



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΒΑ)

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ:
ΠΗΓΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

ΣΚΑΒΑ ΠΑΡΑΣΚΕΥΗ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΜΑΙΟΣ 2019

Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη : E-MBA» με τίτλο «Πηγές Χρηματοδότησης Ναυτιλιακών Εταιριών» έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριας..

Όνοματεπώνυμο: Παρασκευή Σκάβα

Ημερομηνία: 21.05.2019

ΠΕΡΙΛΗΨΗ:

Στην εργασία που ακολουθεί αναλύονται οι πηγές χρηματοδότησης ναυτιλιακών επιχειρήσεων που ασχολούνται με την εμπορική ναυτιλία, όπως αυτές είχαν διαμορφωθεί τις προηγούμενες δεκαετίες αλλά και εκείνες που καθιερώθηκαν ως εναλλακτικές κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης, αφού πρώτα έχει παρουσιασθεί η σημασία και το βασικό αντικείμενο της ναυτιλίας. Επίσης στην αρχή της εργασίας γίνεται αναφορά στα είδη του κλάδου και των πλοίων που χρησιμοποιούνται.

Πιο αναλυτικά, στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η σημασία της ναυτιλίας, τα είδη της, τα χαρακτηριστικά της καθώς επίσης και τα είδη των πλοίων. Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύονται οι παραδοσιακές πηγές χρηματοδότησης που έχουν καθιερωθεί ανά τους αιώνες, με σημαντικότερη την τραπεζική χρηματοδότηση. Στο τρίτο κεφάλαιο αναπτύσσονται οι εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης καθώς και τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματά τους. Στη συνέχεια, στο τέταρτο κεφάλαιο παρατίθεται αναλυτικά η συζήτηση που πραγματοποιήθηκε με τον Ορκωτο Ελεγκτή, Manager - Assurance της ΕΥ αλλά και τα ποσοτικά-ποιοτικά στοιχεία που παρείχε, καθώς και η ανάλυσή τους. Τέλος ακολουθούν τα συμπεράσματα, στα οποία έγινε προσπάθεια να συνοψισθούν όσα έχουν προηγηθεί και να εκμαιευθούν τάσεις, οι οποίες πιθανώς να αφορούν το μέλλον της ναυτιλιακής χρηματοδότησης.

Σε αυτό το σημείο, πρέπει να αναφερθεί ότι το υλικό για τα πρώτα τρία κεφάλαια προήλθε κατόπιν μελέτης της σχετικής βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας που αναφέρονται στο τέλος της εργασίας αλλά και των μελετών που παρατίθενται στο παράρτημα. Αντιθέτως, το τέταρτο κεφάλαιο είναι προϊόν της συζήτησης με Ορκωτό Ελεγκτή καθώς και των στοιχείων που εκείνος παρείχε.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ:

1. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο: Εισαγωγή σελ.5
2. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο: Παραδοσιακές Μορφές Χρηματοδότησης σελ.11
 - 2.1 Εμπορικές Τράπεζες σελ.17
 - 2.2 Επενδυτικές Τράπεζες σελ.19
 - 2.3 Άντληση Κεφαλαίων και Ασφάλεια Αναδοχής σελ.20
 - 2.4 Εξαγορές και συγχωνεύσεις σελ.21
 - 2.5 Πωλήσεις και trading σελ.22
 - 2.6 Import-Export Τράπεζες σελ.22
 - 2.7 Κοινοπρακτικά Δάνεια σελ.24
 - 2.8 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα Τραπεζικής Χρηματοδότησης σελ.25
 - 2.9 Αυτοχρηματοδότηση σελ.26
3. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο: Εναλλακτικές Πηγές Χρηματοδότησης
 - 3.1 Ναυτιλιακή Μίσθωση (leasing finance) σελ.28
 - 3.2 Αγορές Κεφαλαίου (Capital Markets) σελ.30
 - 3.2.1 Ο ρόλος των αγορών κεφαλαίων στη Ναυτιλία σελ.33
 - 3.2.2 Μοντέλα υπολογισμού αξίας IPO σελ.37
 - 3.2.2 Shipping IPO Pricing σελ.39
 - 3.3 Αγορές Μετοχικών Κεφαλαίων σελ.41
 - 3.4 Αγορές Δανειακών Κεφαλαίων σελ.42
 - 3.5 Δάνεια από Θεσμικούς Επενδυτές σελ.42
 - 3.6 Χρηματοδότηση μέσω έκδοσης Ομολόγων (Bond Issue) σελ.43
 - 3.6.1 Εταιρικά Ομόλογα σελ.44
 - 3.6.2 Μετατρέψιμα Ομόλογα σελ.44
 - 3.6.3 Covered Bonds σελ.45
 - 3.6.4 Δομημένα Ομόλογα εκτός Ισολογισμού σελ.45
 - 3.6.5 Sukuk σελ.45
 - 3.6.6 Έκδοση Ομολόγων: Πλεονεκτήματα και Σημεία προς Εξέταση σελ.47
 - 3.6.7 Perpetual Bonds: Πλεονεκτήματα και Σημεία προς Εξέταση σελ.47
 - 3.7 Ενδιάμεση Χρηματοδότηση (Mezzanine Finance) σελ.47
 - 3.8 Ιδιωτικά Επενδυτικά Κεφάλαια (Private Equity Funds) σελ.48
 - 3.9 Ναυπηγικές Πιστώσεις σελ.49

4. *ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4ο: Σχολιασμός Μορφών Χρηματοδότησης με τον ΕΥ Audit Manager σελ.51*
5. *ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5ο: Ανακεφαλαίωση-Συμπεράσματα σελ.62*

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ναυτιλία υπήρξε ιστορικά, σημαντική ανθρώπινη δραστηριότητα, κυρίως σε περιοχές και χώρες όπου η ευημερία εξαρτιόταν κυρίως από το εμπόριο, τόσο το εγχώριο όσο και το διεθνές. Στην πραγματικότητα αποτέλεσε έναν από τους τέσσερις ακρογωνιαίους λίθους της παγκοσμιοποίησης¹, μαζί με την επικοινωνία, τη διεθνή τυποποίηση και την απελευθέρωση του εμπορίου (*Kumar and Hoffmann, 2002*). Εξετάζοντας την κατά το πέρασ των χρόνων, παρατηρεί κανείς ότι ο ρόλος της ήταν πολλαπλός, είτε μεταφέροντας επιβάτες, είτε διακομίζοντας εμπορεύματα παντός είδους ανά τον κόσμο ανάλογα με τις οικονομίες και τις ανάγκες, είτε συμβάλλοντας σε πολέμους ως ένα από τα τρία βασικά σώματα. Αυτή η εργασία ασχολείται με την εμπορική ναυτιλία και κυρίως με τις ανάγκες χρηματοδότησής της όπως αυτές διαμορφώθηκαν στο πρόσφατο παρελθόν, στο παρόν και όπως πιθανόν θα διαμορφωθούν στο μέλλον.

Η παγκόσμια εμπορική ναυτιλία διαμορφώθηκε τις τελευταίες δεκαετίες τόσο από τις ανάγκες ανάπτυξης των οικονομιών όσο και από τα τεχνολογικά, επιστημονικά και κοινωνικοπολιτικά επιτεύγματα που επέβαλλαν την παγκοσμιοποίηση. Ως αποτέλεσμα, πολλές χώρες είδαν σημαντική ανάπτυξη στην οικονομία τους στην πρόσφατη ιστορία, από την προθυμία τους να ανοίξουν τα σύνορα τους και τις αγορές τους στο παγκόσμιο εμπόριο είτε ως εξαγωγικές χώρες, είτε ως αναπτυσσόμενες οικονομίες που εισήγαγαν νέα προϊόντα, είτε ως χώρες που την ανέπτυξαν για να διευκολύνουν το παγκόσμιο εμπόριο προσφέροντας τον στόλο τους.

Η θαλάσσια μεταφορά είναι αναπόσπαστο κομμάτι της παγκόσμιας οικονομίας και ένα δίκτυο εξειδικευμένων πλοίων που επισκέπτονται συγκεκριμένα λιμάνια ανάλογα με το είδος φορτίου, κατευθυνόμενη από τα εργοστάσια στους λιμενικούς σταθμούς κι από εκεί στα κέντρα διανομής και τις αγορές. Επίσης όταν δεν αποτελεί βασικό τρόπο μεταφοράς αγαθών σε συγκεκριμένες χώρες, είναι συμπληρωματικό μέσο σε άλλες μορφές μεταφοράς. Πιο συγκεκριμένα, για πολλές κατηγορίες προϊόντων και εμπορικές διαδρομές, δεν υπάρχει άμεσο υποκατάστατο του πλωτού εμπορίου (π.χ. ξηρά φορτία, πετρέλαιο και τα παράγωγά του, αυτοκίνητα και λοιπά) παρότι οι αεροπορικές μεταφορές

¹. Παγκοσμιοποίηση: Η αυξημένη ροή της γνώσης, των πόρων, αγαθών και υπηρεσιών μεταξύ του κόσμου μας, τυπικά ορίζεται ως « η ανάπτυξη μιας ολοένα και πιο ολοκληρωμένης παγκόσμιας οικονομίας που ορίζεται ιδιαίτερα από το ελεύθερο εμπόριο, την ελεύθερη ροή των κεφαλαίων, και την υποκλοπή φθηνότερων αγορών ξένου εργατικού δυναμικού. » (*Merriam-Webster, www.merriam-webster.com/dictionary/globalization, accessed 2008*).

εμπορευμάτων έχουν αντικαταστήσει πολλά δρομολόγια για ελαφριά και μεγάλης αξίας αντικείμενα κυρίως.

Η παγκοσμιοποίηση έχει ως κίνητρο την αναγνώριση ότι οι πηγές και τα προϊόντα δεν είναι συχνά παραγόμενα από τους λαούς και τις χώρες που τα χρειάζονται κι αυτό το γεγονός κατέστησε την ποντοπόρο ναυτιλία αναγκαία για τις υπηρεσίες μεταφορών και επέβαλλε σε κάποιες περιπτώσεις την ανάπτυξη αυτής. Για παράδειγμα, μέχρι την δεκαετία του 1950, το αργό πετρέλαιο μεταφερόταν στις αγορές από τα σημεία εξόρυξης μέσω ενός αριθμού μικρών πλοίων (χωρητικότητας από 12.000 έως 30.000 τόνους). Ωστόσο, οι οικονομίες κλίμακας², σύντομα «επέβαλλαν» στις πετρελαϊκές εταιρίες την μεταφορά μεγαλύτερων ποσοτήτων πετρελαίου και των παραγώγων του σε πιο απομακρυσμένες περιοχές με σκοπό την πιο αποτελεσματική διανομή του στα σημεία κατανάλωσης, χρησιμοποιώντας μια σειρά από τρόπους μεταφοράς.

Προσφάτως αυτή η παραδοχή οδήγησε σε μεταφορά περισσότερων από 200,000 μετρικών τόνων από μόνο ένα δεξαμενόπλοιο με ένα δρομολόγιο. Παρομοίως αναπτύχθηκε και η μεταφορά ξηρών φορτίων, μεταλλευμάτων και άλλων εμπορευμάτων από φορτηγά πλοία, των οποίων η κατασκευή εξελίχθηκε και προσαρμόστηκε στις ανάγκες του εμπορίου και των αγορών, όπως και η προσαρμογή των λιμένων εξελίχθηκε αναλόγως. (The Impact of Globalisation on Maritime Transport Activities, OECD).

Εκτός από την εκμηδένιση αποστάσεων, η εξέλιξη της ποντοπόρου ναυτιλίας συνέβαλλε και στην μείωση αναγκών σε επίπεδο πληρωμάτων και σε επίπεδο κόστους ανά μονάδα μεταφερόμενου προϊόντος.

Επιπροσθέτως, η παγκοσμιοποίηση εντόπισε αγορές που ενθάρρυναν τη μεταφορά δευτερευόντων και ενδιάμεσων προϊόντων με μικρότερα κόστη παραγωγής. Με χαμηλό κόστος καυσίμων που επιβλήθηκε από τις οικονομίες κλίμακας, τα κόστη ανά μονάδα των ημιτελών προϊόντων και των προϊόντων λιανικής ελαχιστοποιήθηκαν από διηπειρωτικές αλυσίδες εφοδιασμού. Άλλωστε στις μέρες μας, είναι σύνηθες για τα γεωργικά προϊόντα να καλλιεργούνται σε μία ήπειρο, να αποστέλλονται σε μία άλλη για περαιτέρω επεξεργασία, να μεταφέρονται σε μία τρίτη ήπειρο και τελικά να διοχετεύονται στην αγορά.

Μία άλλη τάση που αναπτύχθηκε στη ναυτιλία και σχετίζεται με την παγκοσμιοποίηση είναι η ταχύτητα με την οποία διεκπεραιώνεται το εμπόριο. Ενθάρρυνε τις συναλλαγές προϊόντων και των υπηρεσιών σε μικρότερες συσκευασίες και σε μικρότερους χρόνους.

2. Οικονομίες Κλίμακας: όταν το μέσο κόστος ανά μονάδα μιας παραγωγής είναι μικρότερο, τόσο μεγαλύτερη είναι η ποσότητα που παράγεται σε ένα μέρος.

Σε μία παγκόσμια οικονομία, η μεταφορά προϊόντων με εμπορευματοκιβώτια, προσφέρει το πλεονέκτημα ολοκληρωμένης μεταφοράς προϊόντων με όλους τους τρόπους.

Σε αυτό το σημείο και πριν την ανάλυση των μορφών χρηματοδότησης κρίνεται απαραίτητο να οριστεί το μέσο της εμπορικής ναυτιλίας, το πλοίο, και κάποιες βασικές κατηγορίες του καθώς και να παρατεθούν βασικοί όροι που συνδέονται με την εμπορική ναυτιλία και που έχουν αναδειχθεί αναπόσπαστο μέρος της μελέτης αυτής (της ναυτιλίας). Ως εμπορικό πλοίο (*merchant vessel*) ορίζεται κάθε πλοίο (πλωτό μέσο) που μεταφέρει επιβάτες ή φορτίο παντός τύπου. Τα εμπορικά πλοία επιδέχονται πολλές διακρίσεις σε κατηγορίες ανάλογα με το είδος του φορτίου που μεταφέρουν, το μέγεθος τους, τα δρομολόγια που εκτελούν, τα υλικά κατασκευής τους κλπ. Στην παρούσα εργασία παρατίθεται μία γενικά αποδεκτή διάκρισή τους ανάλογα με το φορτίο που μεταφέρουν. Πιο ειδικά, τα εμπορικά πλοία χωρίζονται σε φορτηγά, επιβατηγά, βοηθητικά πλοία και ειδικού σκοπού/προορισμού. Τα φορτηγά πλοία (*cargo vessels*), τα οποία αποτελούν βασικό είδος πλοίων της ποντοπόρου ναυτιλίας, οι μέθοδοι χρηματοδότησης της οποίας εξετάζονται εδώ, κατηγοριοποιούνται με βάση το φορτίο τους σε: α) ξηρού φορτίου (*dry cargo*), β) υγρού φορτίου (*liquid, oil cargo* και γ) συνδυασμού φορτίων (*combination of cargo*). Τα ξηρού φορτίου με τη σειρά τους χωρίζονται σε φορτηγά γραμμής (*cargo liners*), και ελεύθερα φορτηγά (*tramps*) με δύο υποκατηγορίες γενικού φορτίου (*general cargo*) και ομοειδών φορτίων (*bulk carriers*). Τα υγρού φορτίου διακρίνονται σε: α) δεξαμενόπλοια πετρελαίου (*crude oil tankers*) με βασικές υποκατηγορίες τα 1) γενικής χρήσης (*general purpose*) που στην ουσία είναι τα προϊόντων πετρελαίου (*product tankers*) και 2) χημικών φορτίων (*chemical tankers*), β) υγραεριοφόρα (*LPG & LNG*) και γ) οινόφορα (*alcohol tankers*). Τέλος τα συνδυασμού φορτίων κατηγοριοποιούνται σε: α) μεταλλεύματος/υγρού (*ore/oil/carrier*) και β) Ο.Β.Ο (*ore/bulk/oil*).

Σε αυτό το σημείο κρίνεται απαραίτητο να γίνει αναφορά στην ελληνική εμπορική ναυτιλία η οποία ξεκινάει την πορεία της αρκετά πίσω χρονικά για κάλυψη αναγκών εμπορίου και φτάνει στις μέρες μας να κρατάει την πρώτη θέση παγκοσμίως με περίπου 16,5% του παγκόσμιου στόλου σε χωρητικότητα dwt³. Σύμφωνα με τον Bloomberg, το 2013, εν τω μέσω της κρίσης, η ελληνική εμπορική ναυτιλία παρείχε 192.000 χιλιάδες θέσεις εργασίας και οι 1200 ναυτιλιακές εταιρίες κατείχαν 3.669 πλοία.

3. deadweight tonnage(dwt): το φορτίο που μπορεί να μεταφέρει ένα πλοίο συμπεριλαμβάνοντας το φορτίο, τα καύσιμα, το πλήρωμα, το νερό στις δεξαμενές, τους επιβάτες, χωρίς το βάρος του πλοίου (σκελετού, μηχανικών μερών, εξοπλισμού κλπ.) (Turpin, Edward A.; William A. McEwen (1980).*Merchant Marine Officers' Handbook* (4th ed.))

Οι Έλληνες πλοιοκτήτες όπως είναι φανερό, διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην παγκόσμια ναυτιλία και παραμένουν πρωτοπόροι τόσο στην ανάπτυξη της δραστηριότητας τους όσο και στη διεύρυνση του στόλου τους σε οποιαδήποτε φάση των ναυτιλιακών κύκλων.

Οι ναυτιλιακοί κύκλοι είναι οι φάσεις από τις οποίες περνά η παγκόσμια ναυτιλία και οι οποίοι επηρεάζονται σε ένα μεγάλο βαθμό από τις συνθήκες των οικονομιών μέσω της αυξομείωσης της προσφοράς και της ζήτησης του εμπορίου και της διαμόρφωσης της αγοράς των ναύλων⁴. Οι τιμές των ναύλων είναι ένας παράγοντας που διαμορφώνει σε μεγάλο βαθμό την εμπορική αξία των πλοίων αφού, αναλόγως την ζήτηση που υπάρχει για αγαθά διαμορφώνεται και η προσφορά των πλοίων για την ικανοποίηση αυτών των αναγκών. Ένας βασικός οικονομικός δείκτης ο οποίος δημοσιεύεται καθημερινά από το Baltic Exchange είναι ο **Baltic Dry Index (BDI)**, οποίος αφορά την οικονομική δραστηριότητα των φορτηγών πλοίων και κυρίως των Handysize, Supramax, Panamax, and Capesize, όπως χωρίζονται με βάση τη χωρητικότητά τους σε dwt λαμβάνοντας υπόψη 23 ναυτικές διαδρομές και αρκετά προϊόντα. Τον δείκτη αυτόν, τον καθιστά ιδιαίτερα σημαντικό το γεγονός ότι υπολογίζει την μελλοντική οικονομική δραστηριότητα. Άλλος σημαντικός δείκτης που αφορά τα εμπορευματοκιβώτια πλοία είναι ο HARPEX.

Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα ανωτέρω, εύκολα εξάγεται το συμπέρασμα της σημαντικότητας της ποντοπόρου εμπορικής ναυτιλίας και κατά συνέπεια και της χρηματοδότησης αυτής αφού καθορίζει σε μεγάλο βαθμό τους αναγκαίους πόρους για την ανάπτυξη και δράση της αλλά και του παγκόσμιου ανταγωνισμού. Η χρηματοδότηση των ναυτιλιακών εταιριών που εξετάζεται στην εργασία αυτή αποτελεί, στην ουσία, το «καύσιμο» για την συνέχεια της δραστηριότητας της ναυτιλίας αλλά και για την ανάπτυξη της αφού καλύπτει τις ανάγκες της σε χρηματικούς πόρους και είναι ένας τομέας εντάσεως κεφαλαίου, τόσο λόγω των ακριβών περιουσιακών στοιχείων που είναι τα πλοία όσο και λόγω των αυξημένων λειτουργικών εξόδων που έχουν.

Η χρηματοδότηση αποτέλεσε ανά τους αιώνες για την ναυτιλία έναν σημαντικό γνώμονα για την κατασκευή πλοίων αλλά και για την εξέλιξη και διεύρυνση της σε νέες αγορές όπου δημιουργούσε νέες εμπορευματικές ευκαιρίες ή για τον έλεγχο διαχείρισης κινδύνου σε περιόδους ύφεσής της. Και ενώ ιστορικά η χρηματοδότηση έπαιξε έναν

⁴Ναύλος: το αντίτιμο της ναύλωσης πλοίου (Wiktionary)

παθητικό ρόλο, εξελίχθηκε σε ενεργό εργαλείο στην ανάπτυξη του παγκόσμιου εμπορίου.

Η χρηματοδότηση των ναυτιλιακών εταιριών έχει πολλές μορφές με πιο συνηθισμένες αυτές της δανειακής, μέσω τραπεζικών ιδρυμάτων και της αυτοχρηματοδότησης από τα κεφάλαια της ίδιας της εταιρίας. Ωστόσο, αυτές οι μορφές θεωρούνται παραδοσιακές πλέον αφού τη θέση τους σε κάποιο ποσοστό έχουν πάρει νέες εναλλακτικές μορφές όπως είναι η χρηματοδότηση θεσμικών επενδυτών μέσω της εισαγωγής μίας εταιρίας στο χρηματιστήριο, τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια, η έκδοση ομολόγων, η ενδιάμεση χρηματοδότηση και άλλες που θα εξεταστούν παρακάτω και οι οποίες διαμορφώθηκαν βάσει των αναγκών των ναυτιλιακών εταιριών τόσο για ρευστότητα όσο και για αγορά και δημιουργία νέων πλοίων. Επίσης σημαντικός παράγοντας της εναλλαγής αυτής των μεθόδων εξεύρεσης κεφαλαίων αποτελούν και οι οικονομικές συνθήκες που επικρατούν την εκάστοτε χρονική στιγμή και που διαμορφώνουν την ανάλογη ρευστότητα. Για παράδειγμα, από το 2008 και μετά, ο τραπεζικός δανεισμός άρχισε να μειώνεται λόγω περιορισμού ρευστότητας που προέκυψε από την οικονομική κρίση και οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις στράφηκαν στις διεθνείς αγορές ομολόγων και σε ανεύρεση ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων που μέχρι τότε δεν ήταν διαδεδομένοι τρόποι χρηματοδότησης.

Εκτός από τις εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης, οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις άρχισαν να στρέφονται και σε αποφάσεις εξοικονόμησης κεφαλαίων, κυρίως λόγω της διεθνούς νομοθεσίας που επιβάλλεται καθολικά για όλες τις εταιρίες και αφορά κυρίως περιβαλλοντικά και ενεργειακά κριτήρια. Πιο συγκεκριμένα, οι εταιρίες παίρνουν πρωτοβουλίες για να αυξήσουν την ενεργειακή αποτελεσματικότητά τους (energy efficiency) με περιορισμό δαπανών για καύσιμα και με απαξίωση παλαιών περιουσιακών στοιχείων (πλοίων) . Επίσης παρά την οικονομική κρίση που έχει πλήξει την παγκόσμια ναυτιλία και την υπερπροσφορά πλοίων για τις παρούσες ανάγκες του εμπορίου, επενδύουν σε νέα πλοία, μεγάλης χωρητικότητας και σύγχρονης κατασκευής ώστε να εξοικονομούν πόρους (KPMG, Shipping Insights Briefing, Issue 1, 2015).

Η συνεχώς περιοριζόμενη διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης και η αδράνεια των παραδοσιακών μορφών χρηματοδότησης εν γένει, δημιούργησε ανάγκη για εξεύρεση εναλλακτικών μορφών.

Τα χαρακτηριστικά και οι τάσεις της ναυτιλιακής βιομηχανίας που συνέβαλλαν σε αυτό είναι:

- Αύξηση αναγκών σε ίδια κεφάλαια η οποία οδηγεί σε υψηλότερο κόστος κεφαλαίου

- Εύθραυστη οικονομική ανάκαμψη που εξαρτάται κατά πολύ από τους κύκλους της ναυτιλιακής δραστηριότητας
- Οι αξίες των πλοίων παραμένουν μεταβλητές
- Η πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα και οι νέες παραγγελίες τείνουν να περιορίζουν την ανάκαμψη της ναυτιλίας
- Οι αυξημένες απαιτήσεις για εναλλακτικές πηγές κεφαλαίου

Πριν εξεταστούν όμως οι εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης, κρίνεται απαραίτητο να αναλυθούν οι παραδοσιακές και οι λόγοι για τους οποίους οι ναυτιλιακές εταιρίες τις προτιμούσαν τα προηγούμενα χρόνια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο:

ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Η τραπεζική χρηματοδότηση ναυτιλιακών εταιριών μέσω χορήγησης δανείων ξεκίνησε να παίζει σημαντικό ρόλο μεταπολεμικά και κυρίως από τη δεκαετία του 1960 και μετά, κι αυτό γιατί η ζήτηση αγαθών τόσο των commodities όσο και του πετρελαίου και των παραγώγων του, αυξήθηκε σημαντικά οπότε και οδήγησε στην αύξηση προσφοράς πλοίων που θα κάλυπταν τη διακίνηση των αγαθών αυτών. Ωστόσο, κατά περιόδους η ζήτηση αγαθών αυξομειώθηκε προκαλώντας τα ανάλογα αποτελέσματα στην προσφορά των πλοίων και στη διαμόρφωση τιμών των ναύλων. Αρχικά πρέπει να σημειωθεί ότι μία ναυτιλιακή εταιρία μπορεί να αντλήσει κεφάλαια από μία εμπορική (commercial) ή μία επενδυτική (investment) ή μία τράπεζα αναπτύξεως (import-export bank) είτε για να καλύψει ανάγκες κεφαλαίου κίνησης είτε για να χρηματοδοτήσει πρόγραμμα ναυπήγησης νέων πλοίων, για αυτό το λόγο θεωρείται τόσο σημαντική για αυτές τις επιχειρήσεις. Με τον όρο δάνειο αναφερόμαστε στη διμερή συμφωνία μεταξύ δανειστή και δανειοδότημενου όπου ο πρώτος παραχωρεί στο δεύτερο το δικαίωμα χρήσης χρηματικών κεφαλαίων με την υποχρέωση της μετέπειτα επιστροφής τους, βάσει των όρων που έχουν τεθεί.

Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση διαφέρει από τις άλλες μορφές χρηματοδοτήσεων εξαιτίας κυρίως του ύψους των κεφαλαίων που απαιτούνται (δραστηριότητα εντάσεως κεφαλαίων), του ιδιοκτησιακού καθεστώτος των πλοιοκτητριών εταιριών και της αστάθειας της ναυτιλιακής αγοράς. Η χρηματοδότηση μιας ναυτιλιακής εταιρείας με την χορήγηση δανείου έχει ως δυνητικό σκοπό την ποιοτική αντικατάσταση των υπαρχόντων πλοίων του στόλου, την επέκταση του ήδη υπάρχοντος στόλου, την είσοδο της εταιρείας στην ναυτιλιακή βιομηχανία, την μετασκευή πλοίου που ανήκει στον στόλο της εταιρείας, την αύξηση της προσφερόμενης μεταφορικής ικανότητας (προσφερόμενο tonnage) και κατά συνέπεια την ανταγωνιστικότητα της εταιρείας.

Ανάλογα με το χρόνο αποπληρωμής των δανείων, τα χωρίζουμε σε:

1. βραχυπρόθεσμα και
2. μακροπρόθεσμα

Επίσης ανάλογα με το είδος εξασφαλίσεων των χρηματοδοτήσεων, τις χωρίζουμε σε:

1. Μορφής εγγυήσεων και
2. Εξασφαλίσεων με υποθήκη

Οι τράπεζες από την άλλη πλευρά ασχολούνται κατά πολύ με την ναυτιλία, λόγω της υψηλής κερδοφορίας του τομέα αυτού, τη διασπορά κινδύνου και την διεύρυνση των δραστηριοτήτων τους αφού η εμπορική ναυτιλία των κρατών είναι ποντοπόρος και σχετίζεται με την παγκόσμια οικονομία.

Για να χορηγήσουν ένα δάνειο σε μία ναυτιλιακή εταιρία, οι τράπεζες εξετάζουν τους παρακάτω παράγοντες:

-Ταμειακές ροές της εταιρίας

-Τον τρόπο που η εκάστοτε ναυτιλιακή εταιρία διεκπεραίωσε τις υποχρεώσεις αποπληρωμής προηγούμενων δανείων (πιστοληπτική ικανότητα)-

Το κέρδος που θα αποκομίσουν από την χρηματοδότηση αυτή-Τις συνθήκες που επικρατούν στον τομέα της ναυτιλίας (τιμές ναύλων, επίπεδα επιτοκίων που διαμορφώνονται από την κυκλικότητα της ναυτιλίας)

-Τον κίνδυνο που θα αντιμετωπίσουν (πιστωτικό, συναλλαγματικό, ρευστότητας).

Εφόσον ολοκληρωθούν τα παραπάνω, η τράπεζα προχωράει σε χορήγηση δανείου προς την ναυτιλιακή εταιρία θέτοντας βέβαια τους όρους της, οι οποίοι είναι:

-Το ποσό κεφαλαίου που θα χορηγηθεί ανάλογα με την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης,

-Τα ταμειακά της διαθέσιμα και τυχούσες άλλες υποχρεώσεις,

-Το επιτόκιο δανεισμού-Την περίοδο αποπληρωμής κεφαλαίου και των τόκων &

-Τον καθορισμό των εξασφαλίσεων που θα διεκδικήσουν.

Οι τράπεζες κατά την χορήγηση ναυτιλιακών δανείων είναι προσεκτικές και δίνουν μεγάλη σημασία στην επενδυτική στρατηγική και την οικονομική πολιτική που ακολουθούν οι πλοιοκτήτες. Βασικοί στόχοι μιας τράπεζας κατά τη χρηματοδότηση αγοράς ενός πλοίου είναι η αύξηση των κερδών της τράπεζας, μέσω της είσπραξης υψηλών προμηθειών / τόκων και η εξασφάλιση της εξόφλησης του δανείου σε όσο το δυνατόν συντομότερο χρονικό διάστημα. Η πιστωτική πολιτική περιλαμβάνει ουσιαστικά τους κανόνες οργανωτικής και οικονομικής φύσεως, τους οποίους ακολουθεί ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, ώστε να επιτευχθούν τα μέγιστα δυνατά οικονομικά αποτελέσματα, τόσο για το ιδιωτικό όσο και για το κοινωνικό όφελος. Επίσης οι τράπεζες λαμβάνουν υπόψη και το στάδιο του κύκλου στο οποίο βρίσκεται η ναυτιλία την κάθε δεδομένη περίοδο. Για παράδειγμα, όταν η ναυτιλία βρίσκεται σε φάση

ανάπτυξης όπως ήταν μέχρι το 2008, τα αναμενόμενα κέρδη από τις τιμές των ναύλων αναμένονται προσαυξημένα και άρα οι τράπεζες θα πρέπει να είναι διατεθειμένες να χορηγήσουν μεγαλύτερα ποσά. Επίσης σε τέτοιες περιόδους υπάρχει πληθώρα συμφώνων χρονοναυλώσεων κάτι που καθιστά πιο αξιόπιστες τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις ως προς τα εχέγγυα αποπληρωμής των δανείων. Η χρηματοδότηση στη φάση ανάπτυξης αφορά περισσότερο ανάπτυξη στόλου και μετασκευή πλοίων παρά διεκπεραίωση υποχρεώσεων και κάλυψη λειτουργικών εξόδων των πλοίων. Αντιθέτως, σε περιόδους κρίσης, όπως από το 2009 και μετά, οι τράπεζες αντιμετωπίζουν δυσκολία παροχής κεφαλαίων σε ναυτιλιακές εταιρίες επειδή οι τιμές των ναύλων είναι χαμηλές, προκαλώντας μείωση και στην αξία των πλοίων καθιστώντας τα μη επαρκείς εξασφαλίσεις για την κάλυψη των δανείων.

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

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

Τα παραπάνω θα μπορούσαν να αποτελέσουν ένα βασικό κανόνα, συνήθως όμως κάθε τράπεζα έχει και πρόσθετα δικά της κριτήρια. Οι υπεύθυνοι της τράπεζας προχωρώντας στο επόμενο στάδιο που αφορά την δομή του δανείου βάζουν όρους που θα

εξασφαλίσουν την αποπληρωμή του με την μεγαλύτερη δυνατή κερδοφορία σε όσο το δυνατόν συντομότερο χρονικό διάστημα.

- **Το ποσό του δανείου:** είναι ένα ποσοστό επί της αξίας που έχει το πλοίο στην αγορά. Το ποσοστό αυτό επηρεάζεται από τον τρόπο λειτουργίας του πλοίου (είναι θετικό εάν υπάρχει χρονοναύλωση), την πιστωτική πολιτική της τράπεζας, το ποσό των ασφαλειών από την τράπεζα και από τον ανταγωνισμό μεταξύ των τραπεζών και τις καλές σχέσεις μεταξύ εφοπλιστή και τράπεζας. Για μεταχειρισμένα πλοία το ποσοστό αυτό μπορεί να φτάσει το 50% και για τα νεότευκτα το 70%.

- **Το νόμισμα του δανείου:** τα ναυτιλιακά δάνεια δίνονται σε \$ Η.Π.Α, εάν όμως ο εφοπλιστής προτιμά άλλο νόμισμα έχει την δυνατότητα να μετατρέψει το δάνειο ή μέρος του δανείου στο νόμισμα που επιθυμεί.

- **Ο χρόνος αποπληρωμής του δανείου:** συνήθως το χρονικό διάστημα για την αποπληρωμή δανείου είναι 10 χρόνια για τα νεότευκτα και 8 χρόνια για τα μεταχειρισμένα. Το χρονικό διάστημα επηρεάζεται από το ποσό του δανείου, την ηλικία και τον τύπο του πλοίου και την οικονομική κατάσταση του πλοιοκτήτη.

- **Ο τρόπος αποπληρωμής του δανείου:** εξαρτάται από την πιστωτική πολιτική της τράπεζας και από τις ταμειακές εισπράξεις της ναυτιλιακής επιχείρησης. Ο πιο παραδοσιακός τρόπος είναι οι χρεολυτικές δόσεις, οι οποίες μπορεί να είναι τρίμηνες ή εξάμηνες. Άλλοι τρόποι είναι ο εφοπλιστής στην αρχή η στο τέλος του δανείου να καταβάλει ένα μεγάλο ποσό ή για μια χρονική περίοδο να πληρώνει μόνο τόκους. Μπορεί επίσης να πληρώνει μόνο τόκους στην διάρκεια του δανείου και να καταβάλλει το κεφάλαιο στο τέλος.

- **Το επιτόκιο του δανείου:** στα ναυτιλιακά δάνεια είναι το άθροισμα του libor (είναι το επιτόκιο που χρησιμοποιείται στα βραχυπρόθεσμα δάνεια που πραγματοποιούνται μεταξύ των τραπεζών) και του margin (είναι το περιθώριο κάλυψης του κόστους αλλά και της κερδοφορίας της τράπεζας). Το margin ακόμα εξαρτάται και από τον κίνδυνο που αναλαμβάνει η τράπεζα στην εκάστοτε δανειοδότηση. Σε ένα ναυτιλιακό δάνειο το margin θεωρείται αποδεκτό μεταξύ 0,5% και 1,5%. Το επιτόκιο 0,5% αφορά κυρίως μεγάλες επιχειρήσεις που διαπραγματεύονται σκληρά ενώ το επιτόκιο του 1,5% μέχρι 2% αφορά μικρές και μεσαίες ναυτιλιακές επιχειρήσεις.

- **Δόσεις δανείου:** όταν ένα ναυτιλιακό δάνειο αποπληρώνεται σε δόσεις χρειάζεται μεγάλη προσοχή στο μέγεθος των δόσεων και στο ποσοστό του επιτοκίου πρέπει να καλύπτει το κόστος κεφαλαίου και να εξασφαλίζεται ένα αποδεκτό μεικτό κέρδος.

- **Εξασφαλίσεις:** για την έγκριση του δανείου η τράπεζα ζητά κάποιες εξασφαλίσεις. Αυτές πρέπει να καλύπτουν το 120% του χρέους. Κυρίως είναι η υποθήκη του πλοίου και οι προσωπικές εξασφαλίσεις του εφοπλιστή.

- **Ειδικόί όροι του δανείου:** καθορίζονται οι όροι εκείνοι που είναι υποχρεωμένος ο πλοιοκτήτης, να τηρεί σε όλη τη διάρκεια του δανείου καθώς και οι ενέργειες στις οποίες μπορεί να προχωρήσει η τράπεζα σε περίπτωση που δεν τηρηθούν τα συμφωνηθέντα. Μια εμπορική τράπεζα πριν αποφασίσει αν θα εγκρίνει ή θα απορρίψει την αίτηση για δάνειο μίας ναυτιλιακής εταιρείας κάνει ανάλυση στην οικονομική κατάσταση της εταιρείας, στην πρόβλεψη των χρηματικών ροών, στις εξασφαλίσεις και στην αξιοπιστία του πελάτη.

- **Η ανάλυση της οικονομικής κατάστασης της εταιρείας,** ο έλεγχος του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης σε μία ναυτιλιακή εταιρεία είναι δύσκολα και γενικά υπάρχει ασάφεια. Οι καταστάσεις που συντάσσουν συχνά δεν είναι ελεγχόμενες από κάποια αρχή και στην Ελλάδα, για παράδειγμα δεν είναι υποχρεωμένες να τηρούν λογιστικές καταστάσεις εκτός από αυτές που είναι εισηγμένες σε κάποια οργανωμένη χρηματαγορά. Οι περισσότερες ναυτιλιακές εταιρίες εκμεταλλεύονται την σημαία ευκαιρίας και ιδρύονται ως υπεράκτιες εταιρίες (offshore)⁵ υποθέτοντας την πρακτική ίδρυσης εταιρείας μόνο για την απόκτηση του υπό χρηματοδότηση πλοίου. Ακόμη οι φόροι στις περισσότερες περιοχές όπου οι ναυτιλιακές εταιρίες έχουν την καταστατική τους έδρα υπολογίζονται με βάση την χωρητικότητα των πλοίων. Η τράπεζα για όλους τους παραπάνω λόγους και προκειμένου να περιορίσει και να αξιολογήσει τον κίνδυνο ενός ναυτιλιακού δανείου ζητάει από τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις στοιχεία για το σύνολο των δανείων και την εξέλιξή τους, εκτίμηση της αξίας των πλοίων από δικούς τους ή προτεινόμενους εκτιμητές, στοιχεία για την ρευστότητα της επιχείρησης και για τον τρόπο απασχόλησης του πλοίου.

- **Πρόβλεψη των χρηματικών ροών:** στόχος της τράπεζας είναι να διασφαλίσει ότι το δάνειο θα αποπληρωθεί και αν αυτό δεν είναι δυνατόν, θα έχει λάβει όλες τις απαραίτητες εξασφαλίσεις για να μην οδηγηθεί σε ένα αποτυχημένο δάνειο. Οι εισπράξεις μίας ναυτιλιακής εταιρείας καθορίζονται με βάση τα έσοδα που έχει από την λειτουργία του πλοίου, από τα έξοδα λειτουργίας του και από τις δανειακές υποχρεώσεις που έχει. Η

⁵Υπεράκτια εταιρία (offshore): Ως υπεράκτια – εξωχώρια εταιρία σύμφωνα με τον επίσημο ορισμό που δίνεται από την ελληνική νομοθεσία (Ν. 3091/2002 και ΠΟΛ.1041/5.3.2003) είναι η εταιρία εκείνη που έχει την έδρα της σε αλλοδαπή χώρα και με βάση τη νομοθεσία της οποίας δραστηριοποιείται αποκλειστικά σε άλλες χώρες και απολαμβάνει ιδιαίτερα ευνοϊκής φορολογικής μεταχείρισης

πρόβλεψη των εσόδων εύκολα υπολογίζεται όταν υπάρχει χρονοναύλωση⁶ του πλοίου και η χρονική της διάρκεια είναι ίση με την χρονική διάρκεια αποπληρωμής του δανείου. Εάν δεν συμβαίνει αυτό οι μεταβολές των ναύλων κάνουν δύσκολη την πρόβλεψη των εισροών. Τότε για να υπολογιστούν τα έσοδα πρέπει να γίνει διαχωρισμός ανάμεσα στα σταθερά έσοδα (χρονοναύλωση) και στα υποθετικά έσοδα από τα πλοία στην spot αγορά. Όταν υπάρχει χρονοναύλωση η τράπεζα λαμβάνει σαν χρόνο απασχόλησης του πλοίου τις 350 μέρες και ημερήσιο ναύλο αυτόν που υπάρχει στο ναυλοσύμφωνο. Όταν η απασχόληση του πλοίου δεν είναι εξασφαλισμένη ο ημερήσιος ναύλος υπολογίζεται με βάση τις προβλέψεις που υπάρχουν στην αγορά για τον συγκεκριμένο τύπο του πλοίου και την ηλικία του (spot market ναύλα). Η τράπεζα ενδιαφέρεται ακόμη για το κύρος και την αξιοπιστία του ναυλωτή στην αγορά, την διάρκεια της ναύλωσης και τον ημερήσιο ναύλο. Στην συνέχεια, η τράπεζα προσδιορίζει τα κόστη με βάση την ηλικία του πλοίου. Σε αυτά περιλαμβάνονται: τα λειτουργικά έξοδα (μισθοί πληρώματος, συντήρησης, επισκευής, ασφάλισης και διοίκησης), τα έξοδα ταξιδιού (έξοδα καυσίμων, ρυμουλκών, λιμένων, , διέλευσης καναλιών) και οι δανειακές υποχρεώσεις (πληρωμή τόκων και δόσεων δανείου). Αφού αφαιρεθούν τα ετήσια έξοδα από τα ετήσια έσοδα, έχουμε το αποτέλεσμα εκμετάλλευσης του πλοίου, με βάση το οποίο καθορίζεται το σχέδιο αποπληρωμής του δανείου. Από το αποτέλεσμα εκμετάλλευσης, αφαιρούνται οι δανειακές υποχρεώσεις και έχουμε το ετήσιο πλεόνασμα, το ύψος του οποίου καθορίζει την απόφαση της τράπεζας για την χρηματοδότηση της επένδυσης.

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

- **Η εκχώρηση των εσόδων** του πλοίου που είναι σε υποθήκη μπορεί να είναι γενική, σε αυτήν την περίπτωση ο πλοιοκτήτης έχει το δικαίωμα να εισπράττει τα έσοδα του πλοίου, αλλά αυτό παύει να ισχύει αν από κάποιο γεγονός το δάνειο καταστεί

⁶.Χρονοναύλωση (time charter): Ο πλοιοκτήτης μισθώνει το πλοίο του στο ναυλωτή για ένα χρονικό διάστημα έναντι αμοιβής, γνωστής ως "charter hire", η οποία καταβάλλεται συνήθως προκαταβολικά κάθε 15ήμερο ή μήνα. Οι χρονοναυλώσεις ανάλογα με τον τρόπο και το σκοπό απασχόλησης του πλοίου, καθώς επίσης τον τόπο και χρόνο παράδοσης - επαναπαράδοσής του, συμπεριλαμβάνουν τρεις κύριες μορφές: τη χρονοναύλωση ταξιδιού (trip t/c), τη χρονοναύλωση κυκλικού ταξιδιού (round voyage t/c) και την ναύλωση ορισμένου χρόνου (period t/c).

ληξιπρόθεσμο. Η ειδική εκχώρηση των εσόδων γίνεται όταν υπάρχει ναυλοσύμφωνο ορισμένου χρόνου. Η **εκχώρηση των ασφαλιστήριων συμβολαίων** προβλέπει ότι σε περίπτωση ζημιάς ή απώλειας του πλοίου, η ασφαλιστική αποζημίωση θα διατεθεί από τους ασφαλιστές σύμφωνα με τις οδηγίες της τράπεζας.

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

- **Ενεχυρίαση καταθέσεων**, με αυτήν την μορφή εξασφάλισης, η τράπεζα επιβάλλει στον πλοιοκτήτη να διατηρεί συγκεκριμένο ύψος καταθέσεων και την εφάπαξ κατάθεση ενός ποσού κάθε μήνα.

- **Ενεχυρίαση τίτλων/μετοχών**, ο πλοιοκτήτης θέτει τις μετοχές της δανειζόμενης εταιρείας στην διάθεση της τράπεζας για μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο ή μέχρι τη λήξη του δανείου. Εάν όλοι οι παραπάνω παράγοντες κριθούν ευνοϊκοί, τότε το δάνειο εγκρίνεται, προσκομίζονται τα απαραίτητα έγγραφα και υπογράφεται η δανειακή σύμβαση.

ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ:

Οι εμπορικές τράπεζες πέρα από τον βασικό τους ρόλο που είναι η κάλυψη των κεφαλαιουχικών αναγκών που παρουσιάζουν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις, προσφέρουν και πολλές άλλες υπηρεσίες σε αυτές. Εισπράττουν τους ναύλους, πληρώνουν τα έξοδα κίνησης του πλοίου (φόρτο-εκφορτωτικά, έξοδα λιμένων και καύσιμα, προμήθειες πρακτόρων κ.α.), διεκπεραιώνουν τις συναλλαγές σε ξένα νομίσματα και τέλος προσφέρουν συμβουλές και πληροφορίες οικονομικής φύσεως, συνήθως σε περιόδους ύφεσης που οι ναυτιλιακές εταιρίες δυσκολεύονται να ανταπεξέλθουν στις υποχρεώσεις τους.

Σε συνθήκες ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας, εμπορίου και του ναυτιλιακού τομέα, η χρηματοδότηση μέσω εμπορικών τραπεζών είναι ιδιαίτερα ανταγωνιστική προσφέροντας παρόμοιους ευνοϊκούς όρους. Πιο συγκεκριμένα, σε τέτοιες περιόδους, η περίοδος αποπληρωμής ήταν συνήθως 15-18 χρόνια. Όλα αυτά καθορίζονται από το συνδυασμό της πιστοληπτικής ικανότητας του οφειλέτη και των εξασφαλίσεων που παρέχονται. Όσο αφορά στην περίοδο αποπληρωμής των δανείων, είναι ευρέως γνωστό ότι λόγω της σημαντικότητας των ποσών, αυτή δεν μπορεί να ολοκληρωθεί με μία μόνο δόση. Στα δάνεια που αφορούν την κατασκευή πλοίων, η αποπληρωμή συντελείται σε δόσεις βασισμένες στα ποσοστά του συμβολαίου τιμολόγησης και των σταδίων κατασκευής κάθε πλοίου. Συνήθως αυτή περατώνεται περίπου σε 3 χρόνια και ο πλοιοκτήτης καλείται να πληρώσει σε 5 δόσεις (κυρίως στην Κορέα και την Κίνα), μία δόση κατά την υπογραφή του συμβολαίου, μία ένα χρόνο μετά, μία με την έναρξη κοπής του hull⁷, μία με την ολοκλήρωση του keel laying⁸ και μία τελευταία με την κατέλκυση του πλοίου.

Είναι προφανές ότι αυτά τα συμβόλαια εμπεριέχουν μεγάλο κίνδυνο επειδή οι γιάρδες μπορεί να μην καταφέρουν την αποπεράτωση στο συμφωνηθέντα χρόνο, ιδίως οι νέες. Σε αυτές τις περιπτώσεις υπάρχουν ρήτρες ασφαλείας που προστατεύουν τον πλοιοκτήτη και τον αποζημιώνουν για τις δόσεις που έχει ήδη καταβάλλει.

Οι εμπορικές τράπεζες με τη σειρά τους θέτουν ορισμένους όρους στους δανειολήπτες για να σιγουρέψουν όσο το δυνατόν την αποπληρωμή των κεφαλαίων:

- Υποθήκη των πλοίων.
- Εκχώρηση χρονοναυλώσεων και των κερδών του δανειολήπτη.
- Εκχώρηση των ασφαλειών για κάθε ένα από τα πλοία που υπόκεινται σε υποθήκη.
- Εκχώρηση της σύμβασης διαχείρισης πλοίου με τον διαχειριστή πλοίου.
- Δέσμευση του εντεταλμένου λογαριασμού εξυπηρέτησης δανειακής υποχρέωσης του δανειολήπτη

⁷Hull (γάστρα): Είναι η κυρτή περιβάλλουσα επιφάνεια (περίβλημα) που εξασφαλίζει την υδατοστεγανότητα στο πλοίο. Αποτελείται από τον πυθμένα (bottom) και τα πλευρικά τοιχώματα (side shell). Το άνω μέρος της γάστρας ονομάζεται κύριο κατάστρωμα (main deck).

⁸Keel laying (laying the keel or laying down): Η τοποθέτηση της καρίνας είναι η επίσημη αναγνώριση της έναρξης της κατασκευής ενός πλοίου. Συχνά σημειώνεται με τελετή στην οποία παρευρέθηκαν αξιωματούχοι από την ναυπηγική εταιρεία και τους τελικούς ιδιοκτήτες του πλοίου(Wikipedia).

- Ως ρήτρες ασφαλείας από την πλευρά των εμπορικών τραπεζών, οι δανειζόμενες εταιρίες θα πρέπει να τους διασφαλίζουν ότι:

- Οι καθαρές παραγόμενες ροές της εταιρίας καλύπτουν σε μια προκαθορισμένη αναλογία τους τόκους.

- Δείκτης κάλυψης των καθαρών τόκων δανειοληπτών σε προκαθορισμένο βαθμό (κέρδη προ τόκων, φόρων, αποσβέσεων και αποσβέσεων προς καθαρό έξοδο τόκου).

- Η αγοραστική αξία του στόλου να καλύπτει το ένα ποσοστό των εκκρεμών δόσεων (120% – 130%).

- Το συνολικό ποσό χρέους του δανειολήπτη είναι χαμηλότερο του απο ένα προκαθορισμένο ποσό (65%) του συνόλου της αξίας του ενεργητικού της εταιρίας που περιλαμβάνουν την τρέχουσα λογιστική αξία των πλοίων, τα διαθέσιμα και ορισμένους εμπορεύσιμους τίτλους.

Επιπροσθέτως, οι εμπορικές τράπεζες θέτουν κάποιες ρήτρες απαγόρευσης σε σχέση με την αλλαγή αντικείμενου της επιχείρησης, την αλλαγή διαχειρίστριας εταιρίας, σημαίας και νηογνώμονα των πλοίων χωρίς πρώτα να έχουν συμβουλευθεί το δανειστή καθώς και σε συμμετοχή σε συγχωνεύσεις, εξαγορές και πληρωμή μετοχικού κεφαλαίου σε περίπτωση χρεοκοπίας.

Τα επιτόκια των δανείων εμπορικών τραπεζών μπορεί να είναι:

- Σταθερά

- Κυμαινόμενα

- Να περιλαμβάνουν άλλους όρους διαχείρισης επιτοκίων

Ο δανεισμός μέσω εμπορικών τραπεζών αποτελούσε γενικά τον πιο βασικό τρόπο χρηματοδότησης μέχρι το 2008. Αξίζει να σημειωθεί εδώ, μία μελέτη του οίκου Clarksons⁴, σύμφωνα με την οποία το 2006 ο συνολικός αριθμός παραγγελιών πλοίων παγκοσμίως ανερχόταν σε 5,836, ο οποίος αντιστοιχούσε σε 269,1 εκατομμύρια τόνους φορτίου και αξία \$ 261 δισεκατομμυρίων, εκ των οποίων το 75% αναλογούσε σε δανεισμό από εμπορικές τράπεζες, δηλαδή \$198 δισεκατομμύρια.

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ:

Μία επενδυτική τράπεζα είναι ένα χρηματοπιστωτικός διαμεσολαβητής που εκτελεί ποικίλες υπηρεσίες, κυρίως:

- Αντληση κεφαλαίων & Υπηρεσίες αναδοχής
- Εξαγορές & Συγχωνεύσεις
- Πωλήσεις & Trading
- Λιανικές και εμπορικές τραπεζικές υπηρεσίες

Επενδυτικές τράπεζες αποκτούν κέρδος μέσω της είσπραξης τελών και προμηθειών για την παροχή των υπηρεσιών αυτών και άλλα είδη των χρηματοοικονομικών και επιχειρηματικών συμβουλών. Οι βασικές αυτές υπηρεσίες αναλύονται παρακάτω.

Κύριο στοιχείο του ρόλου τους είναι να μεταμορφώσουν την οικονομική ανάπτυξη των περιοχών που δραστηριοποιούνται, υποστηρίζοντας κυρίως εταιρίες και προγράμματα που παρατείνουν, εκσυγχρονίζουν ή αναβαθμίζουν τις υπάρχουσες διόδους ανάπτυξης.

Αντληση κεφαλαίων & Ασφάλεια Αναδοχής:

Τα αξιόγραφα (securities) περιλαμβάνουν μετοχές και ομόλογα, και ένα απόθεμα προσφοράς μπορεί να είναι μια αρχική δημόσια προσφορά (IPO). Αναδοχή (underwriting) είναι η διαδικασία με την οποία ένας ανάδοχος φέρνει ένα νέο αξιόγραφο στο επενδυτικό κοινό σε μια προσφορά. Ο ανάδοχος εγγυάται μια ορισμένη τιμή για ένα ορισμένο αριθμό των τίτλων της εταιρείας (client) σε αντάλλαγμα για μια επιπλέον χρέωση. Έτσι, ο εκδότης είναι ασφαλής ότι θα θέσει ένα ορισμένο ελάχιστο από την έκδοση, ενώ ο ανάδοχος φέρει τον κίνδυνο της έκδοσης.

Πιο αναλυτικά, επενδυτικές τράπεζες είναι μεσάζοντες μεταξύ μιας εταιρείας που θέλει να εκδώσει νέα αξιόγραφα και του αγοραστικού κοινού. Έτσι, όταν μια εταιρεία θέλει να εκδώσει τα νέα ομόλογα για να πάρει τα κεφάλαια για να αποσύρει ένα παλαιότερο δάνειο ή να πληρώσει για την χρηματοδότηση ενός νέου έργου, η εταιρεία προσλαμβάνει μια επενδυτική τράπεζα. Η επενδυτική τράπεζα στη συνέχεια καθορίζει την αξία και την επικινδυνότητα της επιχείρησης, προκειμένου να τιμολογήσει, να κάνει αναδοχή και στη συνέχεια να πουλήσει τα νέα ομόλογα. Οι τράπεζες έχουν συνάψει και άλλες κινητές αξίες (όπως μετοχές) μέσω μιας αρχικής δημόσιας προσφοράς (IPO) ή οποιασδήποτε μεταγενέστερης δευτερογενούς (έναντι αρχικής) δημόσιας προσφοράς. Όταν μια επενδυτική τράπεζα διασφαλίζει εκδόσεις μετοχών ή ομολόγων, διασφαλίζει επίσης ότι το αγοραστικό κοινό - κυρίως οι θεσμικοί επενδυτές, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια ή τα συνταξιοδοτικά ταμεία-δεσμεύονται να αγοράζουν μετοχές ή ομόλογα προτού να χτυπήσει πραγματικά την αγορά. Με αυτή την έννοια, οι επενδυτικές τράπεζες είναι μεσάζοντες μεταξύ των εκδοτών τίτλων και του επενδυτικού κοινού. Στην πράξη, πολλές επενδυτικές τράπεζες θα αγοράσουν το νέο πακέτο των τίτλων από την εκδότηρια εταιρία για την τιμή διαπραγμάτευσης και προωθή τις κινητές αξίες για τους επενδυτές σε μια διαδικασία που ονομάζεται roadshow. Η εταιρεία φεύγει με τη νέα αυτή προσφορά

κεφαλαίων, ενώ οι επενδυτικές τράπεζες σχηματίζουν μία ομάδα ενδιαφερομένων και μεταπωλούν το αντικείμενο για το οποίο έχουν αναλάβει την αναδοχή στη βάση των πελατών (κυρίως θεσμικών επενδυτών) και το επενδυτικό κοινό. Οι επενδυτικές τράπεζες μπορούν να διευκολύνουν αυτή τη διαπραγμάτευση των τίτλων στην αγορά και την πώληση των τίτλων από το δικό τους λογαριασμό και επωφελούνται από τη διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς και της ζητούμενης τιμής.

ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ:

Είναι μια σημαντική πηγή εσόδων για τις επενδυτικές τράπεζες, επειδή το περιθώριο κέρδους είναι σημαντικά υψηλότερο από ό,τι οι περισσότερες αμοιβές αναδοχής. Ως αποτέλεσμα της εταιρικής εξυγίανσης καθ' όλη τη δεκαετία του 1990, η M&A⁹ συμβουλευτική έγινε μία ολοένα και πιο κερδοφόρα επιλογή των επιχειρήσεων για τις επενδυτικές τράπεζες. Μερικές από τις πιο γνωστές επενδυτικές τράπεζες είναι οι: JP Morgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Credit Suisse, η BofA, Merrill Lynch και Citigroup αφού κατέχουν το μεγαλύτερο όγκο συμφωνιών. Το πεδίο εφαρμογής της M & A για τις συμβουλευτικές υπηρεσίες που προσφέρονται από τις τράπεζες επενδύσεων συνήθως σχετίζεται με διάφορες πτυχές της απόκτησης και της πώλησης των εταιρειών και περιουσιακών στοιχείων, όπως η αποτίμηση των επιχειρήσεων, η διαπραγμάτευση, η τιμολόγηση και η διάρθρωση των συναλλαγών, καθώς και η διαδικασία και η εφαρμογή. Επενδυτικές τράπεζες παρέχουν επίσης "fairness opinions" - έγγραφα που πιστοποιούν την ορθότητα της συναλλαγής. Μερικές φορές οι επιχειρήσεις που ενδιαφέρονται για την M&A προσεγγίζουν μια επενδυτική τράπεζα άμεσα με μια συναλλαγή, ενώ πολλές φορές οι επενδυτικές τράπεζες θα παρέχουν ιδέες σε πιθανούς πελάτες. Οι εξαγορές κι οι συγχωνεύσεις ολοκληρώνονται κατόπιν εκτενών διαπραγματεύσεων και ελέγχων, όπως το due diligence¹⁰.

⁹M&A Mergers & Acquisitions: Συγχωνεύσεις και εξαγορές (συγχωνεύσεις και εξαγορές) είναι ένας γενικός όρος που αναφέρεται στην ενοποίηση εταιρειών ή περιουσιακών στοιχείων μέσω διαφόρων τύπων χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορούν να περιλαμβάνουν διάφορες συναλλαγές, όπως συγχωνεύσεις, εξαγορές, ενοποιήσεις, προσφορές, αγορά περιουσιακών στοιχείων και εξαγορές διαχείρισης. Σε όλες τις περιπτώσεις, εμπλέκονται δύο εταιρείες. Ο όρος M&A αναφέρεται επίσης στο τμήμα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που ασχολείται με συγχωνεύσεις και εξαγορές. (investopedia)

¹⁰Due diligence (Οικονομοτεχνικός έλεγχος): είναι η διερεύνηση ή ο έλεγχος μίας πιθανής επένδυσης ή προϊόντος για την επιβεβαίωση όλων των γεγονότων, όπως η εξέταση όλων των οικονομικών αρχείων, καθώς και οτιδήποτε άλλο θεωρείται σημαντικό. Αναφέρεται στη μέριμνα που πρέπει να λαμβάνει ένας εύλογος άνθρωπος πριν συνάψει μια συμφωνία ή μια χρηματοοικονομική συναλλαγή με ένα άλλο μέρος.

ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΚΑΙ TRADING:

Θεσμικοί επενδυτές, όπως συνταξιοδοτικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια, πανεπιστημιακά κληροδοτήματα, καθώς και τα hedge funds χρησιμοποιούν επενδυτικές τράπεζες, προκειμένου να προβούν σε εμπόριο τίτλων. Επενδυτικές τράπεζες φέρουν σε επαφή αγοραστές και πωλητές, καθώς επίσης αγοράζουν και πωλούν τίτλους από το δικό τους λογαριασμό για να διευκολυνθεί η διαπραγμάτευση των τίτλων, καθιστώντας έτσι μια αγορά που παρέχει ρευστότητα και προνομιακές τιμές για τους επενδυτές, ασφαλή. Σε αντάλλαγμα για τις υπηρεσίες αυτές, οι επενδυτικές τράπεζες χρεώνουν προμήθεια. Επιπλέον, το σύστημα των πωλήσεων και συναλλαγών σε μια τράπεζα επενδύσεων διευκολύνει τη διαπραγμάτευση των κινητών αξιών που έχουν αναληφθεί από την τράπεζα στην δευτερογενή αγορά.

Trading

Οι Traders είναι ο τελευταίος κρίκος της αλυσίδας, αγοράζοντας και πωλώντας ασφάλειες αναδοχής εκ μέρους των θεσμικών πελατών αλλά και της ίδιας τους της επιχείρησης αναμένοντας αλλαγές στις συνθήκες της αγοράς και κατόπιν απαίτησης του πελάτη. Επιβλέπουν τοποθετήσεις μετοχών και ομολόγων σε πολλούς τομείς και συναλλάσσονται με άλλους στις εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες, και με άλλους μεγάλους θεσμικούς επενδυτές.

IMPORT-EXPORT ΤΡΑΠΕΖΕΣ:

Μία import-export τράπεζα ορίζεται ως κυβερνητική ή ημι-κυβερνητική υπηρεσία η οποία συνήθως παρέχει ασφαλιστική κάλυψη για τους εξαγωγείς έναντι ζημιών από τη μη πληρωμή από τους εισαγωγείς, ως μέσο για την προώθηση του εξωτερικού εμπορίου της χώρας. Άλλες υπηρεσίες που προσφέρονται από EXIM τράπεζες μπορεί να περιλαμβάνουν (1) θαλάσσια ασφάλιση, (2) προεξόφληση μετά την αποστολή των τιμολογίων, (3) προκαταβολές πριν από την αποστολή εναντίον επιβεβαιωμένων παραγγελιών και (4) βοήθεια για την εξεύρεση νέων αγορών [Business Dictionary]. Παγκοσμίως υπάρχουν 60 τέτοιες τράπεζες που χαρακτηρίζονται και Export Credit Agencies (ECAs) οι πιο γνωστές εκ των οποίων είναι αυτή των Ηνωμένων Πολιτειών, της Κίνας (CHEXIM ή CEXIM) και της Κορέας (KEXIM). Οι ECAs λειτουργούν ως στοιχείο οικονομικής πολιτικής και έχουν υποχρέωση να στηρίζουν τις εξαγωγές. Έχουν

ομάδες ναυτιλιακών στελεχών και εμπειρογνομόνων που εργάζονται εκ μέρους του εκάστοτε κράτους αλλά με εμπορική προσέγγιση και βαθιά γνώση της ανάπτυξης και των προκλήσεων της ναυτιλιακής βιομηχανίας και του κλάδου εν γένει. Ο ρόλος τους είναι σταθερός περισσότερο παρά κυκλικός και σε περιόδους περιορισμένης ρευστότητας, για αυτό βασικές χώρες που σχετίζονται με τη ναυτιλία όπως η Νορβηγία, η Νότια Κορέα, η Κίνα, η Ιαπωνία και γενικά οι Νορβηγικές χώρες έχουν διατηρήσει τον κυρίαρχο ρόλο των ECAs.

Οι EXIMs στη ναυτιλία παρέχουν τις υπηρεσίες τους στην κατασκευή πλοίων και στηρίζουν τόσο τις γιάρδες όσο και τους πλοιοκτήτες:

- Πίστωση στον πωλητή: παροχή εργατικού δυναμικού στις γιάρδες
- Εξασφαλίσεις αποζημιώσεων &
- Πίστωση στον αγοραστή: χορήγηση μακροχρόνιων δανείων για κατασκευή πλοίων

Οι export-import banks ενίσχυσαν το ρόλο τους στο ναυτιλιακό τομέα κυρίως από το 2008 και μετά που ξεκίνησε η παγκόσμια οικονομική κρίση και το 2009 που ξεκίνησε η ευρωπαϊκή οικονομική κρίση καθώς αποδυναμώθηκε η συμβολή των εμπορικών τραπεζών εφόσον χορηγούσαν πολύ λιγότερες χρηματοδοτήσεις σε ναυτιλιακές εταιρίες. Η συνεισφορά των τραπεζών αυτών είναι σημαντική και σε περιπτώσεις χρηματοδότησης μεσαίων εταιριών επειδή μεσολαβούν ως εγγυητές για να τους χορηγήσουν οι εμπορικές τράπεζες δάνεια. Επίσης, οι EXIM τράπεζες συνεργάζονται και με εμπορικές για χρηματοδότηση ναυτιλιακών εταιριών αλλά και κατασκευαστριών πλοίων, συμπεριλαμβανομένης της χρηματοδότησης των εξαγωγών, μέσω κοινοπρακτικών δανείων και αναχρηματοδότησης για να επιτύχουν οι δανειζόμενοι πιο ευέλικτους όρους αναχρηματοδότησης.

Τα χαρακτηριστικά των τραπεζών αυτών που δραστηριοποιούνται και στη ναυτιλία είναι:

- Άμεση συνεργασία με την εκάστοτε κυβέρνηση
- Άμεση συνεργασία με τις γιάρδες στις οποίες χτίζονται πλοία
- Ευέλικτοι όροι κατά τη χορήγηση δανείων (επιτόκια, περίοδος αποπληρωμής κλπ.)
- Παροχή εξατομικευμένων λύσεων χρηματοδότησης με συγκεκριμένους κάθε φορά όρους
- Μεγαλύτερη αντοχή στον κίνδυνο (κατασκευαστικό κίνδυνο)

Οι προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι EXIM τράπεζες είναι:

- Διαμόρφωση πιο ανταγωνιστικών όρων των εμπορικών τραπεζών
- Ευμετάβλητες εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης όπως έκδοση ομολόγων, ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια και ναυτιλιακή μίσθωση.
- Ιδιαίτερη αναφορά είναι αναγκαία να γίνει για την Τράπεζα Αναπτύξεως της Κορέας (KEXIM) & την Τράπεζα της Κίνας. Η Τράπεζα Εξαγωγών-Εισαγωγών της Κορέας, ή KEXIM, είναι ένα από τα πιο ενεργά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ναυπηγήσεων στον κόσμο, λόγω ηγετικού ρόλου της Κορέας στη διεθνή ναυπηγική βιομηχανία. Το ίδρυμα λειτουργεί σε αυστηρή συμμόρφωση με τις κατευθυντήριες γραμμές που καθορίζονται από τον ΟΟΣΑ. Στην πραγματικότητα, η KEXIM άρχισε να παίζει ενεργά στη διεθνή χρηματοδότηση αγοράς πλοίων με τα εμπορικά επιτόκια αναφοράς (EEA) που εισήχθησαν στην τομεακή συμφωνία σχετικά με τις εξαγωγικές πιστώσεις για τα πλοία, μέσω της τροποποίησης του εν λόγω μνημονίου, το 2002. Η KEXIM ιδρύθηκε το 1976 και η κύρια εργασία της ήταν «να επεκτείνει τη χρηματοδοτική στήριξη για τις διεθνείς συναλλαγές επενδύσεων σε έργα, ανάπτυξη των φυσικών πόρων στο εξωτερικό και τη χρηματοδότηση του εμπορίου. Η KEXIM λειτουργεί, επίσης, το Οικονομικό Ταμείο Αναπτυξιακής Συνεργασίας (EDCF) και το Ταμείο Inter-Κορέα Συνεργασίας (IKCF) εξ ονόματος της Κορεατικής κυβέρνησης. Η Τράπεζα Ανάπτυξης της Κίνας Ιδρύθηκε το 1994 και ανήκει αποκλειστικά και μόνο στην κυβέρνηση. Αποτελεί τη μία από τις δύο τράπεζες πολιτικής στην Κίνα και τη μεγαλύτερη export-import τράπεζα στον κόσμο από το 2007. Ασχολείται με τις αξιολογήσεις δημοσίου χρέους και συνεργάζεται με περισσότερες από 500 διεθνείς τράπεζες. Ο σκοπός της τράπεζας αυτής είναι να παρέχει διευκολύνσεις δανείων, πίστωση εισαγωγών και εξαγωγών, να εξασφαλίζει ευνοϊκούς όρους δανείου για την κινεζική κυβέρνηση παρέχοντας εξασφαλίσεις./

ΚΟΙΝΟΠΡΑΚΤΙΚΑ ΔΑΝΕΙΑ:

Το κοινοπρακτικό δάνειο είναι ένα δάνειο σημαντικού ποσού που εκδίδεται από κυβερνήσεις ή αναλαμβάνεται από δύο τράπεζες ή μεγάλες επιχειρήσεις και του οποίου η έκδοση αναλαμβάνεται από μία ομάδα τραπεζών ή και επενδυτικών εταιριών. Πιο συγκεκριμένα το κοινοπρακτικό δάνειο είναι σύμπραξη μεταξύ δύο ή περισσότερων τραπεζών με σκοπό να χορηγήσουν ένα δάνειο ή μια εγγυητική επιστολή ή μια πίστωση σε ένα δανειζόμενο χρησιμοποιώντας κοινό συμβόλαιο. Σε περίπτωση που δεν εκταμιευθεί ολόκληρο το ποσό στον δανειζόμενο, το εναπομένον ποσό το χειρίζονται οι συμβαλλόμενες τράπεζες ή εταιρίες. Η αγορά κοινοπρακτικών δανείων λειτουργεί με τους δικούς της όρους διανύοντας περιόδους ακμής “over capacity” όταν το τραπεζικό σύστημα διακατέχεται από υψηλή ρευστότητα ή ύφεσης “under capacity” όταν η

κερδοφορία του τραπεζικού συστήματος είναι μειωμένη λόγω των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Οι όροι αυτών των δανείων μοιάζουν με τους όρους των υπολοίπων, ωστόσο οι ρόλοι των συμμετεχόντων διαφέρουν σημαντικά.

Τα πλεονεκτήματα των κοινοπρακτικών δανείων για τις ναυτιλιακές εταιρίες είναι:

- Διασπορά δανειστικού κινδύνου ανάμεσα στους δανειστές
- Ανάπτυξη σχέσεων με τράπεζες εξειδικευμένες στην ανάληψη κινδύνων
- Ανταγωνιστικά σε πολλές περιπτώσεις ως προς την τιμολόγηση προς όφελος του δανειζόμενου

Τα μειονεκτήματα είναι:

- Πιο χρονοβόρες διαδικασίες
- Περισσότερα έξοδα για διαδικαστικά, νομικές διαδικασίες κλπ.

ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

- Γενικά, ο τραπεζικός δανεισμός προτιμάται από τις ναυτιλιακές εταιρείες γιατί συνδυάζει πολλά πλεονεκτήματα. Η τραπεζική χρηματοδότηση αποτελεί έναν ευέλικτο τρόπο χρηματοδότησης, αφού η αποπληρωμή των δανείων ορισμένης διάρκειας μπορεί να γίνει με διάφορους τρόπους, ανάλογα με τις ανάγκες και το προφίλ της κάθε επιχείρησης. Επιπλέον η επιχείρηση διατηρεί την κυριότητα των πάγιων στοιχείων της και επομένως μπορεί να τα εκμεταλλευτεί όπως επιθυμεί. Η τράπεζα δεν επεμβαίνει στην επένδυση, απλά ελέγχει την κάλυψη των δανειακών υποχρεώσεων της εταιρείας.

- Ο τραπεζικός δανεισμός παρουσιάζει όμως και πολλά **μειονεκτήματα**. Η διαδικασία είναι ιδιαίτερα χρονοβόρα λόγω των εγγυήσεων και των απαιτούμενων εγγράφων. Η εταιρεία που είναι υποψήφια για δάνειο πρέπει να παρέχει εξασφαλίσεις όπως υποθήκη επί του πλοίου, ενέχυρο επί μετοχών, προσωπικές και εταιρικές εξασφαλίσεις. Το επιτόκιο είναι συνήθως κυμαινόμενο και κατά επέκταση μπορεί να αυξηθεί κατά τη διάρκεια αποπληρωμής του δανείου. Η τραπεζική χρηματοδότηση δεν προσφέρει στους εφοπλιστές φορολογικές ελαφρύνσεις και απαλλαγές, όπως το leasing. Η δανειακή χρηματοδότηση καλύπτει ένα ποσοστό 80- 90% της επένδυσης. Το γεγονός αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση θα πρέπει να καλύψει το υπόλοιπο ποσοστό είτε με ίδια κεφάλαια είτε με εναλλακτικούς τρόπους χρηματοδότησης. Σε περιόδους οικονομικής ύφεσης, όπως η τρέχουσα, οι ναυτιλιακές εταιρείες αδυνατούν να ανταπεξέλθουν στις

υποχρεώσεις τους απέναντι στις τράπεζες. Ένα άλλο μειονέκτημα της τραπεζικής χρηματοδότησης είναι το μεταβαλλόμενο επιτόκιο δανεισμού. Το επιτόκιο αυτό καθορίζεται από δύο παράγοντες: (α) Τη διατραπεζική αγορά (όπως είναι για παράδειγμα το LIBOR, η αγορά του Λονδίνου) από την οποία και δανείζονται οι τράπεζες προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τον πελάτη και την τιμή στην οποία κλείνει ημερησίως, (β) Την εταιρεία αυτή καθαυτή (το χαρτοφυλάκιο της, το μέγεθός της, τις εξασφαλίσεις που παρέχει, το είδος και το ύψος του δανείου που επιθυμεί, τη σχέση της με την τράπεζα κτλ). Η τράπεζα καθορίζει το περιθώριο (margin) το οποίο μαζί με την τιμή του LIBOR συνιστά το επιτόκιο δανεισμού.

ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Ο πιο παραδοσιακός οικονομικός τρόπος εξεύρεσης κεφαλαίων είναι η χρηματοδότηση μιας επιχείρησης από ίδιους πόρους (κεφάλαια του ιδιοκτήτη) αντί για την προσφυγή σε δανεισμό. Στην ναυτιλία αποτελούσε τον συνηθέστερο τρόπο χρηματοδότησης μέχρι το 1950, όπου οι τιμές των πλοίων ήταν χαμηλότερες και δεν υπήρχαν άλλες επιλογές. Οι πηγές αυτοχρηματοδότησης για μια ναυτιλιακή επιχείρηση μπορεί να είναι:

α) η εσωτερική άντληση πόρων από τα κέρδη που πραγματοποίησε η επιχείρηση σε προηγούμενες χρήσεις (διανομή μικρότερου μερίσματος)

και

β) η πώληση περιουσιακών στοιχείων.

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

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

μετοχικού κεφαλαίου εξαρτώνται από τη δεδομένη κερδοφορία της επιχείρησης. Τέλος αυτή η μορφή χρηματοδότησης επηρεάζεται άμεσα από τη δεδομένη μερισματική πολιτική της εταιρίας που ορίζει την διανομή των παραγόμενων της κερδών εις βάρος δυνητικών αποφάσεων για επανεπένδυση αυτών των διανεμόμενων κεφαλαίων.

Στο επόμενο κεφάλαιο, παρατίθενται και αναλύονται οι εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, όπως αυτές διαμορφώθηκαν τα τελευταία χρόνια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο: ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ (LEASING FINANCE):

Η χρηματοδοτική μίσθωση περιλαμβάνει ένα εκμισθωτή (leasing company SPV) ο οποίος μισθώνει ένα πάγιο, όπως ένα πλοίο, στον μισθωτή (δανειζόμενος/ λειτουργών) με αντάλλαγμα την απόδοση ενός μισθώματος (lease payments) έως την λήξη της μίσθωσης. Οι πληρωμές μίσθωσης πρέπει να καλύπτουν ολόκληρη την αξία του παγίου και επιπλέον μία επιστροφή κεφαλαίου στον εκμισθωτή.

Διαφορετικοί τύποι μίσθωσης είναι: Finance lease, Operating lease, Hire purchase, Retention of title, Sale and leaseback.

Παρακάτω γίνεται διαχωρισμός των θετικών στοιχείων που απορρέουν από την τραπεζική χρηματοδότηση και αυτών της χρηματοδότησης μέσω leasing:

Τραπεζική Χρηματοδότηση

- Ο δανειζόμενος έχει νόμιμο τίτλο επί του περιουσιακού στοιχείου (πχ πλοίου)
- Ο δανειστής μπορεί να λάβει ασφάλιση αποπληρωμής από το δάνειο, αποκτώντας: υποθήκη επί του περιουσιακού στοιχείου, εκχώρηση των εσόδων, ασφάλειες ή άλλες επιβαρύνσεις μεριδίου επί του δανειολήπτη ή εγγύηση από την βασική εταιρία του δανειολήπτη ή από άλλη εταιρία του ομίλου.
- δανειστής επίσης λαμβάνει επιτόκιο επί της αξίας του περιουσιακού στοιχείου

Χρηματοδότηση με μίσθωση (leasing)

- Ο εκμισθωτής (lease finance company SPV) διατηρεί τη νομική ιδιοκτησία επί μισθωτής έχει οικονομική κυριότητα επί του περιουσιακού στοιχείου. Επίσης κατέχει την χρησικτησία και την κατοχή του περιουσιακού στοιχείου κατά τη διάρκεια του μεγαλύτερου μέρους της ωφέλιμης ζωής του. Τυπικά ο μισθωτής έχει την ευθύνη της ασφάλειας, λειτουργίας και συντήρησης του περιουσιακού στοιχείου και είναι υπεύθυνος του περιουσιακού στοιχείου για όσο διαρκεί η μίσθωση. Μόνο κατοχή του περιουσιακού στοιχείου εκχωρείται στο μισθωτή (πχ. σε έναν πλοιοκτήτη).
- Ο εκμισθωτής για οποιαδήποτε φθορά ή απώλεια στο περιουσιακό στοιχείο.
- Ο εκμισθωτής λαμβάνει την απόδοση κεφαλαίου

Ευκαιρίες:

Η χρηματοδότηση με μίσθωση εκμεταλλεύτηκε το γεγονός έλλειψης διαθεσιμότητας τραπεζικής χρηματοδότησης ή άλλων πηγών. Ανάμεσα σε πολλούς λόγους για την έλλειψη αυτή περιλαμβάνεται η απροθυμία της τράπεζας να παρέχει χρηματοδότηση πλοίων λόγω της περιορισμένης πιστοληπτικής ικανότητας της εταιρίας που αναζητά την χρηματοδότηση καθώς επίσης και το πολύ υψηλό επίπεδο δανεισμού που χρειάζεται σε αυτόν τον τομέα.

Η εταιρία μίσθωσης ασχολείται με την διευθέτηση αυτού του είδους χρηματοδότησης ώστε σε περίπτωση οικονομικά εύρωστων φορέων να λαμβάνουν τραπεζική χρηματοδότηση επειδή περιλαμβάνει μικρότερο πιστωτικό κίνδυνο. Η χαμηλή πιστοληπτική τους διαβάθμιση θα σήμαινε ότι η πίστωση αποκτάται ευκολότερα.

Πλεονεκτήματα για εκμισθωτή:

Ο εκμισθωτής διατηρεί τη νομική ιδιοκτησία επί του περιουσιακού στοιχείου όπως προαναφέρθηκε. Αυτό σημαίνει ότι ο εκμισθωτής είναι τυπικά σε πιο προνομιακή θέση από τον τραπεζικό δανειστή αφού το περιουσιακό στοιχείο δεν υπόκειται σε κανενός είδους ασφάλεια χορηγούμενη από τον μισθωτή χάριν κάποιου υπάρχοντος δανειστή.

Θα ήταν επίσης ευκολότερο για τον εκμισθωτή να ανακτήσει κατοχή σε περίπτωση αθέτησης πληρωμών σε σχέση με τον τραπεζικό δανειστή ο οποίος θα προσπαθούσε να διεκδικήσει νομικά τις εξασφαλίσεις του βάση των δεδομένων συμβάσεων του.

Επίσης, η νέα νομοθεσία των New Marshall Islands προστατεύει τους μισθωτές.

(New Marshall Islands law regarding Lease Financing §302A of Marshall Islands Maritime Act 1990). Επιτρέπει στον πλοιοκτήτη/ναυλωτή να καταγράψει μία ναύλωση με το ίδιο καθεστώς μιας υποθήκης. Είναι ασυνήθιστο στη ναυτιλία αλλά χρήσιμο για συναλλαγές χρηματοδοτικής μίσθωσης. Εξασφαλίζει ακόμη προστασία για τους εκμισθωτές/πλοιοκτήτες, ειδικά σε ότι αφορά δικαιοδοσία που εξετάζει το νόμο της σημαίας πλοίου για ζητήματα ενεχύρου. Ακόμη, ο μισθωτής παραχωρεί τη νομική κυριότητα αλλά διατηρεί την οικονομική.

Άλλο πλεονέκτημα είναι η αποδέσμευση μετοχικού κεφαλαίου, η βελτίωση των ισολογισμών με ελάφρυνση του χρέους. Τέλος, δεν υπολείπεται κίνδυνος για λειτουργικές μισθώσεις.

Direct lease (Pre-delivery finance):

- Βελτιώνει τις πωλήσεις των ναυπηγείων.
- Απελευθερώνει ίδια κεφάλαια κατά τη διάρκεια κατασκευής των πλοίων

Joint-venture (επιχειρησιακή σύμπραξη):

Πλεονεκτήματα:

- Μειώνει τα ίδια κεφάλαια του πλοιοκτήτη
- Έχει συμμετοχή και στα κέρδη και στον κίνδυνο
- Αλληλοσυμπληρώνει άλλα πλεονεκτήματα: χρηματοοικονομική και πιστωτική δύναμη μιας εταιρίας ειδικού σκοπού, τύπου επιχειρησιακής σύμπραξης σε αντιδιαστολή με την τεχνολογική και επιχειρησιακή εμπειρία των παραδοσιακών πλοιοκτητών.

Μειονεκτήματα:

- Η φορολογία
- Ιδιοκτησιακό καθεστώς /επιχειρηματικό ρίσκο που σχετίζεται με το περιουσιακό στοιχείο κατά τη διάρκεια της μίσθωσης.
- Κίνδυνος αθέτησης πληρωμών
- Αφερεγγυότητα του μισθωτή
- Υψηλό κόστος συντήρησης και ασφάλισης των περιουσιακών στοιχείων, απώλειας ζημίας, επισκευών και τροποποιήσεων

ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (CAPITAL MARKETS)

Οι αυστηρότεροι όροι δανεισμού των τελευταίων χρόνων, προέτρεψαν τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις που βασίζονταν στον τραπεζικό δανεισμό για τη λειτουργία τους και την απόκτηση πλοίων, να ψάξουν για εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης. Μία τέτοια πηγή χρηματοδότησης που κρίθηκε κατάλληλη είναι οι διεθνείς κεφαλαιαγορές. Η τάση αυτή ενισχύθηκε από τον αυξανόμενο αριθμό εκδιδόμενων ομολόγων από τις ναυτιλιακές εταιρίες κατά τη διάρκεια του 2009 και 2010. Ένα ενδιαφέρον χαρακτηριστικό αυτής της τάσης είναι η ποικιλία των διαφορετικών ομολόγων όπως είναι τα μετατρέψιμα και τα covered ομόλογα, που διατίθενται στις υπηρεσίες των ναυτιλιακών επιχειρήσεων και τα οποία συνθέτονται ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς. Αξίζει να αναφερθεί ότι το τέλος της δεκαετίας του 1990 και τις αρχές του 2000 οι αγορές ομολόγων δεν αποτελούσαν βασική μορφή χρηματοδότησης, αφού περιορίζονταν στην έκδοση junk bonds (υψηλού ρίσκου).

Ανεξάρτητα από το είδος των ομολόγων, οι διεθνείς αγορές κεφαλαίων αποτελούν σημαντική ευκαιρία και βιώσιμη εναλλακτική λύση για τις ναυτιλιακές εταιρίες, ειδικά για αυτές που απασχολούνται με την εξόρυξη πετρελαίου όπου οι κεφαλαιουχικές δαπάνες είναι σχετικά υψηλές.

Ενώ όπως είδαμε η χρήση ομολόγων στη χρηματοδότηση από τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις δεν είναι καινούρια, δεν ήταν ευρέως χρησιμοποιούμενη και οι εκδόσεις ομολόγων αποτελούσαν κυρίως μικρά ποσά του δανειζόμενου κεφαλαίου, επιπροσθέτως του βασικού ποσού των τραπεζικών δανείων. Παρόλα αυτά, στο τέλος του 2009 και τις αρχές 2010 εμφανίστηκε ένα κύμα εκδόσεων ομολόγων από ναυτιλιακές επιχειρήσεις τα οποία περιείχαν πολλές επανεκδόσεις από τους ίδιους εκδότες.

Η τρέχουσα τάση καινοτομίας στην εξεύρεση ναυτιλιακών χρηματοδοτήσεων αποτελεί σημαντική ευκαιρία και για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις και για τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Είναι αναμενόμενο η τάση αυτή να εξακολουθεί να απασχολεί τη παγκόσμια ναυτιλία και ο τραπεζικός δανεισμός να αποτελεί δευτερεύοντα τρόπο χρηματοδότησης. Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις που σχεδιάζουν τις απαιτήσεις των μελλοντικών τους εξόδων απόκτησης κεφαλαίου θα μπορούσαν να επωφεληθούν από την έκδοση ομολόγων η οποία θα τους εξασφάλιζε κατάλληλες ρυθμίσεις χρηματοδότησης και επομένως ανταγωνιστικό πλεονέκτημα δίνοντάς τους πρόσβαση σε μία αγορά ομολόγων με πολλές συναλλαγές (ρευστότητα).

Η Ναυτιλία είναι ένας τομέας με κυκλικότητα, με ιδιοσυγκρασιακά χαρακτηριστικά, με υψηλή μόχλευση περιουσιακών στοιχείων, με ενεργή αγορά μεταχειρισμένων και με μία εκτιμώμενη μέση απόδοση περιουσιακών στοιχείων στο 10% (Veraros, 2008). Οι τρέχουσες συνθήκες αγοράς είναι πολύ σημαντικές για τις αποφάσεις ναυτιλιακών επενδύσεων οι οποίες περιέχουν υψηλά επίπεδα κινδύνου και αβεβαιότητας. Το πρότυπο συμπεριφοράς των ναυτιλιακών επιχειρήσεων συνδέεται με ένα αριθμό παραγόντων, συμπεριλαμβανομένης κυρίως της ζήτησης της ναυτιλιακής αγοράς, η οποία είναι ευαίσθητη στην οικονομική ανάπτυξη και το εμπόριο, την κυκλικότητα των ναύλων και τις τιμές των πλοίων, τις ανισορροπίες της προσφοράς και της ζήτησης και την κατακερματισμένη δομή των επιχειρήσεων. Το θέμα της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης και η επιλογή της κατάλληλης μεθόδου χρηματοδότησης είναι πρωταρχικής σημασίας για μία βιομηχανία έντασης κεφαλαίου και για τη λειτουργία της η οποία απασχολεί πραγματικά περιουσιακά στοιχεία (πλοία) υψηλής εμπορικής αξίας.

Η λήψη στρατηγικών αποφάσεων στη ναυτιλία μετατοπίζεται σταδιακά από την απλή μεγιστοποίηση των κερδών σε ενίσχυση της εταιρικής αξίας. Για να επιτευχθεί αυτό, οι

ναυτιλιακές επιχειρήσεις χρειάζονται επιλογή επενδυτικών σχεδίων τα οποία φέρουν δυνητική ανάπτυξη και παράγουν θετικές αποδόσεις υψηλότερες από το υπάρχον κόστος των απασχολούμενων κεφαλαίων. Ο έντονος ανταγωνισμός και τα μικρά περιθώρια κέρδους της ναυτιλίας οδήγησαν τις εταιρίες στη διαρκή επιδίωξη διαχειριστικής αποδοτικότητας, λειτουργικής ευελιξίας και εύρωστης χρηματοοικονομικής ρευστότητας. Μία ναυτιλιακή επιχείρηση μπορεί να επιτύχει ανάπτυξη επιχειρηματικής δραστηριότητας ακολουθώντας είτε εσωτερική είτε εξωτερική πορεία ανάπτυξης. Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις μπορούν να διευρύνουν τον στόλο τους χτίζοντας νέα πλοία ή αγοράζοντας μεταχειρισμένα, όντας πάντα εξαρτώμενες από τις εκάστοτε συνθήκες της αγοράς ναύλων. Από την άλλη πλευρά, οι συγχωνεύσεις, οι εξαγορές και οι στρατηγικές συμμαχίες μπορούν να αποτελέσουν εναλλακτικό εξωτερικό τρόπο ανάπτυξης. Σε κάθε περίπτωση αυτές οι επιχειρησιακές στρατηγικές, σε συνδυασμό με τις απαιτήσεις αντικατάστασης του υπάρχοντος στόλου, χρειάζονται ουσιαστική χρηματοδότηση κεφαλαίων και προσεκτικό χρηματοοικονομικό σχεδιασμό.

Όπως οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις προσαρμόζονται σε ένα δυναμικό και ταχέως μεταβαλλόμενο περιβάλλον το ίδιο κάνουν και οι χρηματοοικονομικές μέθοδοι και τα μέσα για να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους. Η εύκολη, φθηνή και έγκαιρη πρόσβαση σε χρηματοδότηση αποτελεί προαπαιτούμενο για μία ευέλικτη κεφαλαιακή δομή, ανταγωνιστικότητα, απρόσκοπτη λειτουργία και βιώσιμη ανάπτυξη ειδικά στο ναυτιλιακό τομέα. Σχετικά με τον εξωτερικό δανεισμό, οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις μπορούν εναλλακτικά να στραφούν στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων για να αυξήσουν τη χρηματοδότηση κεφαλαίων εκδίδοντας τίτλους ομολογιακών δανείων ή εμπορικά συμβόλαια. Επιπλέον, οι παγκόσμιες αγορές μετοχών μπορούν να ενισχύσουν τη χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων μέσω εκδόσεως δημοσίων προσφορών (IPOs) ή εποχιακές προσφορές μετοχών (SEOs).

Ο ρόλος των αγορών κεφαλαίων είναι σημαντικός για την εξέλιξη του ναυτιλιακού τομέα και για τη δημιουργία εταιρικής αξίας, αφού οι αγορές κεφαλαίων είναι αυτές που εκτελούν τις βασικές λειτουργίες για την ανάπτυξη αυτήν. Ως πρωτογενείς αγορές, οι αγορές κεφαλαίων δρουν σαν μεσάζοντες για να παρέχουν τα απαραίτητα κεφάλαια που θα χρηματοδοτήσουν νέα επενδυτικά προγράμματα και θα επιτύχουν επιχειρηματική ανάπτυξη. Νέα κεφάλαια διοχετεύονται στις εταιρίες μέσω της έκδοσης μετοχών. Ως δευτερεύουσες αγορές, οι αγορές κεφαλαίων παρέχουν έναν αποδοτικό μηχανισμό για την αποτίμηση και καθημερινή διαπραγμάτευση των τιμών μετοχών και των ομολόγων. Οι μελλοντικές δυνατότητες ανάπτυξης των εταιριών αντικατοπτρίζονται στις μεταβολές των τιμών των διαπραγματεύσιμων μετοχών, υποδεικνύοντας την αντίληψη των επενδυτών για τις προοπτικές δημιουργίας αξίας των επιχειρήσεων.

Παρά την περιορισμένη συμμετοχή των αγορών κεφαλαίων στη ναυτιλιακή χρηματοδότηση για πολλά χρόνια, προσφάτως, ειδικά από την εμφάνιση της χρηματοοικονομικής κρίσης το 2008, παρουσιάστηκε έντονο ενδιαφέρον για δημόσια έκδοση μετοχών και έκδοση ομολόγων, παρότι ο τραπεζικός δανεισμός παρέμεινε στην κορυφή του ενδιαφέροντος. Κι αυτό γιατί η πρόσφατη κρίση ανέδειξε νέους τρόπους χρηματοδότησης αφού για πρώτη φορά το διεθνές τραπεζικό σύστημα φάνηκε να συμμετέχει ως μέρος της αιτίας του προβλήματος. Σε συνδυασμό δε με τις πιέσεις που ασκήθηκαν από το διεθνές νομοθετικό πλαίσιο, όπως η τραπεζική οδηγία BASEL II¹¹, και οι εκάστοτε κυβερνητικοί περιορισμοί, ο τραπεζικός δανεισμός έγινε πολύ πιο επιλεκτικός και συντηρητικός και σε τελική ανάλυση δυσεύρετος.

Ο ρόλος των αγορών κεφαλαίων στη ναυτιλία

Ακολουθώντας μία περίοδο γρήγορης και δυναμικής ανάπτυξης, οι ναυτιλιακές αγορές κατέρρευσαν στο τέλος του. Όσο προχωρούσε η κρίση, τα κέρδη από τα ναύλα μειώνονταν σημαντικά. Σε ένα περιβάλλον σοβαρών προσαρμογών στον τραπεζικό τομέα με περιορισμούς ρευστότητας και συνθήκες πλεονάζουσας χωρητικότητας, οι συμβαλλόμενοι στην ναυτιλία αναρωτιόνταν ποια θα έπρεπε να ήταν τα επόμενα βήματα. Βασικά ερωτήματα, όπως το αν θα έπρεπε να διευρύνουν το φάσμα λειτουργιών τους ή να συγχωνευθούν με ένα ανταγωνιστή ή να προχωρήσουν σε ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων (πλοία) και να βγουν από την αγορά έμεναν αναπάντητα. Αυτές οι στρατηγικές αποφάσεις εξετάζονταν σε αντίθεση με το συνολικό πρόγραμμα παραγγελιών το οποίο ξεπερνούσε τα 300 δις δολάρια (τέλος του 2009). Παρόλα αυτά ο τομέας παρέμενε ελκυστικός για τους χρηματοδότες, τις γιάρδες και τους ναυλομεσίτες (Clarkson Research Services, 2009). Σε αυτές τις συνθήκες ύφεσης, αναδόμησης των τραπεζών και αυξομειώσης στις αγορές ναύλων αναζητήθηκαν εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης.

Η ναυτιλία με 30,000 επιχειρήσεις αποτελεί έναν από τους πιο σημαντικούς τομείς εντάσεως χρηματοδότησης. Οι απαιτήσεις χρηματοδότησης ετησίως υπολογίζονταν περί τα 80 δις δολάρια το 2006 για την κατασκευή νέων πλοίων. Ο παραδοσιακός τραπεζικός δανεισμός κυριαρχούσε στη ναυτιλιακή χρηματοδότηση παρότι μία μείωση στο μερίδιο του είχε καταγραφεί στο 65% λόγω εναλλακτικών μορφών χρηματοδότησης (Πετρόπουλος, 2009). Οι τεχνικές και τα μέσα της ναυτιλιακής χρηματοδότησης έγιναν

11

Η BASELII είναι η δεύτερη από τις τραπεζικές οδηγίες οι οποίες αποτελούν συστάσεις για τραπεζικούς νόμους και κανονισμούς που εκδίδει η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (wikipedia).

πιο καινοτόμες και σύνθετες. Ένας αυξανόμενος αριθμός ναυτιλιακών επιχειρήσεων στράφηκε έκτοτε στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου για να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά σχέδιά τους είτε με έκδοση μετοχών (χρηματιστήριο) είτε με έκδοση ομολόγων (αγορά ομολόγων). Τα παραδοσιακά και σύγχρονα μέσα ναυτιλιακής χρηματοδότησης μπορούν να διαχωριστούν σε τρεις γενικές κατηγορίες: (1) χρηματοδότηση με έκδοση μετοχών: αρχική δημόσια προσφορά (IPOs), περιοδικές δημόσιες προσφορές (SEOs); αδιανέμητα κέρδη (λειτουργικά και πωλήσεων), ιδιωτική χρηματοδότηση; (2) χρηματοδότηση μέσω δανεισμού: τραπεζικός δανεισμός (ποικίλες εξελιγμένες μορφές), έκδοση ομολόγων, εξειδικευμένοι χρηματοδοτικοί οργανισμοί, χρηματοδότηση μέσω γιάρδας, δανειοδοτήσεις εκτός τραπεζικών οργανισμών, (3) εναλλακτική χρηματοδότηση: χρηματοδοτική μίσθωση, ενδιάμεση χρηματοδότηση, υβριδική χρηματοδότηση (Συριόπουλος, 2007).

Το 2005 ανακηρύχτηκε ως «η χρονιά των IPOs» αφού 12 Ναυτιλιακές εταιρίες, οι περισσότερες από τις οποίες ελληνικές, εξασφάλισαν περισσότερα από 4 δις δολάρια σε Αμερικανικά IPOs. Στην πραγματικότητα, από το 2005 έως το 2007 οι ελληνικές ναυτιλιακές εταιρίες συγκέντρωσαν κεφάλαια περίπου 1.5 δις δολάρια από τις Αμερικανικές αγορές κεφαλαίων. Καθώς η χρονική στιγμή για την αγορά διαφαινόταν σωστή, η εξασφάλιση κεφαλαίων ενισχύθηκε επιπλέον από την εκτόξευση των ναύλων σε τιμές ρεκόρ εκείνα τα δύο χρόνια και από την επιθυμία των επενδυτών να επενδύσουν σε μετοχές ναυτιλιακών εταιριών. Οι επενδυτές άλλωστε αναζητούν πάντα ελκυστικές ευκαιρίες επενδύσεων και εναλλακτικές μορφές (Bernstein, 1995). Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις μετατρέπονταν σταδιακά από ιδιωτικές, οικογενειακές και εσωστρεφείς επιχειρήσεις χωρίς περιορισμούς δημοσιεύσεων σε εισηγμένες στο χρηματιστήριο, εξωστρεφείς, πολυμετοχικές με αυξημένες ευθύνες δημοσιεύσεων χρηματοοικονομικών καταστάσεων (Συριόπουλος και Θεοτοκάς, 2007). Αυτά τα θέματα επηρέασαν τις προοπτικές ανάπτυξης των ναυτιλιακών εταιριών καθώς και το προφίλ κινδύνου-απόδοσης των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών.

Οι παράγοντες που οδήγησαν τις ναυτιλιακές εταιρίες προς τις αγορές κεφαλαίων είναι:

- η διεθνοποίηση των παγκόσμιων αγορών κεφαλαίων,
- η συγκέντρωση του τραπεζικού κλάδου ως αποτέλεσμα των τελευταίων κρίσεων,
- η έμφαση που δόθηκε στην επάρκεια κεφαλαίων και στους δείκτες ρευστότητας των τραπεζών,
- η απομείωση των αποθεματικών των ναυτιλιακών εταιριών,
- οι σημαντικές απαιτήσεις χρηματοδότησης για την ανανέωση των στόλων
- η προσαρμογή των επιχειρήσεων σε επίπεδο δομής και εταιρικής κουλτούρας, μερικώς επιβεβλημένη από τις αγορές κεφαλαίων και από τις προσδοκίες των επενδυτών

-η εξωστρεφής προσέγγιση των αγορών και προώθηση πολυμετοχικότητας
-η έμφαση στην έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης, της κοινωνικής ευθύνης και της επιχειρηματικής δεοντολογίας.

Τα βασικότερα πλεονεκτήματα εισαγωγής των ναυτιλιακών επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο είναι τα ακόλουθα:

- (i) πρόσβαση σε αγορές κεφαλαίου που δεν είναι άμεσα διαθέσιμη για ιδιωτικές,
- (ii) ρευστότητα σε δυνητικά υψηλότερες αποτιμήσεις, εάν η εταιρία επιθυμεί να προσελκύσει νέους,
- (iii) stock options, ως τρόπος να προσελκύσουν και να διατηρήσουν προσωπικό,
- (iv) ευκαιρίες για τις επιχειρήσεις να χρησιμοποιήσουν τα αποθεματικά τους για να προβούν σε αγορά άλλων επιχειρήσεων.

Παρόλα αυτά, η μακροχρόνια προσέλκυση των διεθνών αγορών μετοχών για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις μπορεί να διατηρηθεί μόνο σε περίπτωση που και η αγορά εμπορευμάτων και η αγορά μετοχών παραμείνουν εύρωστες και η εταιρική κερδοφορία λιγότερο μεταβλητή.

Από την οπτική γωνία του επενδυτή ιστορικά, οι μετοχές ναυτιλιακών επιχειρήσεων δεν αποτελούσαν ελκυστική επιλογή για τοποθέτηση κεφαλαίων αλλά είχαν μάλλον μία κακή φήμη κι αυτό λόγω μιας σειράς από λάθη των ναυτιλιακών εταιριών την δεκαετία του 1990 όπως είναι τα τραπεζικά δάνεια, τα ομόλογα υψηλής απόδοσης και οι χρεοκοπίες. Άλλοι λόγοι είναι οι στενοί οικογενειακοί δεσμοί στην διαχείριση των επιχειρήσεων, η απροθυμία των εφοπλιστών να αναθέσουν τον έλεγχο των εταιριών σε τρίτους, η μη δημοσίευση ευαίσθητων για την επιχείρηση οικονομικών δεδομένων και οι μη ελκυστικές μετοχές λόγω των μεταβολών των εσόδων. (Συριόπουλος,2007). Οι επενδυτές ανακάλυψαν την ελκυστικότητα των διαπραγματεύσιμων ναυτιλιακών εταιριών κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 2000 όπου οι εταιρίες στράφηκαν στα IPOs και τα ναύλα εκτοξεύθηκαν. Οι σταθεροί ρυθμοί ανάπτυξης της Αμερικανικής οικονομίας και οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης της Κινεζικής, ιδιαίτερα το 2003-2007, οδήγησαν τον ναυτιλιακό τομέα σε μία μοναδική ανάπτυξη το 2002-2008 που απέφερε πολύ υψηλά κέρδη και μεγάλη ρευστότητα.

Οι δημόσιες προσφορές των ναυτιλιακών επιχειρήσεων διαφέρουν από των υπόλοιπων τομέων της οικονομίας επειδή η αξία των επιχειρήσεων σχετίζεται άμεσα με την εμπορική αξία των πλοίων που αποτελούν τα ενσώματα περιουσιακά τους στοιχεία. Επιπλέον, λόγω της διευρυμένης κυκλοφορίας πληροφοριών σχετικά με αγορές και πωλήσεις πλοίων, οι αρχικές δημόσιες προσφορές ναυτιλιακών επιχειρήσεων τείνουν να

επιδεικνύουν χαμηλότερη ασυμμετρία διάδοσης πληροφοριών. Λόγω της μεγάλης κυκλικότητας του ναυτιλιακού τομέα, οι εταιρίες προτιμούν την εισαγωγή τους στις αγορές μετοχών όταν η αγορά ναύλων παρουσιάζεται εύρωστη.

Τη δεκαετία του 1980, η αγορά των εισηγμένων ναυτιλιακών εταιριών περιοριζόταν κυρίως στο Λονδίνο. Εκτός από το Λονδίνο, οι μετοχές ναυτιλιακών εταιριών ήταν επίσης εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Στην επόμενη δεκαετία (1990), το Όσλο κατείχε την πρώτη θέση στην Ευρώπη ως ηγετική αγορά για αρχικές δημόσιες προσφορές (IPOs). Στα Αμερικανικά χρηματιστήρια, μία σειρά από demergers (διασπάσεις ομίλων) και spin offs (αποσχίσεις) ναυτιλιακών εταιριών, οδήγησαν στην αναδόμησή του ναυτιλιακού κλάδου. Οι ναυτιλιακές εταιρίες και οι επενδυτές έχουν στραφεί πλέον κυρίως στις Ασιατικές χρηματιστηριακές αγορές που προσελκύουν αρχικές δημόσιες προσφορές, συμπεριλαμβανομένων αυτών του Χονγκ Κονγκ, Σιγκαπούρης, Μπανγκόκ και Ταιβάν.

Ο τομέας των μεταφορών, στο σύνολο, υστερεί σε αξίες σε σχέση με άλλους τομείς. Η κεφαλαιοποίηση των παγκόσμιων εταιριών μεταφορών αυξήθηκαν σημαντικά κατά τα τελευταία 30 χρόνια και έφτασαν τα υψηλά επίπεδα \$ 700 δις που αντιστοιχεί σε μερίδιο της συνολικής κεφαλαιοποίησης των διεθνών χρηματαγορών στις ΗΠΑ άνω του 4% (τέλος του 1980), πριν μειωθεί σε επίπεδα κάτω του 2% (2006). Ως μέτρο σύγκρισης, οι τομείς πετρελαίου και φυσικού αερίου (Oil&Gas) και χρηματοοικονομικών υπηρεσιών κατέχουν σχεδόν το 20% και το 15% της παγκόσμιας κεφαλαιοποίησης της χρηματιστηριακής αγοράς, αντίστοιχα (Matthews, 2006). Κατά ένα εκτιμώμενο ποσοστό 8-9% του ΑΕΠ στις χώρες του ΟΟΣΑ, το χαμηλό μερίδιο αγοράς στην συνολική κεφαλαιοποίηση δείχνει ότι ο κλάδος των μεταφορών παραμένει υστερημένος στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές. Ο τομέας της ναυτιλίας, ειδικότερα, παρουσιάζει επίσης οριακή κεφαλαιοποίηση περίπου στο 0,4% της συνολικής αξίας της αγοράς μετοχών, οι ναυτιλιακές εταιρείες τακτικών γραμμών καλύπτουν το μεγαλύτερο μερίδιο (Matthews, 2006). Παρά την αυξημένη δραστηριότητα σε αρχικές δημόσιες προσφορές της τελευταίας δεκαετίας, ο αριθμός αυτός αντικατοπτρίζει χαμηλή συμμετοχή στην αγορά της ναυτιλίας, λαμβάνοντας υπόψη ότι ο τομέας της ναυτιλίας εκτιμάται σε περίπου 2% του παγκόσμιου ΑΕΠ. Μόνο ένας περιορισμένος αριθμός περίπου 30 ναυτιλιακές εταιρίες έχουν υπολογιστεί να φέρουν μια χρηματιστηριακή αξία πάνω από \$ 1 δισεκατομμύριο, με την AP Moller-Maersk Group, ένα δανέζικο ναυτιλιακό όμιλο, να αντιπροσωπεύει περίπου το 20% (περίπου US \$ 30 δις) της συνολικής ναυτιλιακής χρηματιστηριακής αξίας παγκοσμίως (Συριόπουλος, 2007).

Πιο πρόσφατα, τα Αμερικανικά χρηματιστήρια έχουν δει αναζωογόνηση δραστηριότητας σε αρχικές δημόσιες προσφορές, προσελκύνοντας ένα μεγάλο αριθμό

αρχικών δημόσιων προσφορών σε ναυτιλιακές εταιρίες αποκτώντας δεσπόζουσα θέση σε αγορές με προτίμηση. Το χρηματιστήριο του Όσλο ακολουθεί με διαφορά και η χρηματιστηριακή αγορά του Λονδίνου έρχεται σε τρίτη θέση (Μερίκας και Λοιποί, 2009). Τα πλεονεκτήματα των Αμερικανικών αγορών αφορούν κυρίως το σημαντικό βάθος άντλησης κεφαλαίων, καλή φήμη των εισηγμένων στις αγορές εταιριών στην επενδυτική κοινότητα, αυξημένη συναλλακτική δραστηριότητα, αξιόπιστη διατίμηση των αξιόγραφων, σημαντική προβολή και έκθεση των εισηγμένων εταιριών σε επενδυτές από όλο τον κόσμο. Σύμφωνα με τη βάση δεδομένων της εταιρίας Clarkson's, υπήρχαν 170 εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρίες παγκοσμίως έως το 2006 που αντιστοιχούσαν σε χρηματιστηριακή αξία 210 δις δολάρια, αν και ο αριθμός των αμιγώς ναυτιλιακών εταιριών ανερχόταν στις μισές (Matthews, 2006). Κατά τη διάρκεια των αρχικών δημόσιων προσφορών που έλαβαν χώρα από τα μέσα του 2004 έως το τέλος του 2005, η συνολική τους αξία υπερέβη τα 4 δις δολάρια ενώ μόνο στο πρώτο μισό του 2006 έφταναν την αξία των 100 δις δολαρίων (Matthews, 2006).

Βασικοί λόγοι που εξηγούν την περιορισμένη παρουσία του ναυτιλιακού τομέα στις Ευρωπαϊκές αγορές είναι η κατακερματισμένη δομή του κλάδου, η συγκεντρωτική πλοιοκτησία στις οικογένειες, ο σχετικά μεγάλος αριθμός μικρών ιδιωτικών εταιριών, η απόφαση μερικών εισηγμένων εταιριών να ιδιωτικοποιηθούν και ο περιορισμένος αριθμός IPOs στη Ευρώπη σε σύγκριση με τις ΗΠΑ.

Μοντέλα υπολογισμού αξίας των αρχικών δημόσιων προσφορών

Μια εταιρία μπορεί να εισαχθεί και να διαπραγματευθεί στο χρηματιστήριο με την έκδοση μετοχών. Όταν αυτή η προσφορά μετοχών στους επενδυτές συμβαίνει για πρώτη φορά, ονομάζεται Αρχική Δημόσια Προσφορά (Initial Public Offering -IPO). Η εταιρία εισάγεται στο χρηματιστήριο και οι μετοχές της διαπραγματεύονται στην ανοικτή αγορά μετοχών. Η τιμή του IPO είναι η τιμή στην οποία οι νέοι μέτοχοι αγοράζουν τις μετοχές κατά την έκδοσή τους. Η αρχική απόδοση που εισπράττει ο νέος μέτοχος είναι η διαφορά της τιμής που έχει διαμορφώσει η μετοχή τη δεδομένη χρονική τιμή στο χρηματιστήριο από την αρχική τιμή που αγόρασε την μετοχή. Η τιμή του IPO αποφασίζεται από τον ανάδοχο της έκδοσης και την εισηγμένη εταιρία αφού έχει ολοκληρωθεί η διαδικασία, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των οικονομικών αναλυτών και την ζήτηση των μετοχών. Η οριστική τιμή προσφοράς είναι γενικά πιο χαμηλή από την αρχική τιμή ισορροπίας μετά την εισαγωγή στο χρηματιστήριο, το οποίο είναι γνωστό με τον όρο «IPO υποτιμολόγηση» (‘IPO underpricing’, Ljungqvist, 2005).

Το πρωταρχικό κίνητρο των εταιριών να εισαχθούν στο χρηματιστήριο σχετίζεται με την απόφαση τους να εξασφαλίσουν μετοχικό κεφάλαιο και να δημιουργήσουν μία δημόσια αγορά στην οποία οι ιδρυτές και οι μέτοχοι μπορούν να ρευστοποιήσουν μέρος

της εταιρικής αξίας που κατέχουν σε μελλοντική ημερομηνία. Επιπροσθέτως, μερικές φορές το να εισαχθεί κανείς πρώτος στο χρηματιστήριο δημιουργεί το πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης ενώ τα IPOs επιτρέπουν περισσότερο τη διασπορά της ιδιοκτησίας με σχετικά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Επιπλέον, στην κρατικοποίηση, οι επιχειρηματίες διευκολύνουν την απόκτηση της εταιρίας τους σε μία υψηλότερη αξία από ότι στην άμεση πώληση (Braun *et al.*, 2002). Για τις αποφάσεις των αρχικών δημόσιων προσφορών παίζουν ρόλο και οι συνθήκες της αγοράς τη δεδομένη στιγμή. Μία αρχική δημόσια προσφορά μπορεί να καθυστερήσει εάν μία φάση ανοδικής αγοράς μπορεί μελλοντικά να καταλήξει σε μία χαμηλή εταιρική αξία, ενώ μία φάση καθοδικής αγοράς μπορεί να προσφέρει πιο ελκυστικές συνθήκες τιμολόγησης (Lucas and McDonald, 1990). Υποστηρίζεται επίσης ότι μεγαλύτερες και βιομηχανικές επιχειρήσεις με υψηλά ποσοστά διαπραγμάτευσης σε σχέση με τη λογιστική τους αξία, είναι πιο πιθανό να εισαχθούν στο χρηματιστήριο και αυτές οι εταιρίες φαίνεται να έχουν μειώσει τα κόστη πιστώσεων. Η δραστηριότητα IPO επηρεάζεται από τη διάθεση των επενδυτών (Pagano *et al.*, 1998; Lowry, 2003). Η απόδειξη της μεγάλης διακύμανσης στον αριθμό των IPOs δείχνει ότι οι συνθήκες της αγοράς είναι ο πιο σημαντικός παράγοντας της απόφασης εισαγωγής στο χρηματιστήριο. Ο άλλος σημαντικός παράγοντας είναι το στάδιο του κύκλου ζωής στο οποίο βρίσκεται η ναυτιλιακή επιχείρηση.

Περίπου το 70% των IPOs κλείνουν την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης σε μία τιμή κλεισίματος υψηλότερη από την τιμή προσφοράς. Αυτός ο τρόπος της υποτιμολόγησης φαίνεται να έχει εφαρμογή σε διαφορετικού είδους επιχειρήσεις, τομείς, αγορές και χώρες. Αυτή η τακτική υποτιμολόγησης σχετίζεται με τους λόγους ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά, αφού οι εκδότες των IPOs είναι συνήθως πιο ενημερωμένοι από τους επενδυτές. Άλλοι εκδότες πουλάνε τις μετοχές τους επίτηδες σε χαμηλότερη τιμή από ότι πιστεύει η αγορά ότι αξίζουν. Άλλοι πάλι εκδότες μετοχών, μπορούν να ανακτήσουν την αρχική αξία σε μεταγενέστερα IPOs, είτε σε μελλοντική δραστηριότητα έκδοσης μετοχών είτε από ευνοϊκές αντιδράσεις της αγοράς στις ανακοινώσεις μελλοντικών μερισμάτων.

Ένα άλλο θέμα που πρέπει να εξεταστεί σχετικά με τα IPOs, είναι η χαμηλή μακροπρόθεσμη απόδοση της τιμής τους. Μετρώντας την μακροπρόθεσμη αυτή απόδοση μπορεί να εστιάσει κανείς είτε στην απόλυτη απόδοση είτε τη σχετική απόδοση (έκτακτες αποδόσεις σε σχέση με το σημείο αναφοράς της αγοράς). Η εμπειρική γνώση έχει δείξει ότι τα IPOs μακροπρόθεσμα αποδίδουν λιγότερο (Ritter, 1991; Loughran and Ritter, 1995). Σε μία πανευρωπαϊκή μελέτη που συμμετείχαν 15 χώρες, η απόδειξη της μακροπρόθεσμης υπο-απόδοσης των IPOs, στοιχειοθετείται από ένα δείγμα

μακροπρόθεσμων μη ομαλών αποδόσεων στη Ευρώπη που είναι αρνητικό (Gajewski and Gresse, 2006).

3.2.3 Shipping IPO pricing

Οι αγορές κεφαλαίου μπορούν και παίζουν σημαντικό ρόλο στην προώθηση της ανάπτυξης του ναυτιλιακού τομέα και στην δημιουργία περεταίρω αξίας. Λειτουργούν ως ενδιάμεσοι μηχανισμοί που παρέχουν κεφάλαια που χρειάζονται για τη χρηματοδότηση νέων επενδυτικών προγραμμάτων και να διατηρήσουν την επιχειρηματική ανάπτυξη. Νέα κεφάλαια προωθούνται σε ναυτιλιακές επιχειρήσεις μέσω α) της έκδοσης νέων τίτλων, β) της διαδικασίας αρχικής δημόσιας προσφοράς. Ως δευτερογενείς αγορές, οι αγορές κεφαλαίου παρέχουν έναν αποτελεσματικό μηχανισμό για την διαπραγμάτευση των υπαρχόντων τίτλων. Ακολουθώντας την αγορά IPO, μία ναυτιλιακή επιχείρηση έχει το δικαίωμα να επιστρέψει στους επενδυτές της αγοράς μετοχών και να ζητήσει επιπλέον χρηματοδότηση μέσω των περιοδικών προσφορών μετοχών.

Βασικοί παράγοντες που συνεισφέρουν στην δημιουργία εταιρικής αξίας, όπως διαφαίνονται στην συμπεριφορά της τιμής της μετοχής της κάθε εταιρίας είναι: 1) η εύρωστη κεφαλαιακή βάση, 2) η αποτελεσματική και με καλή φήμη διαχείριση, 3) η υψηλή ροή κερδών, 4) οι πραγματικές αξιολογήσεις των συμμετεχόντων στις αγορές και 5) η δυνατότητα περεταίρω ανάπτυξης. Η θετική συμπεριφορά των μετοχών μπορεί να βελτιωθεί από την ανοδική αγορά ναύλων, τις τάσεις των δυναμικών αγορών (bull markets), και τις συνθήκες υψηλής ρευστότητας. Ωστόσο, ιδιωτικοί και θεσμικοί επενδυτές έμεναν σκεπτικοί για πολλά χρόνια ως προς τις μετοχές των ναυτιλιακών εταιριών. Η συμπεριφορά αυτή των επενδυτών επηρεάστηκε αρνητικά από: 1) την εσωστρεφή οικογενειακή δομή, οργάνωση και διαχείριση, 2) την απροθυμία των πλοιοκτητών να διευρύνουν τη βάση μετόχων, 3) την μη δημοσιοποίηση των κρίσιμων εταιρικών πράξεων και συναλλαγών, 4) τη χαμηλή ή ανύπαρκτη απόδοση μετοχών, 5) τη μη ελκυστική απόδοση ανάληψης ρίσκου, 6) τις ιδιαίτερα μεταβλητές αγορές ναύλων που καταλήγουν σε ανομοιογενή επιχειρηματικά κέρδη και επενδύσεις υψηλού κινδύνου.

Οι αγορές μετοχών, σε σχέση με το παρελθόν φαίνονται να είναι ελκυστική επιλογή για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις με σταθερή ροή εισοδήματος και προοπτική ανάπτυξης. Ο τραπεζικός δανεισμός μπορεί να παραμένει βασική πηγή χρηματοδότησης. Ωστόσο, ένας αριθμός ναυτιλιακών επιχειρήσεων αποφάσισαν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο και να εξασφαλίσουν τα απαιτούμενα κεφάλαια γρήγορα (παρά τα αυξημένα κόστη) εκμεταλλευόμενοι το πλεονέκτημα των ανοδικών κατά περιόδους αγορών ναύλων και τη γενικότερη θετική εντύπωση των επενδυτών ως προς τις ναυτιλιακές μετοχές. Παρά το

γεγονός ότι οι επενδυτές μπορεί να μη μένουν θετικά προσκείμενοι όπως ήταν στο παρελθόν, η εύλογη τιμολόγηση των αρχικών δημοσίων προσφορών υποστηριζόμενη από εύρωστες ταμειακές ροές και σταθερές αγορές ναύλων, μπορούν να καταλήξουν σε επιτυχημένα ναυτιλιακά IPOs (Συριόπουλος και Ρούμπης, 2009).

Η τιμολόγηση της αρχικής έκδοσης μίας δημόσιας προσφοράς μετοχών παραμένει βασικό θέμα για τις ναυτιλιακές εταιρίες που ενδιαφέρονται για την ανεύρεση χρηματοδότησης ιδίων κεφαλαίων στα χρηματιστήρια παγκοσμίως. Αφού η πλειοψηφία των ναυτιλιακών IPOs αναφέρονται στις ναυτιλιακές προσφορές εταιριών που λειτουργούν φορτηγά πλοία, ο εκδότης θα καθορίσει μία τιμή κοντά στην καθαρή αξία των περιουσιακών στοιχείων (net asset value-NAV) προσαρμοσμένη στην αγορά ανά μετοχή. Πρακτικά, οι τιμές των πλοίων στην αγορά μεταχειρισμένων δεν αντικατοπτρίζουν απαραίτητα τις λειτουργικές ταμειακές ροές και τα έσοδα από τα πλοία. Συνηθέστερα, οι τιμές πλοίων αντιπροσωπεύουν εξαιρετικά υψηλές πολλαπλές λειτουργικές ταμειακές ροές, λαμβάνοντας υπόψη ότι σε ορισμένα τμήματα τα λειτουργικά αποτελέσματα της χύδην ναυτιλίας ήταν ή προβλέπονται να είναι αρνητικά επί σειράς ετών.

Η χρηματοδότηση διαμέσου της έκδοσης μετοχών είναι ελκυστική πηγή κεφαλαίων για ναυτιλιακές επιχειρήσεις, λαμβάνοντας υπόψη το σχετικά χαμηλό κόστος κεφαλαίων σε σχέση με άλλες πηγές χρηματοδότησης. Αυτό σχετίζεται με το γεγονός ότι οι ναυτιλιακές εταιρίες παραδοσιακά πληρώνουν χαμηλό ή καθόλου μέρισμα στους επενδυτές και οι επενδυτές αποδέχονται αυτή την πρακτική, λόγω της φύσεως εντάσεως κεφαλαίων του ναυτιλιακού τομέα, όπου τα αδιανέμητα κέρδη χρησιμοποιούνται για την ανανέωση του στόλου και την διεύρυνσή του. Από την άλλη πλευρά, ο στόχος των επενδυτών για υψηλές αποδόσεις μετοχών τίθεται σε υψηλά επίπεδα. Αν υποθέσουμε ότι μία ναυτιλιακή εταιρία μπορεί να δανειστεί με περιθώριο μεγαλύτερο του Libor (+1% με 2%), σε κόστος δανεισμού του κυρίως κεφαλαίου, ίσο με 7%. Το χρέος μειωμένης εξασφάλισης μπορεί να κοστίζει ετησίως 10-12%, σε περίοδο αποπληρωμής 10 χρόνων. Οι επενδυτές ωστόσο τυπικά θα περιμένουν μία απόδοση κεφαλαίων της τάξεως 15-20 % ετησίως, δεδομένης της μεταβλητότητας των αγορών και της έκθεσής τους στον κίνδυνο (Stokes,1997). Λαμβάνοντας υπόψη ότι πολλές ναυτιλιακές εταιρίες κατατάσσονται χαμηλότερα από το βαθμό επενδύσεων, αυτό υποδηλώνει ότι πρέπει να επιτύχουν μια απόδοση κεφαλαίου αρκετά υψηλότερα από τη μέση απόδοση της αγοράς μετοχών για να αποφύγουν την πτώση της τιμής μετοχών.

Αγορές Μετοχικών Κεφαλαίων:

Οι επενδυτές που ενδιαφέρονται να επενδύσουν στην Ναυτιλία και αναζητούν την ρευστότητα είναι εκείνοι που διαχειρίζονται τα hedge funds. Οι μεγαλύτερες τέτοιες αγορές είναι των ΗΠΑ, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Νορβηγίας.

Οι αγορές κεφαλαίων για να εισάγουν μία εταιρία και να εκδώσουν μετοχές αξιολογούν τα παρακάτω :

- Ελάχιστη αξία μετοχών προς έκδοση
- Περιουσιακά στοιχεία
- Ρευστότητα
- Ισχυρή ομάδα διαχείρισης
- Καλά συντονισμένη στρατηγική ανάπτυξης

Από την πλευρά της μία ναυτιλιακή επιχείρηση για να εισαχθεί πρέπει να προετοιμάσει τα παρακάτω:

- Διαχείριση κινδύνου αποτυχίας εισαγωγής στην αγορά
- Σωστή στιγμή εισαγωγής στο χρηματιστήριο, συγκρινόμενη και με τον κλάδο
- Αξιολόγηση υπάρχοντος στόλου
- Σχηματισμό σωστής δομής της επιχείρησης
- Διαμόρφωση ισχυρής ομάδας διοίκησης
- Διαφάνεια/ Συμμόρφωση με κανονισμούς της εκάστοτε κεφαλαιαγοράς
- Προτίμηση σε συγκεκριμένο κλάδο δραστηριοποίησης (φορτηγά, δεξαμενόπλοια κτλ)
- Δημιουργία στρατηγικής πρόσληψης /απασχόλησης προσωπικού
- Σχέδια ανάπτυξης δραστηριότητας /στόλου

Οι επενδυτές αντίστοιχα για να επενδύσουν, αξιολογούν τα παρακάτω:

- Απόδοση
- Σταδιακή και επαρκή ρευστότητα διαπραγμάτευσης
- Αξιόπιστη πορεία προς την ανάπτυξη
- Σωστά αποτυπωμένα περιουσιακά στοιχεία για δίκαιες συναλλαγές με συνδεδεμένα μέλη
- Εμπειρη ομάδα διοίκησης
- Ευθυγράμμιση συμφερόντων μεταξύ των νέων και των υπαρχόντων μετόχων

Αγορές δανειακών κεφαλαίων:

Οι επενδυτές αναζητούν την ευκαιρία να παρέχουν δάνεια στον ναυτιλιακό τομέα μέσω σταθερών δομών εσόδων. Στους επενδυτές περιλαμβάνονται και διαχειριστές hedge funds. Η μεγαλύτερη αγορά δανειακών κεφαλαίων είναι της Νορβηγίας.

Η αγορά χρειάζεται:

- Ελάχιστο μέγεθος έκδοσης δανείου
- Αξιολόγηση περιουσιακών στοιχείων (πλοίων)
- Ρευστότητα
- Δομή επιχείρησης
- Ισχυρός χορηγός/ Ομάδα διοίκησης
- Πιθανές εξασφαλίσεις από συνδεδεμένες επιχειρηματικές μονάδες

Για όσα αφορούν την προετοιμασία μιας επιχείρησης για να εισαχθεί στην αγορά μία επιχείρηση δραστηριοποιούμενη στη ναυτιλία φροντίζει για τα παρακάτω :

- Οι εκδότες αποδέχονται τον κίνδυνο αποτυχίας,
- Επιλογή της σωστής χρονικής στιγμής
- Δομή επιχείρησης
- Ισχυρή ομάδα διοίκησης
- Διαφάνεια σε επιχειρηματικές αποφάσεις και συναλλαγές με συνδεδεμένα μέλη
- Δημιουργία στρατηγικού σχεδιασμού στην εταιρία με σκοπό να υπάρχουν τα έσοδα για να εξυπηρετούνται οι υπάρχουσες δανειακές συμβάσεις
- Ικανότητα παροχής εγγυήσεων

Δάνεια από θεσμικούς επενδυτές:

Αποτελούν μη τραπεζικά δάνεια που χρηματοδοτούνται από θεσμικούς επενδυτές. Ο ρυθμός αυτών των δανείων είναι διαρκώς αυξανόμενος ετησίως από το 2008.

Χαρακτηριστικά δανείων από θεσμικούς επενδυτές:

- Απαιτείται αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας
- Κυμαινόμενο επιτόκιο
- Ο επενδυτής συνήθως είναι εξοικειωμένος με τον εκδότη

- Εξασφαλίσεις για τα περιουσιακά στοιχεία
- Ισχυρή ομάδα διοίκησης
- Ενισχυμένη ποιότητα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης
- Ενίσχυση και αξιοποίηση της υφιστάμενης σχέσης δανειστή δανειζόμενου

Προετοιμασία εταιρίας για λήψη δανείου :

- Απόκτηση αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας
- Υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία για μόχλευση
- Αποσαφήνιση / διευκρίνιση σκοπού για τον οποίο προορίζονται τα έσοδα του δάνειου
- Σταθερές ταμειακές ροές
- Ισχυρή ομάδα διοίκησης
- Εταιρική δομή
- Διαφάνεια

ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕΣΩ ΕΚΔΟΣΗΣ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ (BOND ISSUE)

Όπως προειπώθηκε, οι ναυτιλιακές εταιρίες παραδοσιακά είχαν στηριχθεί στον τραπεζικό δανεισμό για την απόκτηση πλοίων. Η πρόσφατη κρίση και ο περιορισμός των πιστωτικών συνθηκών, ειδικά στην Ευρώπη, τις ανάγκασε να στραφούν σε άλλες μορφές χρηματοδότησης. Ωστόσο, μετά τη σοβαρή εξάρθρωση των διεθνών κεφαλαιαγορών κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, οι αγορές έχουν γίνει πιο ενεργές και η ρευστότητα έχει αυξηθεί. Η χρηματοδότηση μέσω εισαγωγής στις αγορές κεφαλαίου εκτός από την έκδοση μετοχών, διενεργείται και με έκδοση ομολόγων (bonds issuance). Η έκδοση ομολόγων αυξήθηκε από το 2009 έως το 2011 όπου οι ναυτιλιακές εταιρίες έδειξαν ενδιαφέρον για κάθε είδος ομολόγων από τα απλά (plain vanilla¹²) έως τα πιο σύνθετα μετατρέψιμα ομόλογα (convertible bonds) και τα δομημένα (structured bonds). Η διεθνής αγορά ομολόγων, αποτελείται από την αγορά Ευρωομολόγων, τις αγορές ξένων ομολόγων και τις εγχώριες αγορές ομολόγων (όπως των ΗΠΑ και της Ιαπωνίας) στις οποίες συμμετέχουν ενεργά επενδυτές σε παγκόσμια ομόλογα. Παρακάτω παρουσιάζονται οι διακρίσεις των ομολόγων:

¹²

Plain vanilla: είναι η πιο βασική ή τυπική έκδοση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, συνήθως δικαιωμάτων προαίρεσης, ομόλογου, συμβόλαιου μελλοντικής εκπλήρωσης και ανταλλαγής. Είναι το αντίθετο από ένα exotic instrument, το οποίο μεταβάλλει τα συστατικά ενός παραδοσιακού χρηματοπιστωτικού μέσου, οδηγώντας σε ένα ποιο σύνθετο προϊόν.

Εταιρικά ομόλογα (corporate bonds): είναι οι πιο απλές μορφές ομολόγων και από τα πιο απλά «εργαλεία» των αγορών κεφαλαίου. Η επιχείρηση μπορεί είτε να εκδώσει το ομόλογο απευθείας ή να χρησιμοποιήσει μία offshore δομή όπου τα ομόλογα θα εκδοθούν από ένα «όχημα ειδικού σκοπού» (SPV), το οποίο έχει ιδρυθεί σε ένα υπεράκτιο κέντρο με την ναυτιλιακή εταιρία να εγγυάται την αποπληρωμή των επενδυτών από το SPV. Η υπεράκτια δομή μπορεί να παρέχει φορολογικές ελαφρύνσεις και να διεξάγει την εταιρική διαχείριση καθώς και να καταστήσει τη διαδικασία τυπικής αποδοχής από πλευράς έκδοσης ομολόγων λιγότερο δυσκίνητη για την επιχείρηση. Ακόμη τα "plain vanilla" ομόλογα δεν απαιτούν να υπερφορτώνεται η ναυτιλιακή εταιρία με πάγια, αφού οι επενδυτές στις περισσότερες περιπτώσεις δεν απαιτούν εγγύηση, γεγονός που δίνει πλεονέκτημα σε αυτόν τον τρόπο δανεισμού σε σχέση με τον τραπεζικό.

Μετατρέψιμα ομόλογα (convertible bonds): η αναζήτηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων για εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης οδήγησε στη δημιουργία πιο σύνθετων ομολόγων όπως τα μετατρέψιμα σε μετοχές κατά βούληση του επενδυτή, εκδότη ή υποχρεωτικά. Η επιθυμία των επενδυτών για μετατρέψιμα ομόλογα εξαρτάται από την κατάσταση των χρηματιστηρίων. Παρόλα αυτά το πρόσφατο παρελθόν έχει δείξει ότι οι ναυτιλιακές έχουν εκδώσει περιορισμένο αριθμό τέτοιων ομολόγων. Τέτοια παραδείγματα είναι τα ομόλογα ύψους 125 εκατομμυρίων δολαρίων που εκδόθηκαν από την BLT Finance B.V, το 2007, μετατρέψιμα σε κοινές μετοχές, τα 110 εκατομμύρια δολάρια μετατρέψιμων ομολόγων που εκδόθηκαν από την Genco Shipping & Trading Limited in 2010 και τα ομόλογα αξίας 150 εκατομμυρίων δολαρίων που εκδόθηκαν από την Hanjin Shipping Co., Ltd το 2011 (Norton Rose Fulbright, February 2012). Αυτού του είδους τα ομόλογα, δίνουν το δικαίωμα στον επενδυτή να μετατρέψει το χρέος σε νεοεκδιδόμενες μετοχές προς όφελος του εκδότη ή άλλης επιχείρησης θυγατρικής, της εκδότριας. Υπάρχουν πληθώρα μορφών τέτοιων ομολόγων που η μετατρεψιμότητα τους είναι προαιρετική ή επιβαλλόμενη από τυχαία γεγονότα όπως η διεξαγωγή αρχικής δημόσιας προσφοράς. Τα μετατρέψιμα ομόλογα μπορεί να είναι ελκυστική επιλογή για τις ναυτιλιακές εταιρίες λόγω των χαμηλών τοκομεριδίων σε σχέση με τα συμβατικά ομόλογα. Επίσης δίνουν τη δυνατότητα στις ναυτιλιακές εταιρίες να αναβάλλουν την δημιουργία μετοχικού κεφαλαίου ώσπου η αξία της μετοχής να είναι ελκυστική για τους επενδυτές ώστε να επιλέξουν τη μετατροπή σε μετοχικό κεφάλαιο. Οι επενδυτές μπορούν να έχουν επιπλέον όφελος για να αντισταθμίσουν τον επενδυτικό κίνδυνο, το οποίο είναι να συλλέξουν το τοκομερίδιο τους κατά τη διάρκεια ζωής του ομολόγου ώστε να επωφεληθούν από μία πιθανή ανατίμηση του κεφαλαίου, εάν οι μετοχές

διαπραγματευθούν σωστά στην αγορά. Από την άλλη πλευρά, η διαδικασία έγκρισης μπορεί να αποβεί δυσκίνητη για τον εκδότη επειδή εξαρτάται από τη χρησιμοποιούμενη δομή και τη νομοθεσία που την διακατέχει, όπου ο εκδότης μπορεί να χρειάζεται έγκριση από το μέτοχο για έκδοση είτε ομολόγων είτε τη μετατροπή τους σε μετοχές και έγκριση από τις εποπτικές αρχές της κεφαλαιαγοράς για την δικαιοδοσία ενσωμάτωσης τους.

Covered bonds: είναι προσφιλή προς τους επενδυτές αφού τα χρεόγραφα υποστηρίζονται από περιουσιακά στοιχεία όπως υποθήκες ή εμπορικά δάνεια, όπου σε περίπτωση χρεοκοπίας του εκδότη, οι επενδυτές όχι μόνο θα αξιώσουν τις αποζημιώσεις τους αλλά θα συμμετέχουν και στην εκποίηση και ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων. Για αυτό το λόγο, τα covered bonds επιτρέπουν στους εκδότες να συμφωνήσουν σε ένα πιο ευνοϊκό τοκομερίδιο.

Δομημένα ομόλογα εκτός ισολογισμού (off-balance sheets structured bonds):

Μέσω αυτών των δομημένων ομολόγων, οι τράπεζες που κατέχουν ναυτιλιακά χαρτοφυλάκια μπορούν να αναχρηματοδοτήσουν αυτά τα περιουσιακά στοιχεία μεταφέροντας τα τραπεζικά σε μία υπεράκτια εταιρία η οποία με τη σειρά της θα χρηματοδοτήσει την απόκτηση του χαρτοφυλακίου της μέσω έκδοσης εξασφαλισμένων ομολόγων. Οι τράπεζες εξακολουθούν να εξυπηρετούν τα περιουσιακά στοιχεία εκ μέρους του εκδότη και έτσι δεν χάνουν τη σχέση με τον πελάτη τους. Οι ναυτιλιακές εταιρίες μπορούν να χρησιμοποιήσουν αυτά τα δομημένα ομόλογα για να χρηματοδοτήσουν ή να αναχρηματοδοτήσουν πλοία ή να εξασφαλίσουν τις ταμιακές ροές τους που προκύπτουν από τα ναυλοσύμφωνα. Αυτές οι δομές ομολόγων είναι ιδιαίτερα ευέλικτες ώστε να προσαρμόζονται στις ανάγκες των τραπεζών που τα εκδίδουν ή των ναυτιλιακών εταιριών και στις απαιτήσεις των εκάστοτε επενδυτών.

Sukuk: ολοκληρώνοντας αυτήν την κατηγοριοποίηση των ομολόγων, κρίνεται απαραίτητο να γίνει αναφορά σε μία άλλη μορφή ομολόγου που αφορά τα ισλαμικά κράτη και τη χρηματοδότηση των ναυτιλιακών εταιριών τους. Είναι ιδιαίτερα σύνθετες δομές, που στηρίζονται στη χρήση υποκείμενων στοιχείων των ενσώματων παγίων που χρησιμοποιούνται για να παράγουν τις ταμιακές ροές που χρειάζονται για να αποδοθούν τα κέρδη των επενδυτών τηρουμένου του νομοθετικού πλαισίου που έχει τεθεί και των αρχών του Shariah. Τέτοιες δομές είναι: 1) Sukuk-al-Ijara, 2) Sukuk-al-Mudaraba και 3) Sukuk-al-Wakala. Αν και τα επιτόκια της αγοράς ομολόγων είναι υψηλότερα από ότι αυτά των εμπορικών τραπεζών, τα ομόλογα εμπεριέχουν το πλεονέκτημα να εκδίδονται για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από ότι τα τραπεζικά δάνεια. Αυτό μπορεί να είναι ιδιαίτερα ελκυστικό στις εταιρίες εξόρυξης υδρογονανθράκων οι οποίες ζητάνε σχετικά υψηλές

κεφαλαιακές αποδόσεις μακροπρόθεσμες για να χρηματοδοτήσουν την αγορά, εγκατάσταση και λειτουργία των πλατφορμών και των πλωτών μονάδων φορτοεκφόρτωσης (floating production storage offloading units – FPSOs. Τα μετατρέψιμα ομόλογα είναι μία ελκυστική εναλλακτική για ναυτιλιακές εταιρίες λόγω της εύκολης μετατρεψιμότητάς τους σε μετοχές και των χαμηλότερων επιτοκίων και επίσης επιτρέπει στις ναυτιλιακές εταιρίες να αναβάλλουν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου σε συνθήκες όπου η αξία μετοχών είναι υποεκτιμημένη για οποιοδήποτε λόγο, συμπεριλαμβανομένων των δυσμενών συνθηκών της αγοράς. Τα μετατρέψιμα ομόλογα μπορεί να ελκύουν επενδυτές επειδή τους επιτρέπουν να αντισταθμίζουν τον επενδυτικό κίνδυνο ενώ ταυτόχρονα επωφελούνται από τις κεφαλαιακές αποδόσεις των μετοχών.

Τα covered bonds παρέχουν στους επενδυτές τη δυνατότητα να ανταμειφθούν από τα περιουσιακά στοιχεία ή να καλύψουν τα ομόλογα σε περίπτωση χρεοκοπίας του εκδότη. Η έκδοση των covered bonds από τις ναυτιλιακές εταιρίες είναι λιγότερο συχνή αλλά είναι άλλο ένα παράδειγμα εναλλακτικής μορφής χρηματοδότησης. Οι χρηματοδότες ναυτιλιακών εταιριών μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα δάνεια ως εξασφαλίσεις για τα covered bonds και να τα περιορίσουν για να μπορέσει ο εκδότης των ομολόγων να επιτύχει υψηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση από αυτήν που ήδη έχει η εταιρία του. Για παράδειγμα, η γερμανική HSH Nordbank εξέδωσε το πρώτο covered bond για ναυτιλιακό δάνειο το 2008, ποσού 1 δις δολαρίων και μετέπειτα το 2010 εξέδωσε ένα δεύτερο αξίας 500 εκατομμυρίων δολαρίων. Τα covered bonds προσελκύουν επενδυτές επειδή οι εξασφαλίσεις είναι προκαθορισμένες και μπορούν να χρησιμοποιηθούν εάν ο εκδότης χρεοκοπήσει για να πληρωθούν οι επενδυτές από αυτά.

Μία άλλη διάκριση των ομολόγων είναι σε: 1) baby bonds και 2) perpetual bonds.

Έκδοση ομολόγων: Baby bonds (ομόλογα μικρής αξίας)

Πλεονεκτήματα:

- Πρόσβαση στη βάση μικροεπενδυτών, επικεντρωμένη σε προϊόντα απόδοσης
- Οι υπάρχοντες μέτοχοι δεν παραχωρούν κομμάτι της ιδιοκτησίας τους
- Αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας δεν είναι απαραίτητη για την πρόσβαση στην αγορά
- Ικανότητα αποτελεσματικής πρόσβασης σε μικρότερο μέγεθος σε σχέση με την αγορά ομολόγων.

Σημεία προς εξέταση:

- Περιορισμένη δυνατότητα πρόσβασης στα θεσμικούς επενδυτές, χωρίς αξιολόγηση
- Περιορισμένη έκταση έκδοσης σχετικά με άλλες εκδόσεις

Perpetual Bonds (ομόλογα στο διηνεκές):

Πλεονεκτήματα:

- Οι υπάρχοντες μέτοχοι δεν παραχωρούν κομμάτι της ιδιοκτησίας τους,
- Κεφάλαιο που παραχωρείται στο διηνεκές χωρίς προκαθορισμένη λήξη, το οποίο καθίσταται απαιτητό συνήθως εντός πενταετίας,
- Δεν απαιτείται υψηλός βαθμός πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Σημεία προς εξέταση:

- Σε γενικές γραμμές αυτού του είδους η χρηματοδότηση έχει μεγαλύτερο χρηματοοικονομικό κόστος καθώς οι δανειστές συνήθως ζητούν μεγαλύτερες αποδόσεις,
- Τέτοιου είδους δανειοδοτήσεις εκλαμβάνονται ως από λοιπούς επενδυτές και αξιολογητές σαν δανειοδοτήσεις χωρίς εξασφάλιση.

ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ (MEZZANINE FINANCE)

Η ενδιάμεση χρηματοδότηση είναι ένας συνδυασμός δανεισμού και έκδοσης μετοχών, η οποία δίνει στον δανειστή το δικαίωμα να τη μετατρέψει σε ιδιοκτησία της εταιρίας ή σε μετοχικό κεφάλαιο μέσα στην εταιρία σε περίπτωση χρεοκοπίας, αφού πρώτα αποπληρωθούν οι εταιρίες που έχουν παράσχει κεφάλαιο (venture capital companies) και οι λοιποί δανειστές. Η ενδιάμεση χρηματοδότηση, συχνά ολοκληρώνεται μετά από σύντομο οικονομοτεχνικό έλεγχο από την πλευρά του δανειστή και ελάχιστες ή μηδενικές εξασφαλίσεις από την πλευρά του δανειζόμενου, η οποία καταχωρείται στον ισολογισμό της επιχείρησης ως κατηγορία ιδίων κεφαλαίων.

Για να προσελκύσει ενδιάμεση χρηματοδότηση, μία επιχείρηση, συχνά πρέπει να έχει επιδείξει ένα ιστορικό καλής φήμης, σταθερής κερδοφορίας και ένα βιώσιμο επιχειρηματικό σχέδιο ανάπτυξης με διεύρυνση στόλου, με απόκτηση άλλων επιχειρήσεων ή με αρχική δημόσια προσφορά (IPO). Ένα τυπικό επιτόκιο ενδιάμεσης χρηματοδότησης είναι 12% με 20%, που την καθιστά μια μορφή χρηματοδότησης υψηλού κινδύνου, δυνητικά υψηλής απόδοσης από τους δανειστές. Η ενδιάμεση χρηματοδότηση τυπικά αντικαθιστά μέρος του κεφαλαίου το οποίο διαφορετικά θα έπρεπε να παρέχουν οι επενδυτές μετοχών.

- Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της ενδιάμεσης χρηματοδότησης:

Η ενδιάμεση χρηματοδότηση μπορεί να οδηγήσει τους δανειστές να κερδίσουν μετοχές ή το δικαίωμα να αγοράσουν μετοχές σε σταθερή τιμή μελλοντικά. Αυτό μπορεί να αυξήσει σημαντικά το ποσοστό απόδοσης των επενδυτών (Rate of Return -ROR). Επιπλέον, οι πάροχοι ενδιάμεσης χρηματοδότησης λαμβάνουν πληρωμές τόκων οριζόμενες από την σύμβαση μηνιαίως, τριμηνιαίως ή ετησίως.

Οι δανειζόμενοι προτιμούν την ενδιάμεση χρηματοδότηση επειδή ένα μέρος του επιτοκίου εκπίπτει από τη φορολογία. Επίσης, αυτού του είδους η χρηματοδότηση είναι πιο εύκολα διαχειρίσιμη από άλλες δανειακές δομές επειδή οι δανειζόμενοι μπορούν να υπολογίσουν το επιτόκιο τους από το υπόλοιπο του δανείου. Εάν ένας δανειζόμενος δεν μπορεί να προβεί σε μία προγραμματισμένη πληρωμή τόκου, μέρος αυτού ή ολόκληρο το ποσό του μπορεί να επαναπροσδιοριστεί. Αυτή η εναλλακτική ουσιαστικά δεν υπάρχει σε άλλη μορφή δανεισμού. Επιπροσθέτως, μία ναυτιλιακή εταιρία που αναπτύσσεται γρήγορα, μεγαλώνει την εταιρική αξία της και αναδομεί την ενδιάμεση χρηματοδότηση σε ένα κύριο δάνειο με χαμηλότερο επιτόκιο, οφελούμενη έτσι μακροπρόθεσμα σε δαπάνες τόκων.

Ωστόσο, όταν εξασφαλίζουν ενδιάμεση χρηματοδότηση οι πλοιοκτήτριες εταιρίες, θυσιάζουν μέρος του ελέγχου των κεφαλαίων τους. Επίσης, όσο περισσότερο διαρκεί η ενδιάμεση χρηματοδότηση, τόσο περισσότερο πληρώνουν σε τόκους.

ΙΔΙΩΤΙΚΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (PRIVATE EQUITY FUNDS)

Η χρηματοδότηση από ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια, που χρησιμοποιήθηκε τα προηγούμενα χρόνια, κάλυψαν κάποια κενά σε αναγκαία κεφάλαια για τον ναυτιλιακό τομέα, είτε με την παροχή κεφαλαιακής ανάπτυξης, είτε με το να παρέχουν κεφάλαια σε συνδυασμό με αναδόμηση των επιχειρήσεων όταν αυτές το χρειάζονταν. Ωστόσο, η μέθοδος αυτή χρηματοδότησης παρουσιάζει μία μείωση κατά τη διάρκεια της κρίσης στη ναυτιλία επειδή πολλές επιχειρήσεις περίμεναν επαναφορά των αγορών των ναύλων σε ανοδικά επίπεδα, την αύξηση της αξίας των πλοίων ώστε να αποβούν οι επενδύσεις τους σε κεφάλαια κερδοφόρες, κάτι που τελικά δε συνέβη και οι επιχειρήσεις αυτές ασχολήθηκαν με νέα σχέδια χρηματοδότησης άλλων τομέων. Αξίζει να σημειωθεί ότι αυτή η αλλαγή ενδιαφέροντος από τις εταιρίες ιδιωτικών κεφαλαίων δημιούργησε μία μείωση χρηματοδότησης του κλάδου της ναυτιλίας. Το κενό αυτό καλύφθηκε κυρίως με τον παραδοσιακό τραπεζικό δανεισμό. Ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια επένδυσαν δεκάδες δισεκατομμύρια δολάρια στην ναυτιλία μετά το 2008 αλλά η μείωση ζήτησης της Κίνας και η υπερπροσφορά πλοίων οδήγησαν σε πτώση τα ναύλα και οδήγησαν κάποιες εταιρίες σε παύση λειτουργίας.

Η πιο σημαντική πτυχή χρηματοδότησης από ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια είναι οι συγκεχυμένοι και δαπανηροί όροι αποπληρωμής. Το βασικότερο μειονέκτημα τους είναι ότι σε αντίθεση με τα τραπεζικά δάνεια δεν έχουν σταθερούς όρους αποπληρωμής και δεν εμπίπτουν σε κανένα πεδίο εφαρμογής τυπικών κανόνων.

ΝΑΥΠΗΓΙΚΕΣ ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ:

Σε μερικές χώρες είναι κοινή πρακτική να χρηματοδοτεί τον αγοραστή (πλοιοκτήτη) η γιάρδα στην οποία κτίζεται το πλοίο παρά ο κρατικός πιστωτικός οργανισμός ή η τράπεζα. Παρόλα αυτά, ένα μέρος ή και ολόκληρο το ποσό χρηματοδότησης της γιάρδας μπορεί να προέρχεται από την κυβέρνηση της εκάστοτε χώρας.

Μία τυπική συναλλαγή ναυπηγικής πίστωσης μπορεί να περιγραφεί ως εξής:

(i) Ο αγοραστής έρχεται σε συμφωνία για την κατασκευή ενός πλοίου, σύμφωνα με την οποία μέρος της αξίας του συμφωνηθέντος τιμήματος (για παράδειγμα 25%) αποπληρώνεται σε δόσεις κατά τη διάρκεια της κατασκευής και μετά την παράδοση το υπόλοιπο ποσό (75%) αποπληρώνεται σταδιακά σε δόσεις, στην προκαθορισμένη διάρκεια, συμπεριλαμβανομένου και του επιτοκίου. Αυτή είναι η πίστωση της κατασκευάστριας εταιρίας του πλοίου, την οποία λαμβάνει ο αγοραστής από τον κατασκευαστή και τον διευκολύνει αναβάλλοντας την αποπληρωμή του τιμήματος για κάποια χρονικό διάστημα.

(ii) Η πίστωση προς τον πλοιοκτήτη μπορεί να πραγματοποιηθεί με την έκδοση μίας ή περισσότερων σειρών γραμματίων τα οποία περιλαμβάνουν τόσο το ποσό όσο και τις ημερομηνίες αποπληρωμής, σύμφωνα με τις δόσεις του συμφωνηθέντος τιμήματος κατασκευής του πλοίου. Τα γραμμάτια λογικά περιέχουν χαμηλότερα επιτόκια από αυτά της αγοράς ή τουλάχιστον όχι υψηλότερα από την στιγμή που υπογράφηκε η συμφωνία.

(iii) Ο κατασκευαστής συχνά ζητά εξασφαλίσεις για τα γραμμάτια. Οι Κορεάτες και οι Ιάπωνες κατασκευαστές ζητούν ως εγγυητές μεγάλες διεθνείς τράπεζες. Κάποιοι κατασκευαστές σε μερικές χώρες μπορεί να δέχονται άλλες μορφές εξασφαλίσεων για να χρηματοδοτήσουν τους πλοιοκτήτες, όπως υποθήκη στο πλοίο τη στιγμή της παράδοσης του. Ωστόσο στις Ασιατικές χώρες οι περισσότερες γιάρδες ζητούν ως εγγυητή τράπεζα.

(iv) Ο κατασκευαστής επίσης, μπορεί να θέτει ως όρο του συμβολαίου μερικές φορές, να αποστέλλει η εγγυήτρια τράπεζα μία εγγυητική επιστολή για την αποπληρωμή των γραμματίων από τον πλοιοκτήτη. Αυτή η επιστολή αποστέλλεται συνήθως τη στιγμή παράδοσης του πλοίου.

(v) Η εγγυήτρια τράπεζα εισέρχεται σε συμφωνία με τον πλοιοκτήτη, εφόσον αυτός σαν αγοραστής συμφωνήσει να αποζημιώσει την τράπεζα εγγυητή έναντι οποιωνδήποτε υποχρεώσεων αυτή αναλαμβάνει, ή ζημιές που υφίσταται υπό οποιαδήποτε επιστολή

δέσμευσης και κάτω από την ίδια την εγγύηση. Η συμφωνία αυτή της εγγύησης χρησιμεύει ως διασφάλιση της κατασκευάστριας εταιρίας. Εάν η τράπεζα εγγυητής θεωρεί ότι εκτίθεται σε κίνδυνο από την επιστολή δέσμευσης, μπορεί να ζητήσει την εκχώρηση πριν από την παράδοση της σύμβασης ναυπήγησης όλων το δικαιωμάτων που ενέχονται σε αυτή για τον αγοραστή. Η εγγυήτρια τράπεζα θα λάβει υποθήκη στο πλοίο κατά την παράδοση του όπως και πιθανώς να γίνει ανάδοχος σε μελλοντικά έσοδα από ναυλοσύμφωνα. Η τράπεζα εγγυητής μπορεί επίσης να ζητήσει πρόσθετες εξασφαλίσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4ο: ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΜΟΡΦΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΜΕ ΟΡΚΩΤΟ ΕΛΕΓΚΤΗ

Σε συνέχεια των όσων αναφέρθηκαν παραπάνω, παρατίθενται σε αυτό το κεφάλαιο στοιχεία που προήλθαν έπειτα από συνομιλία με Ορκωτό Ελεγκτή/Λογιστή.

Έπειτα από σχετική ερώτηση για τις μεταβολές στις πηγές χρηματοδότησης κατά την διάρκεια της οικονομικής κρίσης, αναφέρθηκε στην μετάβαση από την αμιγώς παρεχόμενη χρηματοδότηση σε ναυτιλιακές επιχειρήσεις από τις τράπεζες, σε χρηματοδότηση μέσω εισαγωγής σε διεθνή χρηματιστήρια, με επίτευξη αρχικής δημόσιας προσφοράς (IPO), όπως της Νέας Υόρκης (NASDAQ) κυρίως και της του Λονδίνου δευτερευόντως. Η τάση αυτή ξεκίνησε από τη δεκαετία του 2000 και κορυφώθηκε από το 2010 και μετά, όποτε και περιορίστηκε ως ένα βαθμό η δανειακή χρηματοδότηση λόγω της χρηματοοικονομικής κρίσης. Ο αριθμός των εισηγμένων

ελληνικών εταιριών στα ξένα χρηματιστήρια έφτασε τις 28, οι οποίες παρατίθενται στο παράρτημα της εργασίας.

Πιο συγκεκριμένα, το 2010 έλαβαν χώρα 168 IPOs, το 2011-> 134, το 2012 -> 146 και το 2013 ->238 IPOs. Από τις αρχές του 2011 έως το 2014, πραγματοποιήθηκαν 518 δημόσιες προσφορές που αποτυπώνουν την τάση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων να αντλούν χρηματοδότηση από τα διεθνή χρηματιστήρια.

Επεκτεινόμενος στους παράγοντες που διαμορφώνουν μια επιτυχημένη αρχική προσφορά, ανέφερε τα παρακάτω:

Με βάση την εταιρία:

Ευδιάκριτη εταιρική οργάνωση και δομή

- Δυνατή και ικανή ομάδα διοίκησης
- Διαφοροποίηση από τους ανταγωνιστές
- Ελκυστική μερισματική πολιτική

Με βάση τις συνθήκες της αγοράς:

- Υψηλά επίπεδα ναύλων
- Ισχυρά θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη που διαμορφώνουν θετικούς συσχετισμούς ζήτησης
- Θετικοί συσχετισμοί διαθέσιμου στόλου

Με βάση τις συνθήκες κεφαλαιαγορών:

- Θετικό κλίμα με χαμηλή μεταβλητότητα στις αγορές αξιογράφων
- Ύπαρξη συναλλαγών αξιογράφων σε συναφείς με την ναυτιλία αγορές
- Καλό προσδόκιμο θεμελιωδών μεγεθών οικονομίας

Οι καλές επιδόσεις των αγορών κεφαλαίου σε σχέση με τη ναυτιλία κορυφώθηκαν το 2013 και 2014 αφού η παγκόσμια κερδοφορία και οι προοπτικές συνέχισαν να βελτιώνονται, με τις ανεπτυγμένες οικονομίες να ενδυναμώνονται σταδιακά χωρίς να δημιουργούνται νέα στοιχεία ύφεσης. Το 2013 καθώς οι αγορές κεφαλαίου στις ΗΠΑ είχαν επανακάμψει, στην Ευρώπη το ΑΕΠ είχε μία μικρή μείωση, οι Ιαπωνικές εταιρίες απέφεραν ανάπτυξη 2% και το Κινεζικό ΑΕΠ παρουσίασε 7,7% ανάπτυξη, το 2013 παρότι τα προηγούμενα χρόνια είχε μετριαστεί. Ειδικότερα, στις κεφαλαιαγορές των Ηνωμένων Πολιτειών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι αρχικές δημόσιες προσφορές

ξεπέρασαν και σε όγκο και σε αξία αυτές του 2013, όπως και οι αγορές ομολόγων και λοιπών χρεογράφων γνώρισαν επίπεδα ρεκόρ υψηλών επενδύσεων πλησιάζοντας τα αντίστοιχα του 2012.

Στη συνέχεια ο συνεντευξιαζόμενος αναφέρθηκε στη συμβολή των hedge funds, της ενδιάμεσης χρηματοδότησης, της χρηματοδοτικής μίσθωσης και των ναυτιλιακών δανείων στη ναυτιλιακή χρηματοδότηση τα τελευταία χρόνια, επισημαίνοντας ότι αν και έχουν αναπτυχθεί αρκετά τα τελευταία χρόνια, η συμβολή τους είναι περιορισμένη σε σχέση με την τραπεζική χρηματοδότηση και αυτή των κεφαλαιαγορών.

Ιδιαίτερη αναφορά έγινε στην χρηματοδότηση μέσω ομολογιακών δανείων, έναν τρόπο χρηματοδότησης που εμφανίστηκε τη δεκαετία του 1990 στις ΗΠΑ λόγω της σημαντικής μείωσης των ναύλων εκείνη την περίοδο και της αύξησης των επιτοκίων.

Η παγκόσμια οικονομία άρχισε τότε να κερδίζει έδαφος καθώς οι επιχειρήσεις είχαν περιορίσει τις δαπάνες τους τα προηγούμενα χρόνια, προσαρμόσαν τους ισολογισμούς τους και επεκτάθηκαν τελικά το 2014. Ωστόσο, οι παγκόσμιες μακροοικονομικές επιρροές όπως αύξηση επιτοκίων η αστάθεια των ξένων αγορών και η αστάθεια στη Μέση Ανατολή, επηρέασαν τις αγορές μετοχών.

Η συνεχής αύξηση των ναύλων της δεκαετίας του 2000 προσέλκυσε ευκαιριακούς χρηματοδότες και επενδυτές. Οι τράπεζες αναλάμβαναν υποτιμημένους και μη επαρκώς καλυμμένους κινδύνους λόγω του έντονου ανταγωνισμού. Αυτό σε συνδυασμό με το φθινό χρήμα τροφοδότησε την υπερεπένδυση με συνέπεια την τρέχουσα υπερπροσφορά τονάζ. Ο αυξημένος πιστωτικός κίνδυνος οδήγησε σε μη εξυπηρετούμενα ναυτιλιακά δάνεια.

Ερωτούμενος για τους παράγοντες που καθιστούν ένα ναυτιλιακό δάνειο επισφαλές, παρέθεσε τους παρακάτω:

- Τα έξοδα του δανείου
- Το ποσοστό των αδρανών πλοίων σε σχέση με το σύνολο του παρεχόμενου στόλου
- Ο τρόπος νάυλωσης που ακολουθεί η κάθε εταιρία (time charter ή spot) και
- Τη διαφορά του “on the spot” ναύλου από τον συνολικό ετήσιο ναύλο

Οι λανθασμένες αυτές χρηματοπιστωτικές πολιτικές των τραπεζών τα προηγούμενα χρόνια τις οδήγησαν σε εκκαθάριση μεγάλου μέρους των ναυτιλιακών χαρτοφυλακίων τους και φυσικά στην μείωση της ναυτιλιακής χρηματοδότησης.

Όταν του ζητήθηκε να εκτιμήσει τις συνθήκες που θα επικρατήσουν μελλοντικά στην ναυτιλιακή χρηματοδότηση, αναφέρθηκε αρχικά στις συνθήκες της Βασιλείας II, III & IV που καθορίζουν τις αρχές πιστωτικού ελέγχου και τους κανονισμούς που ισχύουν για τη χορήγηση ναυτιλιακών δανείων από τις τράπεζες σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια, τους δείκτες μόχλευσης και τη ρευστότητα. Η χρηματοδότηση μέσω τραπεζών θα γίνει μελλοντικά πιο δυσχερής επειδή οι απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας θα μεταβάλλονται κατά τη διάρκεια ενός δανείου επιβαρύνοντας την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων μίας τράπεζας, με άμεση συνέπεια το όποιο πρόσθετο κόστος τελικά να μετακυλιέται στον πελάτη (πλοιοκτήτη). Επιπλέον η πιο πρόσφατη τραπεζική οδηγία (Basel IV) ορίζει την τραπεζική εποπτεία σε μια ενιαία αρχή εξυγίανσης σε πανευρωπαϊκό επίπεδο και στοχεύει στην μείωση της εκκρεμούς κάλυψης καταθέσεων. Οι επερχόμενοι κανόνες αποσκοπούν στη θωράκιση των τραπεζών, την κάλυψη των τρεχουσών ή μελλοντικών τους ζημιών, τη διασφάλιση των καταθέσεων και τη δημιουργία υγιούς περιβάλλοντος λειτουργίας. Ωστόσο, βραχυπρόθεσμα έχει συνέπειες στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών και άρα στην εταιρική χρηματοδότηση και τους όρους τους. Αυτό συνεπάγεται ότι θα περιορισθεί η ναυτιλιακή χρηματοδότηση μέσω τραπεζών και θα ενισχυθούν οι εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης, όπως private equity funds, limited partnerships και private funds.

Μελλοντικά, οι μεγαλύτεροι πλοιοκτήτες θα επιδιώξουν ένα επιχειρησιακό μοντέλο με σημαντικούς πελάτες χωρίς διαμεσολαβητές (brokers). Θα διαθέτουν τους πόρους και την ικανότητα να παρέχουν ευέλικτες εφοδιαστικές λύσεις και θα αναπτύξουν πιο ισορροπημένες και αξιόπιστες μακροχρόνιες σχέσεις με τους πελάτες τους με αποτέλεσμα να ενδυναμωθούν σε επίπεδο διαπραγματεύσεων.

Ταυτόχρονα, οι ισχυροί πελάτες θα επιθυμούν να συνεργάζονται απευθείας με λιγότερους πλοιοκτήτες, ο καθένας από τους οποίους θα μπορεί να τους παρέχει ένα σημαντικό μέρος διακίνησης των προϊόντων τους.

Οι βασικοί μέτοχοι των μεγάλων ναυτιλιακών εταιριών, θα αναζητούν ένα πιο εκλεπτυσμένο επιχειρησιακό μοντέλο, περισσότερο επικεντρωμένο στη διαχείριση κινδύνου. Θα υιοθετήσουν την διαχείριση κινδύνου με διάφορους τρόπους, μερικοί από τους οποίους είναι:

- Μέσω της διαθεσιμότητας πληροφοριών καλύτερης ποιότητας, με βαθύτερη γνώση της αγοράς και με βελτιωμένη ικανότητα πρόβλεψης. Αυτό θα βοηθήσει τις εταιρίες να επιτύχουν μία βαθύτερη κατανόηση των πελατών και της αγοράς και σε τελική ανάλυση καλύτερη υποστήριξη εναπόθεσης πόρων και απόκτησης αποφάσεων.
- Με την εφαρμογή στρατηγικής χαρτοφυλακίου. Οι πλοιοκτήτριες εταιρίες θα επιθυμούν να αποκτήσουν περισσότερα χρονοναυλοσύμφωνα (time charters) ώστε να εξασφαλίσουν σταθερές ταμειακές ροές για να διατηρήσουν το επιχειρείν τους σε περιόδους οικονομικής ύφεσης. Επίσης θα θέλουν να εξασφαλίσουν επαρκή διασπορά συναλλασσόμενων βεβαιώνοντας ότι δεν υπάρχει έκθεση σε έναν και μόνο πελάτη.
- Οι μεγαλύτεροι πλοιοκτήτες θα επιθυμούν όλο και περισσότερο να μειώνουν τον κίνδυνο και τις κεφαλαιακές ανάγκες με το να διαχειρίζονται ένα στόλο ομαδοποιημένων πλοίων.
- Σχετικά με τις εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, ο συνεντευξιαζόμενος ανέπτυξε τις θέσεις του κυρίως σχετικά με την εισαγωγή των ναυτιλιακών εταιριών στις οργανωμένες κεφαλαιαγορές με αρχική δημόσια προσφορά, αφού μετά τον παραδοσιακό τρόπο ανεύρεσης κεφαλαίων μέσω δανεισμού από τις τράπεζες, αποτελεί την κύρια τάση που ακολουθούν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις, τόσο οι Ελληνικές όσο και οι ξένες. Για την κατανόηση του τρόπου λειτουργίας αυτής της πηγής χρηματοδότησης, μας παρέιχε τα στοιχεία που ακολουθούν για το 2017 σε συσχέτισμό με το προηγούμενο έτος:
- Πιο συγκεκριμένα, η δραστηριότητα της αρχικής δημόσιας προσφοράς (IPO) στις ΗΠΑ, ανέκαμψε το 2017 σε σχέση με την χαμηλή κινητικότητα που επέδειξε το 2016, και το ενδιαφέρον για IPOs παραμένει ισχυρό.
- Κατά τη διάρκεια των πρώτων εννέα μηνών του 2017, πραγματοποιήθηκαν 113 IPOs, η αξία των οποίων ανήλθε σε 27,4 δισεκατομμύρια δολάρια. Αυτές ξεπέρασαν κατά πολύ την αξία των συνολικών IPOs που έλαβαν χώρα το 2016, η αξία των οποίων ανήλθε σε 21,3 δισεκατομμύρια δολάρια.

Παράρτημα από την έκδοση “ΕΥ IPO trends Q3 2017”

Markets

YTD 2017

Change on prior year

1,156

IPOs globally

▲ 59%

\$126.9b

proceeds

▲ 55%

Q3 2017

Change on prior year quarter

330

IPOs globally

▲ 21%

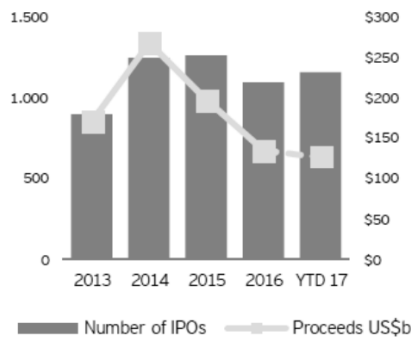
\$37.6b

proceeds

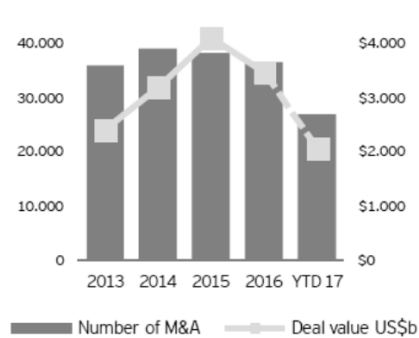
▼ 0.2%

All amounts in table are in US\$

IPO activity

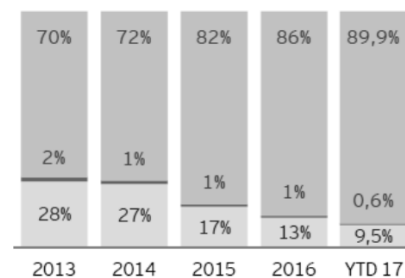
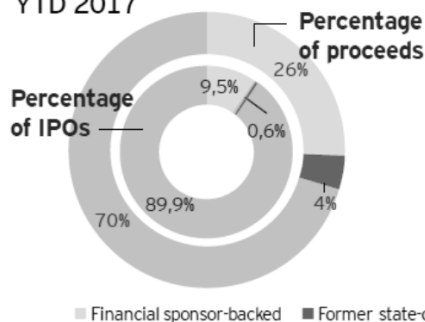


M&A activity



Sources of IPOs

YTD 2017



Figures may not total 100% due to rounding

Τα τελευταία 20 χρόνια, το σκηνικό των κεφαλαιαγορών στην Αμερική έχει αλλάξει κατά πολύ και πολλοί παράγοντες έχουν συνεισφέρει στη μείωση του αριθμού των IPOs, συμπεριλαμβανομένης και μιας σημαντικής ανάπτυξης στη διαθεσιμότητα των ιδιωτικών κεφαλαίων καθώς και νομοθετικών αλλαγών που οδήγησαν περισσότερες εταιρίες να παραμείνουν ιδιωτικές για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα λόγω του γεγονότος ότι είχαν επεκταθεί οι εξαιρέσεις καταχώρησης από τον SEC (Securities and Exchange Commission)¹³.

Η μακροχρόνια ύφεση στα IPOs μπορεί να αποδοθεί μερικώς στο γεγονός ότι οι μεγαλύτερες δημόσιες επιχειρήσεις εξαγοράζουν αναδυόμενες ιδιωτικές και μικρότερες

13

Securities and Exchange Commission, επιτροπή κεφαλαιαγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής

δημόσιες επιχειρήσεις. Αυτή η ύφεση προσέλκυσε την προσοχή του SEC που σχεδιάζει να επικεντρωθεί στην βελτίωση της ελκυστικότητας των Αμερικανικών κεφαλαιαγορών.

Στο παρελθόν, αναδυόμενες αναπτυσσόμενες εταιρίες (EGCs) και συγκεκριμένοι ξένοι ιδιωτικοί εκδότες (FPIs) μπορούσαν να υποβάλλουν το σχέδιο IPO στο SEC για επισκόπηση. Οι αναδυόμενες αναπτυσσόμενες εταιρίες (EGCs) συνέχισαν να κυριαρχούν στις αγορές αρχικών δημόσιων προσφορών το 2017, αποτελώντας το 86% των IPOs τους πρώτους εννέα μήνες.

Με το χρηματιστήριο αξιών των ΗΠΑ να καταγράφει ρεκόρ το 2017, περισσότερες εταιρίες κατευθύνθηκαν προς την ένταξή τους στο χρηματιστήριο. Το 2016 αντιθέτως, οι επιχειρήσεις ήταν πιο συγκρατημένες λόγω της πολιτικής αβεβαιότητας και της ευμετάβλητης αγοράς.

Τους πρώτους εννέα μήνες του 2017, υπήρχαν 43% περισσότερες αρχικές δημόσιες προσφορές από το αντίστοιχο χρονικό διάστημα του 2016, και δημιούργησαν τα διπλάσια κεφάλαια. Για παράδειγμα, η “Snap Inc.” ήταν η μεγαλύτερη αρχική δημόσια προσφορά τους πρώτους εννέα μήνες του 2017, εξασφαλίζοντας \$3.4 δισεκατομμύρια. Ωστόσο ήταν και η υψηλότερη αρχική δημόσια προσφορά από το 2014 και μετά, όταν η “Alibaba Group Holding Ltd” εξασφάλισε \$25 δισεκατομμύρια.

Παρότι το 2017 βέβαια αποδείχτηκε καλύτερο έτος από το 2016 σε ό,τι αφορά τα IPOs, παραμένει αρκετά χαμηλότερα από τα μεγέθη του 2014 και ακόμη πιο χαμηλά από τη δεκαετία του 1990.

Σύμφωνα με μία πρόσφατη ανάλυση της EY που αφορά τους πρώτους εννέα μήνες του 2017, η μακροχρόνια μείωση των αρχικών δημόσιων προσφορών στις ΗΠΑ αποδίδεται στις σημαντικές αλλαγές σε όσα αφορούν το δημόσιο και το ιδιωτικό ενδιαφέρον εξεύρεσης κεφαλαίων, κατά τη διάρκεια της τεχνολογικής εξέλιξης των δύο τελευταίων δεκαετιών. Για παράδειγμα, οι ιδιωτικές εταιρίες σήμερα έχουν μεγαλύτερη πρόσβαση στα κεφάλαια και μπορούν να αναπτυχθούν περισσότερο και να παραμείνουν ιδιωτικές για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, από ότι στο παρελθόν. Οι επιχειρήσεις που προέβησαν σε αρχική δημόσια προσφορά τα τελευταία χρόνια έχουν την τάση να είναι πιο ώριμες και να έχουν πιο στέρεες επιχειρηματικές προοπτικές, σε σύγκριση με αυτές της δεκαετίας του 1990.

Ο SEC σε μία πρόσφατη αναφορά που έκανε στο Κογκρέσο για τους εννέα μήνες του 2017, κατέθεσε ότι οι επιχειρήσεις εξασφάλισαν \$2.58 τρισεκατομμύρια περισσότερα κεφάλαια από το τραπεζικό ή άλλου είδους ιδιωτικό δανεισμό από ότι μέσω των IPOs από το 2010 έως το 2016.

Ο αριθμός των IPOs που υποστηρίχθηκαν από εταιρίες ιδιωτικών κεφαλαίων ή κεφάλαια επιχειρηματικού κεφαλαίου (venture capital funds) μειώθηκαν τα τελευταία χρόνια. Πιο συγκεκριμένα το 2017, τα ποσοστά αυτών των επιχειρήσεων ήταν 40% του συνόλου των IPOs, δηλαδή τα χαμηλότερα της 5ετίας.

Λόγω της παρατεταμένης περιόδου χαμηλών επιτοκίων στις ΗΠΑ, οι θεσμικοί επενδυτές (e.g., mutual funds, hedge funds, corporate venture capital funds, PE firms) ανέλαβαν ηθελημένα μεγαλύτερο κίνδυνο αναζητώντας υψηλότερα κέρδη από τις επενδύσεις σε ανερχόμενες ιδιωτικές επιχειρήσεις. Αυτή η τάση αύξησε ραγδαία την παροχή ιδιωτικών κεφαλαίων διαθέσιμων σε ανερχόμενες ιδιωτικές επιχειρήσεις, επιτρέποντάς τους να μείνουν ιδιωτικές για περισσότερο χρονικό διάστημα.

Τα τελευταία χρόνια, οι επιχειρήσεις που βασίστηκαν σε ξένες δικαιοδοσίες οι οποίες εξασφάλισαν κεφάλαια στο χρηματιστήριο αξιών των ΗΠΑ και αποκαλούνται cross-border offerings αποτέλεσαν σημαντικό γνώμονα της αγοράς αρχικών δημόσιων προσφορών. Το 2017, υπήρχαν 27 cross-border IPOs που αποτέλεσαν το ένα τέταρτο του συνολικού αριθμού IPOs and 16% των κεφαλαίων που εξασφαλίστηκαν. Τα πέντε τελευταία χρόνια, εταιρίες με βάση την Κίνα, το Ηνωμένο Βασίλειο και το Ισραήλ κατείχαν το μεγαλύτερο ποσοστό cross-border IPOs ίσως ΗΠΑ (περίπου 60%). Μετά από μία ήπια μείωση το 2016, οι cross-border δραστηριότητα επιταχύνθηκε το 2017, αφού οι Αμερικανικοί δείκτες έφτασαν τα υψηλότερα επίπεδα και η μεταβλητότητα της αγοράς παραμένει χαμηλή.

Τι θα επακολουθήσει?

Είναι σημαντικό να αναγνωρίσουμε ότι η μακροχρόνια μείωση του αριθμού των IPOs οφείλεται σε δυνάμεις της αγοράς και βασικές μακροοικονομικές αλλαγές, ώστε μόνο οι ρυθμιστικές αναθεωρήσεις να μην μπορούν εύκολα να αντιστρέψουν αυτή την τάση.

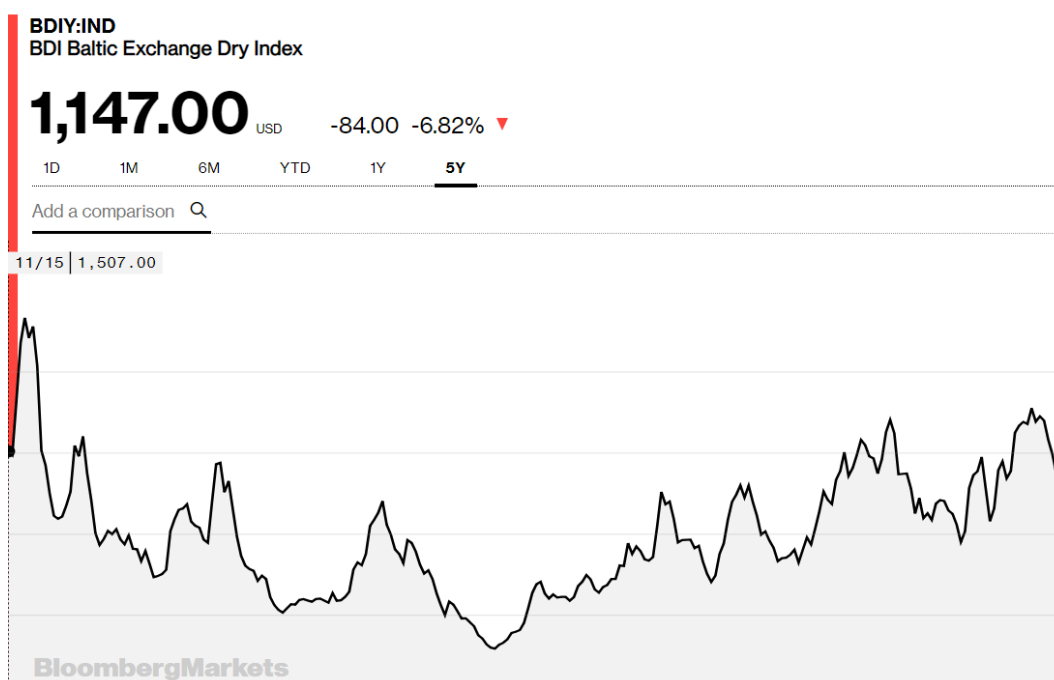
Ωστόσο, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συνεχίζει να διερευνά τις πρόσθετες ενέργειες που θα μπορούσε να αναλάβει, οι οποίες θα βοηθούσαν τις εταιρείες να γίνουν δημόσιες κατά τα προηγούμενα στάδια των κύκλων ανάπτυξής τους.

Το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ δημοσίευσε πρόσφατα μια λεπτομερή έκθεση που περιγράφει τους τρόπους με τους οποίους η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και άλλες ρυθμιστικές αρχές μπορούν να εκσυγχρονίσουν τη ρύθμιση των κεφαλαιαγορών.

Το προσωπικό της SEC επίσης συνεχίζει να αναθεωρεί τις απαιτήσεις γνωστοποίησης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στο πλαίσιο της πρωτοβουλίας για την αποτελεσματικότητα της γνωστοποίησης και όπως απαιτείται από το νόμο FAST. Το προσωπικό του SEC δήλωσε ότι η αλλαγή των απαιτήσεων γνωστοποίησης προκειμένου να καταστεί η συμμόρφωση λιγότερο επιβαρυντική για τις μικρότερες εταιρείες θα ωφελήσει τις κεφαλαιαγορές.

Τα σημάδια ανάπτυξης της ναυτιλίας δεν είναι αρκετά αισιόδοξα. Αν και ο δείκτης BalticDryIndex (BDI) τον τελευταίο καιρό είναι αυξημένος σχεδόν 100%, τα αποτελέσματα που παρουσιάζουν τα πλοία που μεταφέρουν ξηρά φορτία δεν είναι ενθαρρυντικά. Οι τιμές των πλοίων, ειδικά για τα πλοία ξηρού φορτίου, είναι πολύ χαμηλές. Εκτός από τη σημαντική πτώση της ναυλαγοράς, οι τιμές των πλοίων είναι σημαντικά επηρεασμένες από διάφορους παράγοντες, ο σημαντικότερος από τους οποίους είναι η διαθεσιμότητα κεφαλαίων χρηματοδότησης.

Διάγραμμα δείκτη αναφοράς για τα φορτηγά πλοία (BDI Index, 22/11/13 – 9/11/18)



Η χρηματοδότηση στον τομέα της ναυτιλίας εξακολουθεί να είναι αρκετά δαπανηρή. Οι περισσότερες ναυτιλιακές τράπεζες έχουν ήδη εγκαταλείψει τη ναυτιλία ή έχουν πουλήσει τα χαρτοφυλάκια που σχετίζονται με αυτήν.

Οι κεντρικές τράπεζες και οι διάφορες ρυθμιστικές αρχές ζητούν υψηλής πιστοληπτικής σημασίας περιουσιακά στοιχεία ως εγγύηση. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να πιέζουν τις τράπεζες να συμμετέχουν μόνο σε ιδιαίτερα ασφαλή επενδυτικά έργα. Από την πλευρά τους οι τράπεζες επέλεξαν συνήθως συμπυκνωμένο χρηματοπιστωτικό ρίσκο, ιδιαίτερα όταν τα επιτόκια ήταν χαμηλά. Αυτό οδήγησε τις τράπεζες να επικεντρωθούν σε συγκεκριμένες, μεγαλύτερες εταιρείες και έτσι να αποκλείεται η δυνατότητα χρηματοδότησης σε περισσότερες εταιρείες.

Για τους παραπάνω λόγους, οι ναυτιλιακές εταιρείες ολοένα και περισσότερο προσπαθούν να ανακαλύψουν εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης.

Οι οργανισμοί εξαγωγικών πιστώσεων είναι μια σταθερή πηγή χρηματοδότησης για τη ναυτιλιακή βιομηχανία, ιδιαίτερα όσον αφορά τις ναυτιλιακές εταιρείες οι οποίες παραγγέλλουν νέα πλοία στα ναυπηγεία της Ασίας. Οι οργανισμοί εξαγωγικών πιστώσεων σχετίζονται με ρυθμιστικούς φορείς της κυβέρνησης. Ο μεγαλύτερος στον κόσμο οργανισμός εξαγωγικών πιστώσεων είναι η Export Import Bank of China (CEXIM), η οποία ελέγχεται από την κινέζικη κυβέρνηση. Πριν από την οικονομική κρίση, οι οργανισμοί εξαγωγικών πιστώσεων αντιπροσώπευαν περίπου το 10% της χρηματοδότησης του χρέους της ναυτιλίας. Μέχρι περίπου το τέλος του 2015 το μερίδιό των οργανισμών εξαγωγικών πιστώσεων αυξήθηκε σε περισσότερο από 33%, το οποίο ανέρχεται σε US \$ 15 δισεκατομμύρια το χρόνο. Τον Ιούλιο του 2015, η CEXIM χρηματοδότησε τη γαλλική ναυτιλιακή CMA CGM, σε ποσό που ανερχόταν στα US \$ 1 δισεκατομμύριο.

Ο κλάδος της ναυτιλίας αποκτά ένα πρόσθετο πλεονέκτημα από τις κεφαλαιαγορές, δεδομένου του ότι είναι σε θέση να εκδώσουν χρέος μεγαλύτερης διάρκειας και σταθερού επιτοκίου. Παραδοσιακά, οι αρχικές δημόσιες προσφορές (Initial Public Offers (IPOs)) έγιναν δημοφιλής μεταξύ των επενδυτών. Ωστόσο, εφόσον οι ναύλοι παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα, η ελκυστικότητα των IPOs είναι πολύ χαμηλή και τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (Private Equities funds) που εστιάζουν σε ευκαιρίες επένδυσης κερδίζουν έδαφος. Ορισμένα Private Equity funds έχουν δημιουργήσει κεφάλαια ύψους δισεκατομμυρίων που εστιάζονται ειδικά στον κλάδο της ναυτιλίας. Τα Private Equity funds παρέχουν ευελιξία στην επέκταση της πίστωσης και μπορούν επίσης να χορηγήσουν δάνεια σε πιο ριψοκίνδυνα επενδυτικά έργα σε αντίθεση με τις τράπεζες.

Τα τελευταία χρόνια υπάρχουν αυξημένες συνεργασίες μεταξύ της πλειοψηφίας των ευρωπαϊκών τραπεζών και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων της Ασίας, έχοντας ως στόχο την εδραίωση τους στην Ασιατική αγορά. Οι συνεργασίες αυτές επιτρέπουν στις ασιατικές εταιρείες να χρηματοδοτήσουν την αγορά και την κατασκευή νέων πλοίων. Για παράδειγμα, η HSHNordbank συνεργάστηκε με την EximBank της Κορέας για τη χρηματοδότηση Κορεάτικων και διεθνών ναυτιλιακών εταιρειών και παρέιχε χρηματοδότηση εξαγωγών, κοινοπρακτικών δανείων και αναχρηματοδοτήσεων.

Η προσέλκυση χρηματοδοτήσεων θα εξαρτηθεί από την απόδοση της ναυτιλιακής βιομηχανίας. Σε συνδυασμό με τις αλλαγές που ζητούνται από την πλευρά των τραπεζών, ο ναυτιλιακός κλάδος είναι απαραίτητο να διερευνήσει περισσότερο τις εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, προκειμένου να εξασφαλίσει τη χρηματοδότηση των νέων πλοίων και να παραμείνει σε ανταγωνιστικά επίπεδα.

Η διαχείριση κινδύνου δεν είναι πλέον μόνο μέσω ασφαλίσεων αλλά μέσω σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων και παροχής κανονιστικού κεφαλαίου: τα ναυτιλιακά παράγωγα, ενώ είναι σχετικά μικρά σε σύγκριση με τα κύρια περιουσιακά στοιχεία, εξελίχθηκαν από τη μεγάλη αστάθεια που παρατηρείται στις ναυτιλιακές αγορές και έχουν σχεδιαστεί για να βοηθούν στη διαχείριση κινδύνου.

Ο κίνδυνος αυτός προέρχεται από τις διακυμάνσεις των ναύλων, τις τιμές των καυσίμων, τις τιμές των πλοίων και τις πιο παραδοσιακές περιοχές των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Οι ναυτιλιακοί σύμβουλοι δεν μπορούν να παρέχουν αυτή τη ρευστότητα ή την εμπειρία.

Η αποδοχή από το ναυτιλιακό εμπόριο ότι η σχέση του με την οικονομική κοινότητα πρόκειται να αλλάξει θα πάρει χρόνο. Αυτό, θα διαρκέσει άλλα τρία έως πέντε χρόνια. Εν τω μεταξύ, θα πρέπει να ξεπεραστούν συγκεκριμένες προκλήσεις που έχουν να κάνουν με τα κάτωθι:

Διαφάνεια: Με τη ελκυστικότητα των υψηλών αποδόσεων κατά την περίοδο 2002-2007, οι επενδυτές προκάλεσαν έντονη κινητικότητα σε τομείς τη ναυτιλίας με χαμηλά εμπόδια στην είσοδο, όπως αυτός του ξηρού φορτίου. Αυτό υπερδιπλασίασε το στόλο σε ό, τι αφορά τη χωρητικότητα. Με χρεωστικά επιτόκια που βρίσκονται πλέον στο περιθώριο ή κάτω από αυτό, η διαχείριση του κόστους και η εταιρική διακυβέρνηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων εξετάζονται ολοένα και περισσότερο από τον χρηματοπιστωτικό κλάδο.

Εταιρική διακυβέρνηση: Από το 2001 έως το 2008, η ναυτιλιακή βιομηχανία επωφελήθηκε από τα μεγάλα ποσά διαθέσιμων κεφαλαίων. Αυτό προέκυψε από μια σειρά υψηλών προφίλ εναλλακτικών εκδόσεων δανείων και μετοχών, οι δίαυλοι των οποίων πιθανόν να παραμείνουν συστατικό στοιχείο του νέου επενδυτικού τοπίου. Λόγω των

αλλαγών που επέφερε αυτή η πρόσκαιρη ανάπτυξη κεφαλαίων, υπάρχει τώρα αυξανόμενη πίεση για την επίτευξη καλύτερης διακυβέρνησης.

Αποδοχή από τους οργανισμούς αξιολόγησης: Οι επενδυτές και οι συμμετέχοντες στη βιομηχανία απαιτούν βελτιωμένη αξιολόγηση. Ωστόσο, αυτό είναι πιθανό να είναι δύσκολο όχι μόνο λόγω του κατακερματισμού της ιδιοκτησίας σε διάφορους τομείς αλλά και λόγω του γεγονότος ότι η μικρή διακύμανση πληθωρισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων και των περιουσιακών στοιχείων κατά την περίοδο 2002-2008 και η επακόλουθη κατάρρευση έχουν αφήσει τη ναυτιλιακή βιομηχανία να αγωνιστεί για την επίτευξη της ανάκτησης της επενδυτικής εμπιστοσύνης. Εάν οι οργανισμοί αξιολόγησης είναι διατεθειμένοι να προσαρμοστούν στην αποδοχή της σημασίας του κλάδου για το παγκόσμιο εμπόριο και οι φορείς εκμετάλλευσης είναι σε θέση να παρέχουν σταθερές ταμειακές ροές μέσω μακροπρόθεσμων συμβάσεων, τότε σε σχέση με άλλες βιομηχανίες δεν υπάρχει κανένας λόγος να μην γίνονται επενδύσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5ο: ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ανακεφαλαιώνοντας, θα παραθέσουμε τα βασικότερα στοιχεία που παρουσιάστηκαν παραπάνω και θα καταλήξουμε σε συμπεράσματα σχετικά με τις τάσεις που διαμορφώθηκαν τα προηγούμενα χρόνια αλλά και αυτές που θα κυριαρχήσουν μελλοντικά.

- Αρχικά, παρατίθενται τα χαρακτηριστικά της ναυτιλίας ως τομέα δραστηριότητας και τάσεις αυτής που δημιουργήθηκαν τα τελευταία χρόνια:
- Είναι εντάσεως κεφαλαίου
- Παρουσιάζει τραπεζική απομόχλευση (μείωση τραπεζικών δανειακών χαρτοφυλακίων)
- Οι αυξημένες κεφαλαιακές απαιτήσεις οδηγούν σε υψηλότερο κόστος κεφαλαίου για τη ναυτιλία

- Η οικονομική ανάκαμψη παραμένει εύθραυστη παρότι οι βασικοί δείκτες φαίνονται θετικοί
- Οι αξίες των πλοίων παραμένουν ευμετάβλητες
- Η υπερβάλλουσα προσφορά χωρητικότητας μπορεί να αναβάλλει την εξυγίανση της ναυτιλίας
- Αν και οι τράπεζες παραμένουν οι βασικοί χρηματοδότες στη ναυτιλία, παρουσιάζει αυξημένες απαιτήσεις για εναλλακτικές πηγές κεφαλαίων
- Οι τράπεζες διαλέγουν πλοιοκτήτες με ισχυρή θέση, πλεονασματικούς ισολογισμούς που δραστηριοποιούνται στους εύρωστους τομείς της ναυτιλιακής δραστηριότητας
- Κάθε εναλλακτικός πάροχος κεφαλαίων έχει δικά του κριτήρια που πρέπει να πληρεί ο εκάστοτε πλοιοκτήτης

Η παγκόσμια ναυτιλιακή βιομηχανία είναι μια επιχειρηματική δραστηριότητα υψηλής έντασης κεφαλαίου. Όλοι οι συμμετέχοντες στη βιομηχανία χρειάζονται χρηματοδότηση κεφαλαίων καθώς και διαθέσιμα πιστωτικά κονδύλια για να χειριστούν τις μεγάλης κλίμακας, ημερήσιες, ταμειακές ροές που αποτελούν μέρος της αυξανόμενης ανησυχίας - όπως και οι επενδύσεις στο μέλλον οποιασδήποτε εταιρείας.

Παραδοσιακά, η ναυτιλιακή βιομηχανία έχει βασιστεί σε μεγάλο βαθμό στη χρηματοδότηση από τις τράπεζες, καθώς υπήρχαν περιορισμένες εναλλακτικές λύσεις ή δεν ήταν ελκυστικές. Και έτσι η εισαγωγή πολλαπλών εναλλακτικών επιλογών χρηματοδότησης μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση φάνηκε χρήσιμη σε όσους την χρειάζονταν. Οι περιορισμένοι σύνδεσμοι με την τραπεζική χρηματοδότηση την καθιστούν ελκυστική, αλλά οι σημαντικές αλλαγές στις συνθήκες της αγοράς σε πολλά τμήματα της ναυτιλιακής βιομηχανίας σφυρηλατήσουν νέες συνεργασίες μεταξύ επενδυτών και ναυτιλιακών εταιριών.

Δεδομένου ότι η βιομηχανία είναι σήμερα γεμάτη με πλοία, τα κέρδη δεν είναι αναμενόμενα και αυτό πιέζει τους όρους δανεισμού. Οι δεσμεύσεις δανειακής αξίας, καθώς και τα απαιτούμενα ρευστά διαθέσιμα και οι ελάχιστοι περιορισμοί των ιδίων κεφαλαίων, συγκαταλέγονται στις πιο διαδεδομένες μετρήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειστών. Αυτό ισχύει για παραδοσιακές τράπεζες, ναυτιλιακές τράπεζες και εναλλακτικούς παρόχους χρηματοδότησης.

Υπάρχουν πολλές προκλήσεις και από τις δύο πλευρές. Από την πλευρά των τραπεζών, η χρηματοπιστωτική κρίση έχει φέρει μερικά χαμηλής ποιότητας δάνεια στα χαρτοφυλάκια τους, καθώς και αυξημένες απαιτήσεις από τις ρυθμιστικές αρχές. Η τραπεζική οδηγία Basel IV είναι το πιο χαρακτηριστικό παράδειγμα για το τελευταίο. Αυτό σημαίνει ότι οι πιστώσεις που δίνονται στα ναυτιλιακά συμφέροντα είναι πιθανό να

γίνουν πιο δαπανηρές, καθώς η ναυτιλιακή βιομηχανία χαρακτηρίστηκε ως «υψηλού κινδύνου» κι αυτό υποχρεώνει τις τράπεζες να διαθέσουν περισσότερα χρήματα σε αποθεματικά για κάθε δολάριο που δανείζουν. Αυτό ίσως αποτελέσει αιτία αυξημένου ενδιαφέροντος για εναλλακτικές επιλογές χρηματοδότησης της ναυτιλίας.

Μέχρι στιγμής, πολλές συζητήσεις περιβάλλουν τις εναλλακτικές επιλογές χρηματοδότησης που δόθηκαν στη ναυτιλιακή βιομηχανία, αλλά σε μεγαλύτερη κλίμακα, μέχρι σήμερα έχουμε γίνει μάρτυρες περιορισμένης δραστηριότητας σε αυτό το πεδίο. Παρά την όλη συζήτηση, η ανάγκη χρηματοδότησης της βιομηχανίας δεν έχει μειωθεί τα τελευταία χρόνια. Αμέσως μετά την έκρηξη της οικονομικής και χρηματοπιστωτικής κρίσης στη δύση, ένα ποσοστό παραγγελιών χρειάστηκε χρηματοδότηση.

Οι τράπεζες κλήθηκαν να γεφυρώσουν το κενό σε μεγάλο βαθμό, παρότι ήταν απασχολημένες με τα υφιστάμενα δάνεια και τομείς δραστηριοποίησης. Μεταξύ των νεοεισερχομένων στη χρηματοδότηση πλοίων ήταν οι τράπεζες πολιτικής της Κίνας και οι οργανισμοί εξαγωγικών πιστώσεων σε άλλες ασιατικές ναυπηγικές χώρες, που δανείζουν στήριξη στην εγχώρια βιομηχανία τους και, στη συνέχεια, στον παγκόσμιο ναυτιλιακό κλάδο.

Τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (Private equities) εισήχθησαν επίσης με κάποιες ευκαιριακές επενδύσεις μεταξύ των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, ενώ μερικές από τις μεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις πήγαν στην αγορά ομολόγων για να παραμείνουν σε απόσταση τόσο από τις τράπεζες όσο και από τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια.

Έχουμε επίσης δει επενδυτές να κινούνται σε στενότερες συνεργασίες με παραδοσιακές ναυτιλιακές εταιρείες σε συμφωνίες που μοιάζουν με χρηματοδοτική μίσθωση.

Οι προκλήσεις από πλευράς ναυτιλίας, σε συνδυασμό με εκείνες από την πλευρά των τραπεζών, μπορεί να δουν περισσότερες συμφωνίες χρηματοδότησης να γίνονται πράξη με την υποστήριξη εναλλακτικών πηγών στο εγγύς μέλλον. Αυτό συμβαίνει επειδή τα κέρδη εξακολουθούν να είναι υποτονικά, πράγμα που περιορίζει τη δυνατότητα δημιουργίας ταμειακών ροών της βιομηχανίας και η διαχείριση υψηλών επιδόσεων βρίσκεται στην κορυφή της ημερήσιας διάταξης, καθιστώντας τους λογαριασμούς της εταιρείας πιο κατάλληλους για την προσέλκυση εναλλακτικών χρηματοδοτήσεων.

Οι ιδιοκτήτες περιουσιακών στοιχείων και οι φορείς εκμετάλλευσης αρχίζουν να αναθεωρούν τη διάρθρωση των ταμειακών ροών των περιουσιακών στοιχείων αλλά και των υπολειμματικών τους αξιών. Αυτή η κίνηση, σε συνδυασμό με τις αποδόσεις σε άλλα περιουσιακά στοιχεία σε άλλους κλάδους, αρχίζει να δημιουργεί μια πιο ενεργό και άμεση εστίαση από τους παραδοσιακούς επενδυτές.

Με τον ένα ή τον άλλο τρόπο περιμένουμε να συμβεί αλλαγή. Η πραγματικότητα είναι η ζήτηση για χρηματοδότηση από τους φορείς εκμετάλλευσης είναι σε χαμηλό επίπεδο του οικονομικού κύκλου. Ως εκ τούτου, δεν έχουμε ακόμα να δούμε την πραγματική ζήτηση για χρηματοδότηση στον νέο κόσμο που έρχεται στον ορίζοντα. Ωστόσο, είναι δύσκολο να φανταστεί κανείς ότι το κόστος κεφαλαίου για τους φορείς εκμετάλλευσης και τους ιδιοκτήτες των πλοίων προβλέπεται να είναι χαμηλότερο μεσοπρόθεσμα από ό, τι σήμερα. Ως εκ τούτου, οι πραγματικές ανταμοιβές πρόκειται να αποκομιστούν από όσους είναι έτοιμοι να ενεργήσουν τώρα ώστε να τοποθετηθούν για τον επόμενο κύκλο και να το κάνουν με εξειδικευμένες συμβουλές και εταιρικές συνεργασίες στο κλάδο της ναυτιλίας.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική Βιβλιογραφία:

Γκιζιάκης Κ., Παπαδόπουλος Α. και Πλωμαρίτου Π., (2010) Ναυλώσεις, Πειραιάς: Εκδ. Αθ. Σταμούλης

Μεταξάς Β., (1988) Αρχές Ναυτιλιακής Οικονομικής, Αθήνα: Εκδ. Παπαζήση

Βλάχος Γ.Π., (1996) Διεθνείς οργανισμοί και Ναυτιλιακή Πολιτική, Πειραιάς: εκδ. Σταμούλη,

Γουλιέλμος Αλέξανδρος, (2007) Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων, 2η Έκδοση, Πειραιάς: Εκδ. Σταμούλη

Ξένη Βιβλιογραφία:

Kavoussanos M. & Visvikis I., (2016) The International Handbook of Shipping Finance, Theory and Practice

Stopford M., (2008) *Maritime Economics*, 3rd Edition, Taylor & Francis Ltd

Grammenos C., Th. and Xilas E. M. (1999), *Shipping Investment & Finance*, City University Business School, London.

Giddy H.I., (2002), Global Financial Markets, Stern School Business, New York University,

Braathen A. N., (2011), Environmental Impacts of International Shipping: The role of ports, OECD

Άρθρα σε ηλεκτρονική μορφή:

Briney A., Suez Canal Connects the Red Sea with the Mediterranean Sea,

<http://geography.about.com/od/specificplacesofinterest/a/suezcanal.htm>,

ανακτήθηκε: 19/04/2015

Market Review: Shipping Bond Issuance hit records USD 8 Billion,
<http://www.marinemoneyoffshore.com/node/3618>

ανακτήθηκε: 08/09/2015

Metcalf T., Billionaire Greek Ship Owners Surface While Home Economy Sinks
<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-03-009/billionaire-greek-shippers-surface-while-home-economy-sinks>

ανακτήθηκε: 08/09/2015

Saul J. & Sassard S., EXCLUSIVE-Greek banks mull cutting shipping portfolios to raise capital-sources

<https://www.reuters.com/article/eurozone-greece-banks-shipping/exclusive-greek-banks-mull-cutting-shipping-portfolios-to-raise-capital-sources-idUSL5N0W043N20150226>

ανακτήθηκε: 08/09/2015

Solomon D.S., Hazards of Borrowing Money From Hedge Funds
<http://www.nytimes.com/topic/company/general-maritime-corporation>

ανακτήθηκε: 08/09/2015

Roussanoglou N., Shipping Financing of Shipping companies on the rise says Petrofin with latest index

http://www.cnss.com.cn/html/2015/updates_0612/179001.html

ανακτήθηκε: 08/09/2015

Grammenos C., Expansion in Sources for Shipping Finance
<http://www.city.ac.uk/news/spotlight-on-research/expansion-in-sources-for-shipping-finance>

ανακτήθηκε: 08/09/2015

Vongrup Schmidt L., Danish Ship Finance: Bond issuances good development for shipping

<http://www.shippingwatcoh.com/articles/article4870265.ece>

ανακτήθηκε: 08/09/2015

Heckert H., Shipping Industry seeking alternative Financing-KPMG

<http://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2015/09/kpmg-shipping-insights-briefing-2015.pdf>

ανακτήθηκε: 08/09/2015

Speares S., What's Next for Ship Finance?

<Http://www.maritime-executive.com/features/whats-next-for-ship-finance>

ανακτήθηκε: 08/09/2015

What is Maritime Finance?

<http://www.marineinsight.com/maritime-law/awhat-is-maritime-finance>

ανακτήθηκε: 08/09/2015

Equity Capital wanted for ship finance

<http://www.maritimejournal.com/news101/insurance-legal-and-finance/equity-capital-wanted-for-ship-finance>

ανακτήθηκε: 08/09/2015

Petropoulos T., Greek Shipfinance stages a tentative recovery

<http://www.petrofin.gr/Upload/Nafs-June2015.pdf>

ανακτήθηκε: 08/09/2015

The relative efficiency and financial risk assessment of shipping companies

<http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/03088839.2013.873546?journalcode=tmpm20>

ανακτήθηκε: 08/09/2015

Rose B., Innovation in Ship Finance-tapping the capital markets

<http://www.nortonrosefullbright.com/knowledge/publications/33057/innovation-in-ship->

finance-tapping-the-capital-markets

ανακτήθηκε: 08/09/2015

Glenford S.H., Tsaganos V.B., Kapeliou M., Fried, Harris, Frank, Shriver & Jacobson LLP., Recent trends in shipping finance

<http://www.friedfrank.com/index.cfm?pageid=25&itemID=6561>

ανακτήθηκε: 08/09/2015

Harlaftis G., Merchant Shipping in the International Journal of Maritime History

<http://journals.sagepub.com/home/ijh>

ανακτήθηκε: 08/09/2015

Gallo V., Shipping Finance: A new model for a New Market

<https://www.citibank.com/tts/solutions/trade-finance/assets/docs/Shipping-finance-a-new-model-for-a-new-market.pdf>

ανακτήθηκε: 08/09/2015

Johnson D., Lo G., Capital Markets: An alternative financing avenue for the shipping industry

<http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/143729/trends-in-capital-market-financing-for-the-shipping-industry>

ανακτήθηκε: 08/09/2015

Economou.G.C., Shipping-Finance-Greek Law Digest The Ultimate guide to Investing in Greece

<http://greeklawdigest.gr/topics/transportation/item/71-shipping-finance>

ανακτήθηκε: 08/09/2015

Saul J., Slater S., UPDATE 1-Lloyds Bank Looks to sell further \$500 mln in shipping loans-sources

<https://uk.reuters.com/article/uk-lloyds-banking-shipping-loans/lloyds-reaches-deal-to-sell-500-million-in-shipping-loans-sources-idUKKBN0DG1JX20140430>

ανακτήθηκε: 30/10/2014

Saul J., Slater S., Shipping firms turn to equity markets as sector eyes recovery

<https://www.reuters.com/article/shipping-ipo/shipping-firms-turn-to-equity-markets-as-sector-eyes-recovery-idUSL6N0N62SW20140417>

ανακτήθηκε: 30/10/2014

Measures P., Brown M., Marais S., Business & Finance, Shari'A Compliant Methods for the financing of Ships

http://www.incelaw.com/cn/documents/imported-documents/pdf_library/strands/business/sharia-ship-finance.pdf

ανακτήθηκε: 30/10/2014

Georgiopoulos G. & Saul J., Exclusive Alpha Bank to Securitise 1 billion Euros of shipping loans: sources

<https://www.reuters.com/article/us-greece-shipping-alpha-bank/exclusive-greeces-alpha-bank-to-securitise-1-billion-euros-of-shipping-loans-sources-idUSKBN0F21CC20140627>

ανακτήθηκε: 30/10/2014

Ship Finance- Maritime Trade Intelligence
<http://maritimeintel.com/ship-finance/>

ανακτήθηκε: 30/10/2014

Καραγεώργος Λ., Τα private equity ανατρέπουν τον τομέα χρηματοδοτήσεων

<http://www.naftemporiki.gr/finance/story/662909ta-private-equity-anatrepoun-ton-tomea-twn-xrhmatodothsewn>

ανακτήθηκε: 30/10/2014

Arnsdorf I. and Brautlecht N., Private equity funds bet 5 billion on shipping rebound freight,

<http://www.bloomberg.com/news/2014-02-18/private-equity-funds-bet-5-billion-on-shipping-rebound-freight.html>

ανακτήθηκε: 16/04/2016

Wallis K., Private equity-funded vessel splurge fuels risk to shipping sector

<http://www.reuters.com/article/2014/05/09/shipping-privateequity-orders-idUSL3N0NK38F20140509>

ανακτήθηκε: 16/04/2016

Θωμόπουλος Γ., Χρηματοδότηση της Ναυτιλίας δυσκολίες και εναλλακτικές

<https://home.kpmg.com/gr/el/home/insights/2016/06/funding-shipping-industry-obstacles-alternatives.html>

ανακτήθηκε: 16/09/2016

Osler D., Shipping finds funding from new sources
<http://www.lloydslist.com/ll/sector/finance/article437536.ece>
ανακτήθηκε: 16/09/2016

Gjelsvik M., Economic Transformations of Regions: The Role of Banks*
<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/jsc.2107/full>
ανακτήθηκε: 16/09/2016

ΙΣΤΟΤΟΠΟΙ:

<http://en.wikipedia.org/>

<http://www.lloydslist.com>

<https://www.marinemoney.com>

<https://www.marinemoney.com>

<https://www.clarksons.com/>

<http://www.naftikachronika.gr>

