διατραπεζική αγορά, πληρώνοντας υψηλότερο επιτόκιο και μεταφέρει αυτή την αύξηση του κόστους αγοράς του χρήματος στους πελάτες της, αυξάνοντας το επίπεδο των επιτοκίων με το οποίο είναι πρόθυμη να τους δανείσει.

7.1.6 Κίνδυνος χρεοκοπίας (solvency risk)

Ως κίνδυνος χρεοκοπίας θεωρείται ο κίνδυνος να αποχωρήσει μια τράπεζα από την αγορά εξαιτίας της ανεπάρκειας πόρων. Τα κεφάλαια μιας τράπεζας πρέπει να καλύπτουν τις ζημίες από «bad loans» ή τη μείωση των παγίων της τράπεζας σε βαθμό τέτοιο ώστε η συνολική τους αξία να είναι μικρότερη των υποχρεώσεων της τράπεζας.

Ένας σημαντικός παράγοντας που οδηγεί στην ύπαρξη του κινδύνου χρεοκοπίας είναι η λανθασμένη αρχική χρηματοδοτική ανάλυση, κατά την οποία δεν έχει ληφθεί υπόψη η πιθανότητα μείωσης της αξίας των εξασφαλίσεων και των εσόδων στα οποία στηρίζονται οι αποπληρωμές των δανείων, με αποτέλεσμα να καταλήγουμε σε αύξηση των δανείων τα οποία χαρακτηρίζονται ως «bad loans».

7.1.7 Άλλα είδη κινδύνων

Κίνδυνος φήμης

Υποστηρίζεται ότι η φήμη μιας τράπεζας είναι το πολυτιμότερο προτέρημά της. Παρ' όλ' αυτά, οι περισσότεροι οργανισμοί δεν περιλαμβάνουν στις εκθέσεις τους ούτε την φήμη ούτε το εμπορικό σήμα ως συστατικό των λειτουργικών αξιολογήσεων του κινδύνου τους. Ακόμα και οι τραπεζικοί αντιπρόσωποι δεν επιθυμούν ο κίνδυνος φήμης να συμπεριληφθεί σε οποιοδήποτε ρυθμιστικό κεφάλαιο προκειμένου να καλυφθεί ο λειτουργικός κίνδυνος. Οι ειδικοί υποστηρίζουν ότι ο κίνδυνος φήμης από μόνος του δεν είναι χρήσιμος. Γι' αυτό, θα μπορούσε να αποτελέσει αφετηρία για άλλες πηγές κινδύνου οι οποίες θα συνδυάζονται με τον κίνδυνο φήμης.

Πρότυπος κίνδυνος (Model risk)

Ο πρότυπος κίνδυνος είναι ο κίνδυνος που προκύπτει από την λανθασμένη επιλογή ή εφαρμογή ενός μοντέλου. Από το σημείο που μια τράπεζα γνωρίζει και παράλληλα προβλέπει τον κίνδυνο υιοθέτησης ενός πρότυπου μέχρι το σημείο έκθεσης σε αυτόν τον κίνδυνο, δημιουργεί αρχικά ανησυχία στην διαχείριση του πρότυπου κινδύνου και εν συνεχεία στην ομάδα διαχείρισης του κινδύνου αγοράς ή του πιστωτικού κινδύνου. Ένα μοντέλο μπορεί να χρησιμοποιηθεί με κακό τρόπο, εφαρμόζοντας λανθασμένα στοιχεία, ή μπορεί να στηρίζεται σε έναν τρόπο που διακατέχεται από έλλειψη πρακτικής. Με αυτόν τον τρόπο, ο πρότυπος κίνδυνος ανησυχεί την ομάδα διαχείρισης λειτουργικού κινδύνου καθώς επίσης και λογιστικού ελέγχου.

Ακραίες περιπτώσεις πιστωτικού κινδύνου και κινδύνου αγοράς

Ορισμένοι ερευνητές, κοιτάζοντας μέσα από την ιστορία σημαντικές απώλειες αγοράς και πίστωσης, έχουν αρχίσει να αναρωτιούνται εάν όλες οι σημαντικές απώλειες που αποτελούν έκπληξη σε όλους τους συμμετέχοντες μιας εταιρείας είναι στην ουσία λειτουργικοί κίνδυνοι. Σύμφωνα με αυτό το συμπέρασμα, αν ο οργανισμός έχει χάσει περισσότερα χρήματα από αυτά που σκόπευε να βάλει σε κίνδυνο έχει ως αποτέλεσμα να δημιουργεί προβλήματα στην εταιρική διακυβέρνηση. Εάν ήταν δυνατόν τα σημαντικότερα παθήματα να μπορούσαν να

γίνουν μαθήματα, παρά οι μετρήσεις του πιστωτικού κινδύνου ή του κινδύνου της αγοράς, τότε η αποτυχία θα είχε αντιμετωπιστεί με την διαχείριση του λειτουργικού κινδύνου.

Επιχειρησιακός κίνδυνος

Πολλοί ερευνητές υποστηρίζουν ότι αυτός ο κίνδυνος είναι αρκετά ευδιάκριτος σε σχέση με τον λειτουργικό κίνδυνο τόσο στον προσδιορισμό του όσο και στην διαχείρισή του. Οι τράπεζες αντιστέκονται σθεναρά στην ιδέα ότι πρέπει να διατηρήσουν το κεφάλαιο του έναντι του επιχειρησιακού στρατηγικού κινδύνου.

Για την επίλυση των προβλημάτων που έχουν προκύψει από τις παραπάνω παρερμηνείες, η Επιτροπή της Βασιλείας έχει καθορίσει ως λειτουργικό κίνδυνο την ανεπάρκεια στα συστήματα πληροφόρησης ή τους εσωτερικούς ελέγχους, η οποία οδηγεί στην απροσδόκητη απώλεια. Ο κίνδυνος συνδέεται με το ανθρώπινο λάθος, σύμφωνα με το οποίο μπορεί να επέλθει διακοπή των συστημάτων και ανεπάρκεια στις διαδικασίες ελέγχου.

Από την πλευρά ενός οικονομικού οργανισμού, τα προβλήματα της διαχείρισης κινδύνου διακρίνονται σε δύο μέρη.

Το πιο περίπλοκο από αυτά είναι πώς ένας οικονομικός οργανισμός προσεγγίζει τους επιχειρησιακούς κινδύνους. Πιο συγκεκριμένα, μήπως θα ήταν καλό μια τράπεζα να προσπαθήσει να διαχειριστεί τους επιχειρηματικούς της κινδύνους σαν μέρος του τμήματος διαχείρισης κινδύνου ή ακόμα να παίρνει τέτοιου είδους αποφάσεις με βάση το ένστικτό της και μόνο; Η απάντηση σε αυτό βρίσκεται περισσότερο στην σοβαρότητα του κινδύνου παρά στην φύση του. Έτσι μια στρατηγική της επιχείρησης για αύξηση του κινδύνου θα έχει ως αποτέλεσμα περισσότερη εργασία υπό πίεση ώστε να ελεγχθεί αν η προσέγγιση αυτή ταιριάζει στο επιχειρησιακό κίνδυνο σε σχέση με άλλους βασικούς κινδύνους όπως είναι η πίστωση, ο κίνδυνος αγοράς και ο λειτουργικός κίνδυνος.

Το δεύτερο μέρος του προβλήματος είναι ευρύτερο. Θα έπρεπε μια εταιρεία να μεταφέρει οποιονδήποτε κίνδυνο και να χρηματοδοτεί εργαλεία για να διαχειριστεί τους επιχειρησιακούς της κινδύνους που δεν προσφέρουν καμία ασφάλεια; Πρόκειται για μια πολύ σημαντική ερώτηση επειδή εάν η απάντηση είναι θετική, θα ανοίξουν πολλά νέα θέματα κι έτσι, διακινδυνεύει η διαχείριση αγορών και μερικοί οργανισμοί εκτίθενται σε νέα είδη κινδύνων χαρτοφυλακίου.

Έχει νόημα να διαχειριστούμε τέτοιους επιχειρησιακούς κινδύνους – απαιτούνται διακυμάνσεις, νέα προϊόντα, αξιολογήσεις των εμπορικών σημάτων, τιμές των ακινήτων, υπόλοιπα στοιχείων ενεργητικού και παθητικού, κίνδυνοι διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας, πολιτικοί και καιρικοί κίνδυνοι – και μέχρι ποιο σημείο;

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Μια αναλογία για το πώς η βιομηχανία αντασφάλισης σκέφτεται μέσω της διαχείρισης κινδύνων να βοηθήσει και να ταξινομήσει αυτήν την εννοιολογική σύγχυση μπορεί να δώσει απάντηση σε ένα τέτοιο ερώτημα.

Κίνδυνος αγοράς

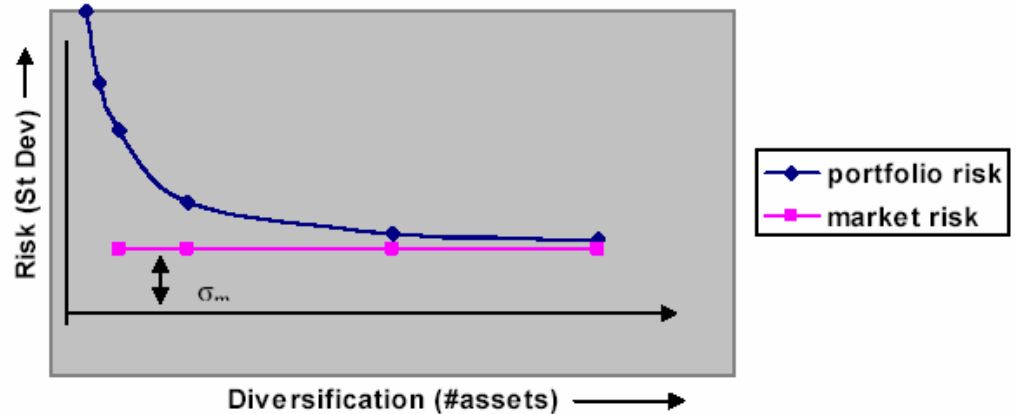
Τα όρια μεταξύ των κατηγοριών κινδύνου είναι αδιευκρίνιστα. Μια απώλεια λόγω της διεύρυνσης της πίστωσης μπορεί εύλογα να αποτελέσει απώλεια της αγοράς ή πιστωτική απώλεια, έτσι ο κίνδυνος αγοράς και ο πιστωτικός κίνδυνος επικαλύπτονται. Ένας σημαντικός αλλά κάπως διφορούμενος είναι ο κίνδυνος μεταξύ του κινδύνου αγοράς και του επιχειρησιακού κινδύνου. Ο κίνδυνος αγοράς είναι έκθεση στην αβέβαιη αγοραστική αξία ενός χαρτοφυλακίου. Ένας έμπορος κρατά ένα χαρτοφυλάκιο προθεσμιακών προϊόντων. Ο έμπορος ξέρει την αγοραστική αξία τους σήμερα, αλλά είναι αβέβαιος ως προς την αγοραστική αξία μετά από μια βδομάδα από σήμερα επομένως αντιμετωπίζει τον κίνδυνο αγοράς. Ο επιχειρησιακός κίνδυνος είναι έκθεση στην αβεβαιότητα στην οικονομική αξία που δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ως αγορά. Η διάκριση μεταξύ του κινδύνου αγοράς και του επιχειρησιακού κινδύνου παραλληλίζει τη διάκριση μεταξύ αποτίμησης βάση της τρέχουσας τιμής αγοράς και της λογιστικής αξίας. Υποθέστε ότι μια νέα Αγγλική χονδρεμπορική εταιρεία ηλεκτρικής ενέργειας παίρνει θέση αγοράς για να πετύχει μέγιστη ηλεκτρική ενέργεια παραδοθείσα κατά τη διάρκεια των επόμενων 3 μηνών. Υπάρχει μια ενεργός προθεσμιακή αγορά για τέτοια ηλεκτρική ενέργεια, έτσι η σύμβαση μπορεί να αποτιμάται καθημερινά στην αγορά. Καθημερινά κέρδη και απώλειες στη σύμβαση απεικονίζουν τον κίνδυνο αγοράς. Υποθέστε ότι η εταιρία κατέχει ένα εργοστάσιο παραγωγής ισχύος με αναμενόμενη χρήσιμη ζωή 30 ετών. Ανταλλαγή εγκαταστάσεων παραγωγής ενέργειας γίνεται σπάνια, και δεν υπάρχουν προθεσμιακές καμπύλες ηλεκτρικής ενέργειας από 30 έτη. Οι εγκαταστάσεις δεν μπορούν να χαρακτηριστούν σε κανονική βάση. Ελλείψει των αγοραστικών αξιών, ο κίνδυνος αγοράς δεν είναι η σημαντικότερη έννοια. Η αβεβαιότητα στην οικονομική αξία των εγκαταστάσεων παραγωγής ενέργειας αντιπροσωπεύει τον επιχειρησιακό κίνδυνο.

Ο κίνδυνος αγοράς προέρχεται από το γεγονός ότι υπάρχουν οικονομικά εκτεινόμενοι κίνδυνοι από τους οποίους απειλούνται όλες επιχειρήσεις. Γι' αυτό, τα αποθέματα παραδείγματος χάριν, έχουν μια τάση να κινούνται από κοινού. Για ένα εύλογα καλά-διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, ο κίνδυνος αγοράς είναι εκείνος που επηρεάζει την όλη κατάσταση.

Το παρακάτω σχήμα επεξηγεί τις αξίες της διαφοροποίησης. Σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο τα αποθέματα παραδείγματος χάριν, εισάγουν τον

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

κίνδυνο που υπάρχει στο απόθεμα του κινδύνου αγοράς ενώ ένα χαρτοφυλάκιο της μικρότερης διαφοροποίησης αντέχει την έκθεση μεγαλύτερου κινδύνου.



Η σχετική θέση της καμπύλης χαρτοφυλακίων και της καμπύλης αγοράς εντούτοις δεν είναι προφανής και μπορεί να ποικίλουν, ανάλογα με το συσχετισμό μεταξύ της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων και της σταθερής απόκλισης της αγοράς. Η μέτρηση της σχετικής θέσης των δύο καμπυλών έχει γίνει πιθανή μέσω του συντελεστή *βήτα* (β). Ο συντελεστής *βήτα* περιγράφει την ευαισθησία από ένα όργανο ή ένα χαρτοφυλάκιο των κινήσεων στην ευρεία αγορά και έχουν υιοθετηθεί πρώτιστα στις αγορές μετοχών. Ο τύπος για το *βήτα* είναι ο ακόλουθος

$$\text{Cov}(Z_p, Z_m) / \sigma_m^2$$

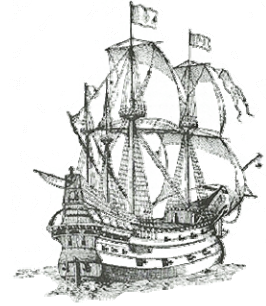
όπου $\text{cov}(Z_p, Z_m)$ είναι η συνδιακύμανση μεταξύ της απόδοσης του χαρτοφυλακίου και η απόδοση της αγοράς, και σ_m^2 είναι η διαφορά της απόδοσης της αγοράς (η αστάθειά του τετραγώνου)

Είναι χρήσιμο να τονίσουμε ότι στους τομείς της βιομηχανίας οι τιμές *βήτα* ορίζονται ως ο υποκείμενος κίνδυνος. Με αυτή την έννοια, ένα *βήτα* πάνω από τη μονάδα αντιπροσωπεύει ένα πιο επικίνδυνο χαρτοφυλάκιο από τον χρηματιστηριακό δείκτη ενώ ένα *βήτα* κάτω από τη μονάδα δείχνει μια ασφαλέστερη επένδυση. Όπως είναι αναμενόμενο, η ναυτιλία έχει ένα *βήτα* πάνω από τη μονάδα.

Ο κίνδυνος αγοράς ρυθμίζεται καλύτερα βραχυπρόθεσμα. Οι μακροπρόθεσμες απώλειες αποφεύγονται με την αποφυγή των απωλειών από τη μια ημέρα στην επόμενη. Συχνά οι διαπραγματευτές και οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων υιοθετούν ποικίλες μορφές μέτρησης του κινδύνου - *duration* και *convexity*, *βήτα*, κ.λπ.- για να αξιολογήσουν τις εκθέσεις τους. Αυτό τους επιτρέπει να προσδιορίσουν και να μειώσουν οποιοσδήποτε εκθέσεις θεωρούνται υπερβολικές. Σε ένα πιο στρατηγικό επίπεδο, οι επιχειρήσεις διαχειρίζονται τον κίνδυνο αγοράς με την εφαρμογή ορίων

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

κινδύνου στις δραστηριότητες των διαχειριστών χαρτοφυλακίων. Όλο και περισσότερο, η αξία του κινδύνου (V@R) χρησιμοποιείται για να καθορίσει και να ελέγξει αυτά τα όρια.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

Μοντέλα Αξιολόγησης Κινδύνου

Τα μοντέλα κινδύνου υπόσχονται σημαντική αλλαγή στον τρόπο που η επιχείρηση λειτουργεί σήμερα. Ενδεχόμενη χρήση στη ναυπηγική βιομηχανία, αφορά τις τράπεζες, τους πλοιοκτήτες και τους εμπόρους φορτίου.

Μια τράπεζα μπορεί να καθορίσει τους πιστωτικούς όρους όπως το spread του δανείου και την επιλογή των σωστών συμβολαίων. Επιπλέον, η εκτίμηση του κινδύνου ενισχύει τη διασπορά του κινδύνου από τα δάνεια σε διάφορες τράπεζες, την αγορά παραγώγων και γενικά τις προτάσεις αντιστάθμισης κινδύνου.

Τα μοντέλα κινδύνου είναι βασικής σημασίας για τους πλοιοκτήτες. Θεμελιώδεις επενδυτικές αποφάσεις απλοποιούνται μέχρι ένα βαθμό επιλέγοντας την αγορά (SPOT ή χρονοναύλωση) και από τις επιλογές χρηματοδότησης (υψηλή απόδοση ομολόγου ή χρέος τραπεζών) βρίσκουμε τις τιμές που απλοποιούν τις αποφάσεις.

Ακόμη και οι έμποροι φορτίου πρέπει να αξιολογήσουν και να ελέγξουν τους κινδύνους για να αξιολογήσουν την απόδοση της αγοράς.

8.1 Υπολογισμός κινδύνου: 20 έτη ανάπτυξης

Η μέτρηση πιστωτικού κινδύνου έχει εξελιχθεί εντυπωσιακά κατά τη διάρκεια των τελευταίων 20 ετών ως αποτέλεσμα των διαφόρων δυνάμεων που έχουν καταστήσει τη μέτρησή της σημαντικότερη από ποτέ. Οι δυνάμεις αυτές έχουν:

- Μια παγκόσμια δομική αύξηση στον αριθμό πτωχεύσεων.
- Μια τάση προς μη διαμεσολάβηση από την υψηλότερη ποιότητα και τους μεγαλύτερους οφειλέτες.
- Περισσότερο ανταγωνιστικά περιθώρια στα δάνεια.
- Μειωμένη αξία των πραγματικών περιουσιακών στοιχείων (και έτσι της εγγύησης) σε πολλές αγορές.
- Μεγάλη ανάπτυξη των εκτός ισολογισμού στοιχείων με την πιθανότητα έκθεσης στον κίνδυνο, συμπεριλαμβανομένων των παραγώγων του πιστωτικού κινδύνου.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Οι ακαδημαϊκοί και οι επαγγελματίες έχουν προτείνει:

- να αναπτυχθεί νέα και περιπλοκότερη πίστωση-σημείωση/ σύστημα έγκαιρης προειδοποίησης,
- να μην περιορίζονται μόνο στην ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου των μεμονωμένων δανείων και τίτλων που αναπτύσσουν μέτρα κινδύνου πιστωτικής συγκέντρωσης (όπως η μέτρηση του κινδύνου χαρτοφυλακίων από τους σταθερούς εισοδηματικούς τίτλους), όπου η αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου παίζει έναν κεντρικό ρόλο,
- να αναπτυχθούν νέα μοντέλα για να υπολογίζουν τον πιστωτικό κίνδυνο (όπως ο κίνδυνος που προσαρμόζεται στην απόδοση του κεφαλαίου RAROC) και
- να αναπτυχθούν μοντέλα για να μετρήσουν καλύτερα τον πιστωτικό κίνδυνο των εκτός ισολογισμού στοιχείων.

Έμπειρα συστήματα και υποκειμενική ανάλυση

Πριν 20 χρόνια οι περισσότεροι χρηματοδοτικοί οργανισμοί στηρίχθηκαν αποκλειστικά στην υποκειμενική ανάλυση ή τα αποκαλούμενα ειδικά τραπεζικά συστήματα για να αξιολογήσουν τον πιστωτικό κίνδυνο για τα εταιρικά δάνεια. Ουσιαστικά, οι τραπεζίτες χρησιμοποίησαν τις πληροφορίες μόνο για τα χαρακτηριστικά του οφειλέτη ώστε με υποκειμενική κρίση να εγκρίνουν ή όχι το δάνειο, βασισμένοι στα βασικά σημεία της πίστωσης.

Σύμφωνα με ένα έγγραφο που δημοσιεύτηκε το 1995 στα πλαίσια του θεσμικού επενδυτή (βασισμένη στις υποκειμενικές εκτιμήσεις του τραπεζίτη), οι τραπεζίτες τείνουν να είναι υπερβολικά απαισιόδοξοι για τον πιστωτικό κίνδυνο και για τα συστήματα αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, τα οποία τείνουν να ξεπεράσουν τα έμπειρα συστήματα. Όπως ήταν αναμενόμενο, οι χρηματοδοτικοί οργανισμοί έχουν απομακρυνθεί από τα υποκειμενικά έμπειρα συστήματα μετά από 20 χρόνια προς τις αντικειμενικότερες μεθόδους.

Λογιστική βασισμένη στο σύστημα αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

Στα συστήματα που βασίζονται στην αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας, ο χρηματοοικονομικός αναλυτής συγκρίνει διάφορους λογιστικούς δείκτες των πιθανών οφειλετών με τη βιομηχανία. Αντιθέτως, ένα πολυμεταβλητό μοντέλο συνδυάζεται ώστε να παράγει ένα αποτέλεσμα πιστωτικού κινδύνου. Όταν το αποτέλεσμα της αξιολόγησης ορίζεται με μια τιμή πάνω από ένα σημείο συγκριτικής μέτρησης (benchmark) επιδόσεων το δάνειο απορρίπτεται ή υποβάλλεται σε εκτενή

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

διερεύνηση. Τα μοντέλα έχουν κυριαρχήσει για την μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου. Επιπλέον, τα μοντέλα έχουν αναπτυχθεί συνολικά σε περισσότερες από 25 χώρες. Υπάρχουν τέσσερις μεθοδολογικές προσεγγίσεις που αναπτύσσονται σε ένα πολυμεταβλητό σύστημα αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

I. Γραμμικό μοντέλο πιθανότητας

II. Μοντέλο logit

III. Μοντέλο probit

IV. Μοντέλο ανάλυσης διάκρισης

Ο προσδιορισμός μιας γραμμικής λειτουργίας, και των μεταβλητών λογιστικής και αγοράς, ο οποίος διακρίνει τους πιθανούς οφειλέτες σε δύο κατηγορίες αποπληρωμής και μη αποπληρωμής, γίνεται από την ανάλυση διάκρισης. Αυτό απαιτεί ανάλυση ενός συνόλου μεταβλητών που μεγιστοποιούν την διαφορά μεταξύ των μεταβλητών ενώ ελαχιστοποιούν τη διαφορά μεταξύ των εσωτερικών μεταβλητών. Με παρόμοιο τρόπο, η ανάλυση logit, βασίζεται σε ένα σύνολο μεταβλητών που υπολογίζουν την πιθανότητα αθέτησης πληρωμής του οφειλέτη και υποθέτει ότι αυτή η πιθανότητα είναι διανεμημένη δηλαδή η συσσωρευτική πιθανότητα της αθέτησης λαμβάνει μια λειτουργική μορφή και είναι, εξ ορισμού, περιορισμένη να πάρει τιμές μεταξύ 0 και 1. Το 1977 ένα διάσημο διακεκριμένο μοντέλο παρουσιάστηκε το ZETA που χρησιμοποιείται ακόμα και σήμερα.

Τα μοντέλα logit και οι μέθοδοι διάκρισης έχουν χρησιμοποιηθεί για να προβλέψουν τις αθετήσεις των τραπεζών την περίοδο 1975-1976 και τα δύο μοντέλα παρουσίασαν παρόμοιες προβλέψεις στον προσδιορισμό της αποτυχίας. Ο οικονομικός όρος των πιστωτικών ιδρυμάτων προσπάθησε να ποσοτοποιηθεί χρησιμοποιώντας το μοντέλο logit μαζί με την ανάλυση που υπολογίζει την πιθανότητα να γίνει πρόβλημα της τράπεζας. Είναι ενδιαφέρον να ειπωθεί ότι οι παράγοντες που προσδιορίζονται από το μοντέλο logit είναι παρόμοιοι με τα τμήματα εκτίμησης CAMEL χρησιμοποιούμενα από τους ελεγκτές τραπεζών. Μια άλλη χρήση του μοντέλου logit είναι να ελεγχθεί η πρόβλεψη της πτώχευσης καλύτερα από τους σταθερούς δείκτες. Γενικά, τα μοντέλα που συσχετίζουν τα χαρακτηριστικά της βιομηχανίας λειτουργούν καλύτερα απ' ό,τι τα μη προσαρμοσμένα μοντέλα. Διακρίνονται μοντέλα ανάλυσης με βάση το σχετικό δείκτη που παρέχει παρόμοια συμπεράσματα. Ένα μοντέλο logit χρησιμοποιείται παράλληλα και για να προσδιορίσει το σύνολο μεταβλητών που συμβάλλουν στην ακριβέστερη πρόβλεψη ενός δανείου που κινείται προς μια κατάσταση μη αποπληρωμής. Αυτό το μοντέλο έχει δημιουργηθεί με βάση το μοντέλο του Markov των πιθανοτήτων αθέτησης.

Εντούτοις, πιο πολλές μεταβλητές έχουν τα μοντέλα που είναι βασισμένα στην ανάλυση διάκρισης. Οι Altman et al (1977) μελέτησαν την απόδοση από ένα 7-μεταβλητό μοντέλο, όπου μια από τις μεταβλητές του είναι η αγοραστική αξία της

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

μετοχής. Αυτό το μοντέλο γνωστό ως ZETA ακολουθεί το 5-μεταβλητό μοντέλο που παρουσιάστηκε στα μέσα του 1968. Ο Scott (1981) συγκρίνει ποικίλα από αυτά τα εμπειρικά μοντέλα με μια θεωρητική προσέγγιση. Κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι προσεγγίσεις ZETA είναι πιο κοντά στις προσεγγίσεις ενός θεωρητικού μοντέλου αθέτησης.

Νεότερα μοντέλα

Ενώ οι πολλές μεταβλητές που βασίζονται στο μοντέλο αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας αποδείχθηκαν ακριβής σε διαφορετικές χρονικές περιόδους, και σε διαφορετικές χώρες έχουν υποβληθεί σε τρεις κριτικές.

- Αυτά τα μοντέλα μπορούν να αποτύχουν στην βοήθεια έξυπνων και γρήγορων αλλαγών σε επίπεδο οφειλετών, παραδείγματος χάριν στην απεικόνιση στοιχείων της κεφαλαιακής αγοράς επειδή είναι κυρίως με βάση τη λογιστική αξία (που στη συνέχεια μετριέται σε συγκεκριμένα διαστήματα).
- Ο κόσμος είναι εγγενώς μη γραμμικός, επομένως η γραμμική ανάλυση διάκρισης και τα γραμμικά μοντέλα πιθανότητας μπορούν να αποτύχουν να προβλέψουν όπως ακριβώς και εκείνα που παρουσιάζουν την υπόθεση της γραμμικότητας μεταξύ των επεξηγηματικών μεταβλητών.
- Τα μοντέλα που περιγράφονται μέχρι τώρα, έχουν αναπτυχθεί μέσω της πρακτικής δοκιμής και σφάλματος χωρίς να αφήνουν κανένα περιθώριο για θεωρητικό υπόβαθρο. Επομένως, οι νέες προσεγγίσεις επεξηγηματικής φύσης είχαν παρουσιαστεί ως εναλλακτική λύση στα παραδοσιακά πρότυπα ενδεχόμενης πτώχευσης.

Μια πρώτη κατηγορία τέτοιων προτύπων με σταθερές θεωρητικές βάσεις, είναι το μοντέλο κινδύνου σε περίπτωση καταστροφής. Η έννοια είναι αρκετά απλή, μια εταιρία προκαθορίζει την αξία αγοράς (εκκαθάριση) των περιουσιακών της στοιχείων (A) μειωμένη κατά τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της (B). Όπως διαπιστώθηκε το 1981, το μοντέλο κινδύνου σε περίπτωση καταστροφών είναι παρόμοιο με το μοντέλο επιλογής τιμολόγησης (OPM) (οι Black & Scholes (1973), Merton (1974) και Hull White (1995)). Στο μοντέλο των Black-Scholes-Merton η πιθανότητα μιας επιχείρησης να αθετήσει την συμφωνία εξαρτάται από την αγοραστική αξία των περιουσιακών στοιχείων της (A) σε σχέση με την εκκρεμότητα του χρέους (βραχυπρόθεσμο) (B) και την αστάθεια της αγοραστικής αξίας της επιχείρησης (σ_A).

Η ιδέα του μοντέλου κινδύνου καταστροφής/OPM κέρδισε μεγάλο ενδιαφέρον στις εμπορικές περιοχές. Τα μοντέλα των KMV (1993) και Kealhooffer (1996) είναι αρκετά σύγχρονα παραδείγματα τέτοιας λογικής. Στο μοντέλο του KMV, οι βασικές

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

μεταβλητές είναι οι (A) και (σ_A) που πρέπει να είναι διευκρινισμένες εκ των προτέρων. Τα υποκείμενα προϊόντα περιλαμβάνουν δύο θεωρητικές σχέσεις. Πρώτα είναι το μοντέλο OPM όπου η αξία της μετοχής μπορεί να αντιμετωπισθεί σαν call option στην αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Η δεύτερη είναι η θεωρητική σύνδεση μεταξύ της αστάθειας της αξίας της μετοχής και της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, η οποία δεν μπορεί να ελεγχθεί. Όσον αφορά τις δημόσιες εμπορικές επιχειρήσεις, και οι δύο μεταβλητές (A) και (σ_A) μπορεί να μετρηθούν χάρη στην επάρκεια στοιχείων. Επιπλέον, μόλις αποδοθούν οι τιμές (A) και (B) - που είναι το βραχυπρόθεσμο ανεξόφλητο χρέος και η υπολογισμένη αξία των περιουσιακών στοιχείων (σ_A) , μια αναμενόμενη συχνότητα αθέτησης (ETA) μπορεί να υπολογιστεί για κάθε δανεισμένη εταιρία. Δηλαδή η αθέτηση εμφανίζεται σε μελλοντική περίοδο όταν η αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης μειώνεται κάτω από το βραχυπρόθεσμο ανεξόφλητο χρέος. Στην πραγματικότητα, το KMV μοντέλο χρησιμοποιείται εμπειρικά, βασισμένο στην απόκλιση της αθέτησης που βασίζεται σε πόσες τυπικές αποκλίσεις παραπάνω από τις σταθερές τιμές (A) είναι για αυτήν την περίοδο (β) και σε τι ποσοστό των εταιριών χρεοκόπησαν πραγματικά μέσα σε ένα έτος.

Οι αντιρρήσεις σχετικά με τον τύπο OPM προτύπων είναι i) εάν η αστάθεια της τιμής των αποθεμάτων της εταιρίας θα μπορούσε να θεωρηθεί ακριβής δείκτης για τη μεταβλητότητα των εκτιμήσεων των περιουσιακών στοιχείων και ii) η αποτελεσματικότητα της χρησιμοποίησης μιας συγκρίσιμης ανάλυσης είναι τελικά απαραίτητη για μη διαπραγματεύσιμες επιχειρήσεις.

Μια δεύτερη νεότερη κατηγορία μοντέλων με ισχυρό επεξηγηματικό υπόβαθρο περιλαμβάνει όλα εκείνα τα στοιχεία που επιδιώκουν να αποδώσουν τις πιθανές αθέτησης της συμφωνίας μεταξύ των ελεύθερων και επικίνδυνων εταιρικών τίτλων αθέτησης. Αυτά τα πρότυπα παράγουν τα μελλοντικά επιτόκια χωρίς κίνδυνο και με κίνδυνο ομόλογα και χρησιμοποιούν αυτά τα επιτόκια για να εξαγάγουν τις προσδοκίες τους στην αγορά σε διαφορετικές χρονικές περιόδους στο μέλλον. Οι θεμελιώδεις υποθέσεις είναι: i) ότι ισχύουν οι προσδοκίες της θεωρίας του επιτοκίου, ii) τα κόστη συναλλαγών είναι χαμηλά, iii) calls, χρεολυτικό κεφάλαιο και άλλα χαρακτηριστικά γνωρίσματα των options είναι παραλείπονται και iv) οι καμπύλες απόδοσης ομολογίας σε discount υπάρχουν ή μπορούν να εξαχθούν από τα κουπόνια. Εντούτοις, δεν είναι όλες αυτές οι υποθέσεις αποδεκτές.

Μια τρίτη προσέγγιση βασισμένη στην κεφαλαιαγορά είναι το μοντέλο αριθμού απωλειών. Αυτά τα μοντέλα αριθμού απώλειας/ αθέτησης επιδιώκουν να παράγουν πιθανότητες αθέτησης από στοιχεία του παρελθόντος όσον αφορά τις αθετήσεις ομολογιακών δανείων με έτη στην λήξη. Όλες οι αντιπροσωπείες εκτίμησης όπως η Moody's (1990) και η S&P (1991) έχουν υιοθετήσει και

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

τροποποιήσει αυτήν την προσέγγιση. Τα μοντέλα απωλειών συνήθως χρησιμοποιούνται στις οικονομικές αναλύσεις που οι αντιπροσωπείες εφαρμόζουν στις εταιρίες προκειμένου να τις ταξινομήσουν. Υπό την προϋπόθεση ότι υπάρχουν επαρκή στοιχεία όσον αφορά τα δάνεια μη αποπληρωμής, αυτά τα μοντέλα μπορούν να επεκταθούν και να αναλύσουν τον κίνδυνο των δανείων. Έχει υπολογιστεί ότι προκειμένου να επιτύχουν σταθερές εκτιμήσεις, απαιτούνται 20.000-30.000 παρατηρήσεις. Πολύ λίγα χρηματοδοτικά ιδρύματα μπορούν να πλησιάσουν αυτή την προσέγγιση των πιθανών οφειλετών. Αυτό μπορεί να δικαιολογήσει την πρωτοβουλία των τραπεζών στις ΗΠΑ να αναπτύξουν μια κοινή βάση δεδομένων ιστορικών ποσοστών απώλειας σε δάνεια (το πρόγραμμα Robert Morris Associates, Φιλαδέλφεια).

Μια τέταρτη νεότερη προσέγγιση περιλαμβάνει μια νευρωνική ανάλυση δικτύων στην πιστοληπτική ταξινόμηση του κινδύνου. Υπάρχει ένας συσχετισμός μεταξύ αυτής της μεθόδου και της μη γραμμικής ανάλυσης διάκρισης, και οι δύο κάνουν την υπόθεση ότι οι μεταβλητές που εισάγονται για την πρόβλεψη σε περίπτωση πτώχευσης συσχετίζονται γραμμικά και ανεξάρτητα. Η νευρωνική ανάλυση δικτύων του πιστωτικού κινδύνου, ερευνά την συσχέτιση που κρύβεται μεταξύ των μεταβλητών πρόβλεψης, και μετά προστίθενται, σαν επιπρόσθετες επεξηγηματικές μεταβλητές, στη μη γραμμική πρόβλεψη. Τα μοντέλα εκτίμησης που είναι διαθέσιμα βασίζονται στα νευρωνικά δίκτυα.

Το αδύνατο σημείο εντούτοις, της τελευταίας προσέγγισης βρίσκεται στη θεωρητική φύση και στον συσχετισμό μεταξύ των επεξηγηματικών μεταβλητών. Οι Altman et al (1994) καταλήγουν ότι αυτή η μέθοδος δεν βελτιώνει το παρελθόν.

Μέτρα πιστωτικού κινδύνου off-balance λογαριασμών

Οι ανησυχίες σχετικά με τις ιδιότητες κινδύνου προεπιλογής έχουν ξυπνήσει μαζί με την επέκταση από τους off-balance λογαριασμούς. Τέτοιοι λογαριασμοί είναι τα swaps, τα options, τα forwards, τα futures κ.λπ. τα χαρτοφυλάκια των χρηματοδοτικών λογαριασμών καθώς επίσης και τα παράγωγα πιστωτικού κινδύνου (ασφάλεια προεπιλογής) που θεωρούνται περισσότερο αναπτυγμένα κατά τη διάρκεια των προηγούμενων 20 ετών. Αυτές οι ανησυχίες έχουν απεικονιστεί στον κίνδυνο-βασισμένο στον κεφαλαιακό δείκτη που επιβλήθηκε τελικά από την τράπεζα για τις διεθνείς τακτοποιήσεις το 1992, με απαίτηση των τραπεζών για να κρατηθούν οι κύριες επιφυλάξεις για να καλύψει και την τρέχουσα και την μελλοντική αντικατάσταση των δαπανών τέτοιων λογαριασμών.

Η πιθανότητα αθέτησης των off-balance λογαριασμών που εκδίδονται από τρίτους μπορεί, σε γενικές γραμμές, να υπολογιστεί χρησιμοποιώντας τις μεθόδους

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

του παρελθόντος όπως στα δάνεια που είναι on balance, αφού και στις δύο περιπτώσεις απαραίτητη προϋπόθεση είναι ο οικονομικός κίνδυνος.

Παρόλα αυτά υπάρχουν διαφορές στα δάνεια τραπεζών και των off-balance λογαριασμών. Ακόμα κι αν προκύψει οικονομικός κίνδυνος, οι τρίτοι θα εκπληρώσουν τις in the money συμβάσεις. Επομένως οι απώλειες στις συγκεκριμένες συμβάσεις μπορούν να αντισταθμιστούν από συμβάσεις που είναι in the money. Ακόμα, η σημαντικότερη η διαφορά είναι ότι για οποιαδήποτε πιθανότητα μη αποπληρωμής, η απώλεια από ένα δάνειο είναι πολύ μεγαλύτερη από την έμφυτη απώλεια ενός interest rate swap του ίδιου νοητού κεφαλαίου για παράδειγμα, όπου η απώλεια είναι περιορισμένη σε παρούσα αξία μεταξύ των σταθερών και αναμενόμενων μελλοντικών ροών μετρητών του swap.

8.2 Μακροοικονομικοί παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών των ναυτιλιακών επιχειρήσεων

Σε διεθνές επίπεδο έχουν γίνει πολλές μελέτες σχετικά με την σχέση απόδοσης - κινδύνου. Για παράδειγμα, οι Saunders και Yourougou (1990) και ο Isimbabi (1994) συγκρίνανε τον χρηματιστηριακό κίνδυνο των τραπεζών σε σχέση με αυτό των άλλων βιομηχανιών στην Αμερική. Και οι δύο μελέτες κατέληξαν σε ένα πολυμεταβλητό μοντέλο με σκοπό την εξέταση της ευαισθησίας των αποδόσεων των επιχειρήσεων χρησιμοποιώντας έναν αριθμό μακροοικονομικών παραγόντων όπως επίσης και παραγόντων κινδύνου. Οι Berry et al. (1988), Eun και Resnick (1992), Chen και Jordan (1993), και οι Kavussanos και Marcoulis (1997) επίσης χρησιμοποίησαν την ταξινόμηση των βιομηχανιών μέσα στην Αμερική. Παράλληλα, και σε παλαιότερες μελέτες εξετάστηκε ο κίνδυνος τιμολόγησης (risk pricing) σε σχέση με έναν αριθμό μακροοικονομικών παραγόντων που αφορούν το μέγεθος (Chen et al., 1986; Poon and Taylor, 1991) και αυτούς που αφορούν την ταξινόμηση των βιομηχανιών (Chen and Jordan, 1993).

Όμως, οι μελέτες που αφορούν τις μετοχές ναυτιλιακών επιχειρήσεων είναι πολύ περιορισμένες. Ως ενδεικτικό παράδειγμα θα μπορούσαμε να αναφέρουμε την μελέτη που έχουν κάνει οι Γραμμένος και Μαρκουλής (1996), οι οποίοι εξέτασαν τις αποδόσεις ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος ναυτιλιακών επιχειρήσεων χρησιμοποιώντας μικροοικονομικούς παράγοντες. Η ευαισθησία, όμως, των αποδόσεων των ναυτιλιακών επιχειρήσεων με μακροοικονομικούς παράγοντες δεν έχει εξεταστεί στο παρελθόν. Η πρώτη προσπάθεια έγινε από τους ίδιους το 2002.

Η διεθνής φύση της ναυτιλίας καθώς επίσης και ο πολύπλοκος μηχανισμός που την διέπει, σύμφωνα με τον οποίο τα επιτόκια ναύλου καθορίζονται από την αλληλεπίδραση της προσφοράς και της ζήτησης, κάνει την μελέτη ιδιαίτερα

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

ενδιαφέρουσα σε διεθνές μακροοικονομικό επίπεδο. Επιπλέον, η ναυτιλία είναι διαχωρισμένη (tanker, dry bulk) και κάθε τμήμα της αντιδρά διαφορετικά σε μια αλλαγή της προσφοράς ή/ και της ζήτησης. Σε μακροοικονομικό, όμως, επίπεδο η ναυτιλία εξετάζεται συνολικά.

Επιπλέον, στην ναυτιλία η σχέση απόδοσης/κινδύνου σε σχέση με την μακροοικονομία μπορεί να επωφεληθεί τους επενδυτές που επιθυμούν να επενδύσουν σε μετοχές ναυτιλιακών επιχειρήσεων, περιλαμβάνοντας τες στο χαρτοφυλάκιό τους προκειμένου να το διαφοροποιήσουν ή να κερδοσκοπήσουν.

Οι Γραμμένος και Μαρκουλής στην πρόσφατη έρευνά τους προσπάθησαν να καθορίσουν τις διεθνείς μεταβλητές κινδύνου περιλαμβάνοντας τις αποδόσεις των μετοχών σε παγκόσμιο επίπεδο, τις διεθνείς ισοτιμίες οι οποίες μετρώνται με βάση το αμερικάνικο δολάριο, τις τιμές του πετρελαίου, τον πληθωρισμό και την ανάπτυξη της βιομηχανικής παραγωγής. Παράλληλα, εξετάστηκαν μέσα στην έρευνα οι μηνιαίες αλλαγές του tonnage.

Σε μια αποτελεσματική αγορά οι τιμές αντανακλούν όλες τις πληροφορίες που υπάρχουν σε οποιαδήποτε στιγμή. Όπως προτείνουν όμως οι Chan et al. (1985), Bernard (1986), Wasserfallen (1989) and Poon and Taylor (1991), καινοτομίες στους μακροοικονομικούς παράγοντες δίνουν εξήγηση για τις μεταβλητές που αφορούν τον κίνδυνο. Τα μοντέλα Auto-Regressive Moving Average (ARMA) χρησιμοποιούνται για να φιλτράρουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα της κάθε μακροοικονομική μεταβλητή.

Τα πιο σημαντικά συμπεράσματα αυτής της έρευνας των Γραμμένο και Μαρκουλή, είναι ότι υπάρχουν πολλές σημαντικές σχέσεις μεταξύ της απόδοσης των διεθνών ναυτιλιακών μετοχών και των διεθνών παραγόντων κινδύνου. Για παράδειγμα, οι τιμές του πετρελαίου συνδέονται αρνητικά με την παρόπλιση tonnage, ενώ η μεταβλητή της συναλλαγματικής ισοτιμίας συνδέεται θετικά. Στην συγκεκριμένη μελέτη δεν βρέθηκε κάποια σχέση μεταξύ πληθωρισμού και βιομηχανικής παραγωγής. Επιπρόσθετα, η σχέση των διεθνών παραγόντων με την απόδοση των μετοχών εξετάστηκε σε 6 διαφορετικές χώρες, και έδειξε ότι γενικά οι μακροοικονομικοί παράγοντες αποτελούν σημαντικό στοιχείο για την εξαγωγή συμπερασμάτων.

Στις ναυτιλιακές αγορές οι δυνάμεις που καθιερώνουν την ισορροπία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης όσον αφορά το tonnage, είναι τα επιτόκια ναύλου, η πιο σημαντική πηγή εσόδου για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις παρέχει μια διορατικότητα για τις a priori προσδοκίες. Ο Storfjord (1997) προσδιόρισε 5 παράγοντες που θεωρούν ότι επηρέασαν την ζήτηση και 5 παράγοντες που επηρέασαν την προσφορά στην ναυτιλία. Οι παράγοντες που επηρέασαν την ζήτηση είναι: η παγκόσμια οικονομία, τα μεταφερόμενα μέσω θαλάσσης προϊόντα, η μέση μετακίνηση, τα

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

πολιτικά γεγονότα και τα μεταφορικά κόστη. Οι παράγοντες που επηρεάζουν την προσφορά είναι: ο παγκόσμιος στόλος, η παραγωγικότητα του στόλου, η παράδοση των πλοίων, το scrapping και τα επιτόκια ναύλου.

Η επιρροή που αναφέραμε ότι υπάρχει στην προσφορά και στη ζήτηση είναι ένας τρόπος προσπάθειας να ανακαλύψουμε τις σχέσεις τιμολόγησης μεταξύ διεθνών αποδόσεων των μετοχών που ανήκουν στην ναυτιλία και απρόβλεπτων αλλαγών των αποδόσεων και των εξής μακροοικονομικών παραγόντων:

1. συναλλαγματικές ισοτιμίες
2. παγκόσμιος πληθωρισμός
3. αλλαγές στις τιμές του πετρελαίου
4. ανάπτυξη της βιομηχανικής παραγωγής
5. παρόπλιση tonnage

Η παρακάτω σχέση δείχνει αυτούς τους παράγοντες εκφρασμένους με μαθητικούς όρους:

$$R_i - R_f = f(WdRET, UdG10FX, UTLP, UdOIL, UdG7IP, LAYUP)$$

Όπου:

R_i είναι η απόδοση της επιχείρησης i

R_f είναι το επιτόκιο άνευ κινδύνου

$WdRET$ είναι η υπερβάλλουσα απόδοση της παγκόσμιας χρηματιστηριακής αγοράς

$UdG10FX$ είναι οι απρόβλεπτες αλλαγές των παγκόσμιων ισοτιμιών έναντι του αμερικάνικου δολαρίου

$UTLP$ είναι ο απρόβλεπτος παγκόσμιος πληθωρισμός

$UdOIL$ είναι οι απρόβλεπτες αλλαγές στις τιμές του πετρελαίου

$UdG7IP$ είναι οι απρόβλεπτες αλλαγές της μηνιαίας βιομηχανικής παραγωγής

$LAYUP$ είναι οι απρόβλεπτες αλλαγές στην παρόπλιση tonnage

Η εμπειρική έκδοση της παραπάνω ισότητας μπορεί να συμπεριλάβει μια σταθερά η οποία αναμένεται να είναι μηδέν εάν δεν υπάρχει υποτίμηση των μετοχών. Όταν αυτή η σταθερά είναι θετική, οι μετοχές κοστολογούνται υπερβολικά χαμηλά και το αντίθετο.

Η υπερβάλλουσα απόδοση της αγοράς, $WdRET$, είναι ο μηνιαίος λογάριθμος που παρουσιάζει η Morgan Stanley Capital International (MSCI) World Equity Index και χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των χαρτοφυλακίων. Ο δείκτης τιμών της MSCI στηρίζεται στην αξία και έχει ως σκοπό να καλύψει το 60% της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς. Η έρευνα που έγινε από τους Γραμμένο και Μαρκουλή έχει στηριχθεί σε 1600 μετοχές σε 22 χώρες και περιλαμβάνει εταιρείες μικρής, μεσαίας και μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Πολλές εμπειρικές έρευνες έχουν γίνει για να δείξουν την σχέση μεταξύ του κινδύνου συναλλαγματικής ισοτιμίας, dG10FX, και απόδοσης των μετοχών. Τα συμπεράσματα των Dumas και Solnik (1995), δικαιολογούν την αλλαγή της συναλλαγματικής ισοτιμίας κατά τη διάρκεια του χρόνου στις διεθνείς αγορές. Ο Ziobrowski (1995) κατέληξε σε παρόμοια συμπεράσματα. Ο Hamao (1988) βρήκε πως οι αναπάντεχες αλλαγές στην συναλλαγματική ισοτιμία δεν εξηγούν την απόδοση ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος μετοχών όπως τις βρήκε στο Χρηματιστήριο του Τόκιο. Αντίθετα, οι Ferson και Harvey (1994), χρησιμοποιώντας παρόμοιες μετρήσεις του συναλλαγματικού κινδύνου βρήκαν ένα μέσο επιπλέον κίνδυνο σε 18 χρηματιστηριακές αγορές.

Οι ναυτιλιακές αγορές προσανατολίζονται προς το διεθνές εμπόριο και κατά συνέπεια η αστάθεια της συναλλαγματικής ισοτιμίας έχει ουσιαστική επίδραση στις μετοχές των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος απασχολεί ιδιαίτερα την ναυτιλία μετά τη διακοπή της συμφωνίας της Bretton Woods στις αρχές της δεκαετίας του 1970. Ο McConville (1999) προσδιόρισε μια άμεση και έμμεση επιρροή των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην ναυτιλία. Από την άλλη πλευρά, αφού τα επιτόκια ναύλου υπολογίζονται σε αμερικάνικα δολάρια, μπορεί να γίνει μια εκτίμηση ότι το δολάριο σε σχέση με άλλα νομίσματα θα αυξήσει την αποτελεσματικότητα των επιτοκίων ναύλων. Μια υποτίμηση του δολαρίου, θα μειώσει την αποτελεσματικότητα των επιτοκίων ναύλων. Από μακροοικονομική άποψη, μια κίνηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορεί να επηρεάσει άμεσα την ναυτιλία αυξάνοντας ή μειώνοντας το επίπεδο του διεθνούς εμπορίου, καθιστώντας τις εξαγωγές των σημαντικότερων χωρών φθηνότερες (ή ακριβότερες) και κατά συνέπεια αυξάνοντας (ή μειώνοντας) την ζήτηση της ναυτιλίας.

Η Leggate (1999), σε μια προσπάθεια να ποσοτικοποιήσει τον αντίκτυπο των μετακινήσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας στα λειτουργικά αποτελέσματα της ναυτιλιακής επιχείρησης, βεβαιώνει ότι η σημασία αυτού του ζητήματος προέρχεται από το γεγονός ότι υπάρχει μια ασταθής συναλλαγματική αγορά όπου το εισόδημα είναι σε αμερικάνικα δολάρια. Τα συμπεράσματά της δείχνουν ότι η έκθεση σε τέτοιους κινδύνους μπορεί να έχουν θετική ή αρνητική επίδραση στις δαπάνες, που δεν υπολογίζονται με βάση το αμερικάνικο δολάριο, ανάλογα με την κατεύθυνση των κινήσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Συνεπώς, τα λειτουργικά κέρδη μπορεί να αυξηθούν ή να μειωθούν αισθητά λόγω αυτών των μετακινήσεων.

Ο απροσδόκητος παγκόσμιος πληθωρισμός, UTLP, είναι μια άλλη πιθανή πηγή κινδύνου. Είναι ιδιαίτερα σημαντικό για την ναυτιλία, εξαιτίας του αντίκτυπου που έχει στο διεθνές εμπόριο και κατά συνέπεια στην παγκόσμια οικονομία και στην αποδοτικότητα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Αυτός ο αντίκτυπος μπορεί να είναι ευεργετικός στον πραγματικό κόσμο, ανάλογα με τον πραγματικό αντίκτυπο των

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

διαφορετικών ποσοστών πληθωρισμού. Στην μελέτη όμως των Γραμμένου και Μαρκουλή η ανάλυση επικεντρώνεται στον πληθωρισμό γενικά. Οι Ferson και Harvey (1994) περιλαμβάνουν τέτοιες μεταβλητές πληθωρισμού στην έρευνά τους μέσα από την διαίσθηση ότι ο πληθωρισμός μπορεί να διατιμηθεί αν έχει τα πραγματικά αποτελέσματα. Για παράδειγμα, υψηλός πληθωρισμός μπορεί να δηλώσει υψηλό επίπεδο αβεβαιότητας στην οικονομία, το οποίο καθιστά τους καταναλωτές σε δυσχερέστερη θέση. Οι Kavussanos et al. (2001) επίσης περιλαμβάνουν μια παρόμοια προσέγγιση στη μελέτη των αποτελεσμάτων ενός συνόλου διεθνών μακροοικονομικών παραγόντων στις διεθνείς αποδόσεις των μετοχών.

Διάφορες μελέτες περιλαμβάνουν τις τιμές του πετρελαίου ως σημαντικό συστηματικό παράγοντα για να επηρεαστούν οι αποδόσεις των αποθεμάτων. Τα συμπεράσματα, εντούτοις, είναι αντιφατικά. Οι Chen και Jordan (1993), παραδείγματος χάριν, διαπίστωσαν ότι οι τιμές του πετρελαίου συσχετίζονται αρνητικά με τις αποδόσεις των αποθεμάτων στις ΗΠΑ, ενώ οι Chen et al (1986) βρίσκουν σημαντικά θετική σχέση. Ο Hamao (1988), αφ' ετέρου, εξετάζει τον κίνδυνο τιμών του πετρελαίου μέσα στην Ιαπωνία, αλλά δεν διαπιστώνει μια σημαντική συσχέτιση.

Η παραγωγή παγκόσμιου πετρελαίου έχει αυξηθεί από 66,9 εκατομμύρια βαρέλια ανά ημέρα το 1990 σε 75,3 εκατομμύριο βαρέλια ανά ημέρα το 1998 (Αντιπροσωπεία Διεθνούς Ενέργειας, μηνιαία έκθεση αγοράς). Ο στόλος πετρελαιοφόρων στη 1 Ιανουαρίου 1989, είχε 5.689 σκάφη, να συμπληρώσει συνολικά 244,8 εκατομμύρια τόνους νεκρού βάρους, που αποτελούν 39,8% του εμπορικού στόλου. Από την αρχή του 1999, ο στόλος πετρελαιοφόρων είχε αυξηθεί κατά 7.000 σκάφη, που συμπληρώνουν συνολικά 289,6 εκατομμύρια τόνους νεκρού βάρους, και που αντιπροσωπεύουν 38,5% της συνολικής χωρητικότητας του παγκόσμιου εμπορικού στόλου (στατιστικές ναυτιλίας και αναθεώρηση αγοράς, Μάρτιος 1999). Το εμπόριο πετρελαίου και οι τιμές του πετρελαίου, επομένως, είναι ιδιαίτερα σημαντικές μέσα στη ναυπηγική βιομηχανία, κυρίως λόγω της μοναδικής επιρροής τους στην οικονομική ανάπτυξη και, ως εκ τούτου, στην προσφορά και τη ζήτηση για το δια θαλάσσης εμπόριο. Ο αντίκτυπος των τιμών του πετρελαίου στην παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα έχει διευκρινιστεί καλά και από τις δύο κρίσεις πετρελαίου το 1973 και το 1979, όπου οι τιμές του πετρελαίου αυξήθηκαν σημαντικά και κατά συνέπεια τα επιτόκια ναύλου μειώθηκαν αισθητά, λόγω της υπερχωρητικότητας αρχικά στον τομέα των βυτιοφόρων και κατόπιν στον ξηρό μαζικό τομέα ως αποτέλεσμα της μειωμένης απαίτησης για τις εισαγωγές πετρελαίου και τις κακές οικονομικές συνθήκες.

Επιπλέον, τα καύσιμα είναι το σημαντικότερο στοιχείο των δαπανών ταξιδιών, αντιπροσωπεύοντας 47% των συνολικών. Επομένως, μια άνοδος στις τιμές του

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

πετρελαίου θα αυξήσουν τις δαπάνες και θα περιορίσουν έτσι την αποδοτικότητα μιας ναυτιλιακής εταιρίας. Τα ανωτέρω δείχνουν μια αρνητική σχέση μεταξύ των τιμών του πετρελαίου και της απόδοσης των μετοχών.

Έχουν υπάρξει κάποια εμπειρικά στοιχεία στην επίδραση των αλλαγών στο επίπεδο της βιομηχανικής παραγωγής κατά μέσον όρο τιμών μετοχών. Οι Chen et al (1986) και οι Kavussanos και Marcoulis (2000), μελετούν την επίδραση της αμερικανικής βιομηχανικής παραγωγής στην αμερικανική αγορά, ενώ ο Hamao (1988), εξετάζει την ίδια σχέση με Ιαπωνικά στοιχεία. Τα αποτελέσματα σχετικά με αυτήν την μεταβλητή, εντούτοις, δεν είναι αποτελεσματικά. Οι Roop και Taylor (1991) μελετούν τα αποτελέσματα των απροσδόκητων αλλαγών στην βιομηχανική παραγωγή στην αγορά βρετανικών μετοχών και βρίσκουν μια αρνητική επίπτωση στις βρετανικές μετοχές. Οι Chen και Jordan (1993) δεν βρίσκουν καμία συσχέτιση μεταξύ αυτής της μεταβλητής και της απόδοσης των μετοχών, ενώ ο Hamao (1988) ανιχνεύει μια θετική συσχέτιση μεταξύ αυτής της μεταβλητής και των ιαπωνικών μετοχών.

Η οικονομική θεωρία σχετικά με αυτήν την μεταβλητή προτείνει μια θετική συσχέτιση με τις αποδόσεις αποθεμάτων, λόγω του ότι η υψηλότερη βιομηχανική παραγωγή περιλαμβάνει τους οικονομικούς όρους και, επομένως, τις υψηλότερες αποδόσεις αποθεμάτων (Chen et al, 1986). Ο Isserlis (1938) σημειώνει ότι οι διακυμάνσεις στα επιτόκια ναύλου και οι κύκλοι στην παγκόσμια οικονομία εκθέτουν παρόμοια σχέδια. Επιπλέον, με την εξέταση της σχέσης μεταξύ του ποσοστού αύξησης στη βιομηχανική παραγωγή του OECD και του ποσοστού αύξησης στο δια θαλάσσης εμπόριο, ο Stopford (1997) συνάγει το συμπέρασμα ότι οι κύκλοι στην οικονομία του OECD αντανakλούν αμετάβλητα τους κύκλους στο θαλάσσιο εμπόριο κατά τη διάρκεια της περιόδου 1963 - 1995, δεδομένου ότι η βιομηχανική παραγωγή είναι η σημαντικότερη παράμετρος που έχει επιπτώσεις στην απαίτηση για τις θαλάσσιες μεταφορές μέσω του παγκόσμιου εμπορίου, η σχέση μεταξύ διεθνούς βιομηχανικής παραγωγής και διεθνών αποδόσεων των αποθεμάτων ναυτιλίας αναμένονται επίσης να είναι θετικές.

Ο τελικός παράγοντας που περιλαμβάνεται στην ανάλυση, σχετικά με την χωρητικότητα, είναι ειδικός για την ναυπηγική βιομηχανία και συνδέεται στενά με την ισορροπία της προσφοράς και της ζήτησης για το δια θαλάσσης εμπόριο και ως εκ τούτου με τον προσδιορισμό των επιτοκίων ναύλου φορτίου. Σύμφωνα με τον McConville (1999), υποστηρίζει ότι η χωρητικότητα είναι το βαρόμετρο που δίνει μια σαφή ένδειξη του οικονομικού και εμπορικού όρου της βιομηχανίας. Στις περιόδους υποχώρησης, τα σκάφη τοποθετούνται επάνω επειδή καμία αποδοτική απασχόληση δεν μπορεί να βρεθεί και οι συνθήκες στην αγορά το καθιστούν αντιοικονομικό να κάνουν εμπόριο. Αντιθέτως, στις περιόδους ευημερίας, υπάρχει ελάχιστο ή ακόμα και

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

καθόλου tonnage και τα επιτόκια ναύλου είναι συνεχώς σε υψηλά επίπεδα. Ο Zannetos (1966) έχει δείξει ότι, όσο μεγαλύτερη είναι η χωρητικότητα (βυτιοφόρο) των πλοίων, τόσο χαμηλότερα θα είναι τα επιτόκια ναύλου. Η μεταβλητή, επομένως, συσχετίζεται αρνητικά με τη ναυτιλία.

Διάφοροι ερευνητές (όπως για παράδειγμα, Wasserfallen, 1989 Poon και Taylor, 1991) έχουν προτείνει ότι η σχέση μεταξύ αποδόσεων και μακροοικονομίας δεν μπορεί να είναι σύγχρονη. Εάν οι αγορές είναι αποδοτικές, η αντίδραση του διεθνούς χρηματιστηρίου μπορεί να οδηγήσει την απόδοση της οικονομίας. Οποιοσδήποτε μακροοικονομικός αντίκτυπος θα μπορούσε να είναι αργός και να έχει επιπτώσεις στις αποδόσεις μακροπρόθεσμα.

Μια ευρέως εφαρμοσμένη μεθοδολογία για να υπολογίσει τις παραμέτρους της παραπάνω εξίσωσης είναι αυτή των Fama και MacBeth (1973). Αυτή η μεθοδολογία περιλαμβάνει την παραπάνω εξίσωση υπολογισμού στις επιχειρήσεις για κάθε μήνα και εμφανίζει τις εκτιμήσεις του συντελεστή beta. Μετά από την εκτίμηση του beta οι παλινδρομήσεις και οι τυποποιημένες δοκιμές t εκτελούνται για να εξετάσουν εάν η επίδραση των επεξηγηματικών μεταβλητών είναι, κατά μέσον όρο, σημαντική.

Αν και η μεθοδολογία των MacBeth και Fama (1973) έχει χρησιμοποιηθεί σε παρόμοιες μελέτες με δικούς μας (π.χ. Chen et al, 1986 Poon και Taylor, 1991), ο υπολογισμός του προτύπου μας ως σύστημα των εξισώσεων είναι μια πιο ελκυστική προσέγγιση. Παραδείγματος χάριν, όταν συσχετίζονται οι όροι λάθους στις μεμονωμένες εξισώσεις (επιχειρήσεις), η φαινομενικά ανεξάρτητη μεθοδολογία οπισθοδρόμησης (SUR) ισχύει. Ο υπολογισμός του προτύπου μας ως σύστημα εξισώσεων είναι πιο συμφέρων, δεδομένου ότι οι κοινές παράμετροι μπορούν να επιβληθούν πέρα από τους μακροοικονομικούς παράγοντες και, επομένως, να υποθέσει το ρόλο των μέσων όρων.

8.3 Προβλήματα με τα πρότυπα

Εάν η διαχείριση κινδύνου εκπληρώνει τους στόχους της δεν θα υπάρξουν καθόλου συστηματικές αποτυχίες, αλλά το αντίστροφο δεν ισχύει η απουσία συστηματικών αποτυχιών δεν σημαίνει ότι το σύστημα λειτουργεί. Εάν αυτή η διαχείριση ανακαλύψει ότι το πρότυπο κινδύνου είναι ελαττωματικό, μπορεί να είναι πάρα πολύ αργά για να κάνει κάτι.

Εντούτοις περίπλοκες μέθοδοι εξελίσσονται, οι οποίες όμως είναι ακόμα εμπειρικές και χρησιμοποιούνται για να βοηθήσουν τον υπάλληλο που χορηγεί δάνεια και να αντικαταστήσουν με κάποιο τρόπο το τμήμα της ανάλυσης, η ανάγκη

για το οποίο είναι επιτακτική σε μια τράπεζα. Ακόμα και τα αποδοτικά μοντέλα πρέπει να βοηθήσουν το διευθυντή και τους ασφαλιστές να είναι συνεπής στις αξιολογήσεις τους και παράλληλα να παρέχετε ένα πλαίσιο για τη μέτρηση μιας συναλλαγής. Το σχέδιο ενός μοντέλου κινδύνου είναι αναπόφευκτα βασισμένο σε ένα μίγμα από αντικειμενικές παρατηρήσεις και υποκειμενικές απόψεις δηλαδή η ποιότητα του πρότυπου είναι βασισμένη στην ικανότητα του ατόμου που δημιουργεί το οικονομετρικό μοντέλο. Επομένως, δεν υπάρχει τέλειο μοντέλο.

Οι περιορισμοί των μοντέλων κινδύνου, οδηγούν στην υποψία ότι αυτά τα μοντέλα μπορούν να ενεργούν σαν υποκατάστατα, και όχι ως επιστημονικά έγκυρους τρόπους προκειμένου να αποφευχθούν σημαντικές θεσμικές και συστηματικές συντριβές.

Τα περισσότερα πρότυπα κινδύνου κάνουν την υπόθεση ότι το στοιχείο αγοράς ακολουθεί μια επεξεργασία που εξαρτάται μόνο από τις προηγούμενες παρατηρήσεις των μεταβλητών αγοράς. Ενώ αυτή η υπόθεση διευκολύνει τη διαμόρφωση, είναι βασισμένη σε μια λανθασμένη υπόθεση [J.Danielsson, 2002]. Μια άλλη μετάφραση της ίδιας υπόθεσης είναι ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά, λειτουργούν τυχαία και οι ενέργειές τους δεν μπορούν να έχουν επιπτώσεις στην αγορά. Αποδεχόμενοι όμως ότι υπάρχουν μέτρα κοινά για πολλούς επενδυτές που μπορούν να επηρεάσουν την συμπεριφορά τους, γίνεται ακατάλληλο να υποθέσουμε ότι οι τιμές αγοράς ακολουθούν τις επιστημονικές διαδικασίες. Σε περίπτωση κρίσης όταν οι περισσότεροι συμμετέχοντες στην αγορά εκτελούν παρόμοιες στρατηγικές, τα μοντέλα κινδύνου μπορούν να ενισχύσουν τις αντιδράσεις της αγοράς, για να μην αναφέρουμε τις στατιστικές ιδιότητες των στοιχείων της αγοράς.

Δεν είναι τυχαίο ότι τα προηγούμενα χρόνια εφαρμόζοντας αυτά τα μοντέλα κινδύνου, παρατηρούσαμε ότι ήταν πιο ασταθή. Αφού όλοι οι χρήστες ανέπτυξαν διαφορετικές απόψεις για αυτό που αποκαλούμε κίνδυνο, απαιτήθηκε να δημιουργηθούν διαφορετικές προβλέψεις.

Οι δοκιμές στα υπάρχοντα μοντέλα κινδύνου είχαν σαν αποτέλεσμα να είναι λιγότερο ενθαρρυντικά [J.Danielsson 2002]. Όταν αξιολογούμε τα αποτελέσματα των μοντέλων κινδύνου, διακρίνουμε πέντε βασικές εκτιμήσεις.

- **Ισχύς:** Είναι η δυνατότητα ενός μοντέλου να παραμένει ακριβές κάτω από διαφορετικές συνθήκες, διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες και επίπεδα κινδύνου. Τα αποτελέσματα της δοκιμής είναι απογοητευτικά. Η ακρίβεια ενός μοντέλου μετριέται χρησιμοποιώντας την έννοια *του δείκτη αθέτησης*. Το ιδανικό μοντέλο έχει δείκτη αθέτησης ίσο με 1. Ένα μοντέλο με δείκτη κάτω από τη μονάδα υπερεκτιμά τον κίνδυνο, αντιθέτως με έναν δείκτη πάνω από την μονάδα που υποεκτιμά τον κίνδυνο. Ενώ κοντά στην μονάδα είναι αμφισβητήσιμο, για ένα εύρος 0.8-1.2 είναι μια λογική προσδοκία. Βασισμένοι σε αυτό το κριτήριο,

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

τα αποτελέσματα ήταν απογοητευτικά, διότι οι δείκτες αθέτησης κυμάνθηκαν μεταξύ 0,37-2,18.

- **Αστάθεια των προβλέψεων κινδύνου.** Οι προβλέψεις κινδύνου, δεν πρέπει να κυμαίνονται από την μια περίοδο στην επόμενη. Αυτό το ζήτημα δεν είναι τεκμηριωμένο στις περισσότερες δημοσιευμένες συγκριτικές δοκιμές των προτύπων. [J.Danielsson 2002]

Εάν ένας V@R αριθμός αλλάζει συνήθως από έναν παράγοντα 50% από μια ημέρα στην επόμενη, μπορεί να είναι δύσκολο να υιοθετηθεί η έννοια της διαμόρφωσης κινδύνου μέσα στην εταιρία. Σύμφωνα με την ίδια πηγή, πολλές εταιρίες υιοθετούν *ειδικές* διαδικασίες πρόβλεψης κινδύνου.

- **Πρότυπος ορίζοντας εκτίμησης.** Είναι ο αριθμός ιστορικών στοιχείων που χρησιμοποιούνται για να διευκρινίσουν το μοντέλο. Οι ρυθμιστές προτείνουν συχνά έναν ορίζοντα περίπου 250 ημερών εμπορικών συναλλαγών για τον κίνδυνο αγοράς και οι περισσότεροι διαχειριστές δεν επιτρέπουν μεγαλύτερους ορίζοντες εκτίμησης. Ο λόγος για αυτό είναι είτε επειδή το παλαιότερο στοιχείο δεν είναι διαθέσιμο είτε ότι αυτό δεν συσχετίζεται λόγω των αλλαγών της αγοράς είτε επειδή η μακροπρόθεσμη δυναμική του κινδύνου είναι τόσο περίπλοκη που δεν μπορεί να διαμορφωθεί. Πράγματι, η εισαγωγή μιας νέας μεταβλητής όπως το ευρώ, καθιστά τα παλαιά στοιχεία μη εφαρμόσιμα για τη διαμόρφωση. Τέτοια γεγονότα αποδεικνύουν ότι τα μοντέλα δεν είναι σταθερά. Όσον αφορά την δυναμική του μακροπρόθεσμου κινδύνου, αγνοώντας τις προβλέψεις κινδύνου που κάνουμε λάθος αφού είναι εύκολο να καταδείξουμε την ύπαρξή τους και τη σημασία τους.

- **Περίοδος εκμετάλλευσης:** Είναι σαφώς πιο επικίνδυνο να κρατήσεις μια ιδιαίτερη έκθεση αγοράς για 10 ημέρες από το να κρατήσεις για 1 ημέρα. Τα πρότυπα κινδύνου υπολογίζουν τον κίνδυνο μιας καθορισμένης περιόδου εκμετάλλευσης (χρονικός ορίζοντας).

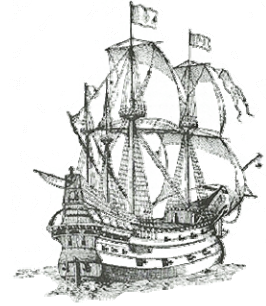
Παραδείγματος χάριν, ο υπολογισμός του V@R με ημερήσια στοιχεία θα δώσει κάποια στοιχεία για το πόσο είναι πιθανό να χάσουν από μια συγκεκριμένη θέση πέρα από την ημέρα διαπραγμάτευσης που υποθέτει ότι διατηρεί τη θέση καθ' όλη τη διάρκεια της ημέρας. Προφανώς αυτό εισάγει μερικούς περιορισμούς. Τα πράγματα παίρνουν χειρότερες διαστάσεις όταν επιχειρηθεί να εξεταστεί ένα δεκαήμερο V@R. Εάν έχουμε στοιχεία για 250 διαπραγματεύσιμες ημέρες, που απαιτούνται για να παραγάγουν ένα καθημερινό V@R, ένας ορίζοντας εκτίμησης 10 ετών πρέπει να ενσωματωθεί, για να βρει ένα V@R της ίδιας στατιστικής ακρίβειας. Αυτό είναι αδύνατο. Για να υπερνικήσει αυτό το πρόβλημα η επιτροπή της Βασιλείας, [Επισκόπηση της τροποποίησης στην κύρια συμφωνία για να ενσωματώσει τον κίνδυνο αγοράς, 1996], συνέστησε έναν αναλογικό νόμο για

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

να μετατρέψει το καθημερινό $V@R$ σε δέκα ημερών. Σύμφωνα με τον νόμο, ένα καθημερινό $V@R$ πολλαπλασιάζεται με την τετραγωνική ρίζα του 10 για να παρέχει το δέκα ημερών $V@R$. Μια τέτοια έννοια θα μπορούσε να ισχύσει σε τρεις περιπτώσεις.

- ✓ Οι αποδόσεις πρέπει να διανεμηθούν κανονικά.
 - ✓ Η αστάθεια πρέπει να είναι ανεξάρτητη κατά τη διάρκεια του χρόνου
 - ✓ Η αστάθεια πρέπει να είναι ίδια σε όλα τα χρονικά διαστήματα.
- **Κίνδυνος συσχετισμού:** Το συνολικό ποσό κινδύνου σε ένα χαρτοφυλάκιο εξαρτάται από την πιθανότητα κάποια πράγματα να πηγαίνουν στραβά. Οι συσχετισμοί εμφανίζονται να είναι πολύ χαμηλότεροι εάν υπολογίζονται σε μία εποχή που οι αγορές αναρριχώνται γρήγορα. Στις περιόδους γρήγορης πτώσης, οι συσχετισμοί είναι κοντά στο 100% του υπάρχοντος. Τα περισσότερα μοντέλα κινδύνου δεν λαμβάνουν υπόψη τους ότι οι εκτιμήσεις συσχετισμού τους είναι βασισμένες στις κανονικές συνθήκες αγοράς.

Τελικά, τα μοντέλα κινδύνου πρέπει να χρησιμοποιηθούν προσεκτικά. Οι διευθυντές πρέπει να επενδύσουν το χρόνο τους στην κατανόηση των υποθέσεων του κάθε μοντέλου.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

Αντιστάθμιση Κινδύνων

Σε αυτό το κεφάλαιο θα εξετάσουμε ορισμένους από τους σημαντικότερους κινδύνους, τους οποίους ο πλοιοκτήτης μπορεί να αντισταθμίσει χρησιμοποιώντας τα παράγωγα προϊόντα.

9.1 Αντιστάθμιση κινδύνου έναντι εξεύρεσης φορτίου

Πιθανότατα, ο πλοιοκτήτης διαβλέποντας την αγορά επιθυμεί σε μια μελλοντική περίοδο, ανάλογα με τον τύπο του πλοίου του, να εξασφαλίσει ότι θα υπάρχει φορτίο για μεταφορά. Για να αντισταθμίσει τον παραπάνω κίνδυνο μπορεί να χρησιμοποιήσει Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) (future contracts) π.χ. σε crude oil, wheat ή άλλα αγαθά που γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη χρηματιστηριακή αγορά. Τα ΣΜΕ είναι η τυποποιημένη συμφωνία μεταξύ αγοραστή και πωλητή για την παραλαβή και παράδοση συγκεκριμένου αγαθού ή τίτλου, σε προκαθορισμένη ημερομηνία. Τα χαρακτηριστικά και οι όροι της συμφωνίας περιγράφονται στο συμβόλαιο και είναι τυποποιημένοι, ώστε αμφότερα τα μέλη, να γνωρίζουν ακριβώς το αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Η τιμή του συμβολαίου ποικίλει ανάλογα με τα επίπεδα της τρέχουσας αγοράς, αλλά προκαθορίζεται κατά τη συναλλαγή.

Αντίστοιχα, μπορεί να χρησιμοποιήσει Προθεσμιακά συμβόλαια (forward contracts), όπου έναντι του πιθανού αγοραστή μπορεί να διαμορφώσει ένα συμβόλαιο ανάλογα με το φορτίο που επιθυμεί να μεταφέρει, ιδίως όταν φέρει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά. Επίσης μπορεί να χρησιμοποιήσει Δικαιώματα προαίρεσης (options) στα αγαθά που τον ενδιαφέρουν προκειμένου να αντισταθμίσει την πιθανή αυξομείωση των τιμών τους. Τις ίδιες θέσεις μπορεί να λάβει αντίστοιχα ο ναυλωτής προκειμένου να ελαχιστοποιήσει τις διακυμάνσεις στις τιμές των φορτίων και να διατηρήσει σταθερές τιμές για τους πελάτες του.

9.2 Αντιστάθμιση κινδύνων έναντι αυξομείωσης των τιμών των ναύλων

Από τα κυριότερα παράγωγα προϊόντα που μπορεί να χρησιμοποιήσει ο πλοιοκτήτης για να αντισταθμίσει τον κίνδυνο έναντι μίας πιθανής πτώσης του ναύλου, είναι τα Forward Freight Agreements ή FFA's. Τα FFA's μπορεί να αφορούν ένα ταξίδι, ένα Time-charter ταξίδι ή ένα Timecharter για 12/24 μήνες ή να έχουν άλλες χρονικές προδιαγραφές. Ο ναυλωτής φέρει τον κίνδυνο μεταφοράς φορτίου σε μια ναυλαγορά υψηλών διακυμάνσεων. Εάν η μεταφορά του φορτίου πρέπει να γίνει εντός μιας πολύ μικρής χρονικής περιόδου, ο απαιτούμενος ναύλος μπορεί να προβλεφθεί και επομένως, να υπολογιστεί επακριβώς. Όσο μεγαλύτερο το χρονικό διάστημα μεταξύ της πώλησης των προϊόντων και της μεταφοράς τους, τόσο μεγαλύτερη είναι η έκθεση στον κίνδυνο αυξομείωσης του ναύλου. Ο πλοιοκτήτης βρίσκεται αντιμέτωπος με παρόμοιο κίνδυνο μελλοντικής πτώσης του ναύλου.

Τα Forward Freight Agreements (FFA) ή συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί ναύλου, είναι συμφωνίες μεταξύ πωλητού και αγοραστού για τον προκαθορισμό ορισμένου επιπέδου ναύλου, για μια συγκεκριμένη ποσότητα φορτίου και τύπο πλοίου σε μια συγκεκριμένη διαδρομή. Ο πωλητής, συνήθως ο ναυλωτής, πιστεύει ότι ο ναύλος της διαδρομής που ενδιαφέρεται θα είναι υψηλότερος από το συμφωνηθέν επίπεδο και αγοράζει τις συμβάσεις FFA. Το άλλο συμβαλλόμενο μέρος υποστηρίζει την αντίθετη θέση, και πωλεί τις συμβάσεις FFA (πλοιοκτήτης). Ο διακανονισμός γίνεται στη διάφορα της τιμής του συμβολαίου και της μέσης τιμής της διαδρομής της αγοράς που επιλέγεται στον αντίστοιχο δείκτη κατά τη διάρκεια των τελευταίων επτά εργάσιμων ημερών. Οι συμβάσεις FFA είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην εξωχρηματιστηριακή αγορά παραγώγων (OTC market) όπου δύο συμβαλλόμενα μέρη πρέπει να συμφωνήσουν τους όρους συναλλαγών ανάλογα με τις εκάστοτε ανάγκες αντιστάθμισης κινδύνου. Αυτό σημαίνει ότι κάθε μέρος δέχεται πιστωτικό κίνδυνο από το άλλο μέρος. Οι φορείς που διευκολύνουν αυτήν την αγορά είναι ship brokers, τράπεζες επενδύσεων και άλλοι οικονομικοί μεσάζοντες όπως η Imarex και το Baltic exchange (Imarex,2003).

Παράδειγμα Voyage Hedge:

Ένας πλοιοκτήτης γνωρίζει από το Σεπτέμβρη του 2004 ότι το πλοίο του θα είναι ελεύθερο προς ναύλωση στον Ειρηνικό στις αρχές Νοεμβρίου. Ο πλοιοκτήτης πιστεύει ότι ο ναύλος για τις γραμμές προς Ανατολή θα πέσει και επιλέγει να

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

προστατευτεί μέσω ενός FFA Οκτωβρίου, για τη γραμμή US Gulf/Japan (Route 2). Από την άλλη πλευρά ένας ναυλωτής επιθυμεί να αντισταθμίσει τον κίνδυνο από την άνοδο των ναύλων. Συνεπώς συμφωνείτε να αγοράσει ο ναυλωτής FFA και να πουλήσει ο πλοιοκτήτης FFA, σε τιμή 22\$ τον τόνο. Το μέγεθος του φορτίου αντιστοιχεί σε 54.000 τόνους. Στο τέλος Οκτωβρίου που είναι η ημερομηνία κλεισίματος του διακανονισμού, η spot αγορά έχει ανέλθει στα 21,5\$ τον τόνο. Ο διακανονισμός γίνεται ως εξής. Ο ναυλωτής θα πληρώσει τον πλοιοκτήτη 0,5\$ (τη διάφορα spot και forward) επί το μέγεθος του φορτίου δηλαδή 27.000\$. Κατά αυτό τον τρόπο ο πλοιοκτήτης αντισταθμισε τον κίνδυνο της πτώσης του ναύλου. Πιθανότατα ωστόσο να αξιοποιήσει το κέρδος για την εκτέλεση του ταξιδιού αφού θα κλείσει στη φυσική αγορά, εκείνη τη χρονική στιγμή, με μειωμένο ναύλο.

Κριτική

Στο παρελθόν μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν τα ΣΜΕ ναύλου, freight futures, η αγορά αυτή ωστόσο υστέρησε έναντι των forward agreements. Στην προσπάθεια δημιουργίας ενός ΣΜΕ ναύλων όπου υποκείμενος τίτλος είναι ο ναύλος, υπάρχει ένα θεμελιώδες πρόβλημα που έπρεπε να υπερνικηθεί. Βάσει ορισμού, η παράγωγη αγορά πρέπει να εμπορεύεται τυποποιημένες συμφωνίες, σε τυποποιημένες ποσότητες, για την παράδοση σε προκαθορισμένες ημερομηνίες στο μέλλον (πλήρης ρευστότητα των εμπορικών συναλλαγών), που να δίνουν καλή πληροφόρηση για τις τιμές (διαφάνεια της τιμολόγησης), (Gray, 1987). Σε μια αγορά υπηρεσιών, όπως την ναυτιλιακή αγορά, όπου καμία τυποποιημένη μονάδα δεν υπάρχει, η μόνη πιθανή λύση ήταν να κατασκευαστεί ένας δείκτης ως υποκείμενο αγαθό. Ο BFI συγκροτήθηκε τον Ιανουάριο του 1985 ως ο διεθνής ναυλοδείκτης ώστε να αντιμετωπιστεί το παραπάνω πρόβλημα. Ο συγκεκριμένος δείκτης χρησιμοποιήθηκε ως υποκείμενος τίτλος για τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης BIFFEX που αναφέρονταν σε συγκεκριμένες διαδρομές, μέγεθος πλοίου και φορτίου. Τα συμβόλαια BIFFEX αξιοποιήθηκαν έως το Απρίλιο του 2002 όπου και εγκαταλείφθηκαν λόγω χαμηλής ρευστότητας, μικρού όγκου συναλλαγών και περιορισμένων επιλογών συμβολαίων για τους πλοιοκτήτες.

9.3 Αντισταθμηση κινδύνων από άνοδο επιτοκίων

Ο πλοιοκτήτης μπορεί να χρησιμοποιήσει τις Ανταλλαγές Απαιτήσεων σε επιτόκια, όπου και συμφωνεί για την ανταλλαγή σταθερού με κυμαινόμενο Libor, για

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

μια ράντα δώδεκα διακανονισμών, εάν η συναλλαγή είναι ετήσια. Επιπλέον, μπορεί να χρησιμοποιήσει ΣΜΕ γραμμένα για επιτόκια. Η τιμή αυτών των προϊόντων βασίζεται στα επιτόκια υποκείμενων τίτλων όπως ευρώδολάρια, ομόλογα κ.τ.λ. Αποφεύγοντας τις αυξομειώσεις στα επιτόκια, ο πλοιοκτήτης προστατεύεται από τον κίνδυνο μείωσης της αξίας των κεφαλαίων του ή των περιουσιακών του στοιχείων και τέλος μπορεί να εξασφαλίσει ευνοϊκά επιτόκια χρηματοδότησης.

9.4 Αντιστάθμιση κινδύνων έναντι συναλλαγματικών ισοτιμιών

Ο πλοιοκτήτης χρησιμοποιεί δολάρια όταν πρόκειται για καταβολή ναύλου και γεν ή άλλο νόμισμα όταν πρόκειται για την αγορά πλοίου. Μεγάλο μέρος όμως των οικονομικών υποχρεώσεων του εισπράττονται σε άλλο νόμισμα, π.χ. ευρώ. Συνεπώς αντιμετωπίζει τον κίνδυνο αύξησης της ισοτιμίας του δολαρίου ή του γεν έναντι του εθνικού του νομίσματος. Για να αντισταθμίσει αυτόν τον κίνδυνο μπορεί να χρησιμοποιήσει ΣΜΕ επί νομισμάτων. Ο υποκείμενος τίτλος είναι η συναλλαγματική ισοτιμία ανάμεσα στα δύο νομίσματα και η τιμή διαπραγμάτευσης καθορίζεται από τη ζήτηση και πρόσφορα των δύο νομισμάτων. Επίσης ο πλοιοκτήτης μπορεί να αξιοποιήσει τις Ανταλλαγές Απαιτήσεων σε euro/gen ή euro/\$ τα οποία χρησιμοποιούνται συχνότερα. Τέλος μπορεί να χρησιμοποιήσει προθεσμιακά συμβόλαια ή δικαιώματα προαίρεσης σε συναλλαγματικές ισοτιμίες.

9.5 Αντιστάθμιση κινδύνων από αύξηση των τιμών των καυσίμων (bunkers)

Οι τιμές των καυσίμων τείνουν να ακολουθούν τις τάσεις (έχουν υψηλή αυτοσυσχέτιση) της αγοράς πετρελαίου (κυρίως βάσει των ρυθμίσεων του ΟΡΕC). Το κόστος του καυσίμου αποτελεί σχεδόν το 30% των δαπανών του ταξιδιού. πχ το κόστος καυσίμων για ένα U.L.C.C. βασισμένο σε ένα κυκλικό ταξίδι Persian Gulf - Rotterdam με τιμή καυσίμου 10\$ ανά τόνο, το κόστος για 56.000 τόνους καυσίμου είναι 560.000\$, ανάλογα με τιμή 13\$ ανά τόνο είναι 728.000\$ (56.000X13), δηλαδή 168.000\$ περισσότερο, διαφορά σημαντική, την οποία επιβαρύνεται ο πλοιοκτήτης. Οι άλλες δαπάνες ταξιδιών και οι λειτουργικές δαπάνες αυξάνονται φυσιολογικά με τον πληθωρισμό αλλά δεν διακυμαίνονται πολύ. Τα καύσιμα έχουν την υψηλότερη μεταβλητότητα σε σχέση με όλα τα άλλα έξοδα ταξιδιού. Για να αντισταθμίσει τον παραπάνω κίνδυνο ένας πλοιοκτήτης μπορεί να χρησιμοποιήσει τα ακόλουθα προϊόντα:

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

- Forward Bunker agreements. Είναι Προθεσμιακές συμφωνίες, ή συμβάσεις, όπως τα FFA μεταξύ πωλητή και αγοραστή για μια συγκεκριμένη ποσότητα καυσίμου (πχ. 5.000 τόνοι) καθορισμένης ποιότητας σε προσυμφωνηθείσα τιμή και για μια συγκεκριμένη τοποθεσία παράδοσης (δηλαδή, σε ποιο από τα βασικότερα λιμάνια πώλησης καυσίμων θα παραδοθούν τα καύσιμα, Rotterdam – Singapore – Houston). Συνήθως ο διακανονισμός γίνεται χρηματικά βάσει της διαφοράς μεταξύ της τρέχουσας τιμής του καυσίμου και της τιμής του συμβολαίου στο τόπο παράδοσης, αν και οι φυσικές παραδόσεις είναι επίσης δυνατές. Τα Forward Bunker agreements είναι προϊόντα της εξωχρηματιστηριακής (OTC) αγοράς.
- Petroleum and Petroleum product future contracts. Έχει αποδειχθεί ότι όσο υψηλότερη συσχέτιση υπάρχει ανάμεσα στον υποκείμενο τίτλο και στο παράγωγο προϊόν τόσο πιο αποτελεσματικό είναι αυτό ως προς την αντιστάθμιση κινδύνου. Αντίστοιχα εάν ένα παρόμοιο παράγωγο προϊόν έχει και αυτό υψηλή συσχέτιση με τον υποκείμενο τίτλο που εξετάζεται μπορεί να χρησιμοποιηθεί έναντι του αρχικού παράγωγου εργαλείου για να αντισταθμίσει τον ίδιο κίνδυνο. Αυτή η διαδικασία ονομάζεται *σταυροειδής αντιστάθμιση ή cross hedging*. Δεδομένου ότι οι τιμές των καυσίμων κινούνται αρκετά κοντά με τις παγκόσμιες τιμές του πετρελαίου και των πετρελαιοειδών, οι μελλοντικές συμβάσεις πετρελαίου μπορούν να χρησιμοποιηθούν για αντιστάθμιση έναντι των διακυμάνσεων στις δαπάνες καυσίμων. Εξετάζονται συνεπώς εκείνα τα παράγωγα πετρελαίου που έχουν υψηλότερη, ιστορικά, συσχέτιση με τις τιμές καυσίμων. Αυτό θα εξασφαλίσει υψηλή αποτελεσματικότητα αντιστάθμισης κινδύνου.
- Bunker Swaps. Έχει εξεταστεί η χρήση των ανταλλαγών απαιτήσεων. Τα swaps καυσίμων λειτουργούν όπως λειτουργούν και τα swaps επί οποιουδήποτε άλλου τίτλου.
- Options on bunker prices. Δικαιώματα επί των τιμών των καυσίμων. Το κόστος περιορίζεται στην αγορά του δικαιώματος ωστόσο το πιθανό κέρδος μπορεί να είναι απεριόριστο (Βισβίκης, 2002).

9.6 Αντιστάθμιση κινδύνου έναντι αυξομείωσης των τιμών των αξιών των πλοίων.

Στις 18 Σεπτεμβρίου του 2003 εισήχθηκε στην αγορά από το Baltic Exchange το παράγωγο προϊόν FoSVA (Forward Ship Value Agreement) ως εργαλείο αντιστάθμισης κινδύνου έναντι αυξομείωσης των τιμών των πλοίων, με υποκείμενο προϊόν το BaSVA (Baltic Ship Value Assessment). Το BaSVA ως υποκείμενος τίτλος αποτελείται από τέσσερις τύπους πλοίων με προκαθορισμένα χαρακτηριστικά: VLCC,

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Aframax, Capesize, και Panamax. Δέκα αναγνωρισμένες εταιρείες εκδίδουν δύο φορές το μήνα εκτιμήσεις για τις τιμές των παραπάνω τύπων πλοίων μέσου όρου ηλικίας 5 ετών.

Υποθετικά ένας πλοιοκτήτης αγοράζει ένα capesize και επιθυμεί να προστατευτεί έναντι πιθανής πτώσης της τιμής του στο μέλλον. Μπορεί να αντισταθμίσει την έκθεση του στον παραπάνω κίνδυνο πουλώντας συμβόλαια FoSVA, με το κάθε συμβόλαιο να αντιπροσωπεύει το επίπεδο του κινδύνου που επιθυμεί να αντισταθμίσει π.χ. 5%-100% της αξίας του πλοίου. Η διάρκεια κάθε συμβολαίου είναι δύο με τρία χρόνια και ο διακανονισμός γίνεται στην διαφορά της προσυμφωνημένης τιμής, αξίας πλοίου με τον μέσο όρο των εικοσιτεσσάρων τιμών του χρόνου που έχουν εκδώσει οι εκτιμητές.

Η ρευστότητα στην αγορά των παραπάνω παράγωγων προϊόντων είναι ελάχιστη διότι καταρχήν, εισήχθησαν πρόσφατα στην αγορά και κατά δεύτερο λόγο είναι μακροχρόνιας φύσης γεγονός που καθιστά πολύ υψηλό τον κίνδυνο ότι το αντισυμβαλλόμενο μέρος δεν θα εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του. Παράλληλα, απαιτούν την δέσμευση υψηλού ποσοστού κεφαλαίου. Ωστόσο ως νέο προϊόν αποτελεί σπουδαίο παράδειγμα του πόσο αναγκαία κρίνεται η αντιστάθμιση κινδύνου μέσω παραγώγων στην ναυτιλιακή αγορά (Καβουσανός και Βισβίκης, 2004).

Συμπέρασμα

Ιδιαίτερα ενισχυμένη παρουσιάζεται η θέση της Ελληνικής ναυτιλίας στην Παγκόσμια αγορά γεγονός που δείχνει τη δυναμική που εμφανίζει και τις προοπτικές του κλάδου της ναυτιλίας σε μια χώρα που έχει παράδοση στον συγκεκριμένο τομέα, ο οποίος αποτελεί σημαντικό μέρος της οικονομίας της Ελλάδας. Η ναυτιλία αποτελεί έναν από τους κλάδους της οικονομίας που ποτέ δεν θα εκλείψει παρ' όλη την κυκλικότητα και τις ιδιαιτερότητες που εμφανίζει. Πολλοί Έλληνες πλοιοκτήτες κατέχουν σημαντικές θέσεις, έχοντας εμπειρία και καλή γνώση της αγοράς, και παράλληλα επενδύοντας σημαντικά κεφάλαια προκειμένου να βελτιώσουν τον στόλο τους.

Είναι γνωστό ότι η κυκλικότητα αποτελεί ένα από τα βασικά χαρακτηριστικά της ναυτιλίας. Επηρεάζει τη διαμόρφωση της αξίας ενός πλοίου, τη χρηματοροή του και την αξία διάλυσής του, δεδομένα τα οποία επιδρούν σημαντικά στην αξιολόγηση ενός σχετικού επενδυτικού σχεδίου.

Η έντονη κυκλικότητα της ναυτιλίας σε συνδυασμό με το ύψος των κεφαλαίων τα οποία απαιτούνται για τη χρηματοδότηση ενός ποντοπόρου πλοίου, την ασάφεια των οικονομικών στοιχείων των πλοιοκτητριών και τις διαρκείς αυξομειώσεις στη χρηματοροή και στην αξία των πλοίων, αυξάνουν τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο από τον χρηματοδότη. Στη ναυτιλία οι πιο συνηθισμένες πηγές άντλησης κεφαλαίων περιλαμβάνουν την χρηματοδότηση πλοίων με ίδια κεφάλαια, με ενδιάμεση χρηματοδότηση, με χρηματοδοτική μίσθωση και κυρίως με δανεισμό. Η πλέον δημοφιλής μέθοδος άντλησης κεφαλαίων από τους πλοιοκτήτες είναι η λήψη δανείου από εμπορικές τράπεζες.

Το ποσοστό χρηματοδότησης, η περίοδος αποπληρωμής του δανείου, ο τρόπος αποπληρωμής του δανείου και οι εξασφαλίσεις που λαμβάνονται από την τράπεζα αποτελούν βασικούς όρους ενός τραπεζικού δανείου. Τη διαμόρφωση αυτών των όρων επηρεάζουν η ηλικία του πλοίου, η απασχόλησή του, η αξία του συνόλου των εξασφαλίσεων, ο ανταγωνισμός με τις άλλες τράπεζες, το επιθυμητό από την τράπεζα ύψος του δανεισμού με το συγκεκριμένο πελάτη και οι συνθήκες οι οποίες επικρατούν κατά τη στιγμή της χρηματοδότησης όσον αφορά την αξία και τους ναύλους των πλοίων.

Η ναυτιλιακή τραπεζική χρηματοδότηση επηρεαζόμενη ιδιαίτερα από τη διεθνή φύση της ναυτιλίας, την κυκλικότητα των ναυτιλιακών αγορών και την κακή διαχείριση από τη ναυτιλιακή τράπεζα των κεφαλαίων και των δανείων, αντιμετωπίζει διάφορους κινδύνους εκ των οποίων ο πιστωτικός κίνδυνος είναι ο

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

κυριότερος κίνδυνος, τον οποίο αντιμετωπίζει η τράπεζα κατά τη στιγμή της αρχικής αξιολόγησης ενός χρηματοδοτικού αιτήματος.

Παρ' όλους τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν οι ναυτιλιακές τράπεζες, συμμετέχουν σε χρηματοδοτήσεις αγοράς ποντοπόρων πλοίων, με σκοπό κυρίως τη συσσώρευση κερδών, τη διασπορά του χρηματοδοτικού κινδύνου, την επέκταση των εργασιών τους σε άλλους τομείς χρηματοδότησης και για τις κρατικές τράπεζες την εκπλήρωση πολιτικών και κυβερνητικών στόχων.

Οι πλοιοκτήτες προτιμούν τον τραπεζικό δανεισμό, σε σχέση με άλλες μεθόδους χρηματοδότησης, λαμβάνοντας υπόψη το κόστος κεφαλαίου, το ύψος της απαιτούμενης συμμετοχής από τον πλοιοκτήτη, τον χρόνο αποπληρωμής του δανείου, τις εξασφαλίσεις που απαιτούνται, τους ειδικούς όρους των δανείων και το χρόνο που απαιτείται προκειμένου να ολοκληρωθεί η χρηματοδότηση, ενώ επιπλέον κίνητρα για τους Έλληνες πλοιοκτήτες αποτελούν η απροθυμία τους να δημοσιοποιήσουν τις οικονομικές τους καταστάσεις, τα οικονομικά μεγέθη των περισσότερων Ελληνικών πλοιοκτητριών και το κόστος του τραπεζικού δανεισμού.

Μια ναυτιλιακή εταιρεία όπως είναι φυσικό μπορεί να χρηματοδοτηθεί άτοκα με σημαντικό ύψος κεφαλαίου και με μικρό κόστος εκδίδοντας μετοχές. Η είσοδος σε ένα χρηματιστήριο αποτελεί τη λύση για μια εταιρεία με κεφαλαιουχικές ανάγκες που δεν μπορεί όμως εύκολα να καταφύγει. Το χρηματιστήριο απαιτεί η εταιρεία που θα μπει σε αυτό να ικανοποιεί κάποια στοιχεία όπως είναι η σταθερότητα και η διαφάνεια. Όμως, οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις δεν πληρούν αυτές τις προϋποθέσεις. Παράλληλα, οι εταιρείες που θα εισαχθούν πρέπει να επιλέξουν τη σωστή χρονική στιγμή που θα μπου.

Μια άλλη αρκετά διαδεδομένη μέθοδος χρηματοδότησης στην ναυτιλία είναι το leasing, το οποίο έγκειται στην ύπαρξη φορέων που ενώ έχουν κεφάλαια δεν έχουν την απαιτούμενη γνώση και άλλων φορέων με γνώση και εμπειρία αλλά χωρίς κεφάλαια. Γι' αυτό, και μια τέτοιου είδους συμφωνία συμφέρει και τις δύο πλευρές.

Κατά συνέπεια, η δεκαετία που διανύουμε αναμένεται να επιφέρει μεγάλες αλλαγές και σε συνδυασμό με την άνθηση που γνωρίζει η Ελληνική ναυτιλία από το 2003 λόγω της Κίνας οι Έλληνες πλοιοκτήτες θα δοκιμάσουν τις νέες μορφές χρηματοδότησης, θα δεχτούν την αξιολόγησή τους από τους διεθνείς οργανισμούς και θα εισέλθουν στις διεθνείς κεφαλαιαγορές προκειμένου να εξασφαλίσουν μεγαλύτερες περιόδους αποπληρωμής και μειωμένο κόστος χρήματος.

Βιβλιογραφία

- **P. Stokes**, Ship Finance
- **M. Stopford**, Maritime Economics
- **J.J. Clark, M.T. Clark, P.T.Elgers**, Financial Management (A capital market approach), Shipping Economist Marine Money
- **Drewry Shipping Consultants**, Shipping Finance – A High Risk – Low Return Business?
- **Dr. Martin Stopford, Managing Director Clarkson Research 31/10/2002**
«Marine Investments Financing Forum – Ship owners versus Capital providers – A tango for two»
- **Clarkson Securities (1999)**, «FFAs: Forward Freight Agreements» Clarkson Securities Ltd. Publication, London.
- **Dinwoodie John and Morris Jeffrey (2003)**, «Tanker forward freight agreements: the future for freight futures», Maritime Policy and Management vol. 30, no.1, p.45-58.
- **Drewry Shipping Consultants (1997)**: «Shipping Futures and Derivatives: From Biffex to Forward Freight Agreements (FFAs) and Beyond» Drewry Shipping Consultants Publications, London.
- **Menachof David.A and Dicer N.Gary (2003)**, «Risk management methods for the liner shipping industry: the case of the bunker adjustment factor » Maritime Policy and Management vol 28, no.2, p. 141-155.
- **Fisher P.I.**, «Ship Finance in the New Decade», Shipping Finance 2002-2003
- **Petropoulos Ted.**, «Shipping Financing in Greece», Petrofin Research, 2002
- **Grammenos, C. Th. (2002)**, "Credit risk, analysis and policy in bank shipping finance"
- **Grammenos, C. Th. and A. Marcoulis (2001)**, "Macroeconomic factors and international shipping stock returns", International Journal of Maritime Economics
- **Kavussanos, M.G., K. Phylaktis and G. Manalis (1996)**, "Stock prices and the flow of information in the Athens stock exchange", European Financial Management, Vol. 2(1), pp. 113-126.
- **Kavussanos, MG, Marcoulis, SN and Arkoulis, AG. 2001**: Macroeconomic Factors and International Industry Returns, in Risk and Return in Transportation and Other US and Global Industries, by MG Kavussanos and SN Marcoulis, Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.
- **Δημήτριος Χ. Βανδώρας**, Η Χρηματοδότηση της Ναυτιλίας

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

- **Αλέξανδρος Μ. Γουλιέλμος**, Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων
- **Ε.Π.Γεωργαντόπουλος- Γ.Π.Βλάχος**, Ναυτιλιακή Οικονομική
- **Γ.Χατζηκωνσταντής, Επίκουρος καθηγητής Τμήματος Ναυπηγικής ΤΕΙ Αθήνας 30/5/2005** «Η Ναυπηγική Βιομηχανία στην Ελλάδα – Παρούσα Κατάσταση – Προοπτικές»
- **Νίκος Χ. Ρουσάνογλου** «Οι τράπεζες εμπιστεύονται τους Έλληνες εφοπλιστές»
- **euro2day 21/4/2005** «Σχέδιο εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αθηνών της Ποντοπόρου»
- **euro2day 1/4/2005** «Το θεσμικό πλαίσιο εισαγωγής της ΕΕΠΝ στο ΧΑΑ»
- **euro2day 11/2/2002** «Μόνον μέσω των ΕΕΠΝ η ποντοπόρος στο ΧΑΑ»
- **reporter.gr tomorrow's new today 11/4/2002** «Ευκαιρίες στη Wall για την ελληνική ναυτιλία»
- **portnet.gr 14/6/2004** «Ρεκόρ παραγγελιών νεόκτιστων από Έλληνες εφοπλιστές»