

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ**

**ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ**

**“ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΕΣ**

**ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΤΑ ΔΙΕΘΝΗ**

**ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ. ΠΡΟΚΛΗΣΗ ΓΙΑ ΤΟ**

**MANAGEMENT;”**

**Παράσχος Μ. Λεντής**

Διπλωματική Εργασία

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών του Πανεπιστημίου  
Πειραιώς, ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού  
Διπλώματος Ειδίκευσης στη Ναυτιλία.

Πειραιάς

Οκτώβριος 2009

## **ΔΗΛΩΣΗ ΑΥΘΕΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ / ΖΗΤΗΜΑΤΑ COPYRIGHT**

Το άτομο το οποίο εκπονεί τη Διπλωματική Εργασία, φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης ( εμπορικός, μη κερδοσκοπικός ή εκπαιδευτικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες ή χάρτες), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί, σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή στη γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου.

# ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΙΑ

Στη σύζυγό μου Ειρήνη  
και στο γιο μας Νικόλα

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Ευχαριστίες.....	6
Περίληψη.....	7
Εισαγωγή.....	9
Κεφάλαιο 1: Οι ιδιαιτερότητες της ναυτιλιακής βιομηχανίας.....	12
Κεφάλαιο 2: Η παραδοσιακή δομή και οργάνωση των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων.....	15
2.1. Οι ελληνόκτητες ναυτιλιακές επιχειρήσεις.....	16
2.2. Το μέγεθος των επιχειρήσεων.....	16
2.3. Η τάση για διάσπαση των επιχειρήσεων.....	17
2.4. Η επιχειρηματική φιλοσοφία των Ελλήνων εφοπλιστών.....	18
2.5. Ο οικογενειακός χαρακτήρας των επιχειρήσεων.....	19
2.6. Η επενδυτική στρατηγική των ελληνόκτητων ναυτιλιακών εταιρειών.....	20
Κεφάλαιο 3: Ναυτιλιακοί κύκλοι και επενδύσεις στη ναυτιλία.....	23
3.1. Χαρακτηριστικά των ναυτιλιακών κύκλων.....	24
3.1.1. Ναυτιλιακοί κύκλοι βραχείας διάρκειας.....	24
3.1.2. Φάσεις του ναυτιλιακού κύκλου.....	26
Κεφάλαιο 4: Ναυτιλιακή χρηματοδότηση-Η σημασία της χρηματοδότησης της ναυτιλίας.....	29
4.1. Ιστορική αναδρομή.....	31
4.1.1. 1950s & 1960s. Χρηματοδότηση με εγγύηση τη ναύλωση του πλοίου- Charter backed finance.....	32
4.1.2. Δεκαετία 1970. Χρηματοδότηση με βάση τα στοιχεία του ενεργητικού ή αλλιώς με εχέγγυο τις ταμειακές ροές- Asset backed finance.....	33
4.1.3. Δεκαετία 1980. Κερ(δ)οσκοπική αγορά και ρευστοποίηση παγίων στοιχείων- Asset play.....	34
4.1.4. 1990-2000, Νέες μέθοδοι χρηματοδότησης.....	35
4.1.5. 2000 έως 2009.....	36
4.2. Η προέλευση των κεφαλαίων στη ναυτιλιακή χρηματοδότηση.....	36
Κεφάλαιο 5 : Τύποι ναυτιλιακής χρηματοδότησης.....	40
5.1. Τραπεζική χρηματοδότηση.....	40

5.2. Κυβερνητικά δάνεια-Δάνεια ναυπηγείων.....	42
5.3. Χρηματοδοτική ναυτιλιακή μίσθωση-Leasing.....	43
5.4. Έκδοση ομολογίων- Bond issue.....	44
5.5. Ενδιάμεση χρηματοδότηση-Mezzanine finance.....	48
5.6. Χρηματοδότηση από ιδιωτικά ή δημόσια επενδυτικά κεφάλαια- Private or public equity finance.....	49
5.6.1. Ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια-Private equity.....	51
5.6.2. Δημόσιες επενδύσεις επενδυτικών κεφαλαίων- Public equity.....	53
Κεφάλαιο 6 : Ναυτιλία και διεθνείς αγορές κεφαλαίου.....	54
6.1. Διαδικασία εισαγωγής μια ναυτιλιακής επιχείρησης στα αμερικανικά χρηματιστήρια.....	56
6.2. Κρίσιμα ζητήματα μια ναυτιλιακής ΑΔΠ.....	59
6.2.1. Τιμολόγηση- Pricing.....	59
6.2.2. Υπό-τιμολόγηση-Under pricing.....	60
6.2.3. Υπό-απόδοση-Under-performance.....	61
Κεφάλαιο 7 : Η προϊστορία των ναυτιλιακών ΑΔΠ.....	63
7.1. Περίοδος μέχρι το 2004.....	63
7.2. 2005 : Το έτος των ναυτιλιακών ΑΔΠ.....	63
7.3. Έτος 2006.....	68
7.4. Έτος 2007.....	69
7.5. Έτος 2008.....	69
Κεφάλαιο 8 : Επισκόπηση των εισηγμένων ελληνικών ναυτιλιακών Εταιρειών.....	72
8.1. TOPSHIPS (TOPS).....	73
8.2. ARIES MARITIME (RAMS).....	76
8.3. DIANA SHIPPING (DSX).....	79
8.4. DRY SHIPS (DRYS).....	82
8.5. EAGLE BULK SHIPPING (EGLE).....	85
8.6. GENCO SHIPPING & TRADING (GNK).....	88
8.7. QUINTANA MARITIME (QMAR).....	91
8.8. STEALTHGAS (GASS).....	95
8.9. DANAOS CORPORATION (DAC).....	97
8.10. OMEGA NAVIGATION (ONAV).....	101

8.11. CAPITAL PRODUCT PARTNERS L.P.....	104
8.12. OCEAN FREIGHT (OCNF).....	108
8.13. PARAGON SHIPPING (PRGN).....	110
8.14. SAFE BULKERS (SB).....	112
Κεφάλαιο 9 : Εταιρική διακυβέρνηση-Corporate governance.....	115
9.1. Το διοικητικό Συμβούλιο – Board Of Directors – BO.....	116
9.2. Η Επιτροπή Προτάσεων και Εταιρικής Διακυβέρνησης – Nominating and Corporate Governance Committee – NCGC.....	116
9.3. Η Επιτροπή Αποζημίωσης – Compensation Committee – C.C.....	117
9.4. Η Επιτροπή Ελέγχου – Audit Committee – A.C.....	117
9.5. Η υιοθέτηση κώδικα ηθικής και συμπεριφοράς υπαλλήλων – Code of ethics and conduct.....	118
Κεφάλαιο 10 : Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα για μια ναυτιλιακή εταιρεία που εισέρχεται στο χρηματιστήριο.....	121
10.1. Πλεονεκτήματα.....	121
10.2. Μειονεκτήματα.....	122
Συμπεράσματα.....	124
Glossary :.....	128
Βιβλιογραφία :.....	133

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Την περίοδο αυτή, συμπληρώνονται 20 χρόνια από την ημέρα που πέρασα για πρώτη φορά την πύλη της Ανωτέρας Δημόσιας Σχολής Εμπορικού Ναυτικού Ασπροπύργου. Είκοσι χρόνια διαδρομής στη ναυτιλιακή βιομηχανία, είτε ως εκπαιδευόμενος στο πλοίο, είτε ως αξιωματικός γέφυρας αργότερα, είτε ως φοιτητής του τμήματος ναυτιλιακών σπουδών του Πανεπιστημίου Πειραιά, είτε ως υπάλληλος στο τμήμα ναύλων της Avin International S.A., είτε ως τελωνειακός υπάλληλος στο Τελωνείο καυσίμων του Πειραιά, επιβαίνοντας στα δεξαμενόπλοια προκειμένου να υπογραφούν τα σχετικά με την φόρτοεκφόρτωση έγγραφα τους.

Έφτασε λοιπόν και η σειρά του μεταπτυχιακού. Και αυτή είναι η στιγμή, που η μνήμη μου στρέφεται ευλαβικά στους ανθρώπους που συνέβαλαν στην εξέλιξή μου και με βοήθησαν στην μέχρι τώρα πορεία μου.

Ευχαριστώ θερμά τον Ευστάθιο Γκιάφη, Πλοίαρχο Α΄ Ε.Ν., καθηγητή μου στην ΑΔΣΕΝ/Πλοιάρχων Ασπροπύργου. Γιατί με ενέπνευσε με την κατάρτιση και το ήθος του. Στοιχεία, για τα οποία θα είναι για πάντα ένας φάρος φωτεινός για όλους εμάς, τους σπουδαστές της σειράς του 1990.

Ευχαριστώ επίσης τον Παναγιώτη Στρογγυλό, Πλοίαρχο Α΄ Ε.Ν. , Πλοίαρχο του Δ/Ξ Αργυρόνησος (1995). Γιατί μου έμαθε πως ένας καταρτισμένος Πλοίαρχος, που κάνει σωστά τη δουλειά του, αποτελεί πραγματικό κεφάλαιο για την ναυτιλιακή επιχείρηση.

Ευχαριστώ ακόμη το Νικόλαο Φρυδά, Πλοίαρχο Α΄ Ε.Ν., προϊστάμενό μου στο τμήμα ναύλων της Avin International S.A.. Γιατί από αυτόν έμαθα τι ακριβώς σημαίνει manager σε μια ναυτιλιακή εταιρεία.

Τέλος, ευχαριστώ τον πατέρα μου, Ιερέα Μιχαήλ Λεντή. Γιατί ήταν πάντα δίπλα μου και στα καλά και στα άσχημα, στηρίζοντας κάθε μου προσπάθεια. Γιατί επίσης, είναι η αιτία που προσπαθώ και θα προσπαθώ πάντα να γίνομαι καλύτερος.

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία, έχει σκοπό να αναδείξει την πρόκληση που αποτελεί για το management μιας ελληνικής ναυτιλιακής επιχείρησης στις μέρες μας, η εξασφάλιση χρηματοδότησης μέσω των διεθνών κεφαλαιαγορών.

Στην εισαγωγή, γίνεται αναφορά στην πολύ θετική περίοδο της περασμένης πενταετίας για τη ναυτιλία, όσο και στα αίτια της σημερινής εικόνας κατάρρευσης, τονίζοντας τις δυσκολίες που καλούνται να αντιμετωπίσουν οι εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες.

Στο πρώτο κεφάλαιο, δίδεται, επιγραμματικά, το πλαίσιο των ιδιαιτεροτήτων που χαρακτηρίζουν τη ναυτιλιακή βιομηχανία.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, επιχειρείται μια ιστορική αναδρομή στην παραδοσιακή δομή και οργάνωση των ελληνικών ναυτιλιακών εταιρειών και στους παράγοντες που συνέθεταν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα.

Στο τρίτο κεφάλαιο, γίνεται αναφορά στο φαινόμενο των ναυτιλιακών κύκλων, προκειμένου να δοθεί έμφαση στο ευμετάβλητο του χαρακτήρα της ναυτιλιακής αγοράς, αλλά και του κινδύνου που υπάρχει στις ναυτιλιακές επενδύσεις.

Στο τέταρτο κεφάλαιο επιχειρείται μια αναδρομή στο θεσμό της ναυτιλιακής χρηματοδότησης και της σημασίας της για την παγκόσμια ναυτιλία.

Στο πέμπτο κεφάλαιο, γίνεται αναφορά στους τύπους της ναυτιλιακής χρηματοδότησης, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται και οι κεφαλαιαγορές.

Στο έκτο κεφάλαιο, αναφέρεται συνοπτικά η διαδικασία εισαγωγής μιας ναυτιλιακής εταιρείας στ χρηματιστήρια των ΗΠΑ, αλλά και τονίζονται ορισμένα κρίσιμα ζητήματα κατά την διαδικασία αυτή όπως π.χ. το Underpricing της μετοχής.

Στο έβδομο κεφάλαιο, επιχειρείται μια ιστορική αναδρομή των ναυτιλιακών Αρχικών Δημοσίων Προσφορών(ΑΔΠ) μέχρι τις μέρες μας και γίνεται ιδιαίτερη μνεία στις ΑΔΠ του έτους 2005.

Στο όγδοο κεφάλαιο, υπάρχει μια επισκόπηση των κυριότερων χαρακτηριστικών των ελληνικών ναυτιλιακών ΑΔΠ της περιόδου 2004-2008.

Στο ένατο κεφάλαιο, γίνεται αναφορά στην έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης (Corporate Governance) και στα θεμελιώδεις αλλαγές στη δομή και οργάνωση, που είναι υποχρεωμένη να δεχθεί μια ναυτιλιακή εταιρεία η οποία επιλέγει τον δρόμο της χρηματοδότησης της μέσω των κεφαλαιαγορών.

Στο δέκατο κεφάλαιο, αναλύονται τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της εισαγωγής μιας εταιρείας στον κόσμο των κεφαλαιαγορών.



Στο ενδέκατο και τελευταίο κεφάλαιο διατυπώνονται τα συμπεράσματα από τη μελέτη των ναυτιλιακών ΑΔΠ.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ελληνόκτητη ναυτιλία, βρίσκεται τις τελευταίες δεκαετίες στην κορυφή της παγκόσμιας κατάταξης. Στις μέρες μας, κατέχει ποσοστό που αγγίζει το 19% της παγκόσμιας χωρητικότητας. Οι έλληνες πλοιοκτήτες είναι οι πρώτοι σε παραγγελίες στα διεθνή ναυπηγεία και οι πρώτοι σε αγορές second hand πλοίων. Μια ελληνική ναυτιλία μονίμως σε εγρήγορση και έτοιμη να εκμεταλλευθεί τις ευκαιρίες και να αντιμετωπίσει τις προκλήσεις, οι οποίες, μεσούσης της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, δεν είναι λίγες.

Τα χωρίς προηγούμενο κέρδη της ναυτιλίας κατά την τελευταία πενταετία, δημιούργησαν μεγάλη ρευστότητα στις ελληνικές ναυτιλιακές επιχειρήσεις, δίνοντάς τους την ευκαιρία να ανανεώσουν σε πολύ μεγάλο βαθμό τους στόλους τους. Παράλληλα, η μεγάλη αυτή κερδοφορία του ναυτιλιακού κλάδου, προσέκλυσε το ενδιαφέρον του επενδυτικού κόσμου, υποχρεώνοντάς τον να αφήσει στην άκρη τις προκαταλήψεις που υπήρχαν σχετικά με το ευμετάβλητο και ριψοκίνδυνο της ναυτιλιακής αγοράς και να επενδύσει στις ναυτιλιακές εταιρείες, αποτελώντας έτσι για αυτές, μια εναλλακτική και πολύ συμφέρουσα πηγή χρηματοδότησης.

Οι ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες, εκμεταλλευόμενες το θετικό κλίμα που επικρατούσε στις κεφαλαιαγορές κατά την περασμένη δεκαετία, κατάφεραν να αντλήσουν σημαντικά κεφάλαια από αυτές και να χρηματοδοτήσουν με αυτόν τον τρόπο την ανάπτυξη των στόλων τους. Αυτό το κατάφεραν, διαθέτοντας στο επενδυτικό κοινό, μέρος του ενεργητικού τους, μέσω των Αρχικών Δημοσίων Προσφορών (ΑΔΠ) των μετοχών τους.

Οι ελληνικές ναυτιλιακές ΑΔΠ, ειδικά αυτές του έτους 2005, υπήρξαν ένα πραγματικό φαινόμενο για την παγκόσμια ναυτιλία, καθώς επί συνόλου 13 ναυτιλιακών ΑΔΠ, οι 8 από αυτές αφορούσαν ναυτιλιακές εταιρείες ελληνικών συμφερόντων. Σε ένα ναυτιλιακό περιβάλλον, το οποίο αλλάζει δυναμικά και ο ανταγωνισμός είναι πιο έντονος από ποτέ, οι έλληνες πλοιοκτήτες απέδειξαν για άλλη μια φορά, τον μεγάλο βαθμό προσαρμοστικότητας που διαθέτουν στις μεταβαλλόμενες συνθήκες της αγοράς.

Οι υψηλές τιμές των ναύλων όμως προσελκύουν και τις κερδοσκοπικές επενδύσεις στη ναυτιλία. Οι κερδοσκοπικές επενδύσεις, έχουν πάντα ως αποτέλεσμα την αύξηση της προσφερόμενης χωρητικότητας και κατά συνέπεια την στρέβλωση της αγοράς. Οι ευνοϊκές συνθήκες για την είσοδο νέων επενδυτών της ναυτιλίας, σε συνδυασμό με την χωρίς σοβαρά εμπόδια τραπεζική χρηματοδότηση των

περασμένων ετών, οδήγησαν σε over ordering από πλευράς πλοιοκτητών με αποτέλεσμα την αύξηση της προσφερόμενης χωρητικότητας. Η αύξηση της προσφερόμενης χωρητικότητας, είχε ως αποτέλεσμα την σταδιακή μείωση των ναύλων, και σε συνδυασμό με την παγκόσμια οικονομική ύφεση (2008), έχουν δημιουργήσει μια ασφυκτική κατάσταση στην παγκόσμια ναυτιλία σήμερα(2009).

Χαρακτηριστικά είναι τα λόγια ναυτιλιακού αναλυτή του 19<sup>ου</sup> αιώνα, σε ένα άρθρο του για την κρίση της ναυτιλίας το 1884, από τα οποία δεν χρειάζεται να αλλάξουμε ούτε κόμμα:

***“...The rates at which steamers have been chartered are lower than have never before been accepted. This state of things was brought about by the large over-production of tonnage during the previous three years, fostered by the reckless credit given by banks and builders, and over-speculation by irresponsible and inexperienced owners.”***

Η σημασία του όρου παραδοσιακός εφοπλιστής είναι μεγάλη. Σημαίνει πως υπάρχει μια τεχνογνωσία και μια εμπειρία χρόνων πάνω στο αντικείμενο της διαχείρισης πλοίων και κάποιοι βασικοί κανόνες που κληροδοτούνται και ακολουθούνται σταθερά από γενιά σε γενιά, βοηθώντας έτσι τις εταιρείες αυτές να επιβιώνουν κάτω από δύσκολες συνθήκες.

Η παγκοσμιοποίηση όμως της ναυτιλίας και ο διεθνής προσανατολισμός του management των ναυτιλιακών εταιρειών στις μέρες μας, έχει ως αποτέλεσμα τη διαρκή αναζήτηση εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης, όπως οι κεφαλαιαγορές, οι οποίες θα προσφέρουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, εξαιτίας του μηδενικού βαθμού μόχλευσης(leverage) που συνεπάγονται.

Οι επιχειρήσεις όμως, που μπαίνουν στη διαδικασία να απευθυνθούν στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξή τους, έχουν να ικανοποιήσουν αργότερα τόσο τις απαιτήσεις των επενδυτών/μετόχων, όσο και τη συμμόρφωσή τους με πληθώρα νόμων και κανονισμών λειτουργίας.

Θα πρέπει επομένως η διοίκηση αυτών των ναυτιλιακών εταιρειών να είναι προετοιμασμένη για τις επακόλουθες θεμελιώδεις αλλαγές στη δομή και οργάνωσή τους, καθώς πέρα από τα παραπάνω, η είσοδος στις διεθνείς χρηματαγορές, υποχρεώνει μια εταιρεία να υιοθετήσει την λογική του γιγαντισμού του στόλου της, ως επενδυτική στρατηγική, επιπλέον όμως εκτίθεται στον κίνδυνο εξαγορών και συγχωνεύσεων όπως όλες οι εισηγμένες εταιρείες.

Ακόμη, η εποχή που οι επενδυτές/μέτοχοι, απαιτούν κέρδη, αλλά η εισηγμένη εταιρεία έχει μείωση κερδών εξαιτίας της οικονομικής κρίσης έχει φτάσει. Η αξία των πλοίων είναι στο ναδίρ και ο κίνδυνος μιας επιθετικής εξαγοράς από κάποιο κερδοσκοπικό fund είναι ορατός. Πως αντιδρά το management μιας εισηγμένης ναυτιλιακής εταιρείας σε αυτές τις περιπτώσεις; Γιατί, στις παραδοσιακές ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες, τα πράγματα ήταν ξεκάθαρα: σε περιπτώσεις κρίσεων, η πολιτική των εταιρειών αυτών ήταν να διαφυλάσσουν την ρευστότητα τους προκειμένου να επιδοθούν σε αγοραπωλησίες με αντί-κυκλική λογική.

Στα κεφάλαια που θα ακολουθήσουν, θα επιχειρηθεί μια επισκόπηση των κύριων χαρακτηριστικών της ναυτιλιακής χρηματοδότησης μέσω των κεφαλαιαγορών. Ένας τύπος ναυτιλιακής χρηματοδότησης, που είναι σχετικά πρόσφατος και σίγουρα όχι τόσο δοκιμασμένος, στο βαθμό που είναι η τραπεζική ναυτιλιακή χρηματοδότηση, που αποτελεί σήμερα τον κυριότερο αρωγό των ελληνικών ναυτιλιακών επενδύσεων.

Θα αναφερθούμε επίσης, στις θεμελιώδεις δομικές και οργανωτικές αλλαγές που επιφέρει η είσοδος μιας ναυτιλιακής εταιρείας στο χρηματιστήριο και θα προσπαθήσουμε να αποκωδικοποιήσουμε την λογική που θα οδηγούσε έναν πλοιοκτήτη στην επιλογή αυτής της μορφής χρηματοδότησης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

### ΟΙ ΙΔΙΑΙΤΕΡΟΤΗΤΕΣ ΤΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ

Τις τελευταίες δεκαετίες, η ναυτιλία έχει εξελιχθεί σε μια υψηλού επιπέδου δραστηριότητα διεθνώς. Σήμερα, περίπου το 95% του όγκου του παγκοσμίου εμπορίου μεταφέρεται δια θαλάσσης, ενώ αποτελεί τον βασικότερο παράγοντα της δημιουργίας και της αύξησης του παγκόσμιου πλούτου. Η ναυτιλιακή βιομηχανία όμως, ανέκαθεν, ήταν βασισμένη -ως αναγκαία συνθήκη- με τις διάφορες πηγές κεφαλαίου.

Πριν επομένως, προχωρήσουμε στην παρούσα μελέτη και αναλύσουμε το ζήτημα της χρηματοδότησης της ναυτιλίας από τις κεφαλαιαγορές, θα αναφερθούμε επιγραμματικά στα κυριότερα χαρακτηριστικά της βιομηχανίας αυτής, τα οποία θέτουν το πλαίσιο, μέσα στο οποίο κυκλοφορούν τα κεφάλαια της ναυτιλιακής χρηματοδότησης.

Ειδικότερα, η ναυτιλία χαρακτηρίζεται από τις εξής ιδιαιτερότητες :

1) Είναι μια βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίου, όπου οι επιχειρήσεις βασίζονται σε μεγάλης αξίας πάγια στοιχεία του ενεργητικού τους (τα πλοία). Ως εκ τούτου, στο σύνολό τους οι επιχειρήσεις έχουν έναν μικρό ή μεγάλο βαθμό μόχλευσης (Leverage).

2) Είναι μια αγορά που χαρακτηρίζεται από διακυμάνσεις και μεταβλητότητα, όσον αφορά τα επίπεδα των ναύλων, τις χρηματικές ροές (cash flows) και την αξία των πλοίων.

3) Θα έλεγε κανείς ότι αποτελεί μια ώριμη πλέον αγορά, καθώς όλοι οι κλάδοι (ξηρού /υγρού φορτίου, εμπορευματοκιβωτίων), έχουν μεγάλο βαθμό εκμετάλλευσης όλα αυτά τα χρόνια, γεγονός που έχει συμβάλει στην τυποποίηση και την δημιουργία θεσμικών πλαισίων λειτουργίας τους.

4) Έλλειψη διαφάνειας όσον αφορά:

α) την ιδιοκτησιακή δομή των ναυτιλιακών εταιρειών. Η πλειοψηφία των ναυτιλιακών επιχειρήσεων ελέγχονται από off shore εταιρείες και με αυτόν τον τρόπο καθίσταται δυσχερής η ταυτοποίηση της ιδιοκτησίας.

β) τα οικονομικά στοιχεία και αποτελέσματα των ναυτιλιακών εταιρειών, για τους ίδιους όπως παραπάνω λόγους.

5) Είναι μια βιομηχανία που αποτελείται από πολλές εταιρείες μικρού μεγέθους, ενώ υπάρχει-πλην της Liner ναυτιλίας-μικρός βαθμός ευθυγράμμισης των συμφερόντων και οργάνωση των εταιριών αυτών σε μεγαλύτερα σχήματα.

6) Χαρακτηρίζεται επίσης, από διεθνή κινητικότητα των κεφαλαίων, καθώς και από πολυδιάσπαση και διαφοροποίηση μεταξύ των παραγόντων που εμπλέκονται στις θαλάσσιες μεταφορές. Για παράδειγμα, ένα Έλληνας, μπορεί να ελέγχει ένα πλοίο με σημαία Marshall Islands, μέσω μιας εταιρείας εγγεγραμμένης στα μητρώα επιχειρήσεων του Παναμά, να έχει πλήρωμα από Φιλιππίνες, νηογνώμονα γαλλικό, P&I Club βρετανικό, να εκτελεί ταξίδια χρονοναυλωμένο σε μια κινεζική εταιρεία, εκτελώντας ταξίδια μεταξύ λιμένων της Αυστραλίας και της Ιαπωνίας και το μίσθωμα να καταβάλλεται στην διαχειρίστρια εταιρεία του πλοίου, στον Πειραιά. Σε μια απλή θαλάσσια μεταφορά επομένως, έχουμε διεθνή συμμετοχή και κινητικότητα κεφαλαίων.

7) Ακόμη, η ναυτιλιακή βιομηχανία υπόκειται σε ένα σύνολο από κανόνες και δικαιοδοσίες. Είναι ίσως η βιομηχανία, με τους περισσότερους και αυστηρότερους κανόνες. Οι περισσότεροι βέβαια από αυτούς τους κανονισμούς, αφορούν την ασφάλεια (ναυσιπλοΐας, χειρισμών φορτίου, διαχείρισης ανθρωπίνων πόρων κ.α.). Άλλοι ρυθμίζουν τεχνικά ζητήματα, όπως π.χ. η απαίτηση για τα δεξαμενόπλοια διπλού τοιχώματος.

8) Επίσης, οι εταιρείες στην συγκεκριμένη βιομηχανία, έχουν σε ισχύ από το 1998, ένα πιστοποιημένο σύστημα ελέγχου ποιότητας των παραγόμενων υπηρεσιών.

9) Υπάρχει ελευθερία εισόδου στη ναυτιλιακή αγορά, η οποία μάλιστα λειτουργεί υπό καθεστώς σχεδόν τέλειου ανταγωνισμού. Όποιος έχει τα απαραίτητα κεφάλαια, μπορεί να δοκιμάσει την τύχη του στη ναυτιλιακή περιπέτεια. Αντίθετα, υπάρχει δυσκολία εισόδου σε αγορές όπως αυτές των liner εταιρειών, οι οποίες είναι οργανωμένες σε τέτοιο βαθμό, ώστε να εμποδίζουν την είσοδο νέων πλοιοκτητών στην αγορά.

10) Η ναυτιλιακή αγορά επηρεάζεται από οικονομικά, κοινωνικοπολιτικά, ή και από τυχαία γεγονότα, όπως οι πόλεμοι, η αύξηση της τιμής του πετρελαίου, το κλείσιμο της διώρυγας του SUEZ. Ακόμη και από μια κακή σοδειά σιτηρών.

11) Πέρα από τα παραπάνω όμως, ο σημαντικότερος παράγοντας σε αυτήν την βιομηχανία αφορά στη διαθέσιμη χωρητικότητα, δηλαδή τα ίδια τα πλοία. Ακόμα και αν τα πλοία μπορεί να διαφέρουν σε τύπο και μέγεθος, υπάρχουν ορισμένες παραδοχές που είναι κοινές για αυτά όπως:

α) Πολύ υψηλό σταθερό κόστος. Το κόστος απόκτησης διαθέσιμης χωρητικότητας, είτε με την αγορά ενός πλοίου είτε με την ναύλωση του, είναι το πλέον δαπανηρό στοιχείο του κόστους μια ναυτιλιακής επιχείρησης. Γι' αυτό, το timing της απόκτησής του είναι ο σπουδαιότερος παράγοντας αναφορικά με την κερδοφορία της, αλλά και την αξία του ενεργητικού της.

β) Αρκετά μεγάλος χρόνος παράδοσης για τα νεότευκτα πλοία. Γενικά, η ναυπήγηση ενός πλοίου διαρκεί περίπου 12 έως 18 μήνες. Όταν όμως η ναυτιλία διέρχεται περίοδο άνηθσης και οι παραγγελίες για νέα πλοία είναι τόσες, που καλύπτουν την δυνατότητα των ναυπηγείων, τότε η παράδοση του πλοίου μπορεί να επιμηκυνθεί χρονικά και να φτάσει και τα τρία και πλέον χρόνια.

γ) Οργανωμένος κλάδος αγοραπωλησιών πλοίων. Από την στιγμή που το πλοίο είναι μια οικονομική μονάδα που κινείται σε όλο τον κόσμο μεταφέροντας αγαθά και έχει υπολειμματική αξία, πάντα υπάρχει μια οργανωμένη αγορά αγοραπωλησίας μεταχειρισμένων πλοίων, (εφόσον βέβαια η τιμή του δεν πλησιάζει αυτήν του scrap), που το περιμένει προκειμένου να αλλάξει χέρια και να απασχοληθεί μέχρι το τέλος της οικονομικής ζωής του.

δ) Τα πλοία είναι οικονομικές μονάδες με μεγάλη διάρκεια ζωής (15-20 έτη τυπικά). Τα ποντοπόρα πλοία, μπορούν γενικά να ταξιδεύουν και να αποφέρουν κέρδος στον πλοιοκτήτη τους μέχρι την ηλικία και άνω των 30 ετών σε καλές περιόδους της αγοράς. Η τιμή που έχουν στο τέλος της οικονομικής ζωής τους, είναι πολύ χαμηλότερη από την τιμή των νεότευκτων και κάπου εκεί:

α) το πλοίο «δένει», αν η ζημία από τη λειτουργία του είναι μεγαλύτερη από το κόστος παροπλισμού του για το χρόνο που αναμένεται να διαρκέσει η κρίση ή

β) το πλοίο διαλύεται, αν το κόστος από τη λειτουργία του είναι (για διάστημα που μπορεί να διαρκέσει 3 χρόνια στην πράξη) υψηλότερο από το κόστος παροπλισμού του, και τι οποίο είναι υψηλότερο από το κόστος ευκαιρίας, το οποίο ισούται με το  $Light\ Weight \times scrap\ value$ .

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### Η ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Σε αυτό το κεφάλαιο, θα επιχειρήσουμε μια προσέγγιση στην παραδοσιακή δομή και οργάνωση των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων, αλλά και μια αναφορά στους παράγοντες που καθόρισαν την αναπτυξιακή πορεία της ελληνόκτητης ναυτιλίας, καθιστώντας την, στις τελευταίες δεκαετίες και στις μέρες μας, την κορυφαία ναυτιλία του κόσμου.

Ο κυκλικός χαρακτήρας της ναυτιλιακής βιομηχανίας και η ένταση του ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων παγκοσμίως, έχουν οδηγήσει τις τελευταίες δεκαετίες σε μεταβολές των συσχετισμών μεταξύ των ναυτιλιακών δυνάμεων. Σε αυτό το περιβάλλον, η ελληνόκτητη ναυτιλία είναι η μόνη παραδοσιακή δύναμη, η οποία έχει καταφέρει να διατηρηθεί στην κορυφή της παγκόσμιας ναυτιλίας αλλά ακόμη και να ισχυροποιήσει την θέση της. Με το μερίδιό της στην παγκόσμια ναυτιλία την δεκαετία του '40 να φτάνει το 1%, να εκτινάσσεται στις δεκαετίες του '70 και 2000, στο 12% και 17% αντίστοιχα και να αυξάνεται ακόμη περισσότερο στις μέρες μας, αγγίζοντας το 19%.

Η ανοδική αυτή πορεία, δεν ήρθε τυχαία, αλλά είναι αποτέλεσμα ορισμένων παραγόντων που σχετίζονται με την επιχειρηματική φιλοσοφία των Ελλήνων πλοιοκτητών και τον τρόπο που διοικούν τις επιχειρήσεις τους, με το ιδιαίτερο οργανωτικό μοντέλο των επιχειρήσεων, αλλά και με τις στρατηγικές τους, όπως λ.χ. η δημιουργία δικτύου γραφείων και πρακτορείων ανά τον κόσμο. Ακόμη:

Η στελέχωση των επιχειρήσεων με βάση την αρχή της συγγένειας και του κοινού τόπου καταγωγής, η πρόσβαση στα διεθνή ναυτιλιακά κέντρα. Η εξειδίκευση στην μεταφορά χύδην φορτίων, η χρήση διάφορων σημαίων ευκαιρίας, η χρήση ελληνικών πληρωμάτων, η πρόσβαση στους ναυλωτές και το επαναλαμβανόμενο μοτίβο αγορών και πωλήσεων πλοίων, αποτελούν τους βασικούς άξονες της επιχειρηματικής στρατηγικής των Ελλήνων πλοιοκτητών κατά τη διάρκεια του 20<sup>ου</sup> αιώνα.

Η εξειδίκευση στη διαχείριση πλοίων και η συμμετοχή στις ναυλαγορές με βάση την συσσωρευμένη τεχνογνωσία, όσον αφορά στην αποτελεσματική τεχνική και εμπορική εκμετάλλευση των πλοίων, αποτελεί σταθερά μέχρι σήμερα το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα των ελληνόκτητων επιχειρήσεων. Ο ελληνόκτητος



στόλος, υπήρξε σε όλη της σύγχρονη ιστορία του ένας διεθνής στόλος, που συμμετείχε στις διεθνείς θαλάσσιες μεταφορές εκτελώντας διαμετακομιστικό (cross-trading) εμπόριο, μεταφέροντας δηλαδή φορτία που αφορούσαν τις εισαγωγές ή της εξαγωγές τρίτων χωρών. Αυτό το χαρακτηριστικό καθόρισε την εξέλιξη και την εξειδίκευσή του.

#### 2.1. Ο ελληνόκτητες ναυτιλιακές επιχειρήσεις.

Ο όρος ελληνόκτητες επιχειρήσεις, περιλαμβάνει επιχειρήσεις διαχείρισης εμπορικών πλοίων ή εφοπλιστικές επιχειρήσεις που έχουν υπό τη διαχείρισή τους πλοία, τα οποία δραστηριοποιούνται στις διεθνείς ναυλαγορές και ανήκουν κατά πλειοψηφία σε ελληνικά συμφέροντα.

Στην περίπτωση της ελληνόκτητης ναυτιλίας, οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις λειτουργούν ως επιχειρήσεις διαχείρισης πλοίων, δηλαδή ως εφοπλιστικές εταιρείες. Τα πλοία ανήκουν σε πλοιοκτήτριες εταιρείες, που συνήθως έχουν την έδρα τους σε κάποιο κράτος που παρέχει θεσμικές και φορολογικές διευκολύνσεις, όπως π.χ. ο Παναμάς ή η Λιβερία. Κάθε πλοιοκτήτρια εταιρεία, έχει στην ιδιοκτησία της μόνο ένα πλοίο, την διαχείριση του οποίου αναθέτει σε εταιρεία διαχειριστή. Οι πλοιοκτήτριες εταιρείες και οι εταιρεία διαχείρισης, αποτελούν, τυπικά, δύο ανεξάρτητες μονάδες που λειτουργούν με σχέση εντολέα-πράκτορα. Κατά κανόνα όμως, οι πλοιοκτήτριες και η διαχειρίστρια εταιρεία συνδέονται με τα ίδια μετοχικά συμφέροντα, τα οποία φαίνονται στη mother company χαρτοφυλακίου.

#### 2.2. Το μέγεθος των επιχειρήσεων

Βασικό χαρακτηριστικό του ελληνόκτητου στόλου σε όλη τη σύγχρονη ιστορία, είναι η ύπαρξη μεγάλου αριθμού μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων. Τα πλοία, ανήκουν σε επιχειρήσεις κάθε μεγέθους, από μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεις μέχρι «μοναχοβάπορες» επιχειρήσεις. Η κατηγορία όμως που σηματοδότησε σε μεγαλύτερο βαθμό την πορεία ανάπτυξης του ελληνόκτητου στόλου τις τελευταίες δεκαετίες, είναι αυτή των επιχειρήσεων μικρού μεγέθους (μέχρι τρία πλοία κατά μέσο όρο). Η δομή και η οργάνωση της χύδην φορτηγού ναυτιλίας, καθιστούν τη λειτουργία μιας μικρού μεγέθους επιχείρησης, ακόμη και ως «μοναχοβάπορης», απαραίτητο στάδιο για την είσοδό της στην αγορά.

Η πλειοψηφία των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων κατά την περίοδο του Μεσοπολέμου, ήταν επιχειρήσεις μικρού μεγέθους, ελεγχόμενες από συμπλοιοκτησίες που διέθεταν ως συνεκτικό στοιχείο τα συγγένεια ή την κοινή

καταγωγή, οι οποίες βέβαια χαρακτηρίζονταν από χαμηλό βαθμό διεθνοποίησης. Την περίοδο μετά το 1945, οι μικρές οικογενειακές επιχειρήσεις, έδωσαν τη θέση τους σε διεθνοποιημένες επιχειρήσεις μεγαλύτερου μεγέθους, οι περισσότερες από τις οποίες δημιουργήθηκαν σε κέντρα εκτός Ελλάδος.

Η εμφάνιση αυτών των νέων εταιρειών, επέφερε μια λειτουργικού χαρακτήρα διάκριση στους εφοπλιστικούς κύκλους: αυτή μεταξύ παραδοσιακών και μη παραδοσιακών εφοπλιστών ή νέων εφοπλιστών. Στους παραδοσιακούς εφοπλιστές, κατατάσσονται εκείνοι που μετά το β΄ Παγκόσμιο πόλεμο ήταν τουλάχιστο δεύτερης γενιάς εφοπλιστές, εκείνοι που κληρονόμησαν τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις από τους γονείς τους. Στους μη παραδοσιακούς εφοπλιστές, κατατάσσονται εκείνοι που εισήλθαν στον εφοπλισμό μετά τον β΄ Παγκόσμιο πόλεμο από άλλους επαγγελματικούς χώρους. Ο μεγαλύτερος αριθμός αντιπροσωπευτικών γραφείων στο Λονδίνο και τη νέα Νέα Υόρκη ανήκαν σε παραδοσιακούς εφοπλιστές, ενώ ο Πειραιάς αποτελούσε το κέντρο των περισσότερων νέων εφοπλιστών.

Η διεθνοποίηση του συνόλου σχεδόν των ελληνόκτητων ναυτιλιακών επιχειρήσεων, ολοκληρώθηκε κατά την διάρκεια της μεταπολεμικής περιόδου. Αυτή η μεταβολή, δεν επηρέασε την εσωτερική διάρθρωση των επιχειρήσεων, καθώς τα βασικά οργανωτικά και διοικητικά τους χαρακτηριστικά παρέμειναν αμετάβλητα. Η ιδιοκτησία και το management συνέχισαν να ταυτίζονται, με αποτέλεσμα οι εφοπλιστές και τα μέλη των οικογενειών τους, να εξακολουθούν να διατηρούν ενεργό ρόλο στη λειτουργία των επιχειρήσεων.

Αυτά τα δύο χαρακτηριστικά, δηλαδή η ταύτιση ιδιοκτησίας και διοίκησης και ο ενεργός ρόλος των εφοπλιστών στη λειτουργία τους, καθόρισαν σε σημαντικό βαθμό την οργάνωση των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Αυτό οφείλεται στην ύπαρξη τριών αλληλοσυνδεδεμένων δομικών χαρακτηριστικών, που δεν είναι άλλα από την τάση για διαχωρισμό των επιχειρήσεων, από την επιχειρηματική φιλοσοφία των Ελλήνων εφοπλιστών και από τον οικογενειακό χαρακτήρα των επιχειρήσεων.

### 2.3. Η τάση διάσπασης των επιχειρήσεων.

Ο μεγάλος αριθμός των μικρών ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων, κατά την μεταπολεμική περίοδο, δεν οφείλονταν μόνο στην είσοδό τους στην αγορά. Το χαρακτηριστικό αυτό οφειλόταν και στην τάση διάσπασης των επιχειρήσεων, η οποία ήταν αποτέλεσμα του τρόπου με τον οποίο προσέγγιζαν τη ναυτιλιακή δραστηριότητα

οι Έλληνες εφοπλιστές. Σύμφωνα με την μελέτη των Θεοτοκά-Χαρλαύτη, σχεδόν το 50% των ελληνικών ναυτιλιακών εταιρειών εμπλέκονται σε συνεργασίες και διαχωρισμούς: είτε συμμετείχαν σε πλοιοκτησία από την οποία στην πορεία αποχώρησαν, είτε συνεργάστηκαν στην πορεία των δραστηριοτήτων τους με άλλες οικογένειες, είτε, τέλος, μέλη τους αποχωρίστηκαν από τις οικογενειακές επιχειρήσεις για να δημιουργήσουν τις δικές τους.

Οι λόγοι για τους οποίους ένας εφοπλιστής μπορεί να οδηγηθεί στην απόφαση για ανεξάρτητη επιχειρηματική δραστηριοποίηση μπορεί να ποικίλλουν. Σε ορισμένες περιπτώσεις, ο λόγος ήταν η διαφωνία για το μέλλον της επιχείρησης, ενώ η αντιδεοντολογική συμπεριφορά κάποιων από τους συμπλοιοκτήτες ήταν ένας ακόμη λόγος. Σε άλλες περιπτώσεις, ως αιτίες διαχωρισμού τους, καταγράφηκαν ενδοοικογενειακές ιδιαιτερότητες ή αντιθέσεις. Στην πλειοψηφία των περιπτώσεων, πάντως, λόγοι που συνδέονταν με τη σύγκρουση συμφερόντων και εξουσίας και με την κυριαρχία της μιας πλευράς επί της άλλης, είχαν καθοριστική επίδραση.

#### 2.4. Η επιχειρηματική φιλοσοφία των Ελλήνων εφοπλιστών.

Ένα βασικό χαρακτηριστικό των Ελλήνων εφοπλιστών, το οποίο συνέβαλε και στην διαχωρισμό των επιχειρήσεων ήταν, και εξακολουθεί να είναι, ο τρόπος με τον οποίο προσεγγίζουν την ναυτιλιακή δραστηριότητα. Κατά κανόνα δεν λειτουργούσαν ως επενδυτές, αλλά ως επιχειρηματίες και δεν αντιμετώπιζαν τη ναυτιλία αποκλειστικώς ως πηγή εισοδήματος, αλλά ως επαγγελματικό στίβο.

Στη διατήρηση αυτού του χαρακτηριστικού, συνέβαλε η προηγούμενη επαγγελματική προέλευση σημαντικού ποσοστού των Ελλήνων εφοπλιστών, που προέρχονταν από το ναυτικό επάγγελμα. Οι Έλληνες εφοπλιστές, διατηρούν ή επιδιώκουν να διατηρούν, τον απόλυτο έλεγχο των επιχειρήσεών τους και να λαμβάνουν οι ίδιοι τόσο τις στρατηγικές όσο και τις λειτουργικές αποφάσεις. Όταν αυτή η δυνατότητα περιορίζεται ή παύει να υπάρχει, ανεξαρτητοποιούνται από το κοινό επιχειρηματικό σχήμα και δημιουργούν νέες επιχειρήσεις.

Στον πυρήνα αυτής της φιλοσοφίας, η ναυτιλία παραμένει ως χώρος επαγγελματικής δραστηριοποίησης και καταξίωσης και μόνο συμπληρωματικά, στο βαθμό που η πρώτη επιδίωξη επιτυγχάνεται, γίνεται και αποδεκτός και ως χώρος επενδυτικών ευκαιριών. Είναι ενδεικτικό το γεγονός, από την έρευνα των Θεοτοκά-Χαρλαύτη, ότι μεταξύ των εφοπλιστικών οικογενειών περιλαμβάνονται οικογένειες με τεράστια κινητή ή ακίνητη περιουσία, οι οποίες εξακολουθούν να παραμένουν

στον εφοπλισμό, διαχειριζόμενες στόλους με μικρό αριθμό πλοίων, ακριβώς γιατί «αυτή ήταν πάντα η δουλειά της οικογένειας».

#### 2.5.Ο οικογενειακός χαρακτήρας των επιχειρήσεων.

Το γεγονός ότι οι ελληνόκτητες ναυτιλιακές επιχειρήσεις αναφέρονται ως οικογενειακές, οφείλεται α) στο ότι ανήκαν σε οικογένειες και όχι σε έναν αριθμό ανεξάρτητων μετόχων και β) στο ότι, σε μεγάλο ποσοστό, τα μέλη των οικογενειών των πλοιοκτητών συμμετείχαν στη διοίκηση των επιχειρήσεων, σε καίριες διοικητικές θέσεις.

Το πρώτο χαρακτηριστικό έδινε στους Έλληνες εφοπλιστές επιχειρηματική ευελιξία και τους επέτρεπε να ανταποκρίνονται με άμεσο τρόπο στις μεταβολές και στις ευκαιρίες της αγοράς. Η εφαρμογή στρατηγικών που ήταν προσανατολισμένες στην εκμετάλλευση της συγκυρίας, όπως το asset play, είναι ενδεικτική της δυνατότητας αυτής. Κατά τον παραδοσιακό εφοπλιστή Ματθαίο Λώ: «...καθίσταται φανερό, ότι στην ελληνική εφοπλιστική επιχείρηση, δεν χωρούν οι δημοκρατικές μεν αλλά χρονοβόρες διαδικασίες της λήψης αποφάσεων στα Διοικητικά Συμβούλια και τις Γενικές Συνελεύσεις. Ισχύει η Δικτατορία του ενός ή η ολιγαρχία των ικανών της οικογένειας, που με γνώμονα την πείρα και τη διαίσθηση στα θαλάσσια έργα χαράσσουν την πορεία της επιχείρησης...».

Η συμμετοχή των μελών της οικογένειας στη διοίκηση μιας επιχείρησης, θεωρείται ότι προσθέτει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στην επιχείρηση, καθώς τα μέλη της οικογένειας αποκτούν μέσω αυτής γνώση του αντικειμένου και εξειδίκευση. Η συμμετοχή των διαδόχων του ιδρυτή στην επιχείρηση από μικρή ηλικία, παρείχε, σε όλη τη σύγχρονη πορεία της ελληνόκτητης ναυτιλίας, την ευκαιρία για εκπαίδευση σχετική με το αντικείμενο της επιχείρησης. Η ναυτολόγηση στα πλοία κατά τους καλοκαιρινούς μήνες και η απασχόλησή τους στα γραφεία το υπόλοιπο διάστημα, ήταν το πρότυπο εκπαίδευσης, των εκκολαπτόμενων Ελλήνων εφοπλιστών.

Αυτό το πρότυπο εκπαίδευσης και εισαγωγής των νεότερων γενιών στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις, συνέβαλε σημαντικά στη μεταβίβαση και διεύρυνση της τεχνογνωσίας διαχείρισης πλοίων, στοιχείο που αποτέλεσε τον πυρήνα του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Αυτό γιατί επέτρεπε την τη μεταβίβαση γνώσης και εμπειρίας, που κατά κανόνα δεν ήταν γνωστή και καταγεγραμμένη, δεν υπήρχε σε εγχειρίδια, αλλά μεταφερόταν μέσα από την πρακτική ενασχόληση. Η γνώση που υπάρχει σε έναν κλάδο ή στις επιχειρήσεις,

μπορεί να είναι ρητή, διατυπωμένη και γνωστή σε όλους, ή άρρητη (Tacit), δηλαδή άγραφη και υπονοούμενη, γνωστή μόνο στους φορείς της.

Μια επιχείρηση ή ένας κλάδος, για να μπορεί να έχει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, χρειάζεται να κατέχει αυτά τα δύο είδη γνώσης. Προκειμένου να ξεχωρίζει όμως, στο πλαίσιο του ανταγωνισμού, είναι απαραίτητο η γνώση από την οποία αντλεί το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα να είναι υπονοούμενη/άρρητη, να είναι δηλαδή κτήμα των ατόμων που εργάζονται στο εσωτερικό της και παράλληλα να μην μπορεί να αντιγραφεί από τους ανταγωνιστές της.

Ο στενός έλεγχος της διοικητικής λειτουργίας της επιχείρησης από τον πλοιοκτήτη, μέσω των μελών της οικογένειας προσέδιδε μεγαλύτερο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, καθώς εξασφάλιζε τον προσανατολισμό της λειτουργίας της στον έλεγχο των στοιχείων του κόστους και, μέσω αυτού, την αύξηση της ανταγωνιστικότητας των πλοίων. Ταυτόχρονα, ειδικά στις μικρές επιχειρήσεις, μείωνε τις ανάγκες της σε προσωπικό. Στις επιχειρήσεις αυτής κατηγορίας, μπορεί να θεωρηθεί ότι το κόστος της εργασίας, δεν αποτελεί ανελαστικό κόστος στο σύνολό του, καθώς οι εργαζόμενοι-ιδιοκτήτες της επιχείρησης, συνεχίζουν να προσφέρουν την εργασία τους ακόμη και στην περίπτωση που δεν αμείβονται για αυτή. Το στοιχείο αυτό παρέχει μεγαλύτερη δυνατότητα επιβίωσης σε περιόδους κρίσεων στην αγορά, σε σχέση με τις επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν ανελαστικό κόστος εργασίας.

Επιπλέον, η απασχόληση στις επιτελικές θέσεις μελών της οικογένειας που, κατά κανόνα μοιράζονται τις ίδιες απόψεις και αξίες με τον εφοπλιστή, ενδυναμώνει την κυρίαρχη κουλτούρα της επιχείρησης και συμβάλει στον τρόπο διοίκησης που κυριαρχεί σε αυτήν.

## 2.6. Η επενδυτική στρατηγική των ελληνόκτητων ναυτιλιακών εταιρειών.

Η επενδυτική στρατηγική των ελληνόκτητων εταιρειών βασιζόταν ανέκαθεν στη λογική του χαμηλού κόστους και στην εκμετάλλευση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος που προέκυπτε βασικά από την τεχνογνωσία διαχείρισης των πλοίων, η οποία αποτελεί μέχρι σήμερα οικογενειακή παράδοση.

Η σπουδαιότητα της επενδυτικής στρατηγικής, μιας ναυτιλιακής επιχείρησης, προκύπτει από το γεγονός ότι η ναυτιλιακή βιομηχανία παρουσιάζει διακυμάνσεις που θέτουν σε κίνδυνο τις επενδύσεις επιχειρήσεων όλων των κατηγοριών. Οι διακυμάνσεις δημιουργούν κίνδυνο, στοιχείο που καθιστά το χρόνο πραγματοποίησης

μιας επένδυσης, παράγοντα καθοριστικής σημασίας. Υπάρχουν δύο στρατηγικές, σχετικά με την εκμετάλλευση του χρόνου. Η πρώτη αφορά το «χτύπημα της αγοράς», με βραχυχρόνιες αγορές και πωλήσεις (asset play) και η δεύτερη την μακροχρόνια πώληση μεταφορικών υπηρεσιών (time charter).

Η επένδυση στη ναυτιλία, μπορεί να πραγματοποιηθεί είτε με νέα ναυπήγηση, είτε με αγορά μεταχειρισμένου πλοίου. Βασική επιλογή των ελληνόκτητων ναυτιλιακών εταιρειών, ήταν η αγορά μεταχειρισμένων πλοίων, τα οποία τα διαχειρίζονταν με την φιλοσοφία του χαμηλού κόστους. Με γνώμονα δηλαδή το χαμηλό σταθερό κόστος, αποκτούσαν το μεταχειρισμένο πλοίο με σκοπό την επιμήκυνση του χρόνου της οικονομικής αξιοποίησης. Όταν δηλαδή οι πλοιοκτήτες προηγμένων χωρών, όπως αυτοί της Βόρειας Ευρώπης ή της Ιαπωνίας, πωλούσαν τα πλοία τους, οι Έλληνες εύρισκαν στην ευκαιρία να αγοράσουν ένα πλοίο, που με την σκληρή προσωπική τους εργασία είτε πάνω σε αυτό είτε από το γραφείο της εταιρείας, κατάφερναν διατηρώντας χαμηλά το σταθερό λειτουργικό του κόστος, να το καταστήσουν ανταγωνιστικό για αρκετό χρόνο ακόμη.

Η επιλογή μεταξύ της νέας ναυπήγησης και της αγοράς μεταχειρισμένου, είναι συνάρτηση και της βάσης πάνω στην οποία στηρίζει το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα η κάθε επιχείρηση. Αν το πλεονέκτημα βρίσκεται στο κόστος παραγωγής και είναι χαμηλής τάξης, στηρίζεται δηλαδή σε συντελεστές όπως το χαμηλό κόστος εργασίας, τότε η επένδυση σε μεταχειρισμένο πλοίο με υψηλότερο λειτουργικό κόστος, είναι βιώσιμη. Αν αντίθετα, το πλεονέκτημα είναι υψηλής τάξης, η επένδυση πρέπει να εκμεταλλεύεται αυτό το πλεονέκτημα και, κατά συνέπεια, η επιλογή νεοναυπηγηθέντος πλοίου είναι προτιμητέα. Βέβαια, είναι δυνατόν μια επιχείρηση, παρότι στηρίζεται σε πλεονέκτημα χαμηλής τάξης, να επιλέξει νεοναυπηγηθέν και αναβαθμισμένο πλοίο, ώστε να ενισχύσει περαιτέρω το πλεονέκτημά της.

Παράλληλα, στα πλαίσια διατήρησης του ανταγωνιστικού τους πλεονεκτήματος, η επιλογή σημαιών ευκαιρίας από τους Έλληνες εφοπλιστές κατά την μεταπολεμική περίοδο και ειδικότερα στις περιόδους των μεγάλων κρίσεων, ήταν επιβεβλημένη προκειμένου να μειώσουν το λειτουργικό κόστος των πλοίων, καθώς η ελληνική σημαία, προέβλεπε και προβλέπει υποχρεωτική ναυτολόγηση συγκεκριμένου αριθμού Ελλήνων ναυτικών. Είναι χαρακτηριστικό, ότι το ποσοστό της ελληνικής σημαίας στον ελληνόκτητο στόλο, μειώθηκε από 77,8% το 1981 στο 44,2% το 1987 (μέσα στην κρίση).

Η επενδυτική πολιτική των ελληνικών εταιρειών τα τελευταία χρόνια, έχει μεταβληθεί προς την κατεύθυνση των νέων ναυπηγήσεων. Αυτό γιατί η υψηλή τεχνογνωσία διαχείρισης πλοίων, στην εποχή της τυποποίησης και των κανονισμών έχει απολέσει μέρος της ευελιξίας της, η οποία στο παρελθόν συνέβαλε στην περαιτέρω μείωση του κόστους των μεταχειρισμένων πλοίων. Όπως τονίζει και ο εφοπλιστής Σ. Παληός: «...αν με ρωτούσαν πριν από 30 χρόνια κατά πόσο θα ήμουν διατεθειμένος να εμπλακώ στην περιπέτεια των νέων κατασκευών, θα απαντούσα κατηγορηματικά αρνητικά. Κι αυτό γιατί υπήρχε το έμπυχο δυναμικό, με την βοήθεια του οποίου μπορούσε ο καθένας να αποκτήσει ένα πλοίο μεταχειρισμένο και σε σύντομο χρονικό διάστημα να το φέρει σε εντελώς διαφορετικά επίπεδα, ώστε να δουλέψει αποδοτικά και να μεταπωληθεί με σημαντικό κέρδος αργότερα. Αυτό σήμερα, ξεχάστε το...».

Η δεδομένη λοιπόν τεχνογνωσία, σε συνδυασμό όμως με την έλλειψη του κατάλληλου έμπυχου δυναμικού το οποίο θα μπορούσε να ανεβάσει το επίπεδο ενός βαριά μεταχειρισμένου πλοίου από πλευράς απόδοσης και να το κάνει μια υγιή παραγωγική μονάδα, οδηγεί τα τελευταία χρόνια τις ελληνικές εταιρείες στη λύση των νέων ναυπηγήσεων.

Η εικόνα λοιπόν που αποκομίζει κανείς, κάνοντας μια ιστορική αναδρομή στην παραδοσιακή δομή και οργάνωση των ελληνικών ναυτιλιακών εταιρειών, είναι ότι πρόκειται για οικογενειακές εταιρείες, στις οποίες οι ιδιοκτησία και η διοίκηση ταυτίζονται στο πρόσωπο του εφοπλιστή και των μελών της οικογένειάς του. Η οικογενειακή συμμετοχή στη ναυτιλιακή επιχείρηση, αποτελεί ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για την επιχείρηση, καθώς, το κόστος εκμετάλλευσης των πλοίου διατηρείται σε χαμηλά επίπεδα, δίνοντας έτσι την δυνατότητα εκμετάλλευσης πλοίων, τα οποία για άλλους θα ήταν επιζήμια. Επίσης, η ευελιξία στην λήψη αποφάσεων στις οικογενειακές εταιρείες, χωρίς τις χρονοβόρες διαδικασίες των Διοικητικών Συμβουλίων και Γενικών Συνελεύσεων, δίνει ένα ακόμη ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε αυτές, όσον αφορά στην ανταπόκριση στις μεταβολές και στις ευκαιρίες της αγοράς.

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

#### ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΟΙ ΚΥΚΛΟΙ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ

Δεν θα μπορούσαμε να συνεχίσουμε σε μια συζήτηση, αναφορικά με την άντληση κεφαλαίων από τα χρηματιστήρια από τις ναυτιλιακές εταιρείες, εάν πρώτα δεν αναφερθούμε στο φαινόμενο των ναυτιλιακών κύκλων. Η απόφαση για την εισαγωγή μιας ναυτιλιακής επιχείρησης στο χρηματιστήριο, λαμβάνεται από το management της επιχείρησης προκειμένου να εξασφαλιστούν τα' απαραίτητα κεφάλαια για την ανάπτυξή της, κυρίως μέσα από την αγορά νέων πλοίων. Είναι λοιπόν πολύ σημαντικό οι διαχειριστές μιας ναυτιλιακής επιχείρησης, να επιλέξουν το κατάλληλο timing για αυτήν την κίνηση, λαμβάνοντας υπ' όψιν την κατάσταση της αγοράς, αλλά κυρίως, τα σημάδια που δείχνουν σε ποια φάση του ναυτιλιακού κύκλου αυτή βρίσκεται.

Στις μέρες μας, παρατηρείται το φαινόμενο της ακύρωσης παραγγελιών για καινούργια πλοία από ναυτιλιακές εταιρείες που άντλησαν τα' απαραίτητα για την ναυπήγηση πλοία από τα χρηματιστήρια. Ο λόγος είναι η μεγάλη ύφεση που επικρατεί στην παγκόσμια οικονομία από τον Οκτώβρη του 2008, η οποία έχει επηρεάσει και την ναυτιλιακή βιομηχανία. Μπορεί λοιπόν τα απαραίτητα για την παραγγελία νέων πλοίων κεφάλαια να εξασφαλίστηκαν – και μάλιστα χωρίς καθόλου μόχλευση- το timing όμως των τοποθετήσεων των νέων παραγγελιών ήταν τέτοιο, που ουσιαστικά τα νέα πλοία ίσως παραδοθούν σε μια αγορά που δεν τα χρειάζεται.

Μεγάλη λοιπόν η σημασία της κατανόησης του ρόλου των ναυτιλιακών κύκλων, από τα μέλη που συμμετέχουν στην διαχείριση μιας ναυτιλιακής εταιρείας, παρόλο που είναι αποδεδειγμένο ότι δεν υπάρχει δυνατότητα για την πρόγνωση τους. Οι παράγοντες της ναυτιλιακής βιομηχανίας, έχουν στις μέρες μας διαθέσιμη ανά πάσα στιγμή την εικόνα της αγοράς μέσα από τις εκτιμήσεις των αναλυτών αλλά και την real time πληροφόρηση. Σε σχέση λοιπόν με το παρελθόν, είναι σίγουρα σε πολύ καλύτερη θέση από πλευράς εκτίμησης της κατάστασης της αγοράς και της φάσης που διέρχεται ο ναυτιλιακός κύκλος. Οι ρομαντικές ιστορίες περί ελληνικού δαιμονίου, σύμφωνα με τις οποίες οι έλληνες εφοπλιστές λειτουργούσαν στις επενδυτικές αποφάσεις τους βασιζόμενοι μόνο στο ένστικτό τους, έχουν περάσει ανεπιστρεπτί. Αν αναλογιστεί κανείς τα τεράστια ποσά που εμπλέκονται στον χώρο της ναυτιλίας, δεν είναι δύσκολο να αντιληφθεί την σπουδαιότητα των ναυτιλιακών κύκλων στον καθορισμό των κρίσιμων επιχειρηματικών αποφάσεων.



### 3.1.ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΚΥΚΛΩΝ

#### 3.1.1.Ναυτιλιακοί κύκλοι βραχείας διάρκειας

Οι κύκλοι δεν αποτελούν αποκλειστικό φαινόμενο της ναυτιλίας. Αντίθετα, συμβαίνουν σε πολλές βιομηχανίες και στην οικονομία ως σύνολο. Στην πορεία του χρόνου, πολλοί οικονομολόγοι έχουν προσπαθήσει να αναλύσουν και να ταξινομήσουν τους οικονομικούς κύκλους σε κατηγορίες, συνήθως με βάση τη χρονική τους διάρκεια. Ο κύκλος του Kitchin είναι σύντομος κύκλος των 3-4 ετών, του Juglar διαρκεί 6-8 έτη, του Labrousse μπορεί να διαρκέσει 10-12 χρόνια, του Kuznets διαρκεί 20 έτη, ενώ οι κύκλοι του Kondratieff εξαπλώνονται για πάνω από μισό αιώνα.

Στην ναυτιλιακή αγορά, η ύπαρξη των κύκλων έχει γίνει συνολικά και διαχρονικά παραδεκτή ως αναπόσπαστο κομμάτι της. Ο Kirkaldy (1913) είδε το ναυτιλιακό κύκλο ως συνέπεια του μηχανισμού της ναυτιλιακής αγοράς. Τα μέγιστα (peaks) και τα ελάχιστα (troughs) του κύκλου, είναι ενδείξεις ότι η αγορά προσαρμόζει την προσφορά στην ζήτηση, μέσω των διακυμάνσεων των χρηματικών ροών (cash flows).

Ο Fayle (1933) στάθηκε περισσότερο στον μηχανισμό των κύκλων. Στην ανάλυσή του σχολίασε ότι η δημιουργία ενός ναυτιλιακού κύκλου είναι είτε απόρροια ενός παγκόσμιου οικονομικού κύκλου ή ως αποτέλεσμα εξωγενών τυχαίων γεγονότων, όπως π.χ. οι πόλεμοι που προκαλούν την έλλειψη των πλοίων. Οι υψηλές τιμές των ναύλων που προκύπτουν, προσελκύουν νέους επενδυτές στην βιομηχανία και ενθαρρύνουν ένα κύμα κερδοσκοπικής επένδυσης, αυξάνοντας έτσι την χωρητικότητα του παγκόσμιου στόλου. Κάτω από αυτό το πρίσμα, η ανάλυσή του περιλαμβάνει μια σειρά τριών γεγονότων: την άνοδο του εμπορίου (trade boom), την βραχυπρόθεσμη άνοδο της ναυτιλίας (short shipping boom), κατά την οποία υπάρχει κύμα υπερναυπήγησης και τέλος την εκτεταμένη κρίση (prolonged slump) που έρχεται ως συνέπεια.

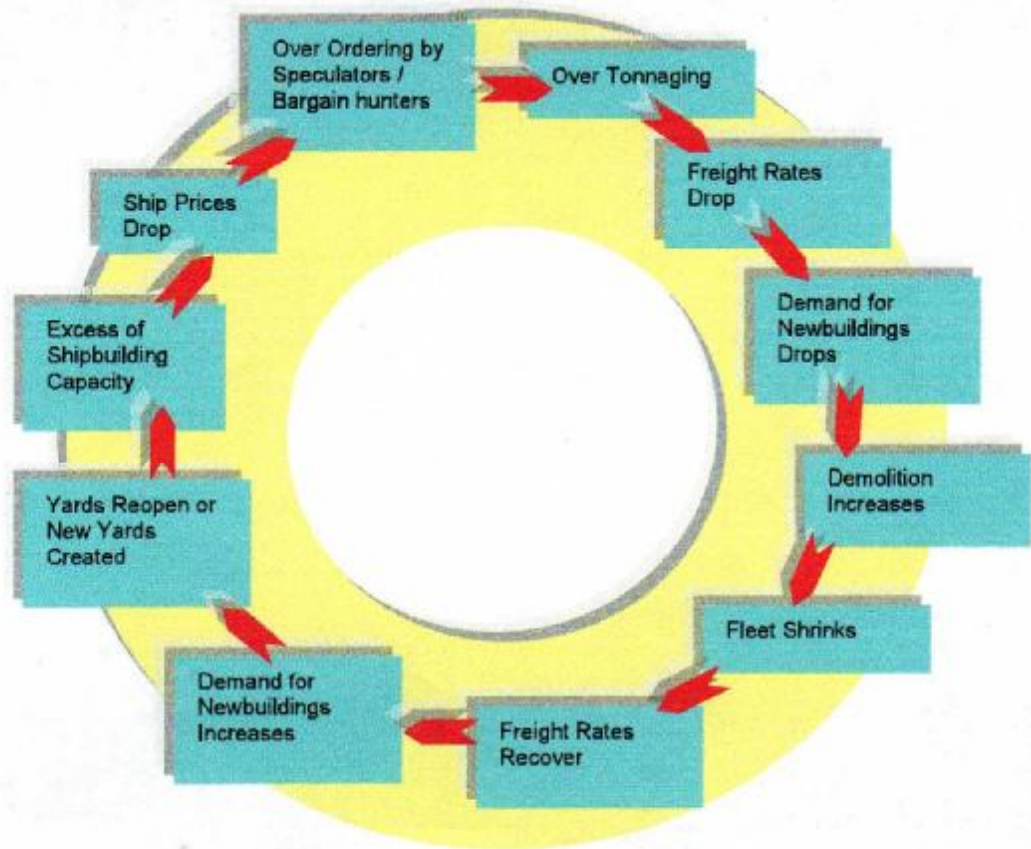
Ο Cufley (1972) εστίασε επίσης την προσοχή σε τρία κοινά χαρακτηριστικά των ναυτιλιακών κύκλων. Κατά την μελέτη του, πρώτα αναπτύσσεται ένα έλλειμμα πλοίων, έπειτα η αύξηση των ναύλων προκαλεί υπερναυπήγηση και τελικά η αγορά καταλήγει σε κατάρρευση και ύφεση. Επιπλέον, ο ίδιος αναλυτής ορίζει τον κύκλο ως την διαδικασία με την οποία η αγορά συντονίζει την προσφορά στις μεταβολές της ζήτησης και καταλήγει τονίζοντας ότι οι ναυτιλιακοί κύκλοι είναι εντελώς ακανόνιστοι και απρόβλεπτοι.

Ο Hampton (1991) στην ανάλυσή του για τους ναυτιλιακούς κύκλους μεγάλης και μικρής διάρκειας, δίνει έμφαση στον σημαντικό ρόλο της ψυχολογίας των ανθρώπων και στον τρόπο ανταπόκρισής τους στις ενδείξεις των τιμών των ναύλων που λαμβάνουν από την αγορά. Περιγράφοντας την εξέλιξη ενός ναυτιλιακού κύκλου αναφέρει χαρακτηριστικά: ‘...Στη ναυτιλιακή αγορά οι μεταβολές των τιμών δίνουν το σύνθημα. Οι μεταβολές στις τιμές των ναύλων ή στις αξίες των πλοίων σημαίνουν τον επόμενο γύρο επενδυτικών αποφάσεων. Όταν οι ναύλοι είναι υψηλοί, δίνουν το έναυσμα για νέες παραγγελίες. Τελικά, οι εκτεταμένες παραγγελίες ρίχνουν τις τιμές των ναύλων. Οι χαμηλοί ναύλοι παγώνουν τις παραγγελίες και ενθαρρύνουν τις διαλύσεις πλοίων. Στο χαμηλότερο σημείο του κύκλου, η μείωση των ναυπηγήσεων και η αύξηση των διαλύσεων οδηγούν σε συρρίκνωση της προσφοράς πλοίων και διαμορφώνουν το περιβάλλον για την επόμενη αύξηση των ναύλων. Ο κύκλος αυτός επαναλαμβάνεται....’

Ο Hampton τονίζει επίσης, ότι η ψυχολογία της αγοράς παίζει σημαντικό ρόλο στον καθορισμό της δομής των κύκλων και εξηγεί με αυτόν τον τρόπο γιατί η αγορά επανειλημμένα φαίνεται να υπέρ-αντιδρά στα σημάδια των τιμών: ‘...Στη ναυτιλιακή αγορά όπως και σε κάθε αγορά, οι συμμετέχοντες βρίσκονται σε έναν διαρκή αγώνα ανάμεσα στο φόβο και την απληστία. Επειδή είμαστε ανθρώπινα όντα και επηρεαζόμαστε με διάφορους τρόπους από τους γύρω μας, η ψυχολογία της μάζας αυτοτροφοδοτείται κι ενισχύεται, ώστε από κάποιο σημείο κι έπειτα οι αποφάσεις να λαμβάνονται με γνώμονα το συναίσθημα και την τυφλή υπακοή προς τις κινήσεις της μάζας, παρά με αντικειμενική κρίση προς τα γεγονότα.

Όλες οι αναλύσεις του ναυτιλιακού κύκλου, φαίνεται να έχουν ένα κοινό θέμα. Περιγράφουν το ναυτιλιακό κύκλο ως το μηχανισμό που εκφράζει και εξομαλύνει τις ανισορροπίες ανάμεσα στην προσφορά και την ζήτηση πλοίων. Αν υπάρχει μικρή προσφορά πλοίων, η αγορά ανταμείβει τους πλοιοκτήτες με υψηλούς ναύλους, μέχρι να παραγγελθούν και να παραληφθούν νέα πλοία. Όταν υπάρχει πλεόνασμα πλοίων, πιέζεται η ρευστότητα των πλοιοκτητών μέχρι το σημείο που θα υποχρεωθούν να οδηγήσουν τα πλοία τους σε διάλυση. Κάτω από αυτό το πρίσμα, η διάρκεια των κύκλων είναι συμπτωματική και προβλέψιμη. Απλά διαρκούν όσο χρειάζεται ώστε να εκτελέσουν την αποστολή τους, δηλαδή την προσπάθεια εξισορρόπησης της αγοράς.

## Ο ναυτιλιακός κύκλος



Source: DVB Bank, 2005

### 3.1.2. Φάσεις του ναυτιλιακού κύκλου

#### Φάση 1: Υφεση ή Χαμηλό (Recession or Trough)

Υπάρχουν τρία χαρακτηριστικά σε αυτό το στάδιο του κύκλου. Πρώτο, υπάρχουν σημάδια πλεονάζουσας χωρητικότητας. Τα πλοία συνωστίζονται στα σημεία φόρτωσης και χρησιμοποιούν οικονομική ταχύτητα πλεύσης για να εξοικονομήσουν καύσιμα. Δεύτερο, οι ναύλοι πέφτουν στο επίπεδο του λειτουργικού κόστους των λιγότερο αποδοτικών πλοίων, τα πλοία οδηγούνται σε παροπλισμό. Τρίτο, η εκτεταμένη διάρκεια χαμηλών ναύλων και η σφιχτή πιστωτική πολιτική των τραπεζών δημιουργούν αρνητική χρηματική ροή στους πλοιοκτήτες, η οποία προοδευτικά γίνεται μεγαλύτερη. Οι πλοιοκτήτες που αντιμετωπίζουν προβλήματα, είναι υποχρεωμένοι να πουλήσουν τα πλοία τους σε τιμές ανάγκης (distress prices), καθώς υπάρχουν λίγοι αγοραστές. Η τιμή των παλαιότερων πλοίων πέφτει στην αξία του scrap, οδηγώντας τα πλοία αυτά στην αγορά διαλύσεων.

## Φάση 2: Ανάκαμψη (Recovery)

Καθώς η προσφορά και η ζήτηση κινούνται προς την ισορροπία, οι πρώτες θετικές ενδείξεις ανάκαμψης είναι αρχικά η αύξηση των ναύλων σε επίπεδα ανώτερα του λειτουργικού κόστους των πλοίων και στην συνέχεια η μείωση της παροπλισμένης χωρητικότητας. Το συναίσθημα της αγοράς όμως παραμένει αβέβαιο και απρόβλεπτο. Τα διαστήματα αισιοδοξίας εναλλάσσονται με αντίστοιχα προβληματισμού για το αν πραγματικά η αγορά ανακάμπτει. Ορισμένες φορές, η αγορά δίνει ψευδή σημάδια ανάκαμψης, χωρίς όμως τελικά η φάση αυτή να ολοκληρώνεται. Καθώς η ρευστότητα βελτιώνεται, οι τιμές των μεταχειρισμένων πλοίων αυξάνεται και η ψυχολογία της αγοράς σταθεροποιείται.

## Φάση 3: Κορύφωση ή Υψηλό (Peak or Plateau)

Όταν το σύνολο της προσφερόμενης χωρητικότητας έχει απορροφηθεί, τότε η αγορά εισέρχεται σε μία φάση κατά την οποία η προσφορά και η ζήτηση είναι σε ισορροπία. Οι ναύλοι είναι υψηλοί, συχνά δύο με τρεις φορές μεγαλύτεροι από το λειτουργικό κόστος των πλοίων. Η κορύφωση του κύκλου, μπορεί να διαρκέσει λίγες εβδομάδες ή μερικά χρόνια., ανάλογα με τις πιέσεις που θα ασκηθούν στην ισορροπία προσφοράς και ζήτησης. Σε αυτό το στάδιο τα παροπλισμένα πλοία είναι ελάχιστα και ο στόλος χρησιμοποιεί την μέγιστη υπηρεσιακή ταχύτητα, οι πλοιοκτήτες έχουν αποκτήσει ρευστότητα και οι τράπεζες είναι πρόθυμες να συνάψουν δάνεια. Οι τιμές των μεταχειρισμένων πλοίων αυξάνονται ραγδαία, σε σημείο που ορισμένα σύγχρονα πλοία μπορεί να μεταπωληθούν σε τιμή μεγαλύτερη από την αξία ναυπήγησης ενός αντίστοιχου πλοίου. Ο ρυθμός των νέων παραγγελιών αυξάνεται αργά στην αρχή και περισσότερο γρήγορα στην συνέχεια.

## Φάση 4: Κατάρρευση (Collapse)

Όταν η προσφορά χωρητικότητας ξεπεράσει τη ζήτηση, τότε η αγορά μπαίνει σε φάση κατάρρευσης. Παρόλο που το καθοδικό γύρισμα της αγοράς προκαλείται γενικά από θεμελιώδεις παράγοντες, όπως ο οικονομικός κύκλος ή από την εισαγωγή νεότευκτων πλοίων στην αγορά σε περίοδο υψηλών ναύλων, ωστόσο η ψυχολογία της αγοράς μπορεί να επιταχύνει την πραγματοποίηση της φάσης αυτής. Σε αυτό το στάδιο, τα πλοία αρχίζουν να μένουν ανενεργά, παροπλισμένα στα κυριότερα λιμάνια, οι ναύλοι πέφτουν, οι επιχειρησιακή ταχύτητα πλεύσης των πλοίων

μειώνεται, η ρευστότητα των πλοιοκτητών παραμένει αρχικά υψηλή, αλλά η ψυχολογία της αγοράς κυριεύεται και πάλι από αβεβαιότητα και σύγχυση.

Μελετώντας λοιπόν τους ναυτιλιακούς κύκλους, προκύπτουν τέσσερα βασικά συμπεράσματα:

- ο ναυτιλιακός κύκλος είναι το αποτέλεσμα της αλληλεπίδρασης μεταξύ της προσφοράς χωρητικότητας και της ζήτησης χωρητικότητας στη ναυτιλιακή αγορά.
- Ένας πλήρης κύκλος αποτελείται από τέσσερις φάσεις ή στάδια. Η φάση της ύφεσης (στάδιο 1), ακολουθείται από την ανάκαμψη (στάδιο 2), η οποία οδηγεί στην κορύφωση (στάδιο 3), και καταλήγει στην κατάρρευση της αγοράς (στάδιο 4).
- Δεν υπάρχουν σταθεροί κανόνες για την χρονική στιγμή της εμφάνισης του κάθε σταδίου. Η κανονικότητα δεν αποτελεί αναγκαίο χαρακτηριστικό για την διαδικασία των κύκλων.
- Δεν υπάρχει φόρμουλα πρόβλεψης της μορφής του επόμενου ναυτιλιακού κύκλου. Η φάση της ανάκαμψης, μπορεί να ανακοπεί πριν ολοκληρωθεί σε φάση κορύφωσης και να μετατραπεί ξανά σε φάση ύφεσης. Το στάδιο της κατάρρευσης μπορεί να αντιστραφεί πριν καταλήξει σε φάση ύφεσης. Οι περίοδοι ύφεσης μπορεί να διαρκέσουν έξι μήνες ή έξι χρόνια. Η κορύφωση μπορεί να κρατήσει ένα μήνα ή ένα χρόνο. Οι κύκλοι πάντα περιγράφονται και αιτιολογούνται εκ του αποτελέσματος.

Γίνεται λοιπόν εύκολα αντιληπτό, ότι σε ένα τόσο ευμετάβλητο περιβάλλον όπως αυτό της ναυτιλίας, το να ληφθεί μια απόφαση από το management μιας ναυτιλιακής επιχείρησης, προκειμένου αυτή να αντλήσει κεφάλαια από το χρηματιστήριο, δεν είναι μια απλή απόφαση. Η διαδικασία αυτή όπως, θα αναφερθεί παρακάτω, είναι χρονοβόρα αφού διαρκεί 3-6 μήνες. Μετά από όσα εκτέθηκαν στο παρόν κεφάλαιο, το χρονικό αυτό διάστημα φαντάζει αρκετά μεγάλο για να συμβεί οτιδήποτε στην ναυτιλιακή αγορά. Χρειάζεται λοιπόν άριστη γνώση των συνθηκών της αγοράς και κυρίως να μην παρασύρεται η διαχείριση από την περιρρέουσα ψυχολογία, αλλά να εξετάζει τα θεμελιώδη μεγέθη της ναυτιλίας, τα οποία πάντοτε είναι η ζήτηση και η προσφορά χωρητικότητας, σε συνδυασμό με το ύψος των νέων παραγγελιών και του ρυθμού των διαλύσεων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

#### Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

*(Αυτό το κεφάλαιο, γράφτηκε με τα δεδομένα της περιόδου του πρώτου τριμήνου του 2008. Παρόλο που τα επίπεδα των ναύλων σήμερα δεν έχουν καμία σχέση με τότε, διατήρησα το κείμενο γιατί είναι σχεδόν προφητικό...)*

Η ναυτιλία ανήκει στις κορυφαίες βιομηχανίες εντάσεως κεφαλαίου. Το σύνολο της αξίας των πλοίων μιας ναυτιλιακής εταιρείας, αντιπροσωπεύει το 90% του πάγιου ενεργητικού της.

Σύμφωνα με την UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development), τα εμπορικά πλοία συνεισφέρουν από ναύλους, περίπου \$ 380 δις στην παγκόσμια οικονομία, τα οποία αντιπροσωπεύουν το 5% του κύκλου εργασιών του παγκοσμίου εμπορίου.

Η απόκτηση ενός πλοίου βεβαίως – καινούργιου ή μεταχειρισμένου – είναι ακριβή υπόθεση. Αρκεί να αναλογιστεί κανείς, πως στις μέρες μας (τιμές κατά την περίοδο του πρώτου τριμήνου του 2008) χρειάζονται περίπου \$ 160 εκατ. για την αγορά ενός καινούργιου VLCC Tanker, ενώ για την αγορά ενός Capesize Bulk Carrier χρειάζονται τουλάχιστον \$ 90 εκατ.. Η απόκτηση δε ενός μεγάλου LNG Carrier, απαιτεί τουλάχιστον \$ 300 εκατ. Μόνο για την απόκτηση νεότευκτων πλοίων, η ναυτιλιακή βιομηχανία χρειάζεται, σύμφωνα με ήπιους υπολογισμούς, τουλάχιστον \$ 80 δις.

Η αγορά ενός πλοίου, στο μεγαλύτερο ποσοστό της, καλύπτεται μέσω των διαφόρων μορφών χρηματοδότησης που υπάρχουν στην αγορά. Η απόφαση για την αγορά ενός ή πολλών καινούργιων ή μεταχειρισμένων πλοίων και ο τρόπος χρηματοδότησής της, αποτελεί μια από τις σημαντικότερες-αν όχι την σημαντικότερη- αποφάσεις του διαχειριστή μιας ναυτιλιακής εταιρείας. Αυτό συμβαίνει γιατί η ναυτιλία δεν έχει τα χαρακτηριστικά μιας οποιασδήποτε άλλης βιομηχανίας. Η τράπεζα δηλαδή ή το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που θα θελήσει να χρηματοδοτήσει την ανάπτυξη μιας ναυτιλιακής επιχείρησης, γνωρίζει ότι μια τέτοια απόφαση περιέχει υψηλού βαθμού επιχειρηματική αβεβαιότητα, γιατί έχει να κάνει με ένα επιχειρηματικό περιβάλλον, στο οποίο δεν ισχύουν οι συμβατικοί κανόνες των επενδύσεων που ισχύουν σε άλλους τομείς της διεθνούς οικονομίας.

Αυτό συμβαίνει, εξαιτίας ορισμένων χαρακτηριστικών της ναυτιλίας, όπως: α) το γεγονός ότι η ζήτηση θαλασσιών μεταφορών είναι παράγωγος ζήτηση και

εξαρτάται από την παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη, β) λόγω των κυκλικών διακυμάνσεων της αγοράς, τα έσοδα της ναυτιλιακής επιχείρησης μεταβάλλονται, αλλά και το πάγιο ενεργητικό της επιχείρησης (η αξία των πλοίων δηλαδή) μεταβάλλεται και αυτό, γ) το πάγιο ενεργητικό μιας ναυτιλιακής επιχείρησης, ουσιαστικά βρίσκεται...εν πλώ. δ) αδιαφάνεια όσον αφορά στην ταυτότητα της ιδιοκτησίας, ε) έλλειψη πληροφόρησης σχετικά με την στρατηγική ανάπτυξης και επενδύσεων της επιχείρησης, στ) έλλειψη επίσημα τεκμηριωμένων οικονομικών στοιχείων και αποτελεσμάτων της επιχείρησης. Τέλος, είναι σύνηθες και το φαινόμενο της απόκτησης πλοίων με καθαρά ευκαιριακή λογική, από την πλευρά του δανειζόμενου. Στις περιπτώσεις αυτές, δεν είναι σίγουρο ότι η αγορά θα κινείται εσ αεί σε υψηλά επίπεδα. Οι αξίες των πλοίων, έχουν κατά το παρελθόν παρουσιάσει πτώση ακόμη και 60% σε διάστημα λίγων μηνών. Ο δανειζόμενος στην περίπτωση αυτή, έχει απώλειες εκατομμυρίων δολαρίων, το ίδιο και ο χρηματοδότης του.

Θα μπορούσε, για παράδειγμα, μια ναυτιλιακή εταιρεία, να παραγγείλει σήμερα ένα καινούργιο πλοίο σε κάποιο ναυπηγείο της Κίνας. Στο 2008, τα επίπεδα των ναύλων ήταν υψηλά. Με το δεδομένο όμως ότι τα ναυπηγεία έχουν ως χρόνο κατασκευής 1,5 με 2 έτη, και συνυπολογίζοντας τον χρόνο αναμονής μέχρι την έναρξη των εργασιών, γιατί υπάρχει orderbook, το πλοίο είναι πιθανό να παραδοθεί σε 3-4 έτη από σήμερα. Σε 3-4 έτη από σήμερα όμως, ουδείς ξέρει πως θα είναι η αγορά. Μπορεί, την εποχή εκείνη, να κινείται ακόμη σε υψηλά ή σε ακόμη υψηλότερα επίπεδα από πλευράς ναύλων, μπορεί όμως και να έχει κατέλθει σε αισθητά χαμηλότερα επίπεδα από τα σημερινά, παρασύροντας και τις αξίες των πλοίων. Το δεύτερο σενάριο, θα προϋπέθετε υπερπροσφορά χωρητικότητας. Είναι λοιπόν πολύ πιθανό, το πλοίο να παραδοθεί σε μια αγορά που δεν το χρειάζεται. Ο ιδιοκτήτης του όμως, θα πρέπει να καταβάλλει τις δόσεις του δανείου κανονικά, παρά το γεγονός ότι το πλοίο του δεν απασχολείται ή ότι οι ναύλοι είναι χαμηλοί και τα έσοδα του πολύ λιγότερα από αυτά που θα περίμενε και ότι η αξία του πλοίου του είναι αρκετά χαμηλότερη από την κατασκευαστική του.

Υψίστης σημασίας λοιπόν για την ναυτιλιακή βιομηχανία, η εύρεση κεφαλαίων που θα χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξη των επιχειρήσεων, μέσω της αγοράς νέων ή μεταχειρισμένων πλοίων, καθώς λόγω των διακυμάνσεων της αγοράς, η κίνηση αυτή εμπεριέχει πολύ μεγάλο κίνδυνο και για τον χρηματοδότη αλλά και για τον χρηματοδοτούμενο.



#### 4.1.ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Παρόλο που η ναυτιλιακή χρηματοδότηση, έχει τις ρίζες της στον 16<sup>ο</sup> αιώνα, ως αφετηρία της ιστορικής αναδρομής θα πρέπει να θεωρήσουμε την δεκαετία του 1850, όπου, μετά την μετάβαση από το ιστίο στον ατμό, τα ατμόπλοια έκαναν την εμφάνισή τους. Μέχρι εκείνη την εποχή, κυριαρχούσε η ατομική ιδιοκτησία των πλοίων. Εν έτη 1848, επί συνόλου 554 πλοίων καταγεγραμμένων στο νηολόγιο του Λονδίνου, καταγράφονταν ατομική ιδιοκτησία στο 89% των πλοίων, την ώρα που το 8% ανήκε σε δύο ή τρεις συν-ιδιοκτήτες, ενώ ένα μικρό ποσοστό της τάξης του 3% ανήκε σε επενδυτικού σκοπού συμμετοχικά σχήματα (joint stocks). Η υποθήκευση, όμως παρέμενε σε χαμηλά επίπεδα (18%), καθώς οι πλοιοκτήτες χρησιμοποιούσαν, ως επί το πλείστον, ίδια κεφάλαια.

Η βιομηχανική επανάσταση στην Βρετανία και η ανάγκη να ικανοποιηθεί ζήτηση πρώτων υλών αλλά και ενέργειας, αύξησε το παγκόσμιο εμπόριο και μαζί το αριθμό και το μέγεθος των πλοίων. Τα συμμετοχικά σχήματα, αποτελούσαν τον πιο ενδεδειγμένο τρόπο εξασφάλισης κεφαλαίων για την απόκτηση πλοίων. Πολλές από αυτές τις εταιρείες, προκειμένου να εξασφαλίσουν τα μεγάλα κεφάλαια που είχαν ανάγκη για την ανάπτυξή τους, προχωρούσαν στην έκδοση μετοχών και την δημόσια διάθεσή τους. Σε αυτήν την κατεύθυνση, βοήθησε και ο Limited Liability act 1862, ο οποίος προστάτευε πλέον τους επενδυτές, από τους πιστωτές των ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

Παρά την διάθεση μετοχών όμως, οι εταιρείες διατηρούσαν μεγάλο ποσοστό από αυτές για λογαριασμό των κύριων μετόχων τους και πολλές από αυτές προτιμούσαν να υλοποιούν τα επενδυτικά τους πλάνα, δανειζόμενοι ή αυτοχρηματοδοτώντας τα. Στις επόμενες δεκαετίες όμως και έχοντας μεσολαβήσει η οικονομική ύφεση 1904 – 1911, πολλές εταιρείες πήραν ένα σκληρό μάθημα, σχετικά με τις δανειακές υποχρεώσεις σε καιρούς ύφεσης, αναθεωρώντας προς συντηρητικότερη κατεύθυνση τα πλάνα ανάπτυξης τους, για την χρηματοδότηση των οποίων διέθεταν πλέον μέρος από τα κέρδη τους. Ενδεικτικό της τάσης αυτής, είναι ο δείκτης χρέους των Βρετανών πλοιοκτητών, ο οποίος, για το 1969, ήταν στα επίπεδα του 16%. Η παραπάνω συντηρητική τάση, η οποία βέβαια μπορεί να εξασφάλιζε προστασία έναντι των οικονομικών κρίσεων, από την άλλη όμως άφηνε μικρά κέρδη στους πλοιοκτήτες, ακολουθήθηκε και από πολλούς Έλληνες πλοιοκτήτες την εποχή εκείνη.



#### 4.1.1. 1950s & 1960s ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΕΓΓΥΗΣΗ ΤΗΝ ΝΑΥΛΩΣΗ ΤΟΥ ΠΛΟΙΟΥ – CHARTER BACKED FINANCE

Οι εν λόγω δεκαετίες, χαρακτηρίστηκαν από την μετάβαση των πλοιοκτητών από την λογική του συντηρητισμού και των χαμηλών εσόδων, στα υψηλότερα κέρδη, μέσω αύξησης του δανεισμού τους. Αφορμή, στάθηκε η γρήγορη ανάπτυξη των οικονομιών της Ιαπωνίας και της Ευρώπης. Καθώς οι μεγάλες πετρελαϊκές βιομηχανίες και οι βιομηχανίες χάλυβα αναζητούσαν ολοένα και μεγαλύτερες ποσότητες φθηνών πρώτων υλών, από καινούργιες και πιο απομακρυσμένες πηγές, η ανάγκη για μεγαλύτερου μεγέθους πλοία έγινε επιτακτική. Οι πλοιοκτήτες δεν άργησαν να δουν στο πρόσωπο της κάθε βιομηχανίας, έναν φορτωτή που, λόγω των μεγάλων αναγκών του σε πρώτες ύλες, θα τους εξασφάλιζε μια μακροχρόνια συνεργασία. Οι βιομηχανίες από την πλευρά τους, θεωρούσαν σίγουρα πιο ωφέλιμη μια συνεργασία, σε μακροχρόνια βάση, με τους μεταφορείς των προϊόντων που είχαν ανάγκη. Ο κοινός τόπος των συμφερόντων και των δύο πλευρών, γέννησε τα συμβόλαια μακροχρόνιας χρονοναύλωσης. Οι βιομηχανικοί φορτωτές προέτρεπαν τους πλοιοκτήτες στην κατασκευή μεγαλύτερων πλοίων, ούτως ώστε να λειτουργήσουν οι οικονομίες κλίμακας, με την προσφορά μακροχρόνιων χρονοναυλοσυμφώνων. Οι πλοιοκτήτες, με εχέγγυο το χρονοναυλοσύμφωνο, κατάφεραν να εξασφαλίσουν χρηματοδότηση από τις τράπεζες για την απόκτηση ή στη συνέχεια την κατασκευή νέων πλοίων.

Πρωτοπόροι της charter backed finance, θεωρούνται (από την δεκαετία του 1920 ακόμη) οι Νορβηγοί, οι οποίοι, μεταπολεμικά, ανήγαγαν σε επιστήμη το συγκεκριμένο αυτό είδος χρηματοδότησης, φθάνοντας το στα επίπεδα των pre-construction time charters, καταφέροντας με αυτόν τον τρόπο να τριπλασιάσουν τον στόλο τους στην δεκαετία του 1950. Από κοντά και οι Έλληνες πλοιοκτήτες, οι οποίοι με ηγέτες, την εποχή εκείνη, τους Ωνάση και Νιάρχο κατάφεραν με εχέγγυα τα μεγάλης διάρκειας χρονοναυλοσύμφωνα, που συνήψαν με τις αραβικές εταιρείες πετρελαίου, να προσελκύσουν τεράστια αμερικανικά κεφάλαια για την ανάπτυξη των στόλων τους.

Την εποχή αυτή επίσης, από τη πλευρά των Αμερικανών πλοιοκτητών, κάνει την εμφάνισή της μια πιο εξελιγμένη μορφή της charter backed finance: η εταιρεία μεμονωμένου πλοίου (single ship company). Μεμονωμένα πλοία, το καθένα από τα οποία αποτελούσε μία ξεχωριστή υπεράκτια (off shore) εταιρεία, νηολογούνταν σε νηολόγια κρατών με σημαίες ευκαιρίας (flags of convenience), προκειμένου να έχει

χαμηλότερη φορολογία και πιο ελαστικούς κανονισμούς συντήρησης και επάνδρωσής τους. Η ιδιοκτησία των single ship companies, ανήκε σε μια εταιρεία χαρτοφυλακίου (holding), η οποία ασκούσε την διαχείρισή τους μέσω πρακτορείων. Για τους σκοπούς της χρηματοδότησης, τα πλοία αντιμετωπίζονταν ως αυτόνομες μονάδες, με εχέγγυο τα χρονοναυλοσύμφωνά τους.

Η πρακτική της charter backed finance, διήρκησε μια εικοσαετία περίπου και ατόνησε ως πρακτική χρηματοδότησης κατά τις δεκαετίες 1970 και 1980, αφού α) οι οικονομίες κλίμακας είχαν ήδη επιτευχθεί στον μέγιστο τους βαθμό και οι φορτωτές δεν είχαν ιδιαίτερο λόγο να δώσουν κίνητρο στους πλοιοκτήτες, για περισσότερα και μεγαλύτερα πλοία, β) υπήρξε αλλαγή στην τάση του εμπορίου, με πτώση της ζήτησης για τα κυριότερα χύδην φορτία, όπως το πετρέλαιο και τα σιδηρομεταλλεύματα και γ) η άνοδος του πληθωρισμού ουσιαστικά μείωνε τα έσοδα των πλοιοκτητών, οι οποίοι ήταν εγκλωβισμένοι σε μακροχρόνια συμβόλαια ναύλωσης, αλλά είχε και ως αποτέλεσμα, αρκετοί χρονοναυλωτές να αδυνατούν να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους. Αξίζει να σημειωθεί, ότι περί τα τέλη της δεκαετίας του 1960, το 80% του στόλου των δεξαμενοπλοίων και ένα μεγάλο ποσοστό του στόλου των Bulk Carriers, τελούσαν υπό καθεστώς χρονοναύλωσης. Έτσι, η αγορά οδηγήθηκε σταδιακά στην χρηματοδότηση με βάση τα στοιχεία του ενεργητικού των ναυτιλιακών εταιρειών (asset backed finance), δηλαδή τα πλοία.

#### 4.1.2 ΔΕΚΑΕΤΙΑ 1970. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ Ή ΜΕ ΕΧΕΓΓΥΟ ΤΙΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ - ASSET BACKED FINANCE

Στα τέλη της δεκαετίας του 1960 και με την αγορά στα υψηλά της, οι πλοιοκτήτες ασφυκτιούσαν, εγκλωβισμένοι σε μακροχρόνια συμβόλαια χρονοναύλωσης. Ο πληθωρισμός και η συναλλαγματικές ισοτιμίες εξανέμιζαν τα κέρδη τους. Αποφάσισαν λοιπόν, συνεπικουρούμενοι από τις τράπεζες, οι οποίες εκτιμούσαν πως πλέον δεν είναι επωφελής η πρακτική του δανεισμού με βάση τα συμβόλαια χρονοναύλωσης, να δανειστούν με εχέγγυο το ίδιο τους το πλοίο. Έτσι, όσο η αγορά δυνάμωνε, κυρίως στις αρχές της δεκαετίας του 1970, οι τράπεζες, με κίνητρο τα μεγάλα κέρδη που απέφερε η spot αγορά, χρηματοδοτούσαν- με αρκετά χαλαρές διαδικασίες- τους πλοιοκτήτες για την κατασκευή νέων πλοίων, με εχέγγυο την πρώτη προτιμώμενη υποθήκη πάνω σε αυτά.

Η πολιτική αυτή από την πλευρά των τραπεζών, ήρθε ως αποτέλεσμα του ενθουσιασμού που επικρατούσε στην ναυτιλιακή αγορά για τους υψηλούς ναύλους, αλλά, εν μέρει, ήταν και αποτέλεσμα της απειρίας τους να διαχειριστούν τέτοιες καταστάσεις. Αποτέλεσμα όμως, ήταν να αλλάξει μια πολιτική, που μέχρι εκείνη την εποχή κρατούσε τις δυνάμεις της αγοράς σε ισορροπία: έκοψε τον δεσμό μεταξύ της ζήτησης και της προσφοράς χωρητικότητας. Κατά την διάρκεια δηλαδή της περιόδου της Charter Backed Finance, οι παραγγελίες νέων πλοίων περιορίζονταν από την διαθεσιμότητα και την επάρκεια των ναυλωτών. Αυτό όμως, άλλαξε μια για πάντα. Έτσι, νέα πλοία κατέκλυσαν την αγορά, η ένταση της οποίας άρχισε να αποκλιμακώνεται σταδιακά. Αξίζει να σημειωθεί, ότι την περίοδο αυτή, νέες παραγγελίες, οι οποίες αντιπροσώπευαν το 55% της χωρητικότητας του στόλου των δεξαμενοπλοίων πραγματοποιήθηκαν μέσα σε μόλις ένα έτος (1973), κατακρημνίζοντας –αργότερα- κυριολεκτικά την εν λόγω αγορά, λόγω της υπερ-προσφοράς χωρητικότητας.

Η μεγάλη εισροή τραπεζικού χρήματος στην αγορά, αυτήν την περίοδο, συνέβαλλε στην μεγάλη πτώση των επιπέδων των ναύλων, λόγω της υπερ-προσφοράς χωρητικότητας, αλλά και στην μεγάλη πτώση της αξίας των πλοίων, τα οποία ήταν υποθηκευμένα. Έτσι, πολλές από τις τράπεζες επαναπροσδιόρισαν αργότερα την πολιτική τους, αφού υπέστησαν μεγάλες ζημιές.

#### 4.1.3. 1980 ΚΕΡ(Δ)ΟΣΚΟΠΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΠΑΓΙΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ – ASSET PLAY

Οι τράπεζες που ενεπλάκησαν στην καταστροφική προηγούμενη περίοδο, ανέστειλαν τις χρηματοδοτήσεις προς την ναυτιλία σταδιακά μέχρι το 1983. Οι παραδοσιακές τράπεζες που απέμειναν στην αγορά, ήταν αρκετά προσεκτικές και φειδωλές στις χορηγήσεις τους, με αποτέλεσμα νέες πηγές κεφαλαίων να κάνουν την εμφάνισή τους στην αγορά. Τα πολύ χαμηλά επίπεδα αξίας των πλοίων την εποχή εκείνη, προσέελκυσαν το ενδιαφέρον των κερδοσκοπικών οικονομικών σχημάτων της ευρύτερης οικονομίας, τα οποία με όχημα μια εταιρεία, η οποία συστήνονταν για την αγορά και διαχείριση ενός και μόνο πλοίου (self-liquidated ship funds), εισήλθαν στην ναυτιλία το 1984, αγοράζοντας πλοία σε πολύ χαμηλές τιμές. Λίγα χρόνια αργότερα, τα πλοία αυτά πουλήθηκαν στο τετραπλάσιο της αξίας τους, αποφέροντας τεράστια κέρδη στους επενδυτές. Η πρακτική αυτή, βρήκε στη συνέχεια αρκετούς

μιμητές, οι οποίοι αδυνατώντας να αντιληφθούν την κυκλικότητα της ναυτιλιακής βιομηχανίας, μπόκαν καθυστερημένοι στην αγορά και απεκόμισαν ζημίες.

Την ίδια περίοδο, στη Νορβηγία βρισκόταν σε εξέλιξη μια παρόμοια πρακτική επενδύσεων: η Norwegian KS Limited Partnership. Η εταιρεία KS συστήνονταν και αυτή, με σκοπό να χρησιμοποιηθούν κεφάλαια επενδυτών για αγορά πλοίων, με το επιπρόσθετο πλεονέκτημα σε σχέση με το ship fund, ότι τα έσοδά του, εάν επανεπενδύονταν μέσα σε ορισμένο χρονικό διάστημα, ήταν αφορολόγητα. Η πρακτική αυτή είχε τεράστια επιτυχία την δεκαετία του 1980 στην Νορβηγία, αποφέροντας τεράστια κέρδη στους επενδυτές. Όμως, όταν οι τιμές των πλοίων ανέβηκαν και πάλι και τα φορολογικά πλεονεκτήματα ατόνησαν, η εταιρεία KS απώλεσε την αίγλη της.

#### 4.1.4. 1990 έως 2000 ΝΕΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Στην δεκαετία του 1990, οι τράπεζες, μετά τις απώλειες που είχαν το προηγούμενο διάστημα, έγιναν πιο συντηρητικές. Η συντηρητική πρακτική των τραπεζών, υπαγορεύτηκε και από τους νέους Κανονισμούς Επάρκειας Κεφαλαίων (Capital Adequacy Rules) της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (Bank of International Settlements, BIS) οι οποίοι ψηφίστηκαν ύστερα από την πιστωτική κρίση της προηγούμενης δεκαετίας. Η ανάγκη για ασφαλέστερες πολιτικές και πιο αποτελεσματικές πιστωτικές αναλύσεις, οδήγησαν τις τράπεζες να εστιάσουν στην αγορά των μεταχειρισμένων πλοίων, τα οποία θεωρήθηκαν ασφαλέστερη επένδυση. Η περίοδος αυτή, στην αρχή της δεκαετίας του 90, χαρακτηρίστηκε περίοδος ανάρρωσης (Convalescence) της ναυτιλίας και υποχρέωσε τους πλοιοκτήτες να στραφούν σε άλλες πηγές κεφαλαίων, για την χρηματοδότησή τους.

Οι πλοιοκτήτες, στράφηκαν σε λιγότερο παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης, όπως οι ιδιωτικές τοποθετήσεις (private placements), οι δημόσιες προσφορές μετοχών (public offerings) και οι έκδοση ομολογιών (bonds issue). Οι μακροπρόθεσμοι τίτλοι χρέους, θεωρήθηκαν ως ο καλύτερος τρόπος αντιστάθμισης κινδύνου, απέναντι στους ναυτιλιακούς κύκλους μικρής διάρκειας. Αυτή η πρακτική όμως, αποδείχτηκε καταστροφική για ορισμένες ναυτιλιακές εταιρείες, αφού το υψηλό επιτόκιο, (το οποίο συμφωνείται από την αρχή), πίεσε σε μεγάλο βαθμό το cash flow τους, κατά την περίοδο της ασιατικής κρίσης το 1997-1998 και οδήγησε ορισμένες από αυτές στην χρεοκοπία. Οι επενδυτές και οι κάτοχοι των ομολογιών, ήταν για μια ακόμη φορά αυτοί που υπέστησαν τεράστιες οικονομικές ζημίες.

#### 4.1.5. 2000 έως 2009.

Η δεκαετία που διανύουμε, αποδείχθηκε η δεκαετία της χρηματοδότησης των ναυτιλιακών εταιρειών, δια της πρακτικής της μετοχοποίησής τους. Όταν η αγορά το 2000 άρχισε και πάλι να κινείται ανοδικά, ορισμένες εταιρείες προσπάθησαν και πάλι να διαθέσουν δημόσια (public) τις μετοχές τους, μέσω των κεφαλαιαγορών. Οι αξίες των πλοίων ξαναπήραν την ανιούσα και αυτό επανέφερε το κλίμα εμπιστοσύνης στους επενδυτές. Η αιτία της ανόδου της αγοράς είναι, από τότε μέχρι και τις μέρες μας, η μεγάλη ανάπτυξη της Κίνας και η συνακόλουθη αύξηση της ζήτησης πρώτων υλών και ενέργειας. Αναζητώντας προσοδοφόρες επενδύσεις, οι κεφαλαιαγορές υποδέχθηκαν με ενθουσιασμό τις αρχικές δημόσιες προσφορές (Initial Public Offerings, IPOS) των ναυτιλιακών εταιρειών στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης (NYSE, NASDAQ), γεγονός το οποίο οδήγησε σε μια άνευ προηγουμένου κεφαλαιοποίηση στα εν λόγω χρηματιστήρια, η οποία το 2005, έφτασε τα \$ 20 δις. Το 2005, αποτελεί σίγουρα το έτος των shipping IPOS, καθώς οι ναυτιλιακές εταιρείες που εισήχθησαν στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης, άντλησαν από αυτά περισσότερα από \$ 2,9 δις.

#### 4.2. Η ΠΡΟΕΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Όπως αναπτύχθηκε παραπάνω, η τραπεζική χρηματοδότηση με εχέγγυο το ίδιο το πλοίο (mortgage), ήταν η πιο ευρέως διαδεδομένη μορφή χρηματοδότησης των ναυτιλιακών εταιρειών στις δεκαετίες που πέρασαν αλλά και μέχρι τις μέρες μας. Η αξία του πλοίου είναι ο κρισιμότερος και καθοριστικότερος παράγοντας καθορισμού ενός τραπεζικού δανείου. Σε περιόδους που οι ναυτιλιακοί δείκτες κινούνται ανοδικά, είναι πιο εύκολο να επιτευχθεί μια συμφωνία τραπεζικής χρηματοδότησης, αλλά υπάρχουν και τα περιθώρια υψηλού δείκτη χρέους (leverage ratios) από πλευράς πλοιοκτητών. Σε περιόδους που η αγορά κινείται πτωτικά, η τραπεζική χρηματοδότηση καθίσταται δύσκολη, με αποτέλεσμα οι πλοιοκτήτες να αναζητούν εναλλακτικές πηγές άντλησης κεφαλαίων για την υλοποίηση των επενδυτικών τους προγραμμάτων ή απλώς για να καλύψουν τις υπάρχουσες υποχρεώσεις τους. Η ευελιξία όμως της τραπεζικής χρηματοδότησης, η οποία παρέχει την δυνατότητα στον δανειζόμενο, να συμφωνήσει τους όρους που ταιριάζουν στο

προφύλ της επιχείρησης του και ικανοποιούν τις ανάγκες του, την καθιστούν ως την κυρίαρχη μορφή ναυτιλιακής χρηματοδότησης.

Όμως, η εύκολη απόκτηση των απαραίτητων κεφαλαίων μέσω τραπεζικού δανεισμού, δεν φέρνει πάντοτε τα προσδοκώμενα αποτελέσματα, καθώς είδαμε παραπάνω, τα καταστροφικά αποτελέσματα των γενναιόδωρων τραπεζικών χορηγήσεων στις αρχές της δεκαετίας του 1970.

Όσο οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις προσαρμόζονται σε ένα δυναμικό και ταχέως μεταβαλλόμενο περιβάλλον, τόσο και οι χρηματοδοτικές μέθοδοι και τα χρηματοδοτικά εργαλεία εξελίσσονται προκειμένου να εξασφαλιστεί η πολύ σημαντική για την ναυτιλία ροή κεφαλαίων. Η βασική επιχειρησιακή στρατηγική των εταιρειών, σε ένα απόλυτα διεθνοποιημένο περιβάλλον πλέον, δεν είναι απλά η μεγιστοποίηση των κερδών τους, αλλά η ανάπτυξη και καθιέρωση τους στην αγορά.

Ο ολοένα και αυξανόμενος ανταγωνισμός στην ναυτιλία, έχει αναγκάσει τις ναυτιλιακές εταιρείες να επιδιώκουν την επιχειρησιακή ευελιξία, την επιχειρηματική αποδοτικότητα και την μεγάλη οικονομική ρευστότητα. Οι εταιρείες δύνανται να επιτύχουν την ανάπτυξή τους είτε βασιζόμενες σε μια εσωστρεφή επιχειρηματική στρατηγική είτε σε μια εξωστρεφή. Ανάλογα με τις συνθήκες που κάθε φορά επικρατούν στην αγορά, οι πλοιοκτήτες μπορούν να αυξήσουν τον στόλο των πλοίων τους παραγγέλλοντας καινούργια πλοία ή αγοράζοντας μεταχειρισμένα. Από την άλλη πλευρά, ο στόχος της ανάπτυξης του στόλου των πλοίων και η απόκτηση σεβαστού μεριδίου της αγοράς, επιτυγχάνεται μέσω συγχωνεύσεων (mergers), εξαγορών (acquisitions) και στρατηγικών συμμαχιών. Και οι δύο παραπάνω στρατηγικές όμως, πέρα από την ανάγκη για αντικατάσταση των παλαιών πλοίων με καινούργια, απαιτούν και σημαντικά κεφάλαια για να επιτευχθούν, όπως και πολύ προσεκτικό οικονομικό/επενδυτικό πλάνο.

Υπάρχουν δύο κύριες προσεγγίσεις στην ναυτιλιακή χρηματοδότηση: α) η αυτοδύναμη χρηματοδότηση και β) η εξωτερική χρηματοδότηση. Η πρώτη προσέγγιση, προϋποθέτει μεγάλη ρευστότητα από πλευράς των ναυτιλιακών επιχειρήσεων και βασίζεται στην λογική της επανεπένδυσης των κερδών της επιχείρησης, σε αγορά νέων πλοίων, εφόσον βέβαια τα έσοδα επαρκούν για κάτι τέτοιο. Η δεύτερη προσέγγιση, απαιτεί το άνοιγμα των εταιρειών προς τις διεθνείς κεφαλαιαγορές, προκειμένου να αποκτήσουν τα απαραίτητα κεφάλαια. Ο παραδοσιακός τραπεζικός δανεισμός, μπορεί να συνδυαστεί με την μετοχοποίηση, την έκδοση ομολογίων ή γραμματίων, της δημόσιας προσφοράς μετοχών και εσχάτως

την τιτλοποίηση (securitization), προκειμένου να επιτευχθεί ο βέλτιστος συνδυασμός χρηματοδοτικών εργαλείων για τον πλοιοκτήτη.

Οι κεφαλαιαγορές παίζουν πολυεπίπεδο ρόλο στην ανάπτυξη της ναυτιλίας, καθώς λειτουργούν ως μεσάζοντες, προκειμένου να εξασφαλίσουν τα κεφάλαια που απαιτούνται στις επιχειρήσεις για την επίτευξη των επενδυτικών τους πλάνων, διατηρώντας έτσι την αναπτυξιακή πορεία της ναυτιλιακής αγοράς, αποτελούν όμως και τον μηχανισμό, μέσω του οποίου διαπραγματεύονται οι τίτλοι του ενεργητικού των εταιρειών, συμβάλλοντας έτσι στην δημιουργία μελλοντικής αξίας, κάτι που αποτυπώνεται βέβαια στις τιμές των τίτλων αυτών.

Συνοψίζοντας, οι πηγές της χρηματοδότησης στην ναυτιλία, σύμφωνα με τον Dr Martin Stopford είναι:

ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ	ΤΥΠΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ	ΤΥΠΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ
EQUITY	OWNER EQUITY	Ίδια κεφάλαια πλοιοκτήτη, σε συνδυασμό με τα κερδών της επιχείρησης.
	LIMITED PARTNERSHIP	Κεφάλαια προερχόμενα από κοινοπραξία συσταθείσα με σκοπό την αγορά πλοίων. π.χ. K/S.
	SHIP FUND	Αγορά μετοχών της εταιρείας, ιδιωτικά, από μεμονωμένους επενδυτές ή εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες.
	PUBLIC OFFERING	Μετοχές, οι οποίες πωλούνται με προεγγραφές, σε δημόσια προσφορά, στο χρηματιστήριο.
MEZZANINE FINANCE	PRIVATE PLACEMENT	Ενδιάμεση, υψηλού επιτοκίου χρηματοδότηση, προερχόμενη από όχι επίσημες κεφαλαιαγορές, αλλά από ιδιωτικές τοποθετήσεις, με αντάλλαγμα προνομιούχες μετοχές της εταιρείας.
SENIOR DEBT	BOND ISSUE	Τίτλοι, οι οποίοι εκδίδονται με σκοπό την άντληση κεφαλαίων, με υψηλό επιτόκιο από τις κεφαλαιαγορές.
	COMMERCIAL BANK LOAN	Δάνειο προερχόμενο από τράπεζα. Τα μεγάλα δάνεια, εκδίδονται σε συνεργασία με δύο ή περισσότερων τραπεζών (syndicated loans).
	SHIPYARD CREDIT	Δάνεια προερχόμενα από κυβερνήσεις, με σκοπό την ενίσχυση της εγχώριας ναυπηγικής βιομηχανίας.
	PRIVATE PLACEMENT	Δανειακή χρηματοδότηση, οι οποία ρυθμίζεται ιδιωτικά, προερχόμενη από ιδιωτικές τοποθετήσεις ασφαλιστικών εταιρειών, συνταξιοδοτικών ταμείων, τράπεζες αποταμιεύσεων κ.α.
LEASING	FINANCE LEASE/ OPERATING LEASE	Μακράς διάρκειας, χρηματοδότηση, η οποία βασίζεται σε φορολογικά πλεονεκτήματα. Στο τέλος, ο εφοπλιστής δύναται να αγοράσει το πλοίο, κάνοντας χρήση των πλεονεκτημάτων της υποτίμησης (depreciation) του.

Πηγή : martin stopford, 1997

Στην συνέχεια, θα αναφερθούμε συνοπτικά στους σημαντικότερους τύπους της ναυτιλιακής χρηματοδότησης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΤΥΠΟΙ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

#### 5.1. ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Το μεγαλύτερο ποσοστό της ναυτιλιακής χρηματοδότησης παγκοσμίως, διεκπεραιώνεται από τις μεγάλες διεθνείς εμπορικές τράπεζες. Η τραπεζική χρηματοδότηση, έχει εξελιχθεί κατά πολύ σε σχέση με το παρελθόν, αφού δεν παύει η ναυτιλία να είναι κεφαλαιακής εντάσεως βιομηχανία, όπως και επίσης το πλοίο να θεωρείται μακροπρόθεσμο περιουσιακό στοιχείο. Τραπεζικό δάνειο λοιπόν, αποτελεί μια αυστηρά νομική συμφωνία δια της οποίας μια τράπεζα δανείζει ένα προκαθορισμένο ποσό για προκαθορισμένο διάστημα, συμπεριλαμβανομένων και των αποπληρωμών για όλη την διάρκειά του. Το ποσό το οποίο χορηγείται, ονομάζεται πίστωση και αφορά μια χρονική περίοδο από δύο έως δέκα έτη. Στη σύμβαση του δανείου, διευκρινίζεται μεταξύ άλλων, η διάρκεια, ο χρόνος ολοκλήρωσης του, ο σκοπός του, το πρόγραμμα των αποπληρωμών, το νόμισμα και ο τόκος.

Το κέρδος της τράπεζας (margin or spread), συνήθως συμφωνείται σε ένα ποσοστό πάνω από το LIBOR (London Interbank Offered Rate) το οποίο, λόγω του υψηλού κινδύνου που χαρακτηρίζει τις επενδύσεις στην ναυτιλία, είναι υψηλότερο από το ποσοστό που δανείζονται άλλες επιχειρήσεις και κινείται μεταξύ του 0,5% - 2%.

Η τραπεζική ναυτιλιακή χρηματοδότηση, μπορεί να έχει τα εξής χαρακτηριστικά ως προς την αποπληρωμή του δανείου.

α) Περίοδο χάριτος: συμφωνείται συνήθως για τα πρώτα στάδια του δανείου και αφορά μια περίοδο 1-2 ετών κατά την οποία δεν υπάρχει προγραμματισμένη εξόφληση του κεφαλαίου (οι τόκοι βεβαίως κεφαλαιοποιούνται). Αυτό συμβαίνει κυρίως σε εποχές οικονομικής ύφεσης, κατά τις οποίες μπορεί ένας οικονομικά ισχυρός εφοπλιστής, να αποκτήσει ένα πλοίο επωφελούμενος από τις χαμηλές τιμές των πλοίων σε χαμηλή ναυλαγορά.

β) καταβολή των δόσεων με το πρόγραμμα Balloon: σύμφωνα με το συγκεκριμένο πρόγραμμα εξόφλησης, μια εφάπαξ πληρωμή, την οποία καθορίζει η τράπεζα, καταβάλλεται στην ημερομηνία εξόφλησης του δανείου. Έχουν προηγηθεί πολύ μικρές δόσεις του δανείου, στις οποίες περιλαμβάνονται μέρος του κεφαλαίου και οι δόσεις. Ουσιαστικά, το Balloon, πρέπει ν'αντιπροσωπεύει την υπολειμματική

αξία (scrap) του πλοίου και εφαρμόζεται σε περιπτώσεις ανεπαρκούς ή αβέβαιου cash flow.

γ) αποπληρωμή με το πρόγραμμα bullet: σύμφωνα με το πρόγραμμα αυτό, ολόκληρο το ποσό του δανείου καταβάλλεται την ημερομηνία λήξης του και μόνο τόκοι καταβάλλονται καθ' όλη την διάρκειά του. Λόγω του πολύ υψηλού κινδύνου που ενέχει – ως πρακτική – δεν εφαρμόζεται συχνά.

δ) η δυνατότητα back/front ended επιλογής: εάν ο δανειζόμενος εκτιμά πως η περίοδος κατά την οποία συνάπτεται το δάνειο, είναι η απαρχή μια καθοδικής πορείας της αγοράς, μπορεί να ζητήσει να καταβάλλει μεγαλύτερες δόσεις του κεφαλαίου όσο η περίοδος αποπληρωμής πλησιάζει προς την λήξη της (back loaded loan). Συνήθως το πρόγραμμα αποπληρωμής δομείται κατά τέτοιο τρόπο, ώστε οι δόσεις του κεφαλαίου στο πρώτο μισό της περιόδου αποπληρωμής να είναι μεγαλύτερες (front loaded loan), γιατί συνήθως ο δανεισμός αιτείται από τους πλοιοκτήτες, σε ανοδικές περιόδους της αγοράς. Η front loaded τακτική όμως επιδιώκεται και από τις τράπεζες σε καιρούς που η αγορά βρίσκεται στα ψηλά, προκειμένου να προλάβουν να «μαζέψουν» το κεφάλαιο όσο επικρατούν οι θετικές συνθήκες.

ε) Στην περίπτωση που σε μία χρηματοδότηση απαιτούνται περισσότερα από \$50 εκατ., το ποσό αυτό, λόγω του μεγάλου ύψους του, χορηγείται ύστερα από συνεργασία δύο ή περισσότερων τραπεζών (syndicated loan), με την μεγαλύτερη τράπεζα να έχει τον ρόλο της managing bank και να ρυθμίζει όλες τις λεπτομέρειες, την ώρα που οι υπόλοιπες τράπεζες αναφέρονται ως co-managers.

στ) Ένας ακόμη ενδιαφέρον τύπος τραπεζικής χρηματοδότησης, είναι η ανακυκλούμενη πίστωση (revolving credit). Σε αυτήν την περίπτωση, το ποσό του κεφαλαίου που έχει επιστρέψει με τις καταβολές των δόσεων, ο δανειζόμενος δύναται να ζητήσει να του επαναχορηγηθεί με τους ίδιους όρους του υφιστάμενου δανείου. Το δάνειο αυτό συμφέρει όσους δραστηριοποιούνται στην αγορά μεταχειρισμένων πλοίων και δεν επιθυμούν κάθε φορά να εμπλέκονται σε διαδικασίες σύναψης νέων δανείων και όρων αποπληρωμής.

Οι τράπεζες και οι πλοιοκτήτες έχουν εντελώς αντίθετους στόχους, γι' αυτό και οι διαπραγματεύσεις των όρων είναι σύνηθες φαινόμενο. Η τραπεζική δανειοδότηση, γενικά, εξαρτάται από το μέγεθος του πλοιοκτήτη, από το μέγεθος της τράπεζας και από τις επικρατούσες συνθήκες στην αγορά. Ο στόχος του πλοιοκτήτη είναι να έχει χαμηλό επιτόκιο, μεγάλη περίοδο αποπληρωμής και την υποχρέωση να προσκομίσει ελάχιστες ή και καθόλου εξασφαλίσεις για το δάνειο. Η τράπεζα από

την άλλη, επιθυμεί υψηλά επιτόκια για να καλυφθεί από τις διακυμάνσεις τις αγοράς, μικρές περιόδους αποπληρωμής προκειμένου να μπορεί να εκμεταλλευθεί όσες καινούργιες ευκαιρίες μπορεί και βέβαια το μέγιστο δυνατό ποσοστό εξασφαλίσεων από πλευράς πλοιοκτήτη. Εξαιτίας της φύσης των διαπραγματεύσεων, οι σχέσεις τράπεζας και πλοιοκτήτη έχουν την τάση να γίνονται προσωπικές και μακροχρόνιες.

Είναι σίγουρα προς το συμφέρον και των δύο πλευρών να συζητούν πάνω σε ρεαλιστική και λογική βάση τους όρους του δανείου, γιατί σε περίπτωση αποτυχημένης σύμβασης, αυτή αποβαίνει εις βάρος και των δύο.

## 5.2.ΚΥΒΕΡΝΗΤΙΚΑ ΔΑΝΕΙΑ - ΔΑΝΕΙΑ ΝΑΥΠΗΓΕΙΩΝ

Προκειμένου να δώσει ώθηση στην ναυπηγική της βιομηχανία, σε μια εποχή που ο ναυτιλιακός κύκλος βρίσκονταν σε καθοδική τροχιά, αλλά και για να διατηρήσει τις ναυτιλιακές υποδομές της αμετάβλητες, η κυβέρνηση της Ιαπωνίας θεσμοθέτησε το πρόγραμμα επιδότησης για την κατασκευή πλοίων, με ευνοϊκούς όρους, προς τους πλοιοκτήτες που επιθυμούσαν να κατασκευάσουν πλοία στα ναυπηγεία της Ιαπωνίας. Έτσι, την δεκαετία του 1960, η Ιαπωνία κατάφερε να ανέλθει στην πρώτη θέση μεταξύ των ναυπηγικών κρατών.

Το παράδειγμά της, ακολούθησαν το 1969 και τα κράτη - μέλη του Ο.Ο.Σ.Α. (Understanding on export credits for ships), τα οποία προσπάθησαν να προσφέρουν ανταγωνιστικότερους όρους από τους Ιάπωνες, οι οποίοι χρηματοδοτούσαν το 80% του δανείου, για 8-10 αποπληρωμή, με επιτόκιο 5,5%. Στο χρηματοδοτικό σχήμα του Ο.Ο.Σ.Α., δεν συμμετείχαν όλες οι χώρες, με την Ελλάδα να ανήκει σε αυτές που δεν συμμετείχαν, μαζί με τις ΗΠΑ, Ισπανία, Πορτογαλία, Τουρκία, αλλά και τις αναπτυσσόμενες χώρες Ν.Κορέα, Ταϊβάν, Βραζιλία, και Κίνα. Οι τελευταίες, μάλιστα, υιοθέτησαν πολύ ευνοϊκότερους όρους στην χρηματοδότηση τους όπως: 85% επιδότηση δανείου, 7% επιτόκιο και 15 χρόνια περίοδο αποπληρωμής, με δύο χρόνια περίοδο χάριτος.

Αυτού του είδους η ναυτιλιακή χρηματοδότηση, υφίσταται ακόμη, αλλά όσο η τραπεζική και τα άλλα είδη ναυτιλιακής χρηματοδότησης εξελίσσονται και εξειδικεύονται, τείνει να εκλείψει, καθώς υπάρχει απροθυμία των κυβερνήσεων να επωμιστούν τον συναλλαγματικό κίνδυνο, αλλά και τον κίνδυνο από τις διακυμάνσεις της αγοράς.

### 5.3. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ (LEASING)

Η χρηματοδοτική μίσθωση, θεωρείται ως η Τρίτη πιο σημαντική πηγή χρήματος για τη ναυτιλία. Αποτελεί γενικά μια μορφή χρηματοδότησης, κατά την οποία ο επενδυτής, ο οποίος καλείται εκμισθωτής (lessor), αποκτά την κυριότητα ενός περιουσιακού στοιχείου, το οποίο ακολούθως μισθώνεται και χρησιμοποιείται από τον μισθωτή (lessee). Μέσω της σύμβασης που υπογράφεται, καθορίζεται το χρονικό διάστημα που μισθώνεται το περιουσιακό στοιχείο, καθώς επίσης το μίσθωμα που θα καταβάλλεται, αλλά και η συχνότητα καταβολής του.

Ειδικότερα για την ναυτιλία, σε αυτήν την περίπτωση χρηματοδότησης, το πλοίο αποκτάται από έναν χρηματοδοτικό οργανισμό και μισθώνεται βάσει μακροχρόνιου συμβολαίου (10-20 έτη) στον εκμισθωτή (ο οποίος στην περίπτωση αυτή καλείται εφοπλιστής), που του παρέχει απόλυτο έλεγχο να εκμεταλλεύεται το πλοίο. Ο χρηματοδοτικός οργανισμός διατηρεί την κυριότητα του πλοίου, ενώ ο εφοπλιστής είναι υπεύθυνος για την διαχείριση του. Η περίπτωση ναύλωσης πλοίου γυμνού (Bare Boat Charter), αποτελεί την χαρακτηριστικότερη περίπτωση εφαρμογής της χρηματοδοτικής μίσθωσης στην ναυτιλία. Η μίσθωση δηλαδή ενός πλοίου για την διάρκεια της οικονομικής ζωής του.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η χρηματοδοτική μίσθωση υποδιαιρείται σε δύο κατηγορίες : την διαχειριστική μίσθωση (operating leasing) και στην χρηματοδοτική μίσθωση (financial leasing). Η πρώτη, αποτελεί απλή μορφή μίσθωσης, όπου ο εκμισθωτής παρέχει όλες τις υπηρεσίες συντήρησης και ασφάλισης του εκμισθούμενου στοιχείου, ενώ πολλές φορές ο μισθωτής έχει το δικαίωμα να απαιτήσει την αντικατάσταση αυτού, ιδιαίτερα σε καταστάσεις ταχείας οικονομικής απαξίωσης (obsolescence). Η δεύτερη κατηγορία συναντάται πιο συχνά στην ναυτιλία. Κατά το financial leasing, ο μισθωτής φέρει την ευθύνη για την συντήρηση και την επισκευή του μισθίου, ενώ ο εκμισθωτής μπορεί να απαιτήσει ορισμένα δεδομένα, όπως τη συμμόρφωση με τους κανονισμούς του IMO.

Τα βασικά πλεονεκτήματα της ναυτιλιακής χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι:

- 1) χρηματοδότηση στο 100% της αξίας του πλοίου,
- 2) η διάρκεια της μίσθωσης, η οποία μπορεί να φτάσει και τα 20 έτη,
- 3) είναι μια προβλέψιμη μορφή χρηματοδότησης, γεγονός που επιτρέπει στον χρηματοδοτούμενο να σχεδιάσει το ταμειακό του πρόγραμμα (cash flow),
- 4) τα χρηματικά ποσά που καταβάλλονται από τις εταιρείες για την μίσθωση του πλοίου, θεωρούνται λειτουργικά έξοδα και εκπίπτουν από το φορολογητέο ποσό,

5) δεν αποτελεί μορφή δανεισμού και συνεπώς το κόστος της μπορεί να μην συμπεριληφθεί στον ισολογισμό,

6) χαμηλό επιτόκιο,

7) λιγότερα δευτερεύοντα κόστη σε σχέση με τον τραπεζικό δανεισμό αλλά και απουσία εγγυήσεων (υποθήκη) ή πιθανού κόστους που απορρέει από πολύπλοκες γραφειοκρατικές διαδικασίες,

8) μείωση του επιχειρηματικού κινδύνου για τον δανειζόμενο, αφού ένα μέρος του ρίσκου αναλαμβάνεται από την εκμισθώτρια εταιρεία,

9) ευελιξία όσον αφορά τον καθορισμό των μισθωμάτων, την συχνότητα της πληρωμής τους, τους όρους της σύμβασης κλπ.

10) δεν απαιτούνται εμπράγματα ασφάλειες, π.χ. υποθήκη επί του πλοίου.

Θα πρέπει όμως να αναφέρουμε και το γεγονός ότι κατά την διάρκεια της σύμβασης, κανένα από τα εμπλεκόμενα μέρη δεν δύναται να την καταγγείλει.

Επίσης, θα πρέπει να αναφερθεί και το ασυνήθιστο φαινόμενο που παρατηρείται στη χρηματοδοτική μίσθωση, σε σχέση με την νόμιμη κυριότητα του πλοίου. Ενώ δηλαδή η εκμισθώτρια εταιρεία διατηρεί την νομική κυριότητα του πλοίου, η μισθώτρια εταιρεία παρουσιάζεται ως χρήστης του και υπεύθυνος για ότι σχετίζεται με αυτό. Επιπρόσθετα, λόγω της έλλειψης της κυριότητας του πλοίου, ο μισθωτής ζημιώνεται και από το γεγονός της αδυναμίας να επιδοθεί στο asset play, όταν οι συνθήκες το επιτρέπουν ή το επιβάλλουν.

#### 5.4. ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ (BOND ISSUE)

Η έκδοση ομολογιών αποτελεί μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης, η οποία αποδεικνύεται χρήσιμη στις ναυτιλιακές εταιρείες, όταν αυτές δεν είναι σε θέση να χρηματοδοτήσουν τις αναπτυξιακές τους ανάγκες με τις συμβατικές μορφές χρηματοδότησης. Όταν δηλαδή εξαντλήσουν τα περιθώρια τραπεζικού, συνήθως, δανεισμού, οι εταιρείες στρέφονται σε δημόσιο δανεισμό με την έκδοση ομολογιών.

Οι ομολογίες είναι τίτλοι σταθερού εισοδήματος, που βεβαιώνουν το ποσό που δάνεισε ο κάτοχος τους στον εκδότη τους. Κάθε τίτλος είναι αριθμημένος και αναγράφει την ονομαστική αξία και το επιτόκιο του δανείου. Οι ομολογίες περιλαμβάνουν και μια σειρά μερισματο-αποδείξεων (coupons), που ονομάζονται τοκομερίδια και αναγράφουν το ποσό του τόκου και την ημερομηνία πληρωμής (συνήθως κάθε εξάμηνο ή κατ'έτος). Την τελευταία μέρα της περιόδου αποπληρωμής

οι κάτοχοι των ομολογιών, λαμβάνουν και την ονομαστική αξία (par value) των ομολογιών τους.

Σε σχέση λοιπόν με την τραπεζική χρηματοδότηση, η έκδοση ομολογιών είναι λιγότερο περιοριστική. Έχει υψηλότερο επιτόκιο μεν, αλλά με καλύτερους όρους αποπληρωμής, καθώς κατά την διάρκεια της αποπληρωμής καταβάλλονται μόνον οι τόκοι κάθε εξάμηνο ή κατ' έτος και το κεφάλαιο την τελευταία ημέρα.

Ένα από τα κύρια χαρακτηριστικά της αγοράς των ομολόγων, είναι αυτό της πρωτεύουσας και δευτερεύουσας αγοράς ομολόγων. Η πρωτεύουσα αγορά ομολόγων, είναι αυτή όπου ένα νέο ομόλογο προσφέρεται στους επενδυτές για πρώτη φορά. Ενώ δευτερεύουσα αγορά ομολόγων έχουμε στην περίπτωση που μία έκδοση ομολόγων έπεται τις αρχικής έκδοσης (στην πρωτεύουσα αγορά) και η τιμή της ακολουθεί πλέον τους νόμους της προσφοράς και της ζήτησης. Σε κάθε περίπτωση, οι ρευστότητα που επιτυγχάνεται στην δεύτερη περίπτωση, είναι σημαντικά χαμηλότερη από την πρώτη, για αυτό και οι εταιρείες προσβλέπουν κυρίως στην πρωτεύουσα αγορά των ομολόγων. Θα πρέπει να τονιστεί, ότι τα ομόλογα των ναυτιλιακών εταιρειών, ακριβώς λόγω των έντονων διακυμάνσεων της αγοράς και του υψηλού τους ρίσκου, είναι ομόλογα υψηλής απόδοσης ( high yield bonds).

Ο σημαντικότερος παράγοντας όσον αφορά στην τιμολόγηση των high yield bonds, είναι ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας (rating) των εταιρειών που προτίθενται να εκδώσουν τις ομολογίες, ο οποίος εξαρτάται από τις εκθέσεις εξειδικευμένων οίκων αξιολόγησης, όπως είναι οι Standard & Poor's , Moody's , Fitch και Duff & Phelps. Οι οίκοι αυτοί, βασιζόμενοι στα οικονομικά χαρακτηριστικά και τις προοπτικές των εταιρειών, την ποιότητα του management αλλά και την ποιότητα και αξία των περιουσιακών στοιχείων, καταρτίζουν την σχετική λίστα, ταξινομώντας και διαβαθμίζοντας τις εταιρείες , προς διευκόλυνση των επενδυτών.

Τα ομόλογα ανάλογα την βαθμολογία τους χαρακτηρίζονται από τους οίκους, ως ομόλογα που αξίζουν επένδυσης (investment grade) ή ομόλογα που η επένδυση σε αυτά, έχει μεγάλο ρίσκο ή είναι επισφαλής και δεν προτείνεται (non-investment grade).

### Bond Rating Standards

Moody's	Standard & Poor's	Characteristics	Comment	Class
Aaa	AAA	Highest grade	Maximum safety	Investment grade
Aa	AA	High grade	Slightly lower standards	
A	A	Upper medium	Favourable but possible future problems	
Baa	BBB	Medium grade		Speculative "High Yield" Or "Junk Bonds"
Ba	BB	Moderate protection	Moderate security and protection	
B	B	Potentially desirable	Contain speculative elements	
Caa	CCC	Danger of default	Low assurance of future payments	
Ca	CC	Likely in or to default	Dangerous elements present	
CC	C		Highly speculative	
C	D	Lowest class	Extremely poor prospects	
NR	NR	Bottom almost grade Not ranked	Unlikely to attain any standing No evaluation available	

Πηγή: Moody's , Standard & Poor's

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα, τα ομόλογα με βαθμό μεταξύ Aaa/AAA(Moody's/S&P) και Baa/BBB(Moody's/S&P) προτείνονται για επένδυση, ενώ τα ομόλογα με βαθμό Ba/BB(Moody's/S&P) και κάτω χαρακτηρίζονται ως High Yield Bonds.

STANDARD & POOR'S RATED SHIPPING COMPANIES		
Company	Country	Rating
Alexander & Baldwin Inc.	US	A-
CMA CGM S.A.	France	BBB-
Compania Sud Americana de Vapores	Chile	BBB-
CP Ships Ltd	Canada	BBB-
Gearbulk Holding Ltd	Bermuda/UK	BB
General Maritime Corp.	US	BB
Grupo TMM S.A.	Mexico	CCC
Horizon Lines Holding Corp.	US	B
International Shipholding Corp.	US	B+
Kawasaki Kisen kaisha Ltd	Japan	BBB-
Malaysia International Shipping Corp	Malaysia	A-
Matson Navigation Co. Inc.	US	A-
Mitsui OSK Lines Ltd	Japan	BBB
Nippon Yusen KK	Japan	BBB
OMI Corporation	US	BB

Overseas Shipholding Group Inc.	US	BB+
Ship Finance International Ltd	Bermuda/Norway	BB-
Stena AB	Sweden	BB+
Teekay Shipping Corp.	Canada	BB+
Titan Petrochemicals Group Ltd	Hong Kong	BB-
U.S. Shipping Partners L.P.	US	BB-
Ultrapetrol (Bahamas) Ltd	Argentina	B
Wan Hai Lines Ltd	Taiwan	BBB
<b>Shipping- Related Leasing Companies</b>		
Interpool Inc	US	BB
Sea Containers Ltd	UK	BB-
<b>Barge Companies</b>		
American Comercial Lines Inc	US	B
Kirby Corporation	US	BBB
Trailer Bridge Inc.	US	B-

**Πηγή : Standard & Poor's**

Στον πιο πάνω πίνακα , φαίνεται καθαρά ότι από τις 27 ναυτιλιακές εταιρείες τις οποίες αξιολογεί ο οίκος S&P, μόνο οι 10 από αυτές κρίνονται θετικά. Η πλειοψηφία των ομολόγων των ναυτιλιακών εταιρειών χαρακτηρίζονται ως High Yield Bonds. Αυτή η αξιολόγηση, δίνει μια ανάγλυφη εικόνα για το πώς βλέπει η επενδυτική κοινότητα την ναυτιλιακή βιομηχανία, η οποία βεβαίως θεωρείται μια υψηλού κινδύνου βιομηχανία. Τα αίτια για την κακή φήμη της ναυτιλίας στους επενδυτικούς κύκλους της αγοράς ομολόγων, θα πρέπει να αναζητηθούν στην αποτυχία τήρησης των συμβατικών υποχρεώσεων έναντι των επενδυτών, από ναυτιλιακές εταιρείες οι οποίες είχαν μεγάλες απώλειες στα τέλη της δεκαετίας του 1990 και ειδικότερα κατά την διάρκεια της Ασιατικής οικονομικής κρίσης(1997-1998).

Όταν ένας πλοιοκτήτης, καταφεύγει στον δανεισμό μέσω έκδοσης ομολόγων, αντί της παραδοσιακής τραπεζικής χρηματοδότησης, είναι σίγουρο ότι προσπαθεί να επωφεληθεί από τα παρακάτω πλεονεκτήματα:

- σχετικά μεγάλη (7-10 έτη) περίοδος αποπληρωμής,
- μεγαλύτερες πιθανότητες να αντεπεξέλθει σε μια μικρής διάρκειας οικονομική ύφεση, αφού μέχρι την τελευταία ημέρα αποπληρωμής, στην χειρότερη περίπτωση, αποδίδει στους κατόχους των ομολόγων μόνο το προκαθορισμένο επιτόκιο,



- η μη καταβολή κεφαλαίου , για μια τόσο μεγάλη περίοδο, επιτρέπει στον πλοιοκτήτη την επανεπένδυση μεγάλου μέρους των κερδών του
- λιγότερα και πιο ευέλικτα συμβόλαια, επιτρέπουν με την σειρά τους την επιχειρησιακή ευελιξία,
- ο, πιθανότατα, υψηλός δείκτης χρέους της επιχείρησης, δεν επηρεάζει την χρηματοδότηση της μέσω ομολογιών γιατί, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, λαμβάνονται υπ' όψιν κυρίως ποιοτικά κριτήρια και προοπτικές της επιχείρησης,
- καμία παρέμβαση στην διοίκηση και διαχείριση της εταιρείας από τους κατόχους των ομολόγων, και
- δυνατότητα λήψης, ενός αρκετά σεβαστού κεφαλαίου, ως χρηματοδότηση, από μία και μόνο διαδικασία έκδοσης ομολόγων, η οποία μπορεί να ξεπεράσει τα \$100 εκατ.

#### Μειονεκτήματα :

- περισσότερο δαπανηρή από την τραπεζική χρηματοδότηση,
- είναι δύσκολο να κινηθεί η διαδικασία έκδοσης ομολόγων για ποσά πολύ μικρότερα από \$ 100 εκατ.
- τα ομόλογα στερούνται ευελιξίας. Από την στιγμή που θα εκδοθούν, είναι πολύ δύσκολο και δαπανηρό να επανασχεδιαστούν και να διαμορφωθούν εκ νέου,
- ολοένα αυξανόμενες απαιτήσεις για εταιρική διαφάνεια, υποβολή περιοδικών αναφορών και παρακολούθηση της εταιρείας
- κίνδυνος για το προφίλ της εταιρείας, τις τιμές των μετοχών της και την φήμη της , σε περίπτωση αποτυχίας αποπληρωμής των κατόχων των ομολόγων, και
- απαιτείται ένα καλά σχεδιασμένο, μακροπρόθεσμο, ταμειακό πρόγραμμα, προκειμένου να αντεπεξέλθει ο πλοιοκτήτης , στην πληρωμή των τοκομεριδίων.

#### 5.5. ENΔΙΑΜΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ (MEZZANINE FINANCE)

Η mezzanine finance είναι ένα ενδιάμεσο είδος χρηματοδότησης. Σχεδόν πάντοτε, λειτουργεί συμπληρωματικά ως προς τον κύριο δανεισμό της επιχείρησης και χαρακτηρίζεται χρηματοδότηση μειωμένης εξασφάλισης. Ως δανειοδότηση,

περιέχει στοιχεία και από την κλασική τραπεζική (με προκαθορισμένη περίοδο απόσβεσης κλπ.) , όσο και από την δανειοδότηση με αντάλλαγμα μετοχές της επιχείρησης (equity). Στην ενδιάμεση χρηματοδότηση καταφεύγουν επιχειρήσεις οι οποίες επιδιώκουν μια ταχεία οικονομική ένεση, η οποία θα συμπληρώσει το κενό μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων και του ποσού που αποκτήθηκε με κάποια κλασική μορφή δανεισμού, προκειμένου να πραγματοποιηθεί ένα συγκεκριμένο σχέδιο επένδυσης. Συνήθως οι επιχειρήσεις αυτές, δεν έχουν ικανοποιητικό ιστορικό ταμειακών ροών (cash flow history), το οποίο απαιτούν οι τράπεζες.

Η χρηματοδότηση αυτή, δεν έχει δεν έχει τόσο μεγάλη εξασφάλιση, όσο η χρηματοδότηση με πρώτη υποθήκη. Οι εξασφαλίσεις μπορεί να είναι μια δεύτερη υποθήκη, η έκδοση ομολογιών υπέρ του mezzanine δανειστή ή ακόμη και η έκδοση προνομιούχων μετοχών υπέρ του δανειστή. Επίσης, είναι πολύ συνήθης η απόδοση στον δανειστή, μέρους των εσόδων που προήλθαν από την απόδοση της επένδυσης, για την πραγματοποίηση της οποίας η επιχείρηση κατέφυγε στην mezzanine χρηματοδότηση. Δηλαδή, ο δανειστής έχει την δυνατότητα να αποκομίσει κέρδος από μια μελλοντική αύξηση της τιμής του πλοίου, η οποία θα υπερβαίνει την τιμή που θα έπρεπε να έχει βάσει του ετήσιου ρυθμού απαξίωσής του ή απλά να έχει ένα ποσοστό επί των εσόδων σε περίπτωση πώλησής του. Αξίζει να σημειωθεί, ότι στην περίπτωση που η επιχείρηση έχει δώσει μετοχές ως εξασφάλιση, δεν συνιστά μη τήρηση των όρων του δανείου από μέρους της, μια τυχόν αποτυχία αποπληρωμής του.

Ευνόητο είναι, πως το επιτόκιο στις περιπτώσεις mezzanine χρηματοδότησης είναι υψηλότερο από αυτό της τραπεζικής(πρώτης υποθήκης). Επίσης, με δεδομένο το μικρό -σε σχέση με αυτό της κύριας χρηματοδότησης- ύψος του ποσού του δανείου, η ανάμειξη του δανειστή στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης, είναι παράγοντας ο οποίος λειτουργεί αρνητικά ως προς την επιλογή αυτού του τύπου χρηματοδότησης. Σε κάθε περίπτωση, αυτός ο τύπος χρηματοδότησης δεν είναι πολύ συνηθισμένος στην ναυτιλία.

## 5.6. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΑΠΟ ΙΔΙΩΤΙΚΑ Ή ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (PRIVATE OR PUBLIC EQUITY FINANCING)

Παραδοσιακά, τα επενδυτικά κεφάλαια της ναυτιλίας προέρχονται μέσα από την ναυτιλιακή βιομηχανία. Αποτελούν δηλαδή τοποθετήσεις των ιδίων των

πλοιοκτητών, με κεφάλαια που προέρχονται από τα κέρδη από τους ναύλους ή από την πώληση των πλοίων τους. Τα τελευταία χρόνια όμως, έχουν γίνει προσπάθειες να αντληθούν κεφάλαια και από πηγές εκτός της ναυτιλιακής βιομηχανίας όπως είναι κάποια μεγάλα χρηματοδοτικά ιδρύματα, ασφαλιστικές εταιρείες, ασφαλιστικά ταμεία, εταιρείες leasing κ.α. Πιο πρόσφατα, η ναυτιλιακές εταιρείες απευθύνθηκαν στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και ειδικότερα στα χρηματιστήρια των Η.Π.Α., προκειμένου να αντλήσουν τα απαραίτητα για την ανάπτυξη τους κεφάλαια μέσω της διαδικασίας της Δημόσιας Αρχικής Προσφοράς (Initial Public Offering-IPO).

Τα επενδυτικά κεφάλαια, είναι η πιο σημαντική πηγή χρηματοδότησης. Η διαδικασία της χρηματοδότησης μιας επιχείρησης με επενδυτικά κεφάλαια, προβλέπει την διαίρεση του κεφαλαίου της σε μερίδια ίσης ονομαστικής αξίας (par value). Η ονομαστική αξία των μεριδίων είναι πάντοτε κατώτερη από την αγοραία αξία τους. Παράλληλα, η επιχείρηση δεσμεύεται να μην εκδώσει μερίδια με ακόμη μικρότερη ονομαστική αξία (under par value). Αυτό γίνεται, για να πειστούν οι επενδυτές, πως κανένας άλλος δεν θα τύχει αυτής της προνομιακής μεταχείρισης.

Τα μερίδια είναι τίτλοι ιδιοκτησίας και είναι μεταβιβάσιμα (μετοχές-shares). Η επιχείρηση, εφόσον το κρίνει σκόπιμο, διανέμει τα κέρδη, στο τέλος μιας κερδοφόρας χρήσης στους μετόχους, ανάλογα βεβαίως με τον αριθμό μετοχών που αυτοί κατέχουν. Το κέρδος που αναλογεί σε κάθε μετοχή, είναι το μέρισμα (dividend). Εξαρτάται από το διοικητικό συμβούλιο της κάθε επιχείρησης εάν οι μέτοχοι θα λάβουν μέρισμα ή τα κέρδη θα αξιοποιηθούν για την ανάπτυξη της επιχείρησης.

Υπάρχουν δύο είδη μετοχών: οι κοινές (common or ordinary shares) και οι προνομιούχες (preferred shares). Οι κάτοχοι κοινών μετοχών, έχουν δικαίωμα ψήφου (π.χ. στις περιπτώσεις διορισμού διευθυντών ή ελεγκτών) και έχουν δικαίωμα να διεκδικήσουν ένα μέρισμα εάν και όποτε δηλωθεί από το διοικητικό συμβούλιο και εγκριθεί από την πλειοψηφία των μετόχων. Οι κοινές μετοχές, είναι η πιο επικίνδυνη μορφή κεφαλαίου, επειδή δεν συνδέονται με απαίτηση επί των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, εάν αυτή προχωρήσει σε ρευστοποίηση. Από την άλλη όμως, έχουν τις μεγαλύτερες πιθανότητες να αποδώσουν κέρδη εάν η επιχείρηση αποδώσει κέρδη. Το χαρακτηριστικό των προνομιούχων μετοχών, είναι ότι έχουν ένα σταθερό ποσοστό μερίσματος, που πρέπει να αποπληρωθεί πλήρως, προτού οι κάτοχοι κοινών μετοχών αρχίσουν να λαμβάνουν χρήματα. Σε περιπτώσεις ρευστοποίησης, οι κάτοχοι των προνομιούχων μετοχών προηγούνται στην απαίτηση επί των

περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας σε σχέση με τους κατόχους κοινών μετοχών. Ως εκ τούτου, οι προνομιούχες μετοχές θεωρούνται μια «πεζή», αλλά σχετικά ακίνδυνη μορφή επένδυσης.

Μια επιχείρηση μπορεί να αυξήσει το επενδυτικό της κεφάλαιο, με την μέθοδο του πλεονάσματος κεφαλαίου (capital surplus). Να εκδώσει δηλαδή νέες μετοχές, και να τις διαθέσει δημόσια σε τιμή υψηλότερη από την par value. Η διαφορά που θα προκύψει περνάει στα ταμεία της επιχείρησης ως επιπλέον καταβληθέν κεφάλαιο (additional paid-in capital) ή σαν πλεόνασμα κεφαλαίου.

### 5.6.1 ΙΔΙΩΤΙΚΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (PRIVATE EQUITY)

Τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια, θεωρούνται η πιο άμεση μορφή χρηματοδότησης. Παρόλο που μια υψηλότερη μόχλευση (leverage)- όπως εκφράζεται με μια μικρότερη συμμετοχή ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων σε μια επιχείρηση- μπορεί να δημιουργήσει μεγαλύτερο κέρδος, η τοποθέτηση ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων σε μια επιχείρηση, είναι μια μορφή χρηματοδότησης που παρουσιάζει ορισμένα πλεονεκτήματα, τα οποία σίγουρα δεν μπορούν να αγνοηθούν από κανένα επιχειρηματία ή πλοιοκτήτη.

Στη ναυτιλία η κυριότερη πηγή άντλησης επενδυτικών κεφαλαίων είναι τα εξειδικευμένα ναυτιλιακά χρηματοδοτικά σχήματα (ship funds). Τα χρηματοδοτικά αυτά σχήματα, είναι επενδυτικά «οχήματα», ειδικά σχεδιασμένα να επιτρέπουν στους ιδιωτικούς επενδυτές κεφαλαίων, να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους σε εμπορικά πλοία. Πέρα από τα ship Funds, υπάρχουν μεγάλα σχήματα διαχείρισης κεφαλαίων (funds), τα οποία όταν κρίνουν ότι οι συνθήκες της αγοράς είναι κατάλληλες επενδύουν στην ναυτιλία. Έτσι, παρά το γεγονός ότι η ναυτιλία θεωρείται επένδυση υψηλού κινδύνου, τα εν λόγω χρηματοδοτικά σχήματα έχουν υποστηρίξει οικονομικά ναυτιλιακές εταιρείες, όπως η Quintana, Eagle Bulk κ.α.

Ορισμένα από τα σχήματα διαχείρισης κεφαλαίων που δραστηριοποιούνται στην ναυτιλία είναι τα: Navigation Capital Corporation-NFC (κοινοπραξία μεταξύ DVB Bank και Northern Navigation), Fortis Bank Maas Capital, American Marine Advisors-AMA, Pareto Private Equity, Great Circle Capital κ.α.

Η βασική πρακτική πάνω στην οποία στηρίζονται οι τοποθετήσεις ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων, προκειμένου αυτές να αποτελέσουν πηγές άντλησης κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις είναι η έκδοση μετοχών. Συμβαίνει δηλαδή, ότι συμβαίνει και με τις δημόσιες τοποθετήσεις επενδυτικών κεφαλαίων, μόνο που σε

αυτήν την περίπτωση οι μετοχές διακινούνται σε ιδιωτική «κλειστή» αγορά , όπου συμμετέχει περιορισμένος αριθμός επενδυτών. Μια ακόμη ομοιότητα με τις δημόσιες τοποθετήσεις είναι ότι και εδώ έχουμε κοινές και προνομιούχες μετοχές.

Αν επιχειρούσαμε μια αποτίμηση των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων των ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων, ως επιλογή ναυτιλιακής χρηματοδότησης, τότε αυτά θα μπορούσαν να είναι:

#### Πλεονεκτήματα

- Διευκολύνεται η συνεργασία μεταξύ ανθρώπων που έχουν γνώση, εξειδίκευση και εμπειρία από την ναυτιλιακή αγορά.
- Λιγότερο αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο, σε σχέση με την δημόσια τοποθέτηση, όπου μια εταιρεία θα πρέπει να εκπληρώσει συγκεκριμένα κριτήρια.
- Μικρή διαρροή των εσωτερικών εμπιστευτικών πληροφοριών της εταιρείας.
- Μικρότερες αμοιβές μεσιτών και εγγυητών για την εγγραφή και πώληση των μετοχών, από αυτές στην δημόσια τοποθέτηση.

#### Μειονεκτήματα

- Άντληση περιορισμένων κεφαλαίων σε σχέση με αυτά της δημόσιας τοποθέτησης.
- Μεγάλης επιφάνειας επενδυτές, γνώστες της αγοράς, είναι σε θέση να παρακολουθούν στενά την οικονομική απόδοση της εταιρείας και να ασκήσουν έλεγχο μέσω των ψήφων τους.
- Μετοχές όπως αυτές, αποτελούν αρκετά άκαμπτους και χαμηλής ρευστότητας τίτλους, οι οποίοι δεν μπορούν να μεταπωληθούν εύκολα.

Τέλος, τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια, είναι μια απόφαση για χρηματοδότηση ναυτιλιακών εταιρειών, η οποία δεν πρέπει να λαμβάνεται με ευκαιριακά κριτήρια και χωρίς να υπάρχει ένα ευέλικτο management. Επίσης, θα πρέπει να δοθεί προσοχή και στην ανάπτυξη μιας μελλοντικής στρατηγικής εξόδου από το καθεστώς της ιδιωτικής τοποθέτησης και μετάβασης σε συνθήκες τραπεζικού δανεισμού, γιατί όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η μόχλευση αφήνει μεγαλύτερα περιθώρια κέρδους.

## 5.6.2 ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (PUBLIC EQUITY)

Οι διεθνείς κεφαλαιαγορές βοηθούν την βιομηχανία να αντλήσει κεφάλαια και να χρηματοδοτήσει την ανάπτυξή της. Προκειμένου οι επιχειρήσεις να αυξήσουν τα κεφάλαιά τους, απευθύνονται δημόσια σε ιδιώτες επενδυτές, μέσω των διεθνών χρηματιστηρίων. Η όλη διαδικασία βασίζεται στην έκδοση μετοχών που αντιπροσωπεύουν ένα συγκεκριμένο ποσοστό του ενεργητικού της επιχείρησης και την πώλησή τους σε μια τιμή πάνω από την ονομαστική τους αξία, στο κοινό. Είναι ο λιγότερο ακριβός τρόπος χρηματοδότησης. Είναι όμως διαθέσιμος μόνο σε διαφανείς και καλά δομημένες επιχειρήσεις.

Από την στιγμή που οι νέες μετοχές εκδίδονται, επενεργούν σε αυτές οι δυνάμεις της αγοράς και έτσι καθορίζεται η αξία τους. Το «όχημα» που χρησιμοποιείται από τις επιχειρήσεις για να εισέλθουν για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο, είναι η Αρχική Δημόσια Προσφορά μετοχών (Initial Public Offering-IPO). Η διαδικασία που ακολουθείται από τις εταιρείες προκειμένου αυτές να εισαχθούν στο χρηματιστήριο, διαφοροποιείται ελαφρά, ανάλογα με το νομικό πλαίσιο στο οποίο λειτουργεί το κάθε χρηματιστήριο.

Μέσω της ΑΔΠ μετοχών, οι εταιρείες μπορούν να αντλήσουν μεγάλα ποσά κεφαλαίων σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα. Το μόνο προαπαιτούμενο σε αυτές τις διαδικασίες, είναι να υπάρχει ρευστότητα στην αγορά, αλλιώς μπορεί να καταλήξει μη επικερδής και ακριβή μια τέτοια κίνηση σε περιόδους πτωτικής αγοράς.

Στη ναυτιλιακή χρηματοδότηση, οι ΑΔΠ χρησιμοποιήθηκαν σε σημαντικό βαθμό την τριετία 2004-2006, σαν μια εναλλακτική πηγή άντλησης κεφαλαίων κυρίως από ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες, οι οποίες εκμεταλλεύθηκαν την διεθνοποίηση των επενδυτικών κεφαλαίων, η οποία κατέστησε τα χρηματιστήρια-κυρίως αυτά των ΗΠΑ-ελκυστικά ακόμα και για τόσο υψηλού κινδύνου επιχειρήσεις.

Στα επόμενα κεφάλαια, θα επιχειρηθεί μια αναλυτικότερη προσέγγιση του ζητήματος των ΑΔΠ των ελληνικών ναυτιλιακών εταιρειών και της πρόκλησης που έχει μπροστά του management, αναφορικά με τις αλλαγές που θα πρέπει να υιοθετήσει μια ελληνική ναυτιλιακή επιχείρηση, τόσο στη δομή της όσο και στην στρατηγική και την κουλτούρα της, προκειμένου να εναρμονιστεί με τις υποχρεώσεις, αλλά και να εξαντλήσει τις δυνατότητες που του δίνει η χρήση καινοτόμων διαδικασιών χρηματοδότησης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### ΝΑΥΤΙΛΙΑ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Η ναυτιλιακή βιομηχανία, είναι ιστορικά αποδεδειγμένο ότι υπόκειται στις κυκλικές διακυμάνσεις και μεταβολές της παγκόσμιας οικονομίας. Από την άλλη, αποτελεί και έναν τομέα της παγκόσμιας οικονομίας που απαιτεί τη δέσμευση μεγάλων κεφαλαίων για αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα. Εξαιτίας αυτών των χαρακτηριστικών, η ανάδειξη των χρηματαγορών σε μια σημαντική πηγή κεφαλαίων για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις καθυστέρησε αρκετά, αφού για αρκετές δεκαετίες οι μετοχές των ναυτιλιακών εταιρειών δεν ενθουσίαζαν την επενδυτική κοινότητα.

Παραδοσιακά, η ασταθής φύση, όπως επίσης και ο ευκαιριακός πολλές φορές χαρακτήρας, αλλά και η έλλειψη συνεπούς και σταθερής ανάπτυξης της ναυτιλιακής βιομηχανίας, έρχονταν σε δυσαρμονία με το προφίλ που θα επιθυμούσαν οι επενδυτές για μια εισηγμένη στο χρηματιστήριο εταιρεία. Τα περιθώρια κέρδους των ναυτιλιακών επιχειρήσεων εμφανίζονταν περιορισμένα, αποτρέποντας τόσο τους ιδιώτες επενδυτές, όσο και τα μεγάλα επενδυτικά σχήματα. Επιπλέον, οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις είχαν περιόδους κατά τις οποίες υπήρχε ασυνέπεια μεταξύ της αξίας των περιουσιακών τους στοιχείων και των κερδών που παρουσίαζαν, εξαιτίας της κυκλικότητας της αγοράς, με αποτέλεσμα να μην μπορούν να εξασφαλίσουν μια σταθερή ροή εσόδων.

Η ναυτιλία, θεωρείται από τους επενδυτές μια βιομηχανία η οποία δεν επιφυλάσσει ικανοποιητικές αποδόσεις για αυτούς στα διεθνή χρηματιστήρια. Γενικά, στην ναυτιλία πέρα από κάποιες θεαματικές και μικρής διάρκειας περιόδους όπου οι αποδόσεις για τους επενδυτές είναι πραγματικά αξιοσημείωτες, οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις είναι αρκετά φτωχές. Η κυριότερη διαφορά μεταξύ της ναυτιλίας με τους άλλους κλάδους της οικονομίας, αναφορικά με την κερδοφορία των επενδυτών, είναι ότι παρόλο που οι υπόλοιπες βιομηχανίες υπόκεινται στις ίδιες διακυμάνσεις, υπάρχει μια κανονικότητα στην εμφάνιση ανοδικών περιόδων, γεγονός που επιτρέπει στους επενδυτές να απολαμβάνουν ικανοποιητικές αποδόσεις μακροπρόθεσμα.

Οι παραπάνω παράγοντες, είναι υπεύθυνοι για την απροθυμία των επενδυτών να τοποθετήσουν τα κεφάλαια τους, προκειμένου να αποκτήσουν ένα ποσοστό σε μια ναυτιλιακή επιχείρηση. Πέρα όμως από το δυσχερές περιβάλλον που διαμορφώθηκε μεταξύ των επενδυτών για αυτές, η άντληση κεφαλαίων από τα διεθνή

χρηματιστήρια, έχει αυξηθεί για ορισμένες ναυτιλιακές εταιρείες την τελευταία εικοσαετία.

Στη δεκαετία του '80 ο αριθμός των εισηγμένων διεθνώς ναυτιλιακών εταιρειών ήταν μικρός. Το Λονδίνο ήταν το κυριότερο ναυτιλιακό χρηματιστήριο στην Ευρώπη και ακολουθούσε το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Στην δεκαετία του '90, το χρηματιστήριο του Όσλο πέρασε στην κορυφή των ναυτιλιακών χρηματιστηρίων της Ευρώπης, την στιγμή που και στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης μια σειρά διαχωρισμών και μετασηματισμών στην ναυτιλιακή αγορά οδήγησαν στην ανάπτυξη του ναυτιλιακού τομέα. Ένας αριθμός Ασιατικών χρηματιστηρίων, επίσης προσέλκυσαν αρκετές ναυτιλιακές ΑΔΠ, όπως είναι αυτά του Χόνγκ Κόνγκ, της Σιγκαπούρης, της Μπανγκόγκ, και της Ταϊβάν.

Τα τελευταία χρόνια, τα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης (NASDAQ και NYSE), έχουν αναρριχηθεί στην κορυφή των ναυτιλιακών χρηματιστηρίων, αφού αποδεδειγμένα προσήλκυσαν τις περισσότερες ναυτιλιακές ΑΔΠ, με το χρηματιστήριο του Όσλο να ακολουθεί. Η Νέα Υόρκη φιλοξενεί σήμερα 42 ποντοπόρες ναυτιλιακές εταιρείες και το Όσλο 28. Στα μεγάλα πλεονεκτήματα της εισαγωγής στα αμερικανικά χρηματιστήρια, συμπεριλαμβάνονται η επάρκεια αντλήσιμων κεφαλαίων που διαθέτουν, η καθιέρωση στην συνείδηση των επενδυτών, η αξιόπιστη τιμολόγηση που παρέχεται, η υψηλή εταιρική φήμη που αποκτά η ναυτιλιακή εταιρεία και η εξασφάλιση μιας διεθνούς βάσης επενδυτών.

Το 2007, υπήρχαν 181 εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες με συνολική κεφαλαιοποίηση \$ 315 δισεκατομμύρια. Δύο μόνο από αυτές τις εταιρείες, η Maersk και η Carnival Corporation, είχαν κεφαλαιοποίηση \$ 90 δισεκατομμύρια, δηλαδή το 29% της συνολικής κεφαλαιοποίησης. Στην πρώτη εικοσάδα των εισηγμένων εταιρειών, συγκαταλέγονται μεγάλοι ασιατικοί ναυτιλιακοί όμιλοι όπως η Mitsui OSK, η NYK, η COSCO και η China Shipping. Επίσης, μεγάλες εταιρείες διαχείρισης πλοίων ξηρού φορτίου όπως η Teekay και η Frontline. Τέλος, εταιρείες διαχείρισης πλοίων μεταφοράς Containers όπως η OOIL και NOL.

Αξίζει να σημειωθεί, ότι οι πρώτες είκοσι εταιρείες καταλαμβάνουν περίπου τα 2/3 της συνολικής κεφαλαιοποίησης των 181 εισηγμένων εταιρειών. Το στοιχείο όμως που εντυπωσιάζει, είναι το γεγονός ότι το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών αντιπροσωπεύει μια συνολική χωρητικότητα της τάξης των 472 εκατομμυρίων τόνων, η οποία αποτελεί το 47% της συνολικής παγκόσμιας χωρητικότητας. Δηλαδή,



περίπου η μισή χωρητικότητα του παγκοσμίου στόλου, ανήκει σε ναυτιλιακές εταιρείες οι οποίες είναι εισηγμένες στα διεθνή χρηματιστήρια.

Τα κίνητρα τα οποία ωθούν μια ναυτιλιακή επιχείρηση στην απόφαση να αντλήσει κεφάλαια από το χρηματιστήριο, είναι ένα κρίσιμο ζήτημα. Στο παρελθόν, οι αυστηρές απαιτήσεις για διαφάνεια και δημοσιοποίηση των οικονομικών στοιχείων και διαδικασιών, που έπρεπε να πληρούν οι επιχειρήσεις προκειμένου να εισαχθούν στο χρηματιστήριο, ήταν αρνητικός παράγοντας για πολλές ναυτιλιακές επιχειρήσεις, ιδίως σε περιόδους διακυμάνσεων της αγοράς. Με την πάροδο του χρόνου όμως, η στάση των επιχειρήσεων απέναντι στις απαιτήσεις αυτές άλλαξε. Τα χρηματιστήρια ήταν μια λογική επιλογή για άντληση χρημάτων από ναυτιλιακές εταιρείες που είχαν μια σχετικά σταθερή ροή εσόδων και προοπτικές ανάπτυξης. Με τα επιτόκια δανεισμού των τραπεζών χαμηλά, η τραπεζική χρηματοδότηση ίσως να αποτελεί την φθηνότερη λύση χρηματοδότησης. Ωστόσο, ορισμένες ναυτιλιακές εταιρείες επέλεξαν τον δρόμο της ΑΔΠ, θέλοντας να εκμεταλλευθούν το θετικό κλίμα που επικρατούσε στο επενδυτικό κοινό, από τα αυξημένα έσοδα που εξασφάλιζαν οι υψηλές τιμές των ναύλων.

Βεβαίως, ένας αριθμός από τις εισηγμένες ναυτιλιακές επιχειρήσεις, αντιμετωπίζουν σήμερα σοβαρές απώλειες αναφορικά με την χρηματιστηριακή τους αξία, καθώς οι τιμές των ναύλων έχουν πάρει την κατιούσα. Αυτήν δεν είναι ενθαρρυντική εξέλιξη για τους προσεκτικούς επενδυτές και είναι πιθανόν στο μέλλον να αποδειχθεί πολύ δύσκολη υπόθεση για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις η άντληση κεφαλαίων από τα χρηματιστήρια.

## 6.1. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΙΑΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΣΤΑ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ

Από την στιγμή που μια εταιρεία αποφασίζει να γίνει ναυτιλιακή στο κοινό (Public), υπάρχουν κάποια βήματα που θα πρέπει να ακολουθήσει προκειμένου να συμμορφωθεί με τις απαιτήσεις της επιτροπής κεφαλαιαγοράς (Securities and Exchange Commission- SEC).

Αρχικά, η εταιρεία θα πρέπει να εκλέξει ένα διοικητικό συμβούλιο (Board Of Directors-BOD), το οποίο θα έχει δύο τουλάχιστον επιτροπές οι οποίες θα ασχολούνται με τον έλεγχο (Audit) και την αποζημίωση (Compensation) . Ανάλογα με το χρηματιστήριο στο οποίο θέλει να εισαχθεί η εταιρεία, υπάρχουν ορισμένες ακόμη απαιτήσεις για το BOD. Σε αυτά του NASDAQ και NYSE για παράδειγμα,

υπάρχει η απαίτηση τουλάχιστον τρία από τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου να έχουν γνώσεις χρηματοοικονομικών και τουλάχιστον ένα ανεξάρτητο μέλος πρέπει να συμμετέχει στο διοικητικό συμβούλιο κατά τον χρόνο της Αρχικής Δημόσιας Προσφοράς (IPO). Σε αυτό το στάδιο, το οποίο προηγείται της IPO, είναι σημαντικό για την εταιρεία να συμμορφωθεί πλήρως με τις απαιτήσεις της SEC, αλλά και με τις απαιτήσεις αναδοχής (Underwriting). Για το λόγο αυτό, η εταιρεία θα πρέπει να απευθυνθεί σε μια δημόσια λογιστική εταιρεία με εμπειρία στις διαδικασίες και τις απαιτήσεις της SEC, η οποία θα είναι εγγεγραμμένη στο Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB).

Επόμενη ενέργεια από πλευράς της εταιρείας είναι να επιλέξει ανάδοχο (Underwriter), που στις περισσότερες περιπτώσεις αυτός είναι μια επενδυτική τράπεζα. Αφού έρθουν σε συμφωνία συνεργασίας, ο ανάδοχος και η εταιρεία συμφωνούν το πλάνο της συνεργασίας τους, την στρατηγική που θα ακολουθήσουν, και απογράφουν και αξιολογούν το ενεργητικό της εταιρείας. Ο ρόλος του αναδόχου είναι αυτός του ενδιάμεσου μεταξύ της SEC και της εταιρείας. Με μέριμνα του αναδόχου, συντάσσεται ένα προσχέδιο της δήλωσης εγγραφής της εταιρείας.

Η όλη διαδικασία για την ολοκλήρωση της εισαγωγής της εταιρείας στο χρηματιστήριο, μπορεί να διαρκέσει από τρεις έως έξι μήνες. Κατ' αρχήν, ο ανάδοχος θα πρέπει να διευκρινίσει κατά πόσο η εταιρεία που επιθυμεί να εκδώσει μετοχές, θεωρείται ως ξένος εκδότης ή όχι. Στην πρώτη περίπτωση, η οποία είναι και η πιο συνηθισμένη για τις ποντοπόρες ναυτιλιακές εταιρείες, ο εκδότης θα πρέπει να συμπληρώσει την αίτηση S-1 της SEC. Η αίτηση S-1, είναι σχεδόν όμοια με την αίτηση F-1 που χρησιμοποιείται από τις αμερικανικές εταιρείες, εκτός από τα ζητήματα γνωστοποίησης μικρού ποσοστού (5%) των μετόχων και της αποζημίωσης των ανώτερων υπαλλήλων για την διαχείριση της εταιρείας. Ο εκδότης επίσης, μπορεί να συμπληρώσει την αίτηση 8-A, η οποία είναι μια απλή εγγραφή (registration), που ενσωματώνει σχεδόν όλες τις πληροφορίες της αίτησης εγγραφής της SEC. Η αμοιβή για την κατάρτιση της αίτησης S-1, είναι το 1/32 του 1% της συνολικής αξίας της IPO.

Η αίτηση εγγραφής είναι ένα αναλυτικό έγγραφο στο οποίο οι διαδικασίες, οι κίνδυνοι που σχετίζονται με την δραστηριότητα της εταιρείας, η ίδια η δραστηριότητα, οι διοίκηση, η διαχείριση, περιγράφονται αναλυτικά. Απαιτούνται επίσης οικονομικές εκθέσεις ελέγχου, σύμφωνα γενικό λογιστικό σχέδιο Generally Accepted Accounting Principles (GAAP). Η αίτηση εγγραφής αποστέλλεται στην

SEC, η οποία το επιστρέφει με τυχόν σχόλια ή αλλαγές που θεωρεί αναγκαίες για να γίνουν. Η απάντηση της SEC μπορεί να πάρει χρονικά ένα διάστημα μέχρι και 30 ημερών. Όταν παραληφθεί η αίτηση εγγραφής από τη SEC και αφού η εταιρεία έχει συμμορφωθεί με τις τυχόν παρατηρήσεις της, τότε εκδίδεται από την εταιρεία το Red Herring. Ένα ενημερωτικό δελτίο (prospectus) δηλαδή, το οποίο διανέμεται στα ενδιαφερόμενα μέρη.

Το επόμενο βήμα, στην διαδικασία εισαγωγής μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο, είναι το Roadshow το οποίο διαρκεί από δύο έως τέσσερις εβδομάδες. Roadshow είναι η διαδικασία παρουσίασης της εταιρείας και των προοπτικών της στους υποψηφίους επενδυτές. Στους υποψηφίους επενδυτές παρουσιάζεται μια ποικιλία πιθανών τιμών της μετοχής της εταιρείας, προκειμένου αυτοί να κάνουν τις δικές τους εκτιμήσεις και αξιολογήσεις για την τιμή της μετοχής. Παράλληλα, ο ανάδοχος ασχολείται με την παραλαβή και αποκωδικοποίηση των προθέσεων των υποψηφίων επενδυτών, με την αξιολόγηση του ενδιαφέροντος που δείχνουν για την εταιρεία και τις προοπτικές της, όπως επίσης και την ποσότητα των μετοχών που προτίθενται να αποκτήσουν. Στο τέλος του Roadshow και με το ενδιαφέρον των επενδυτών να έχει εξαντλήσει της προσφερόμενες μετοχές, ολοκληρώνεται η ΑΔΠ των μετοχών της εταιρείας και η εταιρεία προχωράει στην τιμολόγηση της μετοχής της, σε μια τιμή, που οι υποψήφιοι επενδυτές έδειξαν κατά την διάρκεια του Roadshow, ότι θεωρούσαν ικανοποιητική. Και έτσι οι εκδοθείσες μετοχές της εταιρείας, αρχίζουν να διαπραγματεύονται στο ταμπλό του χρηματιστηρίου. Αξίζει να σημειωθεί, ότι από αυτήν την χρονική στιγμή και για ένα διάστημα τριάντα ημερών από την ΑΔΠ, ο ανάδοχος έχει το δικαίωμα να αγοράσει μετοχές της εταιρείας στην αρχική τους τιμή (over-allotment or the “green shoe” provision). Αυτή η πρακτική ακολουθείται για να ευθυγραμμιστούν τα συμφέροντα της εταιρείας και του αναδόχου, αλλά και για λόγους εξισορρόπησης της μετοχής.

Εύκολα γίνεται αντιληπτό, πως η προσεκτική επιλογή αναδόχου είναι κεφαλαιώδους σημασίας για την επιτυχία της ΑΔΠ, καθώς η κάθε εταιρεία προσβλέπει στο δίκτυο των επενδυτών του αναδόχου, όπως και στην καλή του φήμη στην αγορά. Η αμοιβή του αναδόχου, για την υποστήριξη και την συμμετοχή του στην όλη διαδικασία, κυμαίνεται μεταξύ 6%-7% επί του συνολικού ποσού που συγκεντρώθηκε κατά την ΑΔΠ.

Όταν η εταιρεία επιτύχει τον σκοπό της εισαγωγής της στο χρηματιστήριο, δεν σημαίνει ότι σταματούν οι υποχρεώσεις της. Η εταιρεία πρέπει από εδώ και στο

εξής να είναι ένα πραγματικά ανοιχτό βιβλίο, για τους μετόχους της αναφορικά με τα οικονομικά της, την διαχείρισή της και την πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού, καθώς υπάρχει η απαίτηση πλέον για διαφάνεια παντού. Έτσι, η εταιρεία θα πρέπει να εκδίδει ένα δελτίο 10-Q κάθε τρίμηνο, με τα λεπτομερή οικονομικά της δεδομένα. Επίσης, κάθε χρόνο θα πρέπει να εκδίδει το δελτίο 8-K, με τα ετήσια οικονομικά και διαχειριστικά της αποτελέσματα. Η εταιρεία, είναι υποχρεωμένη να οργανώνει διασκέψεις, πληροφοριακά Roadshows και να έχει μια τακτική επαφή και ενημέρωση με τους αναλυτές της αγοράς και τους επενδυτές.

## 6.2 ΚΡΙΣΙΜΑ ΤΕΧΝΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΜΙΑΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗΣ ΑΔΠ

### 6.2.1. ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ (Pricing)

Η βασική ευθύνη του αναδόχου, παράλληλα όμως και ένα ζήτημα κεφαλαιώδους σημασίας για την επιτυχία μιας ΑΔΠ, είναι η όσο το δυνατόν καλύτερη τιμολόγηση της μετοχής. Η βάση για την τιμολόγηση της μετοχής, είναι η καθαρή αξία των περιουσιακών στοιχείων (Net Asset Value-NAV) της ναυτιλιακής εταιρείας.

Για να εκτιμηθεί η αξία της περιουσίας της εταιρείας το οποίο θα καταταμηθεί σε μετοχές προς πώληση, λαμβάνεται υπ' όψιν η αξία των πλοίων της, προστίθενται τα ρευστά διαθέσιμα και άλλα περιουσιακά στοιχεία και αφαιρούνται οι δανειακές και τυχόν άλλες υποχρεώσεις. Έτσι φτάνουμε στην καθαρή αξία. Η ακριβής τιμολόγηση είναι τόσο τέχνη όσο και επιστήμη. Σε κάθε περίπτωση πάντως, τρεις είναι οι παράγοντες που λαμβάνονται υπ' όψιν κατά την τιμολόγηση. Η καθαρή αξία της εταιρείας, τα λειτουργικά της κέρδη (Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization-EBITDA) συγκρινόμενα με αυτά των άλλων εισηγμένων ναυτιλιακών εταιρειών και οι ετήσιες αποδόσεις των μετοχών άλλων-συγκρίσιμων- εισηγμένων εταιρειών.

Έτσι καθορίζεται πλήρως η ακριβής αξία της μετοχής. Εκτός όμως των περιπτώσεων, που η μετοχή εισέρχεται στο χρηματιστήριο σε περιόδους ανοδικής αγοράς, στην πλειοψηφία τους οι τιμολογήσεις των μετοχών κατά την διαδικασία της Αρχικής Δημόσιας Προσφοράς, γίνονται σε ένα επίπεδο ελαφρά χαμηλότερο από αυτό της καθαρής αξίας, προκειμένου να δοθεί κίνητρο στους υποψήφιους επενδυτές και να καλύψουν πλήρως την ΑΔΠ.

### 6.2.2. ΥΠΟ-ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ (Under-pricing)

Το φαινόμενο της υποτιμολόγησης είναι πολύ συνηθισμένο στις περιπτώσεις εισαγωγής των μετοχών μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο. Υποτιμολόγηση έχουμε στις περιπτώσεις που η τιμή στην οποία προσφέρονται οι μετοχές κατά το στάδιο της αρχικής δημόσιας προσφοράς, είναι μικρότερη από την τιμή στην οποία «έκλεισε» η μετοχή κατά την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσής της στο χρηματιστήριο. Οι αμερικανοί ονομάζουν την χρηματική αξία που αντιστοιχεί στην διαφορά των δύο αυτών τιμών ως : “money left on the table”, με την λογική ότι τα χρήματα αυτά χάθηκαν από την ΑΔΠ, όχι για κανέναν άλλο λόγο, αλλά γιατί η τιμή της μετοχής καθορίστηκε, όχι με γνώμονα την καθαρή αξία της, αλλά υπό το φόβο να μην καλυφθεί πλήρως η ΑΔΠ. Εφόσον η τιμή της μετοχής αφηθεί στις δυνάμεις της αγοράς, αυτή ισορροπεί τελικά σε ένα επίπεδο που συνήθως αντικατοπτρίζει την πραγματική αγοραία αξία της εταιρείας και η οποία είναι υψηλότερη από αυτήν της ΑΔΠ.

Σύμφωνα με τις τελευταίες μελέτες σχετικά με το ζήτημα της υποτιμολόγησης και ειδικότερα αυτήν των Μερικά, Γουνόπουλου και Νούνη (2009), η υποτιμολόγηση κυμαίνεται στα επίπεδα του 17,69% και είναι ευθέως ανάλογη με παραμέτρους όπως η παλαιότητα της ναυτιλιακής εταιρείας, η εμβέλεια του χρηματιστηρίου στο οποίο γίνεται η εισαγωγή και η κατάσταση της αγοράς (ανοδική ή καθοδική). Η υποτιμολόγηση είναι αντιστρόφως ανάλογη με την εμβέλεια του αναδόχου.

Όσο μεγαλύτερη είναι η παλαιότητα της ναυτιλιακής επιχείρησης, τόσο μεγαλύτερο το εύρος της υποτιμολόγησης που πιθανόν να αντιμετωπίσει. Η μακρόχρονη ιστορία της εταιρείας, είναι πάντοτε ένας καλός σημάδι για τους επενδυτές, καθώς μαρτυρά σταθερότητα και συνέπεια από πλευράς της εταιρείας.

Επίσης, όσο μεγαλύτερης εμβέλειας είναι το χρηματιστήριο τόσο μεγαλύτερο το εύρος της υποτιμολόγησης. Αυτό συμβαίνει, γιατί ο μεγάλος αριθμός επενδυτών που επενδύει στα μεγάλα χρηματιστήρια δημιουργεί ένα κλίμα προσδοκιών για υψηλά κέρδη, πράγμα που εκτινάσσει την τιμή της μετοχής την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης.

Επιπλέον, η περίοδος στην οποία πραγματοποιείται η εισαγωγή διαδραματίζει μεγάλο ρόλο όσον αφορά το underpricing. Σε ανοδικές περιόδους έχουμε μεγαλύτερο εύρος υποτιμολόγησης, από ότι σε περιόδους ύφεσης. Και αυτό βέβαια το γεγονός, έχει να κάνει καθαρά με την ψυχολογία των επενδυτών στις εν λόγω περιόδους.

Ακόμη, η επιλογή ενός αναδόχου μικρής εμβέλειας και όχι μεγάλης φήμης στην αγορά, είναι καταλυτικός παράγοντας για το φαινόμενο της υποτιμολόγησης. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η δουλειά του αναδόχου είναι να προσελκύσει επενδυτές, μέσω της φήμης και του δικτύου του, στοιχεία στα οποία προσβλέπει φυσικά η εταιρεία όταν απευθύνεται σε αυτόν. Πέρα όμως από αυτά τα στοιχεία, ο ανάδοχος θα πρέπει να διαθέτει άριστη γνώση των συνθηκών της αγοράς και να μπορεί να υπολογίσει με ακρίβεια την καθαρή αξία της μετοχής. Μια κακή επιλογή αναδόχου επιφέρει αρνητικά αποτελέσματα και οδηγεί σε μεγάλο εύρος υποτιμολόγησης.

Πάντως, το θέμα της επιλογής του αναδόχου χρήζει περαιτέρω συζήτησης, καθώς ένας «κακός» ανάδοχος που οδηγεί την ΑΔΠ σε underpricing δεν βγαίνει χαμένος. Όπως προαναφέρθηκε, ο ανάδοχος έχει το δικαίωμα του over allotment. Μπορεί δηλαδή, μέχρι και ένα μήνα μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσης των μετοχών να τις αγοράσει στην τιμή που προσφέρθηκαν στους επενδυτές κατά την φάση της ΑΔΠ. Έτσι, παρουσιάζεται στον ανάδοχο η ευκαιρία να κερδίσει διπλά: και από τη νόμιμη αμοιβή του (περίπου το 6%-7% επί του συνολικού ποσού που αντλήθηκε κατά την ΑΔΠ), αλλά και από την άσκηση του over allotment.

Τέλος, υπάρχουν μελέτες που αποδεικνύουν ότι οι εταιρείες που πριν την ΑΔΠ χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό μόχλευσης, αντιμετωπίζουν μεγάλο εύρος υποτιμολόγησης, ενώ οι εταιρείες με χαμηλό βαθμό μόχλευσης αντιμετωπίζουν μικρότερα επίπεδα υποτιμολόγησης. Επίσης, οι εταιρείες που διαθέτουν προς μετοχοποίηση μεγάλο μέρος των περιουσιακών τους στοιχείων αντιμετωπίζουν μεγαλύτερη υποτιμολόγηση από αυτές που διαθέτουν μικρότερο μέρος της περιουσίας τους προς μετοχοποίηση. Αυτό προφανώς συμβαίνει, γιατί οι επενδυτές θεωρούν θετικό σημάδι το γεγονός ότι ο πλοιοκτήτης δεν πουλάει την εταιρεία, αλλά κρατάει ένα μεγάλο μέρος της.

#### 6.2.2. ΥΠΟ-ΑΠΟΔΟΣΗ (Under-performance)

Είναι αποδεδειγμένο από τις στατιστικές αναλύσεις πολλών μελετών, πως οι μετοχές των εισηγμένων ναυτιλιακών εταιρειών χαρακτηρίζονται, μακροχρόνια, από υπό-απόδοση. Υπό-απόδοση χαρακτηρίζουμε το φαινόμενο κατά το οποίο η απόδοση των μετοχών μιας εταιρείας είναι μικρότερη από την απόδοση ενός δείκτη (π.χ. του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρεία ή του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου). Η

υπό-απόδοση, ξεκινά συνήθως μετά το πρώτο εξάμηνο διαπραγμάτευσης της μετοχής, και ασφαλώς αφορά επενδυτές οι οποίοι αγόρασαν μετοχές την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης και τις διατηρούν στην κατοχή τους για ένα χρονικό διάστημα από ένα έως τρία έτη.

Και στην περίπτωση του Performance, έχουμε τους γνωστούς παράγοντες που επιδρούν θετικά ή αρνητικά. Έτσι λοιπόν, η παλαιότητα της εταιρείας, η εμβέλεια του χρηματιστηρίου, αλλά και η κατάσταση της αγοράς κατά την περίοδο της ΑΔΠ των μετοχών, είναι και σε αυτήν την περίπτωση σημαντικές παράμετροι για την απόδοση της μετοχής.

Έχει αποδειχθεί, ότι η μακροχρόνια θετική παρουσία της εταιρείας πριν την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο, λειτουργεί ευεργετικά στην απόδοση της μετοχής της μακροπρόθεσμα. Το ίδιο συμβαίνει και με τις εταιρείες που εισέρχονται σε χρηματιστήρια μεγάλης εμβέλειας. Η μετοχή τους μακροπρόθεσμα έχει θετικότερη απόδοση από αυτήν των εταιρειών που εισέρχονται σε μικρότερης εμβέλειας χρηματιστήρια. Ακόμη, η κατάσταση της αγοράς κατά την περίοδο της ΑΔΠ, είναι και εδώ σημαντική. Οι μετοχές των εταιρειών που εισέρχονται στο χρηματιστήριο σε περίοδο ανοδικής αγοράς, έχουν μακροπρόθεσμα θετικότερη απόδοση από αυτές των εταιρειών που εισέρχονται σε περιόδους ύφεσης.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει ο παράγοντας της εμβέλειας του αναδόχου στην περίπτωση του Performance. Ενώ μια λογική ακολουθία θα ήταν ότι ο ανάδοχος με μεγάλη εμβέλεια και μερίδιο αγοράς, συμβάλει στην καλύτερη απόδοση της μετοχής μακροχρόνια, στην πραγματικότητα συμβαίνει το εξής παράδοξο: οι εταιρείες που επέλεξαν έναν ανάδοχο μεγάλης εμβέλειας για την ΑΔΠ των μετοχών τους, βλέπουν μακροχρόνια τις αποδόσεις αυτών να μην είναι τόσο θετικές, όσο οι αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών που επέλεξαν έναν ανάδοχο μικρότερης εμβέλειας.

Η άντληση κεφαλαίων από τα χρηματιστήρια, είναι, για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις, μια πολύ σύνθετη διαδικασία. Η πρόσβαση στα κεφάλαια αυτά είναι δύσκολη, αφού αποτελούν επιχειρήσεις υψηλού κινδύνου και δεν προσελκύουν το ζωνρό ενδιαφέρον των επενδυτών. Οι διακυμάνσεις και γενικότερα ο ευμετάβλητος και ευκαιριακός χαρακτήρας της ναυτιλίας, αποτελούν τροχοπέδη στην πρόθεση οποιουδήποτε θα επιθυμούσε να επενδύσει κεφάλαια σε αυτήν την βιομηχανία, από την στιγμή μάλιστα που ο υποψήφιος επενδυτής έχει την εναλλακτική εύρωστων επιχειρήσεων, πολύ μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης, και από άλλους-λιγότερο επισφαλείς- κλάδους της οικονομίας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### Η ΠΡΟΪΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ

#### ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ

##### 7.1. Περίοδος 1969 μέχρι το 2004

Υπάρχουν σήμερα 42 ποντοπόρες ναυτιλιακές εταιρείες εισηγμένες στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ και 181 σε όλον τον κόσμο. Από τις εταιρείες, η Alexander & Baldwin (ALEX), είναι η παλαιότερη από τις εισηγμένες, καθώς η ΑΔΠ της έγινε το 1969. Η δεύτερη σε παλαιότητα εισηγμένη ναυτιλιακή εταιρεία στις ΗΠΑ, είναι η Overseas Shipholding Group (OSG), η οποία εισήχθη το 1972. Τρίτη παλαιότερη ναυτιλιακή ΑΔΠ στις ΗΠΑ είναι η International Shipping Corporation (ISH), η οποία δραστηριοποιείται στην liner ναυτιλία διαχειριζόμενη έναν στόλο από Ro/Ro, Tankers και Container ships και εισήχθη το 1979.

Την επόμενη εισαγωγή ναυτιλιακής εταιρείας στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ, την συναντάμε το 1987 και είναι αυτή της Maritrans Inc. Tug.(TRMD). Ακολουθεί η Stolt-Nielsen(SNSA) το 1988 και κατόπιν η πρώτη ελληνική Ναυτιλιακή ΑΔΠ, η οποία αφορούσε την Excel Maritime(EXM), το 1989. Την ίδια εποχή(1989), εισήλθε και η MC Shipping(MCX), ενώ το 1992 εισήλθε στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ η Seacor Holdings(CHH). Ακριβή στοιχεία για τις ΑΔΠ των παραπάνω εταιρειών, είναι δύσκολο να βρεθούν καθώς τα ενημερωτικά τους δελτία (prospectus) είναι ακόμα σε έντυπη μορφή.

Τα πρώτα πλήρη στοιχεία, έρχονται το 1993, όταν η London & Overseas Freighters (LOF), άντλησε \$ 75 εκατ. Με την ΑΔΠ της, η LOF, συμφερόντων της οικογένειας Κουλουκουντή, απορροφήθηκε από την Frontline (FRO) το 1998 και μετονομάστηκε σε Frontline. Ακολούθησε η Pacific Basin, η οποία άντλησε \$ 55 εκατ. το 1994. Το 1995, η Nordic American Tankers(NAT), εισήχθη στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ και άντλησε κεφάλαια ύψους \$ 96 εκατ. Την ίδια χρονιά, η Teekay (TK) άντλησε \$ 59 εκατ. Η Teekay, είναι σήμερα η μεγαλύτερη εισηγμένη εταιρεία διαχείρισης δεξαμενόπλοιων, καθώς ο στόλος της αριθμεί πάνω από 145 Tankers. Το 1997, η Knightsbridge Tankers (VLCCF), άντλησε συνολικά \$ 342 εκατ., ενώ το 2001, η ελληνική General Maritime (GMR) άντλησε \$ 144 εκατ. Η GMR διαχειρίζεται σήμερα έναν στόλο δεξαμενοπλοίων.

Το 2001 επίσης, η Stelmar (SJH) του Στέλιου Χατζή-Ιωάννου, άντλησε \$ 97 εκατ. Η Stelmar, εξαγοράστηκε το 2004 από την Frontline. Ακόμη, η ελληνική εταιρεία Tsakos Shipping (TNP) και η CP Ships, εισήχθησαν στα χρηματιστήρια των



ΗΠΑ και άντλησαν \$ 110 εκατ. και \$ 98 εκατ. αντίστοιχα. Το 2003 δεν υπήρξαν ναυτιλιακές ΑΔΠ στις ΗΠΑ, αλλά το 2004 ήταν το πλέον δραστήριο, από πλευράς ναυτιλιακών ΑΔΠ, μέχρι τότε. Η K-Sea Transportation LP (KSEA), η ελληνική TOP Tankers Inc (TOPT), η US Shipping Partners (USS) και η Arlington Tankers(ATB), άντλησαν εκείνη τη χρονιά \$ 85 εκατ., \$ 147 εκατ., \$ 134 εκατ. και \$ 229 εκατ. αντίστοιχα.

Η τελευταία ναυτιλιακή ΑΔΠ για το 2004, αφορούσε την International shipping enterprise (ISE). Μια εταιρεία τύπου “Blank Check”, συμφερόντων Αγγελικής Φράγκου, η οποία άντλησε \$ 147 εκατ.

## 7.2. 2005: ΤΟ ΕΤΟΣ ΤΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΑΔΠ

Το έτος 2005, θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως έτος των ναυτιλιακών ΑΔΠ, καθώς στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ εισήχθησαν 13 ναυτιλιακές εταιρείες. Οι 13 αυτές εταιρείες, άντλησαν συνολικά \$ 2,9 δις από τις χρηματαγορές των ΗΠΑ. Ένα ποσό χωρίς προηγούμενο, ακόμη και για τα σημερινά δεδομένα. Η αιτία για αυτήν την αθρόα εισαγωγή των ναυτιλιακών εταιρειών στα χρηματιστήρια, ήταν το, θετικό για τη ναυτιλία, κλίμα της εποχής και τα υψηλά επίπεδα των ναύλων, τα οποία εξασφάλιζαν μεγάλα κέρδη για τους πλοιοκτήτες.

Πριν από έξι περίπου χρόνια, δηλαδή από το 2002 η Κίνα ξεκίνησε την ανάπτυξη της οικονομίας της, κατασκευάζοντας υποδομές, για τις οποίες είχε ανάγκη από την εισαγωγή τεραστίων ποσοτήτων από πρώτες ύλες και καύσιμα. Από το 2002 μέχρι το 2007, η Κίνα αύξησε την παραγωγή χάλυβα από 144 χιλιάδες τόνους σε 468 χιλιάδες τόνους. Όση δηλαδή ήταν συνολικά η παραγωγή χάλυβα της Ευρώπης, της Ιαπωνίας και της Νότιας Κορέας μαζί. Σε συνδυασμό με την εισαγωγή μεγάλων ποσοτήτων καυσίμων, αλλά και την εξαγωγή δευτερευόντων χύδην ξηρών φορτίων, η Κίνα δημιούργησε μια έλλειψη προσφερόμενης χωρητικότητας στα μέσα του 2003, η οποία βεβαίως είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των ναύλων και τις τοποθετήσεις νέων παραγγελιών στα ναυπηγεία. Ξεκίνησε λοιπόν, για την παγκόσμια ναυτιλία, μια περίοδος, η οποία θα επιφύλασσε για τους πλοιοκτήτες τεράστια και άνευ προηγουμένου κέρδη.

Ορισμένοι πλοιοκτήτες, εκμεταλλεύθηκαν την μεγάλη ρευστότητα που είχαν αποκτήσει από τα υψηλά τους κέρδη, αλλά και το ευνοϊκό κλίμα που επικρατούσε στις κεφαλαιαγορές για επενδύσεις στη ναυτιλία και άντλησαν σημαντικά κεφάλαια για να αναπτύξουν περαιτέρω τους στόλους τους. Έτσι, ναυτιλιακές εταιρείες από

όλους τους κλάδους της ναυτιλίας έσπευσαν να πραγματοποιήσουν ΑΔΠ. Εταιρείες διαχείρισης πλοίων χύδην ξηρού φορτίου, δεξαμενόπλοιων, πλοίων Containers, πλοίων μεταφοράς υγροποιημένων φυσικών και πετρελαϊκών αερίων, εισήλθαν στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ το 2005, εκτινάσσοντας την κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων ναυτιλιακών εταιρειών στα \$ 20 δις., σε σχέση με τα \$ 3,4 δις., που ήταν το 2000.

Η πρώτη ναυτιλιακή ΑΔΠ εκείνης της χρονιάς, αφορούσε την ελληνικών συμφερόντων Dry ships. Η εταιρεία, τον Φεβρουάριο του 2005, άντλησε \$ 269,1 εκατ., διαθέτοντας περίπου το 50% του ενεργητικού της στο επενδυτικό κοινό. Η DRYS, διαχειρίζονταν την εποχή εκείνη 6 πλοία bulk carriers και ήταν στο στάδιο της απόκτησης άλλων 11. Η ΑΔΠ είχε μεγάλη επιτυχία, καθώς υπερκαλύφθηκε από τους επενδυτές και μάλιστα πολύ κοντά στα \$ 18 ανά μετοχή, τα οποία αποτελούσαν το ανώτατο όριο κατά την φάση των διαπραγματεύσεων. Αμέσως μετά την άντληση των κεφαλαίων, η εταιρεία προχώρησε στην απόκτηση 10 ακόμη bulk carriers, φτάνοντας τα 27 πλοία, λίγους μήνες, μετά την ΑΔΠ της.

Η επίσης ελληνικών συμφερόντων Diana Shipping(DSX), ακολούθησε τον Μάρτη του 2005. Η (DSX) είχε ως στρατηγικό της πλεονέκτημα της μακροχρόνιες χρονοναυλώσεις των πλοίων της και τα υψηλά μερίσματα στους μετόχους της. Η εταιρεία άντλησε \$ 242 εκατ., διαθέτοντας το 36 % του ενεργητικού της στο επενδυτικό κοινό. Η ΑΔΠ υπερκαλύφθηκε στα \$ 17 ανά μετοχή, που ήταν και η υψηλότερη τιμή κατά την φάση των διαπραγματεύσεων. Ο στόλος της την εποχή εκείνη αριθμούσε 10 bulk carriers με μέσο όρο ηλικίας τα 3,5 έτη.

Τον Μάιο του 2005, ακολούθησε η Teekay LNG Partners LP, θυγατρική της Teekay(TK). Η εταιρεία άντλησε \$ 152 εκατ., με τιμή μετοχής \$ 22.

Η ελληνικών συμφερόντων Aries Maritime (RAMS), εισήλθε τον Ιούνιο του 2005. Η RAMS άντλησε \$ 170 εκατ. , διαθέτοντας περίπου το 48% του ενεργητικού της στο επενδυτικό κοινό, με τιμή μετοχής \$ 12,5. Η τιμή αυτή, είναι πολύ χαμηλότερη από τα \$ 14-\$ 16 ανά μετοχή, τα οποία ζητούσε κατά την φάση των διαπραγματεύσεων. Αυτό συνέβη γιατί η συγκεκριμένη ΑΔΠ έγινε την εποχή που η τιμές των ναύλων είχαν υποχωρήσει στο χαμηλότερο σημείο τους από το 2003. Η RAMS, την εποχή εκείνη διαχειρίζονταν έναν μεικτό στόλο από Tankers και Containers τα οποία ήταν 16 μονάδες, με μέσο όρο ηλικίας τα 11 έτη.

Η επόμενη εταιρεία, είναι και πάλι ελληνική. Η Eagle bulk (EGLE), μια εταιρεία διαχείρισης πλοίων bulk carriers. Η εταιρεία άντλησε \$ 202 εκατ.,

διαθέτοντας περίπου το 55% του ενεργητικού της στο επενδυτικό κοινό, στην τιμή των \$ 14 ανά μετοχή. Η τιμή αυτή ήταν χαμηλότερη από τα \$ 16-\$ 18 ανά μετοχή που ζητούσε κατά την διαδικασία των διαπραγματεύσεων, η αιτία για αυτήν την έκπτωση όμως, είναι, όπως και στην περίπτωση της RAMS, τα χαμηλά επίπεδα των ναύλων την εποχή εκείνη. Η εταιρεία εκείνη την περίοδο διαχειριζόταν έναν στόλο από 11 bulk carriers, με μέσο όρο ηλικίας τα 6 χρόνια, τα οποία ήταν χρονοναυλωμένα.

Η TBS International Ltd, ήταν η επόμενη ναυτιλιακή ΑΔΠ, στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ. Η εταιρεία διαχειριζόταν ένα στόλο από μεγάλης ηλικίας πλοία bulk carriers και τον Ιούνιο του 2005, άντλησε \$ 82 εκατ., διαθέτοντας περίπου το 57% του ενεργητικού της στο επενδυτικό κοινό, στην τιμή των \$ 10 ανά μετοχή.

Η επόμενη ναυτιλιακή ΑΔΠ, αφορά και πάλι εταιρεία ελληνικών συμφερόντων. Η Quintana Maritime (QMAR), τον Ιούλιο του 2005, άντλησε \$ 220 εκατ., διαθέτοντας περίπου το 73% του ενεργητικού της στο επενδυτικό κοινό, στην τιμή των \$ 11,5 ανά μετοχή. Η τιμή αυτή ήταν αρκετά χαμηλότερη από τα \$14-\$16 που ζητούσε ανά μετοχή κατά την φάση των διαπραγματεύσεων. Η εταιρεία την εποχή εκείνη, διαχειριζόταν ένα στόλο από 8 bulk carriers με μέσο όρο ηλικίας τα 8 έτη, τα οποία ήταν χρονοναυλωμένα.

Μια εβδομάδα μετά από την QMAR, σειρά είχε η επίσης ελληνικών συμφερόντων Genco Shipping and Trading (GNK). Η εταιρεία άντλησε \$ 247 εκατ., διαθέτοντας περίπου το 77% του ενεργητικού της στο επενδυτικό κοινό στην τιμή των \$ 21 ανά μετοχή. Η τιμή αυτή, ήταν χαμηλότερη από τα \$ 24-\$ 27 ανά μετοχή τα οποία προσδοκούσε η εταιρεία κατά την φάση των διαπραγματεύσεων. Την εποχή εκείνη, η εταιρεία διαχειριζόταν ένα στόλο από 13 bulk carriers, με μέσο όρο ηλικίας τα 8 έτη.

Τον Αύγουστο του 2005, η ΑΔΠ της εταιρείας Sea Span Corp., έσπασε κάθε προηγούμενο ρεκόρ άντλησης κεφαλαίων, καθώς κατάφερε να λάβει \$ 600 εκατ., διαθέτοντας 28.570.000 μετοχές της προς \$ 21 έκαστη. Η εταιρεία εκείνη την εποχή, διέθετε ένα στόλο από 11 Containers με μέσο όρο ηλικίας τα 3 έτη και θα χρησιμοποιούσε τα κεφάλαια της ΑΔΠ, για να αποκτήσει 13 Containers ακόμη.

Η επόμενη ναυτιλιακή ΑΔΠ αφορά την Horizon. Η εταιρεία, τον Σεπτέμβριο του 2005, άντλησε \$ 143 εκατ., διαθέτοντας τις μετοχές της στο επενδυτικό κοινό, προς \$ 10 έκαστη, με τιμή διαπραγμάτευσης \$ 15-\$ 17. Η εταιρεία την εποχή εκείνη, διαχειριζόταν ένα στόλο πλοίων Containers.

Τον Οκτώβρη του 2005, πραγματοποιήθηκε η ΑΔΠ, μιας ακόμη ελληνικής εταιρείας, της Stealth Gas Inc. (GASS). Η εταιρεία, κατάφερε να αντλήσει \$ 116 εκατ., διαθέτοντας τις μετοχές της προς \$ 14,5 έκαστη. Την εποχή εκείνη, η GASS διέθετε ένα στόλο 9 πλοίων μεταφοράς υγροποιημένων φυσικών και πετρελαϊκών αερίων και τα κεφάλαια της ΑΔΠ θα τα χρησιμοποιούσε για την αγορά 19 ακόμη LPG/LNG Carriers.

Η Double Hull Tankers ήταν η επόμενη ναυτιλιακή ΑΔΠ. Η εταιρεία ήταν θυγατρική της OSG και διαχειρίζονταν ένα στόλο από Tankers, τα οποία ήταν χρονοναυλωμένα. Κατάφερε να αντλήσει \$ 192 εκατ.

Η τελευταία ναυτιλιακή ΑΔΠ για το 2005, αφορά για μια ακόμη φορά εταιρεία ελληνικών συμφερόντων. Η Star Maritime, μια εταιρία Blank Check, κατάφερε τον Δεκέμβριο του 2005 να αντλήσει κεφάλαια ύψους \$ 189 εκατ.

Το έτος 2005 όμως, δεν ήταν ευεργετικό για όλους όσους προσπάθησαν να πραγματοποιήσουν μια ναυτιλιακή ΑΔΠ στα αμερικανικά χρηματιστήρια. Η εταιρεία ελληνικών συμφερόντων Capital Maritime, για παράδειγμα, προσπάθησε το 2005 να διαθέσει 16.700.000 στην τιμή των \$ 14-\$ 16 ανά μετοχή. Την εποχή που πραγματοποιούσε το Roadshow, οι εταιρείες Eagle και TBS πραγματοποιούσαν δύο ΑΔΠ, με αρκετά μεγάλη έκπτωση σε σχέση με το δικό τους Roadshow. Η Capital Maritime, διέθετε ένα στόλο από 26 πλοία, με ηλικία από 11 έως και 18 χρόνια, τα οποία σε μεγάλο ποσοστό απασχολούνταν στην spot αγορά. Μέσα σε αυτό το κλίμα λοιπόν, η ΑΔΠ της εταιρείας απέτυχε.

Όπως απέτυχε και η προσπάθεια της Golden Energy Maritime, η οποία προσπάθησε να πραγματοποιήσει την ΑΔΠ τον Οκτώβρη του 2005. Η αγορά, είχε ήδη απορροφήσει αρκετές ναυτιλιακές ΑΔΠ και είχαν αρχίσει να διαφαίνονται κάποια σημάδια κόπωσης και αποστασιοποίησης των επενδυτών από τις ναυτιλιακές εταιρείες. Επίσης, ένα ακόμη αρνητικό στοιχείο της εν λόγω ΑΔΠ, ήταν ο μεικτός στόλος της εταιρείας, που αποτελείτο από 12 Tankers και 9 bulk carriers, ο οποίος έδινε μια εικόνα ασαφούς προσανατολισμού.

Το ίδιο έτος βεβαίως έχουμε και την εξαγορά της Navios Holdings από την Blank Check εταιρεία International Shipping Enterprises (και οι δύο εταιρείες ελληνικών συμφερόντων), με το καινούργιο σχήμα να παίρνει την ονομασία της Navios Holdings (NM). Με την ίδια πρακτική, της εξαγοράς δηλαδή της εταιρείας που θέλει να εισαχθεί στο χρηματιστήριο, από μια εταιρεία «όχημα», η οποία είναι ήδη εισηγμένη, έκανε την εισοδό της στο Nasdaq, η ελληνικών συμφερόντων

Freeseas Inc. (FREE). Επίσης, έχουμε την εισαγωγή της ελληνικής Global Oceanic Carriers (GOC), στην παράλληλη αγορά (AIM) του χρηματιστηρίου του Λονδίνου.

Όπως διαπιστώνει κανείς από την παραπάνω ανάλυση, οι ελληνικές εταιρείες έκλεψαν την παράσταση και έδωσαν τον ρυθμό σε αυτήν την αθρόα εισαγωγή των ναυτιλιακών εταιρειών στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ, κατά το έτος 2005, δράττοντας την μεγάλη ευκαιρία που δημιουργούνταν από το πολύ καλό κλίμα του επενδυτικού περιβάλλοντος, εξ' αιτίας των υψηλών αποδόσεων της ναυτιλιακής βιομηχανίας. Έτσι, από τις συνολικά 13 ναυτιλιακές ΑΔΠ, οι 8 αφορούσαν ελληνικές εταιρείες.

Στη συνέχεια, θα ασχοληθούμε αποκλειστικά με τις ελληνικές ναυτιλιακές ΑΔΠ, στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ, σε μια προσπάθεια να μελετήσουμε εκτενέστερα τα στοιχεία εκείνα, που χαρακτηρίζουν την διεθνοποιημένη αντίληψη που απαιτείται από το management μιας ελληνικής ναυτιλιακής εταιρείας, προκειμένου να αντεπεξέλθει στο ολοένα και πιο ανταγωνιστικό τοπίο της ναυτιλιακής αγοράς.

### 7.3. Το έτος 2006

Και το 2006, ήταν μια καλή χρονιά για τις ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες, καθώς 4 από αυτές εισήλθαν στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ. Αυτές είναι :

Aegean Marine Petrol NTWK(ANW). Η συγκεκριμένη εταιρεία, διαπραγματεύεται ως εμπορική εταιρεία πετρελαιοειδών ναυτιλίας και όχι ως αμιγώς ναυτιλιακή. Κατά την ΑΔΠ, διέθεσε 12.500.000 μετοχές, προς \$ 14 έκαστη, αντλώντας \$ 175 εκατ.

Danaos Corp. (DAC). Η εταιρεία, δραστηριοποιείται στην liner ναυτιλία διαθέτοντας έναν από τους μεγαλύτερους στόλους πλοίων Containers. Κατά την ΑΔΠ, διέθεσε 10.250.000 μετοχές, προς \$ 21 έκαστη, αντλώντας \$ 215 εκατ.

Euroseas Ltd. (ESEAF). Εταιρεία διαχείρισης πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου και πλοίων Containers. Εισήχθη στο Nasdaq, με την πρακτική της εξαγοράς και ταυτόχρονης συγχώνευσης της από μια εταιρεία «όχημα», την Cove Apparel. Κατά την ΑΔΠ, διέθεσε 9.602.340 μετοχές, προς \$ 7,0 έκαστη, αντλώντας \$ 67 εκατ.

Omega Navigation (ONAV). Εταιρεία διαχείρισης δεξαμενόπλοιων. Το 2006, εισήχθη ταυτόχρονα στο Nasdaq και στο χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης. Κατά την ΑΔΠ, στις ΗΠΑ, άντλησε \$ 204 εκατ.

Την ίδια εποχή έχουμε την είσοδο της Energy Infrastructure Acquisition Corp. (EIIU), ως Blank Check, στο AMEX. Την ίδια περίοδο επίσης, έχουμε την είσοδο της

Goldenport Holdings (GPRT), στο χρηματιστήριο του Λονδίνου και της Ocean Tankers (OCT), στο χρηματιστήριο της Κύπρου (CSE).

#### 7.4. Το έτος 2007

Και το έτος 2007, έχουμε χρηματιστηριακή δραστηριότητα για τις ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες, από τις οποίες 4 εισήλθαν στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ. Οι εταιρείες αυτές, είναι:

Capital Product Partners L.P. (CPLP). Εταιρεία διαχείρισης δεξαμενόπλοιων. Μετά την αποτυχημένη προσπάθεια του ίδιου πλοιοκτήτη το 2005, αυτή τη φορά επιτυγχάνει την εισαγωγή του στο Nasdaq, αντλώντας κατά την ΑΔΠ κεφάλαια ύψους \$ 253 εκατ.

Navios Maritime Partners L.P. (NMM). Εταιρεία Blank Check. Θυγατρική της Navios Holdings (NM), άντλησε κατά την ΑΔΠ, κεφάλαια ύψους \$ 220 εκατ. τα οποία θα χρησιμοποιηθούν από την μητρική εταιρεία για αγορά νέων πλοίων.

OceanFreight (OCNF). Εταιρεία διαχείρισης πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου. Θυγατρική της Dry ships (DRYS). Κατά την ΑΔΠ, άντλησε κεφάλαια ύψους \$ 200 εκατ.

Paragon Shipping Inc. (PRGN). Εταιρεία διαχείρισης πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου. Κατά την ΑΔΠ, άντλησε κεφάλαια ύψους \$ 164,8 εκατ.

Την ίδια εποχή, στην παράλληλη αγορά του χρηματιστηρίου του Λονδίνου (AIM), εισέρχεται η Globus Maritime (GLBS), και η Hellenic Carriers (HCL). Ενώ στο AMEX, εισέρχονται οι Blanc Check εταιρείες Oceanaut (OKN.U), θυγατρική της Excel Maritime (EXM) και Seanergy Maritime Corp. (SRG).

#### 7.5. Το έτος 2008.

Το έτος 2008 και ενώ οι οικονομική κρίση ήταν προ των πυλών, η Safe Balmers (SB), εταιρεία διαχείρισης πλοίων ξηρού φορτίου, κατάφερε να αντλήσει το ποσό των \$ 190 εκατ., κατά την ΑΔΠ της τον Μάη, διαθέτοντας 10.000.000 μετοχές προς \$19 έκαστη.

Επίσης, μία ακόμη εταιρεία Blanc Check, η Navios Maritime Acquisition Corp. (NNA.U), θυγατρική της Navios Holdings (NM), εισήχθη με ΑΔΠ στο NYSE, αντλώντας \$ 220 εκατ.

**GREEK SHIPPING COMPANIES LISTED IN INTERNATIONAL STOCK EXCHANGES**

<b>COMPANY</b>	<b>STOCK EXCHANGE</b>	<b>SYMBOL</b>	<b>IPO or LISTING YEAR</b>	<b>TYPE OF VESSELS</b>
EXCEL MARITIME	NYSE	EXM	1989	DRY
GENERAL MARITIME	NYSE	GMR	2001	TANKERS
TSAKOS ENERGY NAVIGATION	NYSE	TNP	2002	TANKERS
INTERNATIONAL SHIPPING ENTERPRISES*	NYSE	ISE	2004	DRY
TOP SHIPS INC.	NASDAQ	TOPS	2004	DRY/TANKERS
ARIES MARITIME	NASDAQ	RAMS	2005	DRY/CONT/TANK
DIANA SHIPPING	NYSE	DSX	2005	DRY
DRY SHIPS	NASDAQ	DRYS	2005	DRY
EAGLE BULK SHIPPING	NASDAQ	EGLE	2005	DRY
FREESEAS INC.*	NASDAQ	FREE	2005	DRY
GENCO SHIPPING & TRADING	NASDAQ	GNK	2005	DRY
GLOBAL OCEANIC CARRIERS LD Ord	AIM	GOC	2005	DRY
NAVIOS HOLDINGS*	NYSE	NM	2005	DRY
QUINTANA MARITIME	NASDAQ	QMAR	2005	DRY
STAR MARITIME ACQUISITION CORP.*	AMEX	SEAU	2005	DRY
STEALTHGAS INC.	NASDAQ	GASS	2005	LPG TANKERS
AEGEAN MARINE PETROL NTWK	NYSE	ANW	2006	BUNKERS
DANAOS CORPORATION	NYSE	DAC	2006	CONTAINERS
ENERGY INFRASTRUCTURE ACQUISITION CORP.*	AMEX	EIIU	2006	TANKERS
EUROSEAS LTD*	OTC BB	ESEAF	2006	DRY/CONT
GOLDENPORT HOLDINGS	LSE	GPRT	2006	DRY/CONT
OCEAN TANKERS	CSE	OCT	2006	TANKERS
OMEGA NAVIGATION	NASDAQ	ONAV	2006	TANKERS
CAPITAL PRODUCT PARTNERS L.P.	NASDAQ	CPLP	2007	TANKERS
GLOBUS MARITIME LIMITED	AIM	GLBS	2007	DRY
HELLENIC CARRIERS LIMITED	AIM	HCL	2007	DRY
NAVIOS MARITIME PARTNERS L.P.*	NYSE	NMM	2007	DRY
OCEANAUT INC.*	AMEX	OKN.U	2007	DRY(?)
OCEANFREIGHT	NASDAQ	OCNF	2007	DRY/TANKERS
PARAGON SHIPPING INC.	NASDAQ	PRGN	2007	DRY
SEANERGY MARITIME CORP.*	AMEX	SRG	2007	DRY
NAVIOS MARITIME ACQUISITION CORP.*	NYSE	NNA.U	2008	DRY
SAFE BULKERS	NYSE	SB	2008	DRY

\*Blank Check εταιρείες

Πηγή : Διάφορα τεύχη εφημερίδων

Συνολικά, 33 ναυτιλιακές εταιρείες ελληνικών συμφερόντων, εισήλθαν στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης και του Λονδίνου. Μάλιστα, οι 30 από αυτές εισήλθαν από το 2004 μέχρι το 2008. Γεγονός, που δίνει ένα μέτρο της προσαρμοστικότητας της ελληνικής ναυτιλίας στις ολοένα μεταβαλλόμενες συνθήκες

της ναυτιλιακής αγοράς. Οι έλληνες εφοπλιστές, εκμεταλλεύτηκαν στο έπακρο τις ευνοϊκές συνθήκες που επικρατούσαν στις χρηματαγορές και κατάφεραν, παρά το γεγονός ότι η ναυτιλία δεν ελκύει ιδιαίτερα τους επενδυτές, να αντλήσουν σημαντικά κεφάλαια για την ανάπτυξη των στόλων τους.

Σίγουρα, οι εν λόγω ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες, δεν είναι οι πλέον παραδοσιακές τις ελληνικής ναυτιλίας, ούτε και οι μεγαλύτερες . Υπάρχουν ελληνικές εταιρείες με μεγάλο βάθος στην ελληνική ναυτιλιακή ιστορία και με πολύ μεγαλύτερη φερεγγυότητα και φήμη, οι οποίες δεν επέλεξαν αυτόν τον δρόμο για την χρηματοδότησή τους, βασιζόμενες στην πολύ καλή σχέση τους με τις τράπεζες. Το διακύβευμα όμως, για μια ναυτιλιακή επιχείρηση σε περιόδους κρίσης, είναι η αντιμετώπιση της πίεσης που δέχεται στο cash flow, εξ αιτίας της μείωσης των εσόδων της και της πτώσης της αξίας των πλοίων της. Για μια εταιρεία με χαμηλό δείκτη μόχλευσης, η επιβίωση σε αυτές τις συνθήκες είναι σίγουρα πιο εύκολη υπόθεση, σε σχέση με μια εταιρεία, που η ύφεση την πλήττει σε μια περίοδο που έχει να αποπληρώσει μεγάλα ποσά από τραπεζικά δάνεια.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

### ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Θα προβούμε σε μια αναλυτικότερη προσέγγιση των ελληνικών ναυτιλιακών εταιρειών, οι οποίες έχουν εισαχθεί στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ. Η ανάλυσή μας θα εστιασθεί στις ποντοπόρες ναυτιλιακές που εισήχθησαν στον NASDAQ και στο NYSE, κατά τα έτη 2004-2008.

Αυτός ο χρονικός και τοπικός περιορισμός, είναι απαραίτητος, προκειμένου να υπάρχει μια κοινή βάση αναφοράς για τις υπό μελέτη εταιρείες. Η ανοδική πορεία της αγοράς κατά τη διάρκεια εκείνης της περιόδου, αλλά και ο κοινός τόπος των κεφαλαιαγορών, αποτελεί ένα ομοιόμορφο περιβάλλον παρατήρησης για τις εταιρίες αυτές, αλλά και γνώμονα για την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων.

Εξάλλου, ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να διερευνήσει το κατά πόσο αποτελεί πρόκληση για το management μιας (ελληνικής) ναυτιλιακής εταιρείας, η χρηματοδότηση της ανάπτυξής της μέσω της εισαγωγής της στο χρηματιστήριο. Έτσι, μια καταγραφή και στατιστική ανάλυση όλων των ελληνικών ναυτιλιακών ΑΔΠ, σε όλες τις εποχές και σε όλα τα χρηματιστήρια του κόσμου (π.χ. Λονδίνο, Όσλο, Σιγκαπούρη κ.α.), θα ξέφευγε σίγουρα από το σκοπό της παρούσας εργασίας, ο οποίος είναι να βγάλουμε κάποια συμπεράσματα για την αλλαγή στη δομή και τη νοοτροπία των ελληνικών ναυτιλιακών εταιρειών και την προσαρμογή τους στις νέες συνθήκες, τις προοπτικές, αλλά και τις προκλήσεις της αγοράς.

Δεν θα εξετασθούν επίσης, ούτε και οι εταιρείες Blank Check, καθώς δεν αποτελούν ποντοπόρες ναυτιλιακές εταιρείες, αλλά εταιρείες ειδικού σκοπού, δηλαδή «οχήματα» για την εισαγωγή κάποιας εταιρείας στο χρηματιστήριο, με την πρακτική της εξαγοράς και συγχώνευσής τους. Επομένως, η μελέτη τους δεν εμπίπτει στο σκοπό της παρούσας εργασίας.

Με αυτά τα δεδομένα λοιπόν, οι υπό εξέταση εταιρείες είναι 14:

- 1-TOP SHIPS (NASDAQ: TOPS)
- 2-ARIES MARITIME (NASDAQ: RAMS)
- 3-DIANA SHIPPING (NYSE: DSX)
- 4-DRY SHIPS (NASDAQ: DRYS)
- 5-EAGLE BULK SHIPPING (NASDAQ: EGLE)
- 6-GENCO SHIPPING & TRADING (NASDAQ: GNK)
- 7-QUINTANA MARITIME (NASDAQ: QMAR)

- 8-STEALTHGAS INC. (NASDAQ: GASS)
- 9-DANAOS CORP. (NYSE: DAC)
- 10-OMEGA NAVIGATION (NASDAQ: ONAV)
- 11-CAPITAL PRODUCT PARTNERS L.P. (NASDAQ: CPLP)
- 12-OCEANFREIGHT (NASDAQ: OCNF)
- 13-PARAGON SHIPPING INC. (NASDAQ: PRGN)
- 14-SAFE BULKERS (NYSE: SB)

#### 8.1.TOP SHIPS INC. (TOPS)

Πρίν την ΑΔΠ.

Εταιρεία διαχείρισης δεξαμενόπλοιων (αρχικά), που είχε συσταθεί σύμφωνα με τη νομοθεσία των νήσων Marshall, συμφερόντων Ευαγγέλου Πιστιόλη. Ο στόλος που διέθετε η εταιρεία πριν εισέλθει στο Nasdaq, αποτελούταν από 7 δεξαμενόπλοια: 3 handysize, 2 handymax και 3 suezmax. Το όνομα της εταιρείας τότε ήταν Top Tankers. Σύμφωνα με το prospectus, τα κεφάλαια τα οποία θα αντλούσε από τη ΑΔΠ, θα τα διέθετε για την αγορά δέκα ακόμη δεξαμενόπλοιων αξίας \$ 251,2 εκατ., καλύπτοντας το υπόλοιπο του κεφαλαίου που απαιτούνταν για την αγορά τους με τραπεζικό δανεισμό.

Στο επενδυτικό κοινό, διέθεσε 13.330.000, οι οποίες αποτελούσαν περίπου το 73% του ενεργητικού της εταιρείας, στην τιμή των \$ 11 έκαστη, αντλώντας έτσι, τον Ιούλιο του 2004, το κεφάλαιο των \$ 146,6 εκατ.

	Σύνολο	Μετοχές που	Διατεθέν ποσοστό	Τιμή	Κεφάλαιο
Εταιρεία	μετοχών	Διετεθήσαν	ενεργητικού	μετοχής	που αντλήθηκε
TOPS	18.278.570	13.330.000	73%	\$11.00	\$146.630.000

Μετά την ΑΔΠ.

Η εταιρεία διαφοροποίησε τα πλάνα της και αναδιάρθρωσε τον στόλο της, δραστηριοποιούμενη πλέον δυναμικά και στον κλάδο μεταφοράς χύδην ξηρού φορτίου, διαθέτοντας σήμερα 8 handymax tankers και 5 panamax bulk carriers.

## TOPS Fleet Tankers

Name	DWT	Year Built	Flag
<a href="#">Miss Marilena</a>	50,096	2009	Marshall Islands
<a href="#">Lichtenstein</a>	50,070	2009	Panama
<a href="#">Ionian Wave</a>	50,104	2009	Madeira
<a href="#">Tyrrehanian Wave</a>	50,138	2009	Madeira
<a href="#">Britto</a>	50,078	2009	Panama
<a href="#">Hongbo</a>	49,950	2009	Panama
<a href="#">Ioannis P</a>	46,346	2003	Marshall Isls
<a href="#">Dauntless</a>	46,168	1999	Marshall Isls

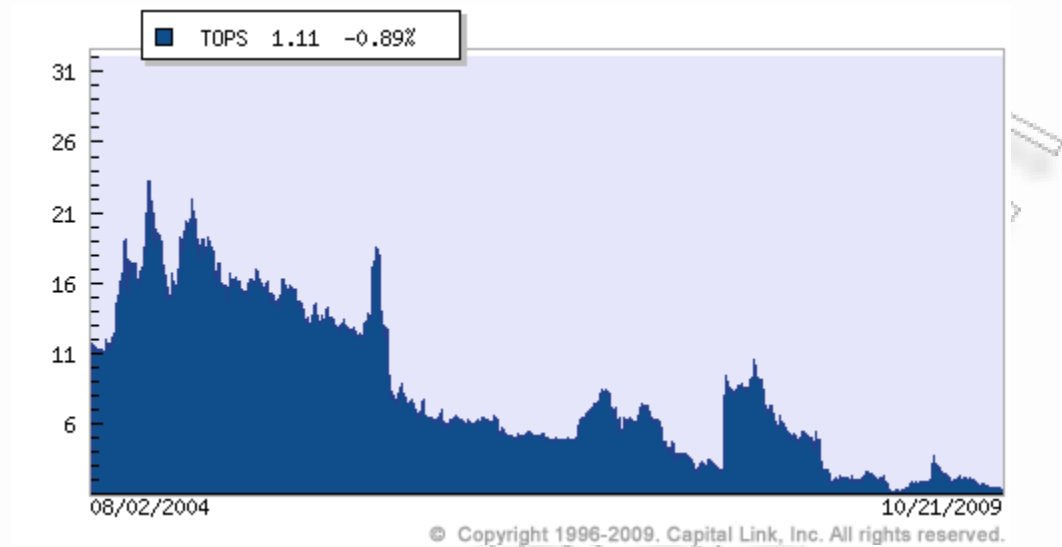
## Dry Bulk Carriers

Name	DWT	Year Built	Flag
<a href="#">Papillon</a>	51215	2002	Antigua and Barbuda
<a href="#">Pepito</a>	75928	2001	Liberian
<a href="#">Astrale</a>	75933	2000	Liberian
<a href="#">Cyclades</a>	75681	2000	Liberian
<a href="#">Amalfi</a>	45526	2000	Marshall Isls

Η εταιρεία προέβη σε δευτερεύουσα προσφορά μετοχών, διαθέτοντας το Νοέμβριο του ίδιου έτους, 9.552.420 μετοχές προς 15,50 έκαστη, αντλώντας το κεφάλαιο των \$ 148,1 εκατ.

Μετά την απόκτηση των bulk carriers και την δραστηριοποίηση της εταιρείας στην αγορά ξηρού φορτίου, η εταιρεία μετονομάστηκε τον Ιούλιο του 2006 σε TOP SHIPS (TOPS), από TOP TANKERS (TOPT) που ήταν η προηγούμενη επωνυμία της, και διαπραγματεύεται έκτοτε στην Global Select Market του Nasdaq. Η στρατηγική της εταιρείας, αναφορικά με την εκμετάλλευση των πλοίων της, είναι βεβαίως η σταθεροποίηση των εσόδων της μέσω μακροχρόνιων χρονοναυλώσεων.

Η πορεία της μετοχής.



Η μετοχή της TOPS, έκλεισε την πρώτη μέρα της διαπραγμάτευσής της στα \$ 10,60, επομένως, είχαμε Overpricing της μετοχής κατά την φάση της ΑΔΠ. Το επόμενο διάστημα, η τιμή της μετοχής ανήρχετο σταθερά και έφτασε την 22-11-2004, στην υψηλότερη τιμή της, που ήταν τα \$ 22,95. Κατόπιν, η τιμή της μετοχής είχε καθοδική πορεία, φτάνοντας στις 02-03-2009 στη χαμηλότερη μέχρι σήμερα τιμή της, τα \$ 0,77. Σήμερα (Οκτώβρης 2009), η μετοχή κινείται στα επίπεδα του \$ 1,50.

## 8.2.ARIES MARITIME(RAMS)

Πριν την ΑΔΠ.

Εταιρεία διαχείρισης δεξαμενόπλοιων και πλοίων μεταφοράς containers, που είχε συσταθεί σύμφωνα με τη νομοθεσία των νήσων Bermuda, συμφερόντων Γαβριήλ Πετρίδη και Mons Bolin. Ο στόλος που διέθετε η εταιρεία πριν εισέλθει στο Nasdaq, αποτελούνταν από 7 δεξαμενόπλοια και 3 πλοία μεταφοράς containers. Σύμφωνα με το prospectus, τα κεφάλαια τα οποία θα αντλούσε από τη ΑΔΠ, θα τα διέθετε για την αγορά 2 ακόμη πλοίων μεταφοράς containers αξίας \$ 72,4 εκατ., προορίζοντας το υπόλοιπο του κεφαλαίου που θα αντλούσε για τον περιορισμό της μόχλευσης της από τα τραπεζικά δάνεια.

Στο επενδυτικό κοινό, διέθεσε 12.240.00, οι οποίες αποτελούσαν περίπου το 43% του ενεργητικού της εταιρείας, στην τιμή των \$ 12,50 έκαστη, αντλώντας έτσι, τον Ιούνιο του 2005, το κεφάλαιο των \$ 153 εκατ.

	Σύνολο	Μετοχές που	Διατεθέν ποσοστό	Τιμή	Κεφάλαιο
Εταιρεία	μετοχών	διετέθησαν	ενεργητικού	μετοχής	που αντλήθηκε
RAMS	28.416.877	12.240.000	43%	\$12.50	\$153.000.000

Μετά την ΑΔΠ.

Η εταιρεία διαφοροποίησε τα πλάνα της και αναδιάρθρωσε τον στόλο της, δραστηριοποιούμενη πλέον δυναμικά και στον κλάδο μεταφοράς χύδην ξηρού φορτίου, διαθέτοντας σήμερα 9 product tankers , μόνο 2 πλοία μεταφοράς containers , ενώ απέκτησε 3 capesize bulk carriers.

### RAMS CURENT FLEET

The following table summarizes information about our product tanker fleet:

Vessel Name	Size	Year Built	Charterer/ Subcharterer	Expiration Period Charter	of
<u>Stena Compass</u>	72,750 dwt	2006	STENA BULK AB	August 2010	
<u>Stena Compassion</u>	72,750 dwt	2006	STENA BULK AB	December 2010	
<u>Altius</u>	73,400 dwt	2004	Spot Market	-	
<u>Fortius</u>	73,400 dwt	2004	Spot Market	-	
<u>Nordanvind</u>	38,701 dwt	2001	Spot Market	-	
<u>Chinook</u>	38,701 dwt	2001	Spot Market	-	
<u>Ostria (ex Bora)</u>	38,701 dwt	2000	Spot Market	-	
<u>High Land</u>	41,450 dwt	1992	Spot Market	-	
<u>High Rider</u>	41,502 dwt	1991	Spot Market	-	

The following table summarizes information about our container vessel fleet:

Vessel Name	Size	Year Built	Charterer / Subcharterer	Expiration of Period Charter
<u>Saronikos Bridge (ex.CMA CGM Makassar)</u>	2,917 TEU	1990	CMA CGM	June 2010
<u>MSC Seine</u>	2,917 TEU	1990	Spot Market	-

The following table summarizes information about our capesize bulk carriers:

Vessel Name	Size	Year Built	Charterer / Subcharterer	Expiration of Period Charter
<u>Australia</u>	172,972 dwt	1993	Vista Shipping	10 December 2009
<u>Brazil</u>	151,738 dwt	1995	TMT Bulk Corp	21 February 2015
<u>China</u>	135,364 dwt	1992	Deiulemar Shipping	22 March 2017

Η στρατηγική της εταιρείας, αναφορικά με την εκμετάλλευση των πλοίων της, είναι βεβαίως η σταθεροποίηση των εσόδων της μέσω μακροχρόνιων χρονοναυλώσεων, αλλά, όπως βλέπουμε στον παραπάνω πίνακα, αυτό δεν είναι εφικτό για την πλειοψηφία των tankers.

Η πορεία της μετοχής.



Η μετοχή της RAMS, έκλεισε την πρώτη μέρα της διαπραγμάτευσής της στα \$ 12,97, επομένως είχαμε Underpricing της μετοχής κατά την φάση της ΑΔΠ. Το επόμενο διάστημα, η τιμή της μετοχής παρουσίασε άνοδο και στις 06-09-2005 έφτασε στην υψηλότερη τιμή της, που ήταν τα \$ 15,96. Κατόπιν, η τιμή της μετοχής είχε ήπια καθοδική πορεία, η οποία από το τελευταίο τέταρτο του 2008 και μετά έγινε

αρκετά έντονη, φτάνοντας στις 22-12-2008 στη χαμηλότερη μέχρι σήμερα τιμή της, τα \$ 0,35, κατόπιν ανήλθε στο \$1,41 την 05-01-2009, ενώ στις 06-04-2009 έφτασε και πάλι στα επίπεδα του 0.36. Σήμερα (Οκτώβρης 2009), η μετοχή κινείται στα επίπεδα του \$ 1,50.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

### 8.3. DIANA SHIPPING (DSX)

Πριν την ΑΔΠ.

Εταιρεία διαχείρισης πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου, που είχε συσταθεί σύμφωνα με τη νομοθεσία των νήσων Marshal, συμφερόντων Συμεών Παληού. Ο στόλος που διέθετε η εταιρεία πριν εισέλθει στο NYSE, αποτελούνταν από 7 σύγχρονα panamax. Σύμφωνα με το prospectus, τα κεφάλαια τα οποία θα αντλούσε από τη ΑΔΠ, θα τα διέθετε για την αγορά 2 ακόμη νεότευκτων πλοίων panamax bulk carriers και για την αγορά ενός capesize bulk carrier.

Στο επενδυτικό κοινό, διέθεσε 12.375.00, οι οποίες αποτελούσαν περίπου το 31% του ενεργητικού της εταιρείας, στην τιμή των \$ 17,00 έκαστη, αντλώντας έτσι, τον Μάρτιο του 2005, το κεφάλαιο των \$ 210,4 εκατ.

	Σύνολο	Μετοχές που	Διατεθέν ποσοστό	Τιμή	Κεφάλαιο
Εταιρεία	μετοχών	Διετέθησαν	ενεργητικού	μετοχής	που αντλήθηκε
DSX	40.000000	12.375.000	31%	\$17,00	\$210,4

Μετά την ΑΔΠ. Η εταιρεία αύξησε κατά πολύ τον στόλο της, ενισχύοντας την θέση της στον κλάδο μεταφοράς χύδην ξηρού φορτίου, διαθέτοντας σήμερα 13 panamax balk carriers και 6 capesize bulk carriers, ενώ έχει 2 capesize bulk carriers υπό κατασκευή, με παράδοση το 2009 και 2010.

Η εταιρεία προέβη σε δευτερεύουσα προσφορά μετοχών, διαθέτοντας το Δεκέμβριο του ίδιου έτους, 5.000.000 μετοχές προς 13,50 έκαστη, αντλώντας το κεφάλαιο των \$ 67.000.000 εκατ.

Η στρατηγική που ακολουθεί η εταιρεία, αναφορικά με την απασχόληση των πλοίων, είναι οι μακροχρόνιες χρονοναυλώσεις, κάτι το οποίο έχει καταφέρει στον μέγιστο βαθμό, καθώς όλα τα πλοία της είναι χρονοναυλωμένα στις μέρες μας.



## DSX CURRENT FLEET

### Panamax Bulk Carriers

Name of Vessel	Size (dwt)	Year of Build	Builder
1 Dione	75,172	2001	Samho Heavy Industries Co., Ltd.
2 Danae	75,106	2001	Samho Heavy Industries Co., Ltd.
3 Nirefs	75,311	2001	Samho Heavy Industries Co., Ltd.
4 Alcyon	75,247	2001	Samho Heavy Industries Co., Ltd.
5 Triton	75,336	2001	Samho Heavy Industries Co., Ltd.
6 Oceanis	75,211	2001	Samho Heavy Industries Co., Ltd.
7 Erato	74,444	2004	Hudong-Zhonghua Shipbuilding (Group) Co., Ltd.
8 Coronis	74,381	2006	Hudong-Zhonghua Shipbuilding (Group) Co., Ltd.
9 Thetis	73,583	2004	Jiangnan Shipyard (Group) Co., Ltd.
10 Protefs	73,630	2004	Jiangnan Shipyard (Group) Co., Ltd.
11 Calipso	73,691	2005	Jiangnan Shipyard (Group) Co., Ltd.
12 Clio	73,691	2005	Jiangnan Shipyard (Group) Co., Ltd.
13 Naias	73,546	2006	Jiangnan Shipyard (Group) Co., Ltd.

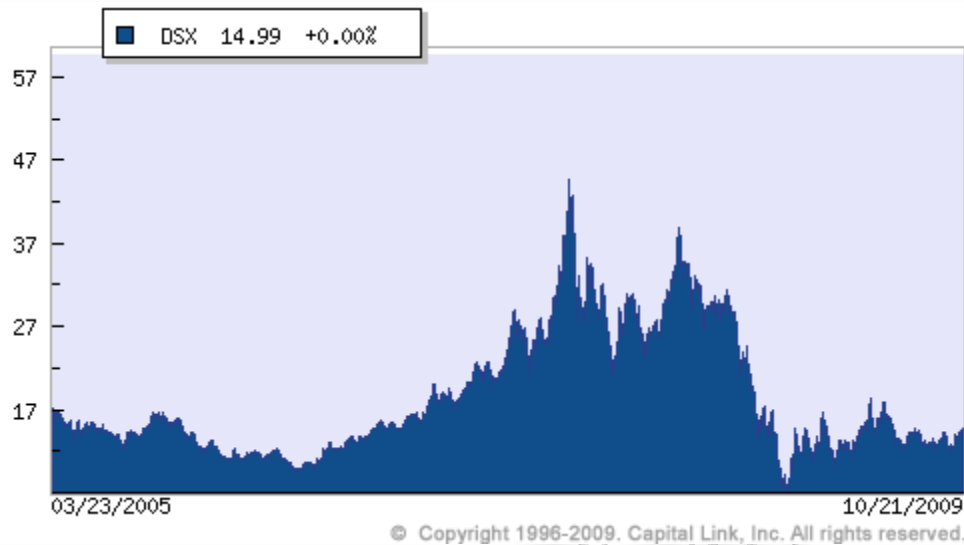
### Capesize Bulk Carriers

Name of Vessel	Size (dwt)	Year of Build	Builder
14 Norfolk	164,218	2002	China Shipbuilding Corp., Kaohsiung Yard
15 Aliko	180,235	2005	Imabari Shipbuilding, Saijo Shipyard
16 Salt Lake City	171,810	2005	Daewoo Shipbuilding & Marine Engineering Co. Ltd.
17 Sideris GS	174,186	2006	Shanghai Waigaoqiao Shipbuilding Co. Ltd.
18 Semirio	174,261	2007	Shanghai Waigaoqiao Shipbuilding Co. Ltd.
19 Boston	177,828	2007	Shanghai Waigaoqiao Shipbuilding Co. Ltd.
20 Houston	177,729	2009*	Shanghai Waigaoqiao Shipbuilding Co. Ltd.
21 New York	177,000	2010*	Shanghai Waigaoqiao Shipbuilding Co. Ltd.

\* Estimated

TABLE

### Η πορεία της μετοχής.



Η μετοχή της DSX, έκλεισε την πρώτη μέρα της διαπραγμάτευσής της στα \$ 17,42 , επομένως, είχαμε Underpricing της μετοχής κατά την φάση της ΑΔΠ. Το επόμενο διάστημα, η τιμή της μετοχής παρουσίασε καθοδική πορεία και στις 12-06-2006 έφτασε σε στην χαμηλότερη μέχρι τότε τιμή της που ήταν τα \$ 10,16. Κατόπιν, η τιμή της μετοχής είχε έντονα ανοδική πορεία, η οποία έφτασε στην κορύφωσή της στις 22-10-2007 στην υψηλότερη μέχρι σήμερα τιμή της, τα \$ 42,92, κατόπιν κατήλθε στα \$ 23,22 την 14-01-2007, ενώ στις 12-05-2008 έφτασε στα επίπεδα των \$ 39,00. Κατόπιν, ακολούθησε μια έντονα πτωτική πορεία, φτάνοντας στις 17-11-2008 τα \$8,06. Σήμερα (Οκτώβρης 2009), η μετοχή κινείται στα επίπεδα των \$15,00.

#### 8.4. DRY SHIPS (DRYS)

Πριν την ΑΔΠ.

Εταιρεία διαχείρισης πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου, που είχε συσταθεί σύμφωνα με τη νομοθεσία των νήσων Marshall, συμφερόντων Γεωργίου Οικονόμου. Ο στόλος που διέθετε η εταιρεία πριν εισέλθει στο Nasdaq, αποτελούνταν από 5 panamax bulk carriers (το ένα από αυτά OBO carrier) και ένα capesize bulk carrier. Σύμφωνα με το prospectus, τα κεφάλαια τα οποία θα αντλούσε από τη ΑΔΠ, θα τα διέθετε για την αγορά 11 ακόμη bulk carriers: ένα capesize, 8 panamax και 2 handymax, αξίας \$ 299,3 εκατ., καλύπτοντας το υπόλοιπο του κεφαλαίου που απαιτούνταν για την αγορά τους με τραπεζικό δανεισμό.

Στο επενδυτικό κοινό, διέθεσε 13.000.000 οι οποίες αποτελούσαν περίπου το 44% του ενεργητικού της εταιρείας, στην τιμή των \$ 18 έκαστη, αντλώντας έτσι, τον Φεβρουάριο του 2005, το κεφάλαιο των \$ 234 εκατ.

	Σύνολο	Μετοχές που	Διατεθέν ποσοστό	Τιμή	Κεφάλαιο
Εταιρεία	μετοχών	διετέθησαν	ενεργητικού	μετοχής	που αντλήθηκε
DRYS	29.752.942	13.000.000	44%	\$18.00	\$234.000.000

Μετά την ΑΔΠ.

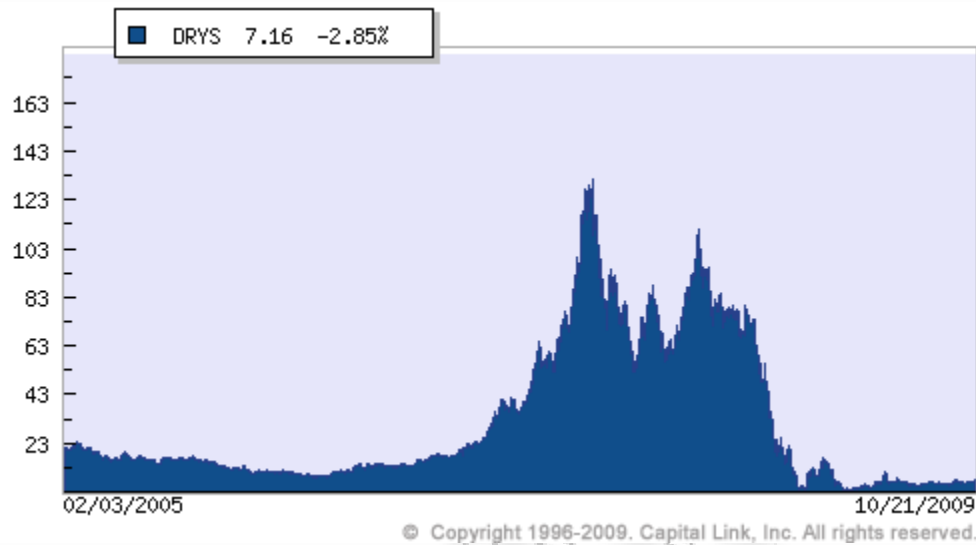
Η εταιρεία έχει πραγματικά γιγαντωθεί σήμερα και διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στον κλάδο μεταφοράς χύδην ξηρού φορτίου, διαθέτοντας σήμερα 7 capesize, 30 panamax, 2 supramax και έχει υπό κατασκευή 2 kamsarmax με παράδοση το 2010. Στην συντριπτική τους πλειοψηφία, τα πλοία της εταιρείας είναι χρονοναυλωμένα με μακροχρόνια συμβόλαια, γεγονός που της επιτρέπει να υλοποιεί το αναπτυξιακό της σχέδιο, καθώς έχει σταθεροποιημένα έσοδα.

**DRYS****Fleet****Deployment**

The table below describes our drybulk fleet profile as of July 30, 2009::

	<b>Year Built</b>	<b>DWT</b>	<b>Type</b>	<b>Gross rate per day</b>	<b>Redelivery Earliest</b>	<b>Latest</b>
<b>Fixed rate employment</b>						
<b>Capesize:</b>						
Alameda	2001	170,269	Capesize	\$21,000	Feb-11	May-11
Brisbane	1995	151,066	Capesize	\$25,000	Dec-11	Apr-12
Capri	2001	172,579	Capesize	\$61,000	Apr-18	Jun-18
Flecha	2004	170,012	Capesize	\$55,000	Jul-18	Nov-18
Manasota	2004	171,061	Capesize	\$67,000	Feb-13	Apr-13
Mystic	2008	170,500	Capesize	\$52,310	Aug-18	Dec-18
Samsara	1996	150,393	Capesize	\$57,000	Dec-11	Apr-12
<b>Panamax:</b>						
Avoca	2004	76,500	Panamax	\$45,500	Sep-13	Dec-13
Bargara	2002	74,832	Panamax	\$43,750	May-12	Jul-12
Capitola	2001	74,832	Panamax	\$39,500	Jun-13	Aug-13
Catalina	2005	74,432	Panamax	\$40,000	Jun-13	Aug-13
Conquistador	2000	75,607	Panamax	\$17,750	Aug-11	Nov-11
Coronado	2000	75,706	Panamax	\$18,250	Aug-11	Oct-11
Ecola	2001	73,931	Panamax	\$43,500	Jun-12	Aug-12
Iguana *	1996	70,349	Panamax	\$13,456	Sep-11	Sep-11
La Jolla	1997	72,126	Panamax	\$14,750	Aug-11	Nov-11
Levanto	2001	73,931	Panamax	\$16,800	Sep-11	Nov-11
Ligari	2004	75,583	Panamax	\$55,500	Jun-12	Aug-12
Maganari	2001	75,941	Panamax	\$14,500	Jul-11	Sep-11
Majorca	2005	74,364	Panamax	\$43,750	Jun-12	Aug-12
Marbella	2000	72,561	Panamax	\$14,750	Aug-11	Nov-11
Mendocino	2002	76,623	Panamax	\$56,500	Jun-12	Sep-12
Ocean Crystal	1999	73,688	Panamax	\$15,000	Aug-11	Nov-11
Oregon	2002	74,204	Panamax	\$16,350	Aug-11	Oct-11
Padre	2004	73,601	Panamax	\$46,500	Sep-12	Dec-12
Positano	2000	73,288	Panamax	\$42,500	Sep-13	Dec-13
Rapallo	2009	75,000	Panamax	\$15,400	Aug-11	Oct-11
Redondo	2000	74,716	Panamax	\$34,500	Apr-13	Jun-13
Saldanha	2004	75,500	Panamax	\$52,500	Jun-12	Sep-12
Samatan	2001	74,823	Panamax	\$39,500	Jun-13	Aug-13
Toro	1995	73,034	Panamax	\$16,750	May-11	Jul-11
Xanadu	1999	72,270	Panamax	\$39,750	Jul-13	Sep-13
<b>Supramax:</b>						
Pachino (ex VOC Galaxy)	2002	51,201	Supramax	\$20,250	Sep-10	Feb-11
Paros I (ex Clipper Gemini)	2003	51,201	Supramax	\$27,135	Oct-11	May-12
<b>New Buildings</b>						
Oliva	2009	75,000	Panamax	\$17,850	Oct-11	Dec-11
<b>Spot rate employment</b>						
<b>Panamax:</b>						
Delray	1994	71,862	Panamax			
Primera	1998	72,495	Panamax			
Sonoma	2001	74,786	Panamax			
Sorrento	2004	76,633	Panamax			
<b>New Buildings</b>						
N/B Hull No: SS58	2010	82,000	Kamsarmax			
N/B Hull No: SS59	2010	82,000	Kamsarmax			

Η πορεία της μετοχής.



Η μετοχή της DRYS, έκλεισε την πρώτη μέρα της διαπραγμάτευσής της στα \$20.20, πραγματοποιώντας ένα πολύ σημαντικό Underpricing κατά την φάση της ΑΔΠ, της τάξης των \$28,6 εκατ. Το επόμενο διάστημα, η τιμή της μετοχής κινήθηκε καθοδικά και έφτασε την 15-05-2006, στην χαμηλότερη μέχρι τότε τιμή της, που ήταν τα \$ 8,86. Κατόπιν, η τιμή της μετοχής είχε ανοδική πορεία, φτάνοντας στις 22-10-2007 στη υψηλότερη μέχρι σήμερα τιμή της, τα \$ 123,50(!). Από το τελευταίο τέταρτο του 2008, άρχισε μια έντονα καθοδική πορεία, η οποία στις 23-02-2009 έφτασε τα \$ 3,47. Σήμερα (Οκτώβριος 2009), η μετοχή κινείται στα επίπεδα των \$ 6,50.

## 8.5. EAGLE BULK SHIPPING (EGLE)

Πρίν την ΑΔΠ.

Εταιρεία διαχείρισης πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου, που είχε συσταθεί σύμφωνα με τη νομοθεσία των νήσων Marshall, συμφερόντων Σοφοκλή Ζούλα. Ο στόλος που διέθετε η εταιρεία πριν εισέλθει στο Nasdaq, αποτελείτο από 8 handymax και άλλα 3 handymax υπό παραλαβή μετά από λίγους μήνες. Σύμφωνα με το prospectus, τα κεφάλαια τα οποία θα αντλούσε από τη ΑΔΠ, θα τα διέθετε για να καλύψει ένα μεγάλο μέρος της μόχλευσης, η οποία, εκείνη την εποχή, έφτανε τα \$ 183,5 εκατ.

Στο επενδυτικό κοινό, διέθεσε 14.400.000 οι οποίες αποτελούσαν περίπου το 53% του ενεργητικού της εταιρείας, στην τιμή των \$ 14,00 έκαστη, αντλώντας έτσι, τον Ιούνιο του 2005, το κεφάλαιο των \$ 201.6 εκατ.

	Σύνολο	Μετοχές που	Διατεθέν ποσοστό	Τιμή	Κεφάλαιο
Εταιρεία	μετοχών	Διετέθησαν	ενεργητικού	μετοχής	που αντλήθηκε
EGLE	27.150.000	14.400.000	53%	\$14.00	\$201,6 mil.

Μετά την ΑΔΠ.

Η εταιρεία ανέπτυξε σημαντικά τον στόλο της, δραστηριοποιούμενη πλέον δυναμικά και στον κλάδο μεταφοράς χύδην ξηρού φορτίου, διαθέτοντας σήμερα 22 supramax bulk carriers και 3 handymax bulk carriers, έχοντας μάλιστα σε εξέλιξη ένα τεράστιο ναυπηγικό πρόγραμμα, σύμφωνα με το οποίο περιμένει να παραλάβει μέχρι το 2012 ακόμη 30(!) supramax bulk carriers.

Η εταιρεία προέβη σε δευτερεύουσα προσφορά μετοχών, διαθέτοντας το Οκτώβριο του ίδιου έτους, 5.500.000 μετοχές προς \$ 14,50 έκαστη, αντλώντας το κεφάλαιο των \$ 79.5 εκατ.

Η χρονοναύλωση σε μακροχρόνια βάση, είναι και εδώ η επιλογή αναφορικά με την εκμετάλλευση του στόλου της εταιρείας, καθώς της επιτρέπει να προγραμματίζει και να διεκπεραιώνει ένα τόσο μεγάλο ναυπηγικό πλάνο.

### EGLE CURRENT FLEET

#### ON THE WATER

Vessel	Deadweight	Year Built
<b>SUPRAMAX CLASS</b>		
CARDINAL	55.362	2004
CONDOR	50.296	2001

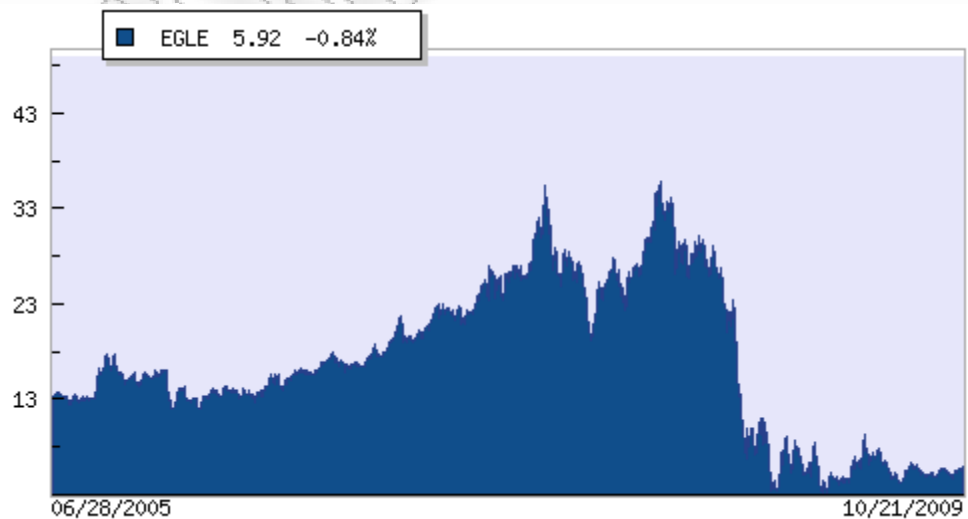
#### UNDER CONSTRUCTION

Vessel	Deadweight	Exp.Del.
<b>SUPRAMAX CLASS</b>		
BITTERN	58.000	SEP 2009
CANARY	58.000	OCT 2009



CRESTED EAGLE	56.000	2009	THRASHER	53.100	NOV 2009
CROWNED EAGLE	56.000	2008	CRANE	58.000	NOV 2009
FALCON	50.296	2001	AVOCET	53.100	DEC 2009
GOLDENEYE	52.421	2002	EGRET	58.000	DEC 2009
HARRIER	50.296	2001	GOLDEN EAGLE	56.000	JAN 2010
HAWK 1	50.296	2001	GANNET	58.000	JAN 2010
HERON	52.827	2001	IMPERIAL EAGLE	56.000	FEB 2010
JAEGER	52.483	2004	GREBE	58.000	FEB 2010
KESTREL 1	50.351	2004	IBIS	58.000	MAR 2010
KITTIWAKE	53.146	2002	JAY	58.000	APR 2010
MERLIN	50.296	2001	KINGFISHER	58.000	MAY 2010
OSPREY 1	50.206	2002	MARTIN	58.000	JUN 2010
PEREGRINE	50.913	2001	BESRA	58.000	OCT 2010
REDWING	53.411	2007	THRUSH	53.100	NOV 2010
SHRIKE	53.343	2003	CERNICALO	58.000	JAN 2011
SKUA	53.350	2003	NIGHTHAWK	58.000	MAR 2011
STELLAR EAGLE	56.000	2009	ORIOLE	58.000	JUL 2011
TERN	50.209	2003	FULMAR	58.000	JUL 2011
WOODSTAR	53.100	2008	OWL	58.000	AUG 2011
WREN	53.100	2008	PETREL	58.000	SEP 2011
<b>HANDYMAX CLASS</b>			GOSHAWK	58.000	SEP 2011
SPARROW	48.220	2000	PUFFIN	58.000	OCT 2011
KITE	47.196	1997	ROADRUNNER	58.000	NOV 2011
GRIFFON	46.635	1995	SANDPIPER	58.000	DEC 2011

Η πορεία της μετοχής.



© Copyright 1996-2009. Capital Link, Inc. All rights reserved.

Η μετοχή της EGLE, έκλεισε την πρώτη μέρα της διαπραγμάτευσής της στα \$ 13,20, επομένως, πραγματοποίησε Overpricing η μετοχή κατά την φάση της ΑΔΠ. Το

επόμενο διάστημα, η τιμή της μετοχής ανήρχετο σταθερά και έφτασε την 12-05-2008, στην υψηλότερη -μέχρι σήμερα- τιμή της, που ήταν τα \$ 35,69. Κατόπιν, η τιμή της μετοχής είχε έντονα καθοδική πορεία, φτάνοντας στις 17-11-2008 στη χαμηλότερη μέχρι σήμερα τιμή της, τα \$ 3,30. Σήμερα (Οκτώβρης 2009), η μετοχή κινείται στα επίπεδα των \$ 5,00.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ



## 8.6. GENCO SHIPPING & TRADING (GNK)

Πριν την ΑΔΠ.

Εταιρεία διαχείρισης πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου, που είχε συσταθεί σύμφωνα με τη νομοθεσία των νήσων Marshall, συμφερόντων Πήτερ Γεωργιόπουλου. Ο στόλος που διέθετε η εταιρεία πριν εισέλθει στο Nasdaq, αποτελούνταν από 5 panamax, 6 handymax και 5 handysize bulk carriers. Σύμφωνα με το prospectus, τα κεφάλαια τα οποία θα αντλούσε από τη ΑΔΠ, θα τα διέθετε αποκλειστικά για την κάλυψη της μόχλευσης, η οποία, εκείνη την εποχή, έφτανε τα \$ 230 εκατ.

Στο επενδυτικό κοινό, διέθεσε 11.760.000 οι οποίες αποτελούσαν περίπου το 47% του ενεργητικού της εταιρείας, στην τιμή των \$ 21,00 έκαστη, αντλώντας έτσι, τον Ιούλιο του 2005, το κεφάλαιο των \$ 247 εκατ.

	Σύνολο	Μετοχές που	Διατεθέν ποσοστό	Τιμή	Κεφάλαιο
Εταιρεία	μετοχών	διετέθησαν	ενεργητικού	μετοχής	που αντλήθηκε
GNK	25.260.000	11.760.000	47%	\$21.00	\$247.000.000

Μετά την ΑΔΠ.

Η εταιρεία ανέπτυξε σημαντικά τον στόλο της, δραστηριοποιούμενη πλέον δυναμικά και στον κλάδο μεταφοράς χύδην ξηρού φορτίου, διαθέτοντας σήμερα 34 πλοία: 4 supramax, 6 handymax και 8 handysize, 8 panamax 8 capesize bulk carriers, ενώ αναμένει την παραλαβή ενός ακόμη capsized μέχρι το τέλος του 2009.

### GENCO CURRENT FLEET

VESSEL	VESSEL TYPE	DEADWEIGHT	YEAR BUILT
Genco Sugar	Handysize	29,952 MT	1998
Genco Pioneer	Handysize	29,952 MT	1999
Genco Progress	Handysize	29,952 MT	1999
Genco Explorer	Handysize	29,952 MT	1999
Genco Reliance	Handysize	29,952 MT	1999
Genco Challenger	Handysize	28,428 MT	2003
Genco Charger	Handysize	28,398 MT	2005
Genco Champion	Handysize	28,445 MT	2006
Genco Marine	Handymax	45,222 MT	1996
Genco Prosperity	Handymax	47,180 MT	1997

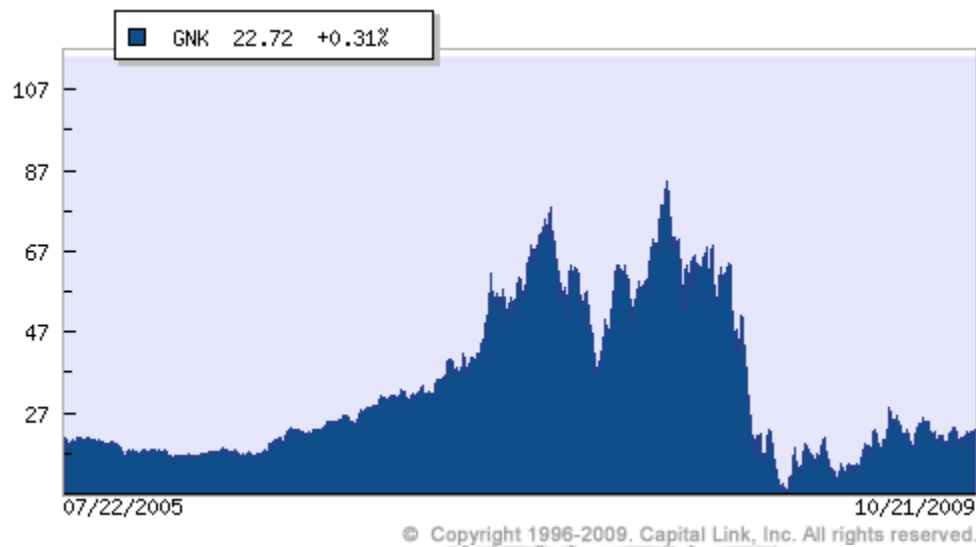
Genco Wisdom	Handymax	47,180 MT	1997
Genco Success	Handymax	47,180 MT	1997
Genco Carrier	Handymax	47,180 MT	1998
Genco Muse	Handymax	48,913 MT	2001
Genco Predator	Supramax	55,407MT	2005
Genco Warrior	Supramax	55,435 MT	2005
Genco Hunter	Supramax	58,729MT	2007
Genco Cavalier	Supramax	53,617 MT	2007
Genco Surprise	Panamax	72,495 MT	1998
Genco Acheron	Panamax	72,495 MT	1999
Genco Vigour	Panamax	73,941 MT	1999
Genco Beauty	Panamax	73,941 MT	1999
Genco Knight	Panamax	73,941 MT	1999
Genco Leader	Panamax	73,941 MT	1999
Genco Raptor	Panamax	76,499 MT	2007
Genco Thunder	Panamax	76,588 MT	2007
Genco Augustus	Capesize	180,151 MT	2007
Genco Tiberius	Capesize	175,874 MT	2007
Genco London	Capesize	177,833 MT	2007
Genco Titus	Capesize	177,729 MT	2007
Genco Constantine	Capesize	180,183 MT	2008
Genco Hadrian	Capesize	170,500 MT	2008
Genco Commodus	Capesize	167,025 MT	2009
Genco Maximus	Capesize	167,025 MT	2009

#### VESSELS TO BE DELIVERED

<u>VESSEL</u>	<u>VESSEL TYPE</u>	<u>DEADWEIGHT</u>	<u>YEAR BUILT *</u>	<u>EXPECTED DELIVERY *</u>
Genco Claudius	Capesize	170,500 MT	Q4 2009	Q4 2009

Η στρατηγική ναύλωσης των πλοίων, είναι και εδώ η μακροχρόνια χρονοναύλωση.

Η πορεία της μετοχής.



Η μετοχή της GNK, έκλεισε την πρώτη μέρα της διαπραγμάτευσής της στα \$ 20,87, επομένως, πραγματοποίησε Overpricing η μετοχή κατά την φάση της ΑΔΠ. Το επόμενο διάστημα, η τιμή της μετοχής ανήρχετο σταθερά και έφτασε την 12-05-2008, στην υψηλότερη -μέχρι σήμερα- τιμή της, που ήταν τα \$ 84,00. Κατόπιν, η τιμή της μετοχής είχε έντονα καθοδική πορεία, φτάνοντας στις 17-11-2008 στη χαμηλότερη μέχρι σήμερα τιμή της, τα \$ 7,32. Σήμερα (Οκτώβρης 2009), η μετοχή κινείται στα επίπεδα των \$ 21,00.

## 8.7. QUINTANA MARITIME (QMAR)

Πρίν την ΑΔΠ.

Εταιρεία διαχείρισης πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου, που είχε συσταθεί σύμφωνα με τη νομοθεσία των νήσων Marshall, συμφερόντων Σταμάτη Μόλαρη. Ο στόλος που διέθετε η εταιρεία πριν εισέλθει στο Nasdaq, αποτελούνταν από 8 panamax bulk carriers . Σύμφωνα με το prospectus, τα κεφάλαια τα οποία θα αντλούσε από τη ΑΔΠ, θα τα διέθετε αποκλειστικά για την κάλυψη της μόχλευσης, η οποία, εκείνη την εποχή, έφτανε περίπου τα \$ 175 εκατ.

Στο επενδυτικό κοινό, διέθεσε 16.700.000, οποίες αποτελούσαν περίπου το 65% του ενεργητικού της εταιρείας, στην τιμή των \$ 11,50 έκαστη, αντλώντας έτσι, τον Ιούλιο του 2005, το ποσό των \$ 192,1 εκατ.

	Σύνολο	Μετοχές που	Διατεθέν ποσοστό	Τιμή	Κεφάλαιο
Εταιρεία	μετοχών	Διετέθησαν	ενεργητικού	μετοχής	που αντλήθηκε
QMAR	25.524.492	16.700.000	65%	\$11,50	\$192.050.000

Μετά την ΑΔΠ.

Η εταιρεία ανέπτυξε σημαντικά τον στόλο της, φτάνοντας τα 37 πλοία: 14 kamsarmax, 11 panamax και 4 capesize bulk carriers, ενώ άλλα 8 capesize bulk carriers ήταν υπό ναυπήγηση. Τον Απρίλιο του 2008, η QMAR, εξαγοράστηκε από την επίσης εισηγμένη EXCEL MARITIME (NYSE:EXM), συμφερόντων Βίλλυ Παναγιωτίδη. Η νέα εταιρεία καθίσταται μια από τις μεγαλύτερες στην αγορά ξηρού φορτίου, καθώς μαζί με τα υπό παραγγελία πλοία, ο στόλος της σήμερα φτάνει τα 55 πλοία bulk carriers, με συνολική χωρητικότητα πάνω από 5 εκατ. τόνων(DWT). Για την ολοκλήρωση της εξαγοράς, η EXM, εξασφάλισε κοινοπρακτικό δάνειο ύψους \$ 1,4 δις.

### EXCEL & QUINTANA Fleet Profile

Vessel Name	Vessel Type	Year Built	DWT	Age
Lowlands Beilun	Capesize	1999	170,162	10 Years
Iron Miner	Capesize	2007	177,000	2.2 Years
Kirmar	Capesize	2001	165,500	7.6 Years
Iron Beauty	Capesize	2001	165,500	7.9 Years
Sandra	Capesize	2008	180,000	1.2 Years
Iron Manolis	Kamsarmax	2007	82,300	2.1 Years

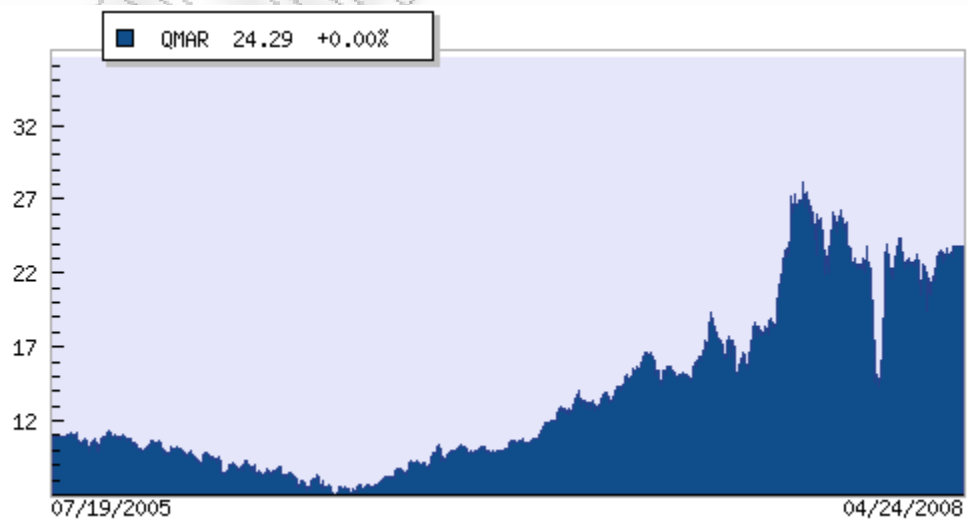
Iron Brooke	Kamsarmax	2007	82,300	2.2 Years
Iron Lindrew	Kamsarmax	2007	82,300	2.3 Years
Coal Hunter	Kamsarmax	2006	82,300	2.5 Years
Pascha	Kamsarmax	2006	82,300	2.5 Years
Coal Gypsy	Kamsarmax	2006	82,300	2.5 Years
Iron Anne	Kamsarmax	2006	82,000	2.7 Years
Iron Vassilis	Kamsarmax	2006	82,000	2.9 Years
Iron Bill	Kamsarmax	2006	82,000	3 Years
Santa Barbara	Kamsarmax	2006	82,266	3.2 Years
Ore Hansa	Kamsarmax	2006	82,229	3.2 Years
Iron Kalypso	Kamsarmax	2006	82,204	2.7 Years
Iron Fuzeyya	Kamsarmax	2006	82,229	3.4 Years
Iron Bradyn	Kamsarmax	2005	82,769	4.3 Years
Grain Harvester	Panamax	2004	76,411	4.8 Years
Grain Express	Panamax	2004	76,466	5.1 Years
Iron Knight	Panamax	2004	76,429	5 Years
Coal Pride	Panamax	1999	72,600	9.5 Years
Iron Man	Panamax	1997	72,861	12 Years
Coal Age	Panamax	1997	72,861	12 Years
Fearless I	Panamax	1997	73,427	12 Years
Barbara	Panamax	1997	73,390	12.1 Years
Linda Leah	Panamax	1997	73,390	12.3 Years
King Coal	Panamax	1997	72,873	12.4 Years
Coal Glory	Panamax	1995	73,670	14.2 Years
Isminaki	Panamax	1998	74,577	11.2 Years
Angela Star	Panamax	1998	73,798	11.4 Years
Elinakos	Panamax	1997	73,751	11.6 Years
Rodon	Panamax	1993	73,670	15.9 Years
Happy Day	Panamax	1997	71,694	12 Years
Birthday	Panamax	1993	71,504	15.7 Years
Renuar	Panamax	1993	70,128	15.5 Years
Powerful	Panamax	1994	70,083	15.4 Years
Fortezza	Panamax	1993	69,634	16.1 Years
First Endeavor	Panamax	1994	69,111	15.1 Years
July M	Supramax	2005	55,567	4.4 Years

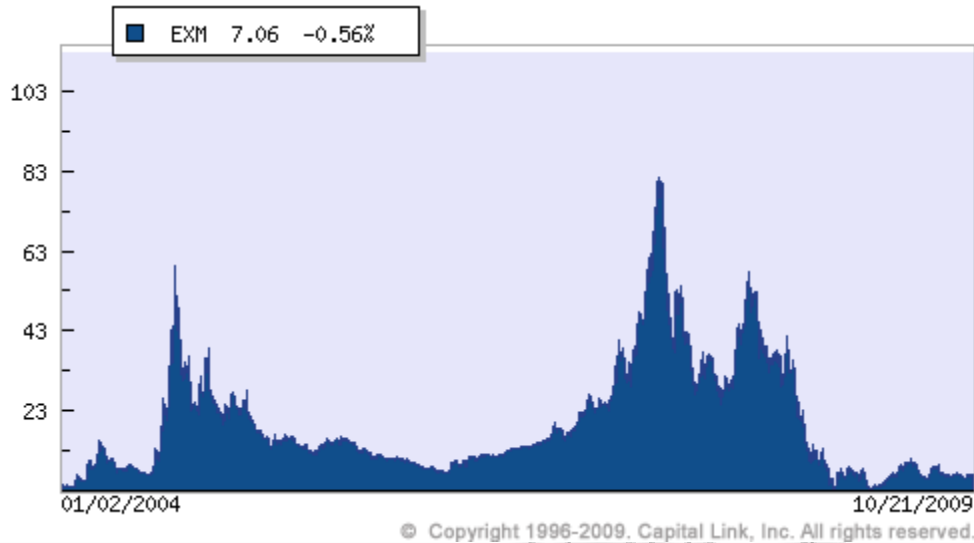
Mairouli	Supramax	2005	53,206	4 Years
Emerald	Handymax	1998	45,588	10.9 Years
Marybelle	Handymax	1987	42,552	21.5 Years
Attractive	Handymax	1985	41,524	24.1 Years
Lady	Handymax	1985	41,090	23.9 Years
Princess I	Handymax	1994	38,858	15.2 Years
Total	47		3,860,372	9.0

### Newbuildings

Vessel Name	Vessel Type	Yard Built	Estimated Delivery	DWT
Christine	Capesize	2010	10-Mar	180,000
Hope	Capesize	2010	10-Nov	181,000
Lillie	Capesize	2010	10-Dec	181,000
Fritz	Capesize	2010	10-May	180,000
Benthe	Capesize	2010	10-Jun	180,000
Gayle Frances	Capesize	2010	10-Jul	180,000
Iron Lena	Capesize	2010	10-Aug	180,000
Total	7			1,262,000

### Η πορεία της μετοχής.





Η μετοχή της EXM, μετά την εξαγορά της QMR στα μέσα Απριλίου του 2008, ήταν στα επίπεδα των \$ 29,5 και μέσα σε διάστημα ενός μήνα (12-05-2008), εκτοξεύτηκε στα \$ 57,72. Το επόμενο διάστημα, η τιμή της μετοχής είχε έντονα καθοδική πορεία, φτάνοντας στις 01-12-2008 στη χαμηλότερη μέχρι σήμερα τιμή της, τα \$ 3,70. Σήμερα (Οκτώβρης 2009), η μετοχή κινείται στα επίπεδα των \$ 7,50.



## 8.8.STEALTHGAS (GASS)

Πρίν την ΑΔΠ.

Εταιρεία διαχείρισης πλοίων μεταφοράς υγροποιημένων αερίων πετρελαίου (LPG tankers), που είχε συσταθεί σύμφωνα με τη νομοθεσία των νήσων Marshall, συμφερόντων Χάρη Βαφειά. Ο στόλος που διέθετε η εταιρεία πριν εισέλθει στο Nasdaq, αποτελούταν από 9 LPG tankers. Σύμφωνα με το prospectus, τα κεφάλαια τα οποία θα αντλούσε από τη ΑΔΠ, θα τα διέθετε για την αγορά 9 ακόμη LPG tankers αξίας \$ 109,9 εκατ.

Στο επενδυτικό κοινό, διέθεσε 8.000.000 οι οποίες αποτελούσαν περίπου το 57% του ενεργητικού της εταιρείας, στην τιμή των \$ 14,50 έκαστη, αντλώντας έτσι, τον Οκτώβριο του 2005, το κεφάλαιο των \$ 116 εκατ.

	Σύνολο	Μετοχές που	Διατεθέν ποσοστό	Τιμή	Κεφάλαιο
Εταιρεία	μετοχών	Διετέθησαν	ενεργητικού	μετοχής	που αντλήθηκε
GASS	8.000.000	14.000.000	57%	\$14.50	\$116.000.000

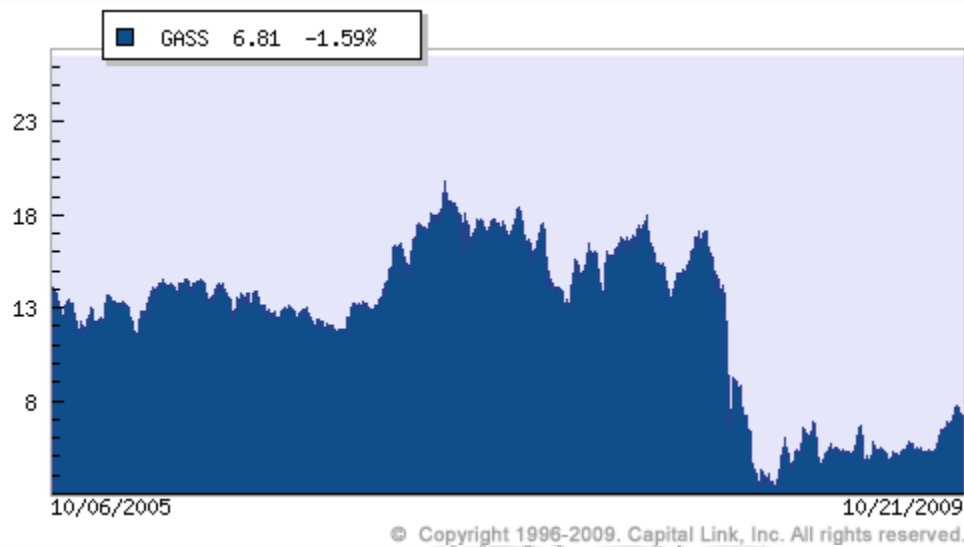
Μετά την ΑΔΠ.

Η εταιρεία αύξησε σημαντικά τον στόλο της, δραστηριοποιούμενη πλέον δυναμικά στον κλάδο μεταφοράς υγροποιημένων πετρελαϊκών αερίων, διαθέτοντας σήμερα 40 LPG tankers με χωρητικότητα μέχρι 7.500 CBM και 4 LPG tankers χωρητικότητας από 46.000-50.000 τόνους DWT.

Η στρατηγική της εταιρείας, αναφορικά με την εκμετάλλευση των πλοίων της, είναι βεβαίως η σταθεροποίηση των εσόδων της μέσω μακροχρόνιων χρονοναυλώσεων.



Η πορεία της μετοχής.



Η μετοχή της GASS, έκλεισε την πρώτη μέρα της διαπραγμάτευσής της στα \$ 13,80, επομένως, είχαμε Overpricing της μετοχής κατά την φάση της ΑΔΠ. Το επόμενο διάστημα, η τιμή της μετοχής παρουσίασε μια αξιοζήλευτη σταθερότητα και έφτασε την 02-07-2007, στην υψηλότερη τιμή της, που ήταν τα \$ 19,50. Κατόπιν, για πάνω από ένα χρόνο επέδειξε και πάλι μια πολύ σταθερή συμπεριφορά. Από τα τέλη Αυγούστου του 2008 όμως, είχε μια έντονα καθοδική πορεία, φτάνοντας την 17-11-2008, στη χαμηλότερη μέχρι σήμερα τιμή της, τα \$ 2,72. Σήμερα (Οκτώβρης 2009), η μετοχή κινείται στα επίπεδα των \$ 5,00.

## 8.9. DANAOS CORPORATION (DAC)

Πρίν την ΑΔΠ.

Εταιρεία διαχείρισης πλοίων μεταφοράς containers, που είχε συσταθεί σύμφωνα με τη νομοθεσία των νήσων Marshall, συμφερόντων Ιωάννη Κούστα. Ο στόλος που διέθετε η εταιρεία πριν εισέλθει στο Nasdaq, αποτελούνταν από 27 container ships, η μεταφορική ικανότητα των οποίων ανήρχετο σε 116.115 TEUS, κατατάσσοντας την DAC, στην πρώτη δεκάδα παγκοσμίως, μεταξύ των ομοειδών εταιρειών. Η εταιρεία κατείχε επίσης 6 bulk carriers, συνολικής χωρητικότητας 342.158 τόνων DWT, τα οποία είχε ήδη συμφωνήσει να πουλήσει σε έναν συγκεκριμένο αγοραστή μέσα στο 2006. Σύμφωνα με το prospectus, τα κεφάλαια τα οποία θα αντλούσε από τη ΑΔΠ, θα τα διέθετε για την μείωση της μόχλευσης της εταιρείας από τα τραπεζικά δάνεια.

Στο επενδυτικό κοινό, διέθεσε 10.250.000 οι οποίες αποτελούσαν περίπου το 19% του ενεργητικού της εταιρείας, στην τιμή των \$ 21,00 έκαστη, αντλώντας έτσι, τον Οκτώβρη του 2006, το κεφάλαιο των \$ 215.250.000 εκατ.

	Σύνολο	Μετοχές που	Διατεθέν ποσοστό	Τιμή	Κεφάλαιο
Εταιρεία	μετοχών	Διετέθησαν	ενεργητικού	μετοχής	που αντλήθηκε
DAC	54.557.500	10.250.000	19%	\$ 21.00	\$215.250.000

Μετά την ΑΔΠ.

Η εταιρεία ενίσχυσε τον στόλο της, με αγορές και παραγγελίες νέων ναυπηγήσεων, διαθέτοντας σήμερα 34 panamax και 8 post panamax container ships, ενώ μέχρι το τέλος του 2012 αναμένει την παραλαβή 22 νεότευκτων postpanamax και 5 panamax container ships.

### DANAOS CORPORATION CURRENT FLEET

<u>Containerships</u>	<u>Built</u>	<u>Type</u>	<u>TEU</u>	<u>DWT</u>
<u>AL RAYYAN</u>	1989	Panamax	3,908	49,262
<u>BUNGA RAYA TIGA</u>	2004	Panamax	4,253	50,815
<u>BUNGA RAYA TUJUH</u>	2004	Panamax	4,253	50,829
<u>CMA CGM ELBE</u>	1991	Panamax	2,917	44,008
<u>CMA CGM KALAMATA</u>	1991	Panamax	2,917	43,967
<u>CMA CGM KOMODO</u>	1991	Panamax	2,917	43,966
<u>CMA CGM LOTUS</u>	1988	Panamax	3,098	46,427
<u>CMA CGM MOLIERE</u>	2009	Post Panamax	6,500	80,000
<u>CMA CGM PASSIFLORE</u>	1986	Panamax	3,039	44,837
<u>CMA CGM VANILLE</u>	1986	Panamax	3,045	44,520

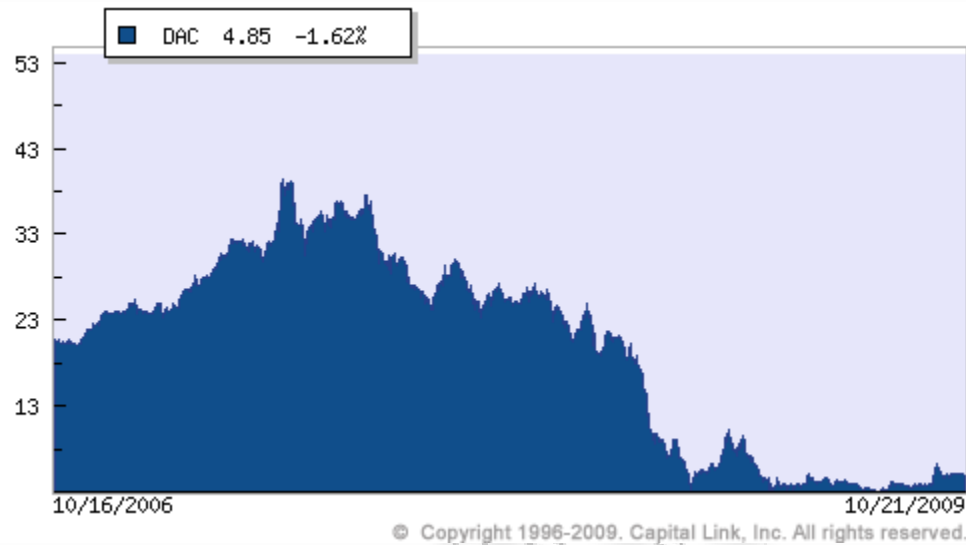
<u>CSCL AMERICA</u>	2004	Post Panamax	8,468	101,789
<u>CSCL EUROPE</u>	2004	Post Panamax	8,468	101,789
<u>CSCL LE HAVRE</u>	2006	Post Panamax	9,580	108,330
<u>CSCL PUSAN</u>	2006	Post Panamax	9,580	108,330
<u>HANJIN MONTREAL</u>	1984	Panamax	2,130	35,770
<u>HYUNDAI ADVANCE</u>	1997	Panamax	2,200	24,700
<u>HYUNDAI BRIDGE</u>	1998	Panamax	2,200	24,700
<u>HYUNDAI COMMODORE</u>	1992	Post Panamax	4,651	61,152
<u>HYUNDAI DUKE</u>	1992	Post Panamax	4,651	61,152
<u>HYUNDAI FEDERAL</u>	1994	Post Panamax	4,651	61,152
<u>HYUNDAI FUTURE</u>	1997	Panamax	2,200	24,700
<u>HYUNDAI HIGHWAY</u>	1998	Panamax	2,200	24,700
<u>HYUNDAI PROGRESS</u>	1998	Panamax	2,200	24,700
<u>HYUNDAI SPRINTER</u>	1997	Panamax	2,200	24,700
<u>HYUNDAI STRIDE</u>	1997	Panamax	2,200	24,700
<u>HYUNDAI VLADIVOSTOK</u>	1997	Panamax	2,200	24,700
<u>MAERSK MESSOLOGI</u>	1991	Panamax	4,814	60,350
<u>MAERSK MYTILINI</u>	1991	Panamax	4,814	60,350
<u>MSC EAGLE</u>	1978	Panamax	1,704	28,152
<u>MSC MARATHON</u>	1991	Panamax	4,814	60,350
<u>YM COLOMBO</u>	2004	Panamax	4,300	53,684
<u>YM MILANO</u>	1988	Panamax	3,129	45,037
<u>YM SEATTLE</u>	2007	Panamax	4,253	50,500
<u>YM SINGAPORE</u>	2004	Panamax	4,300	53,684
<u>YM VANCOUVER</u>	2007	Panamax	4,253	50,500
<u>YM YANTIAN</u>	1989	Panamax	3,908	49,262
<u>ZIM DALIAN</u>	2009	Panamax	4,253	50,829
<u>ZIM KINGSTON</u>	2008	Panamax	4,253	50,829
<u>ZIM LUANDA</u>	2009	Panamax	4,253	50,829
<u>ZIM MONACO</u>	2009	Panamax	4,253	50,829
<u>ZIM RIO GRANDE</u>	2008	Panamax	4,253	50,829
<u>ZIM SAO PAOLO</u>	2008	Panamax	4,253	50,829

<u>Newbuildings on Order</u>	<u>Expected Delivery</u>	<u>Type</u>	<u>TEU</u>	<u>DWT</u>
<u>HN H1022A</u>	3rd Quarter 2011	Post Panamax	8,530	100,400
<u>HN N-214</u>	1st Quarter 2010	Post Panamax	6,500	80,000
<u>HN N-215</u>	1st Quarter 2010	Post Panamax	6,500	80,000
<u>HN N-216</u>	2nd Quarter 2010	Post Panamax	6,500	80,000
<u>HN N-217</u>	3rd Quarter 2010	Post Panamax	6,500	80,000
<u>HN N-218</u>	4th Quarter 2010	Post Panamax	6,500	80,000
<u>HN N-219</u>	4th Quarter 2009	Panamax	3,400	43,300

<u>HN N-220</u>	2nd Quarter 2010	Panamax	3,400	43,300
<u>HN N-221</u>	3rd Quarter 2010	Panamax	3,400	43,300
<u>HN N-222</u>	4th Quarter 2010	Panamax	3,400	43,300
<u>HN N-223</u>	4th Quarter 2010	Panamax	3,400	43,300
<u>HN S4002</u>	4th Quarter 2009	Post Panamax	6,500	80,000
<u>HN S4003</u>	4th Quarter 2009	Post Panamax	6,500	80,000
<u>HN S4004</u>	1st Quarter 2010	Post Panamax	6,500	80,000
<u>HN S4005</u>	1st Quarter 2010	Post Panamax	6,500	80,000
<u>HN S456</u>	1st Quarter 2012	Post Panamax	12,600	140,565
<u>HN S457</u>	1st Quarter 2012	Post Panamax	12,600	140,565
<u>HN S458</u>	2nd Quarter 2012	Post Panamax	12,600	140,565
<u>HN S459</u>	2nd Quarter 2012	Post Panamax	12,600	140,565
<u>HN S460</u>	2nd Quarter 2012	Post Panamax	12,600	140,565
<u>HN S461</u>	1st Quarter 2011	Post Panamax	10,100	121,960
<u>HN S462</u>	1st Quarter 2011	Post Panamax	10,100	121,960
<u>HN S463</u>	2nd Quarter 2011	Post Panamax	10,100	121,960
<u>HN Z00001</u>	1st Quarter 2011	Post Panamax	8,530	100,400
<u>HN Z00002</u>	2nd Quarter 2011	Post Panamax	8,530	100,400
<u>HN Z00003</u>	2nd Quarter 2011	Post Panamax	8,530	100,400
<u>HN Z00004</u>	2nd Quarter 2011	Post Panamax	8,530	100,400

Η στρατηγική της εταιρείας, αναφορικά με την εκμετάλλευση των πλοίων της, είναι βεβαίως οι μακροχρόνιες χρονοναυλώσεις, οι οποίες ποικίλουν από 1 έτος μέχρι 12 ή και 18 έτη, οι οποίες εξασφαλίζουν συνθήκες σταθερών και προβλεπόμενων εσόδων.

## Η πορεία της μετοχής.



Η μετοχή της DAC, έκλεισε την πρώτη μέρα της διαπραγμάτευσής της στα \$ 20,64 , πραγματοποιώντας Overpricing κατά την φάση της ΑΔΠ. Το επόμενο διάστημα, η τιμή της μετοχής ανήρχετο σταθερά και έφτασε την 23-07-2007, στην υψηλότερη μέχρι σήμερα τιμή της, που ήταν τα \$ 39,25. Κατόπιν, η τιμή της μετοχής είχε ελαφρά καθοδική πορεία, φτάνοντας στις 07-08-2008 σε χαμηλότερη τιμή των \$ 18,75. Ακολούθησε μια έντονα καθοδική πορεία που κατέληξε στις 21-11-2008 στο χαμηλό των \$ 3,18, κατόπιν ακολούθησε μια ανοδική πορεία μέχρι την 09-01-2009 φτάνοντας τα \$ 10,16 και μετά έπεσε στην χαμηλότερη μέχρι σήμερα τιμή της, τα \$ 2,93 στις 09-07-2009. Σήμερα (Οκτώβρης 2009), η μετοχή κινείται στα επίπεδα των \$ 5,00.

## 8.10.OMEGA NAVIGATION (ONAV)

Πρίν την ΑΔΠ.

Εταιρεία διαχείρισης πλοίων ξηρού φορτίου(αρχικά), που είχε συσταθεί σύμφωνα με τη νομοθεσία των νήσων Marshall, συμφερόντων Γεωργίου Κασσιώτη. Ο στόλος που διέθετε η εταιρεία πριν εισέλθει στο Nasdaq, αποτελούνταν από μόλις 2 handymax bulk carriers. Επιπλέον, η εταιρεία είχε συμφωνήσει να αγοράσει 2 handymax και 4 panamax product tankers μέσα στο 2006, με όption αγοράς 4 ακόμη υπό ναυπήγηση product tankers. Σύμφωνα με το prospectus, τα κεφάλαια τα οποία θα αντλούσε από τη ΑΔΠ, θα τα διέθετε για την αγορά των 2 handymax και θα χρησιμοποιούσαν τα υπόλοιπα κεφάλαια για να μειώσουν την μόχλευση από την αγορά των 2 bulk carriers.

Στο επενδυτικό κοινό, διέθεσε 8.695.747 οι οποίες αποτελούσαν περίπου το 72% του ενεργητικού της εταιρείας, στην τιμή των \$ 17 έκαστη, αντλώντας έτσι, τον Απρίλιο του 2006, το κεφάλαιο των \$ 147,8 εκατ.

	Σύνολο	Μετοχές που	Διατεθέν ποσοστό	Τιμή	Κεφάλαιο
Εταιρεία	μετοχών	Διετέθησαν	ενεργητικού	μετοχής	που αντλήθηκε
ONAV	12.010.000	8.695.747	72%	\$17.00	\$147.827.699

Μετά την ΑΔΠ.

Η εταιρεία διαφοροποίησε τα πλάνα της και αναδιάρθρωσε τον στόλο της, δραστηριοποιούμενη πλέον αποκλειστικά στον κλάδο μεταφοράς υγρού φορτίου, διαθέτοντας σήμερα 6 panamax και 3 handymax product tankers, ενώ μέχρι το τέλος του 2011, αναμένει την παραλαβή 6 ακόμη νεότευκτων handysize tankers.

### ONAV Fleet Profile and Employment:

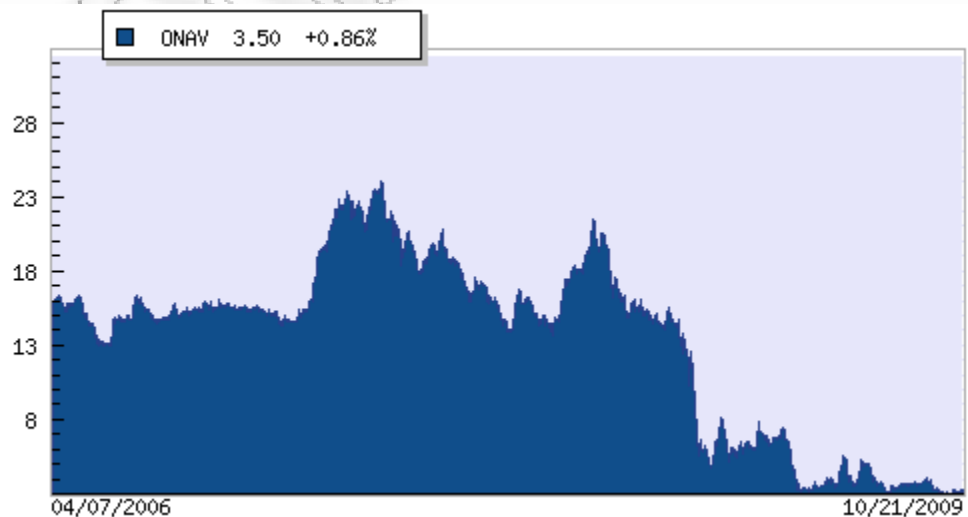
The table below describes the profile and employment of the Company's fleet as of June 1, 2009:\*

Vessel	Sister Ship (1)	Year Built	Deadweight (dwt)	Type	Delivery date	Daily Hire rate (2)	Latest Re-delivery
<b>CURRENT FLEET</b>							
<b>Panamax product tankers</b>							
<a href="#">Omega Queen</a>	A	2004	74,999	LR1	May-09	Base rate plus profit share	Evergreen, subject to termination notice of 2 months
<a href="#">Omega King</a>	A	2004	74,999	LR1	May-09	\$16,500	(3) May-10
<a href="#">Omega Lady Sarah</a>	C	2004	71,500	LR1-Ice Class 1C	Jun-09	\$25,500	(4) Q3-12
<a href="#">Omega Lady Miriam</a>	C	2003	71,500	LR1-Ice Class 1C	Aug-06	\$24,000/\$25,500	(5) Q3-12

<a href="#">Omega Emmanuel</a>	D	2007	73,000	LR1-Ice Class 1A	Mar-07	\$25,500	(6)	Apr-10
<a href="#">Omega Theodore</a>	D	2007	73,000	LR1-Ice Class 1A	Apr-07	\$25,500	(6)	May-10
<b>Handymax product tankers</b>								
<a href="#">Omega Prince</a>	B	2006	36,680	MR1 - Ice Class 1A				
<a href="#">Omega Princess</a>	B	2006	36,680	MR1 - Ice Class 1A	Jul-06	\$21,000	(7)	Jun-09
<b>TOTAL (DWT): 512,358</b>								
<b>Vessel owned through 50% controlled joint venture</b>								
<a href="#">Omega Duke</a>	F	2009	47,000	MR2	Apr-09	Base rate plus profit share		Apr-14
<b>Handymax vessels under construction</b>								
<a href="#">TBN1</a>	E	2010	37,000	MR1	Mar-10	Confidential		Mar-13
<a href="#">TBN2</a>	F	2010	47,000	MR2	Jul-10	\$21,135	(8)	Jul-13
<a href="#">TBN3</a>	E	2010	37,000	MR1	Jul-10			
<a href="#">TBN4</a>	E	2010	37,000	MR1	Sep-10			
<a href="#">TBN5</a>	E	2010	37,000	MR1	Dec-10			
<a href="#">TBN6</a>	E	2011	37,000	MR1	Feb-11			
<b>TOTAL (DWT): 232,000</b>								

Η στρατηγική της εταιρείας, αναφορικά με την εκμετάλλευση των πλοίων της, είναι βεβαίως η σταθεροποίηση των εσόδων της μέσω μακροχρόνιων χρονοναυλώσεων.

Η πορεία της μετοχής.



© Copyright 1996-2009. Capital Link, Inc. All rights reserved.



Η μετοχή της ΟΝΑΥ, έκλεισε την πρώτη μέρα της διαπραγμάτευσής της στα \$ 16,00, πραγματοποιώντας Overpricing κατά την φάση της ΑΔΠ. Το επόμενο διάστημα, η τιμή της μετοχής ανήρχετο σταθερά και έφτασε την 16-07-2007, στην υψηλότερη μέχρι σήμερα τιμή της, που ήταν τα \$ 24,22. Κατόπιν, η τιμή της μετοχής είχε καθοδική πορεία, φτάνοντας στις 17 Μαρτίου 2008 χαμηλότερα στα \$14,23. Ακολούθησε μια σύντομη ανοδική πορεία μέχρι την 12-05-2008, όπου η τιμή της μετοχής έφτασε τα \$ 21,58 και από αυτό το χρονικό σημείο, ακολούθησε μια πτωτική πορεία, φτάνοντας την 02-03-2009 στα χαμηλά των \$ 3,44. Την χαμηλότερη μέχρι σήμερα τιμή της, την κατέγραψε 6 μήνες μετά, στις 21-09-2009 που ήταν τα \$ 3,23. Σήμερα (Οκτώβρης 2009), η μετοχή κινείται στα επίπεδα του \$ 3,50.



## 8.11. CAPITAL PRODUCT PARTNERS (CPLP)

Πρίν την ΑΔΠ.

Εταιρεία διαχείρισης δεξαμενόπλοιων, που είχε συσταθεί σύμφωνα με τη νομοθεσία των νήσων Marshall, συμφερόντων Ευάγγελου Μαρινάκη. Ο στόλος που διέθετε η εταιρεία πριν εισέλθει στο Nasdaq, αποτελούταν από 8 product tankers. Σύμφωνα με το prospectus, τα κεφάλαια τα οποία θα αντλούσε από τη ΑΔΠ, θα τα διέθετε για την αγορά 7 ακόμη product tankers, από την επίσης συμφερόντων Ευάγγελου Μαρινάκη Capital Maritime. Μάλιστα, το κεφάλαιο που θα αντλούταν από την ΑΔΠ, θα το απορροφούσε απευθείας η Capital Maritime.

Στο επενδυτικό κοινό, η CPLP, διέθεσε 11.750.000 οι οποίες αποτελούσαν το 100% του ενεργητικού της εταιρείας, στην τιμή των \$ 21,50 έκαστη, αντλώντας έτσι, τον Μάρτιο του 2007, το κεφάλαιο των \$ 252,6 εκατ.

	Σύνολο	Μετοχές που	Διατεθέν ποσοστό	Τιμή	Κεφάλαιο
Εταιρεία	μετοχών	διετέθησαν	ενεργητικού	μετοχής	που αντλήθηκε
CPLP	11.750.000	11.750.000	100%	\$21.50	\$252.625.000

Μετά την ΑΔΠ.

Η εταιρεία έχει έναν από τους πιο μοντέρνους στόλους πλοίων μεταφοράς υγρού φορτίου, διαθέτοντας σήμερα 17 product tankers και ένα suezmax tanker ενώ έχει το δικαίωμα να αποκτήσει άλλα τέσσερα product tankers από την Capital Maritime, αλλά μόνο στην περίπτωση που αυτά θα ανανεώσουν τις υπάρχουσες χρονοναυλώσεις τους.

### CPLP Current Fleet

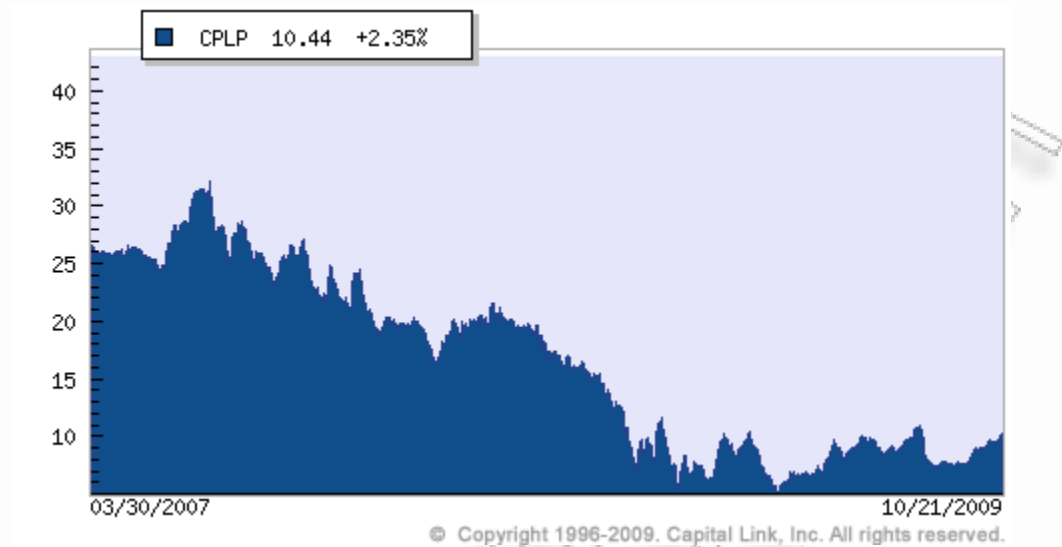
Vessel	Sister	Year	DWT	Type	Duration /	Expiry	Daily
Name	Vessels1	Built			Charter	of Charter 3	Charter
					Type 2		Rate (Net)4
<b>Atlantas8</b>	A	2006	36,76	Ice Class 1A	8-year BC	Mar-2014	\$15,0009
				IMO II/III			
				Chem./Prod			
<b>Aktoras8</b>	A	2006	36,759	Ice Class 1A	8-year BC	Jun-2014	\$15,0009

				IMO II/III			
				Chem./Prod			
<b>Aiolos8</b>	A	2007	36,725	Ice Class 1A	8-year BC	Feb-2015	\$15,0009
				IMO II/III			
				Chem./Prod			
<b>Agisilaos</b>	A	2006	36,76	Ice Class 1A	3.6-year TC	Mar-2010	\$19,75010,11
				IMO II/III			
				Chem./Prod			
<b>Arionas</b>	A	2006	36,725	Ice Class 1A	3.6-year TC	Jun-2010	\$19,75010,12
				IMO II/III			
				Chem./Prod			
<b>Axios</b>	B	2007	47,872	Ice Class 1A	3-year TC	Jan-2010	\$20,50010
				IMO II/III			
				Chem./Prod			
<b>Avax</b>	B	2007	47,834	Ice Class 1A	3-year TC	May-2010	\$20,500
				IMO II/III			
				Chem./Prod			
<b>Akeraios</b>	B	2007	47,781	Ice Class 1A	3-year TC	Jun-2010	\$20,000
				IMO II/III			
				Chem./Prod			
<b>Anemos I</b>	B	2007	47,782	Ice Class 1A	3-year TC	Aug-2010	\$20,000
				IMO II/III			
				Chem./Prod			
<b>Apostolos</b>	B	2007	47,782	Ice Class 1A	3-year TC	Aug-2010	\$20,000
				IMO II/III			

				Chem./Prod			
<b>Attikos13</b>	C	2005	12	Product	---	---	---
<b>Alexandros II14</b>	D	2008	51,258	IMO II/III	10-year BC	Dec-201715	\$13,000
				Chem./Prod.			
<b>Amore Mio II16</b>	-	2001	159,982	Crude Oil	3-year TC	Jan-2011	\$36,000
<b>Aristofanis17</b>	C	2005	12	Product	2-year TC	Mar-2010	\$12,952
<b>Aristotelis II14</b>	D	Iouy-08	51,226	IMO II/III	10-year BC	May-201815	\$13,000
				Chem./Prod.			
<b>Aris II14</b>	D	Auy-08	51,218	IMO II/III	10-year BC	Jul-201815	\$13,000
				Chem./Prod.			
<b>Agamemnon II18</b>	D	2008	51,238	IMO II/III	3-year TC	Dec-2011	\$22,000
				Chem./Prod.			
<b>Ayrton II18</b>	D	2009	51,26	IMO II/III	3-year TC19	Mar-2012	\$22,000
				Chem./Prod.			

Η στρατηγική της εταιρείας, αναφορικά με την εκμετάλλευση των πλοίων της, είναι βεβαίως η σταθεροποίηση των εσόδων της μέσω μακροχρόνιων χρονοναυλώσεων.

## Η πορεία της μετοχής.



Η μετοχή της CPLP, έκλεισε την πρώτη μέρα της διαπραγμάτευσής της στα \$ 26,75, πραγματοποιώντας πολύ υψηλό Underpricing της τάξης των \$ 61,7 εκατ. κατά την φάση της ΑΔΠ. Το επόμενο διάστημα, η τιμή της μετοχής ακολούθησε μια ελαφρά ανοδική πορεία, φτάνοντας την 20-07-2007, στην υψηλότερη μέχρι σήμερα τιμή της, που ήταν τα \$31,75. Κατόπιν, η τιμή της μετοχής είχε μια συνεχή καθοδική πορεία, φτάνοντας στις 20-11-2008 πολύ χαμηλότερα στα \$ 5,70. Την χαμηλότερη μέχρι σήμερα τιμή της, την κατέγραψε 4 μήνες μετά, στις 09-03-2009 που ήταν τα \$ 5,23. Σήμερα (Οκτώβρης 2009), η μετοχή κινείται στα επίπεδα των \$ 10,00.

## 8.12. OCEANFREIGHT (OCNF)

Πρίν την ΑΔΠ.

Εταιρεία διαχείρισης πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου(αρχικά), που είχε συσταθεί σύμφωνα με τη νομοθεσία των νήσων Marshall, συμφερόντων Βίλλυ Παναγιωτίδη. Ο στόλος που διέθετε η εταιρεία πριν εισέλθει στο Nasdaq, αποτελούνταν από 5 panamax bulk carriers και ένα capsized bulk carrier. Σύμφωνα με το prospectus, τα κεφάλαια τα οποία θα αντλούσε από τη ΑΔΠ, θα τα διέθετε, σε συνδυασμό με τραπεζικό δανεισμό για την αποπληρωμή των πλοίων αυτών.

Στο επενδυτικό κοινό, διέθεσε 10.750.000 οι οποίες αποτελούσαν το 99,7% του ενεργητικού της εταιρείας, στην τιμή των \$ 19,00 έκαστη, αντλώντας έτσι, τον Απρίλιο του 2007, το κεφάλαιο των \$ 204,3 εκατ.

	Σύνολο	Μετοχές που	Διατεθέν ποσοστό	Τιμή	Κεφάλαιο
Εταιρεία	μετοχών	διετέθησαν	ενεργητικού	μετοχής	που αντλήθηκε
OCNF	10.781.579	10.750.000	99,7%	\$19,00	\$204.250.000

Μετά την ΑΔΠ.

Η εταιρεία σήμερα, έχει αναδιαρθρώσει και διαφοροποιήσει τον στόλο της, δραστηριοποιούμενη πλέον και στην αγορά υγρού φορτίου, διαθέτοντας 6 panamax και 2 capesize bulk carriers και 4 aframax tankers. Όλα τα πλοία είναι second hand.

OCNF

Current

Fleet

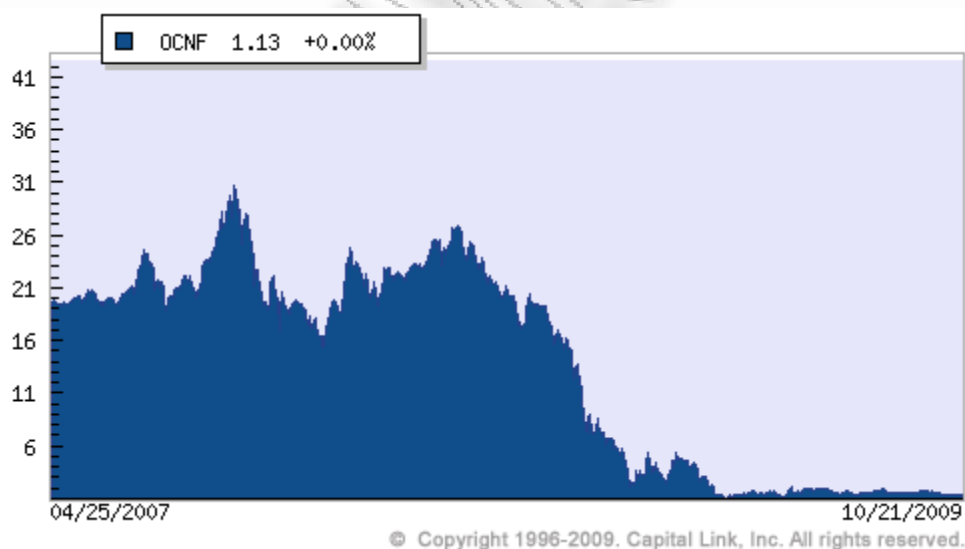
DRY BULK FLEET				
Vessel	Vessel Type	Acquired	Year Built	DWT
Austin	Panamax	7-Jun-07	1995	75,229
Helena	Panamax	30-Jul-07	1999	73,744
Pierre	Panamax	7-Jun-07	1996	70,316
Topeka	Panamax	3-Aug-07	2000	74,710
Trenton	Panamax	5-Jun-07	1995	75,229
Juneau <sup>(1)</sup>	Capesize	30-Jun-07	1990	149,495
Partagas	Capesize	30-Jul-09	2004	173,880
Augusta	Panamax	17-Dec-07	1996	69,053
TANKER FLEET				

Pink Sands	Aframax	6-Dec-07	1993	93,723
Tigani	Aframax	10-Oct-08	1991	95,951
Tamara	Aframax	7-Aug-08	1990	95,793
Olinda	Suezmax	17-Jan-08	1996	149,085

(1) The Company has agreed to sell the M/V Juneau and expects delivery of the vessel to the

Η στρατηγική της εταιρείας, αναφορικά με την εκμετάλλευση των πλοίων της, είναι βεβαίως η σταθεροποίηση των εσόδων της μέσω μακροχρόνιων χρονοναυλώσεων.

Η πορεία της μετοχής.



Η μετοχή της OCNF, έκλεισε την πρώτη μέρα της διαπραγμάτευσής της στα \$ 19,31, πραγματοποιώντας μικρό Underpricing κατά την φάση της ΑΔΠ. Το επόμενο διάστημα, η τιμή της μετοχής ακολούθησε μια ελαφρά ανοδική πορεία, φτάνοντας την 23-10-2007, στην υψηλότερη μέχρι σήμερα τιμή της, που ήταν τα \$30,45. Κατόπιν, η τιμή της μετοχής είχε μια σταθερή πορεία μέχρι τις αρχές του Ιουνίου 2008. Από εκεί και μετά είχαμε καθοδική πορεία η οποία σταμάτησε πρώτα στο \$1,87 την 21-11-2008 και έφτασε στην χαμηλότερη, μέχρι σήμερα, τιμή της στις 02-03-2009 στα \$ 0,83. Σήμερα (Οκτώβρης 2009), η μετοχή κινείται στα επίπεδα του \$ 1,50.

### 8.13. PARAGON SHIPPING (PRGN)

Πρίν την ΑΔΠ.

Εταιρεία διαχείρισης πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου, που είχε συσταθεί σύμφωνα με τη νομοθεσία των νήσων Marshall, συμφερόντων Μιχαήλ Μποδούρογλου. Ο στόλος που διέθετε η εταιρεία πριν εισέλθει στο Nasdaq, αποτελούνταν από 3 panamax bulk carriers και 3 handymax bulk carrier. Σύμφωνα με το prospectus, τα κεφάλαια τα οποία θα αντλούσε από τη ΑΔΠ, θα τα διέθετε για την αγορά 3 ακόμη second hand bulk carriers.

Στο επενδυτικό κοινό, διέθεσε 10.300.000 οι οποίες αποτελούσαν περίπου το 43 % του ενεργητικού της εταιρείας, στην τιμή των \$ 16,00 έκαστη, αντλώντας έτσι, τον Αύγουστο του 2007, το κεφάλαιο των \$ 164.,8 εκατ.

	Σύνολο	Μετοχές που	Διατεθέν ποσοστό	Τιμή	Κεφάλαιο
Εταιρεία	μετοχών	διετέθησαν	ενεργητικού	μετοχής	που αντλήθηκε
PRGN	23.887.444	10.300.000	43%	\$16,00	\$164.800.000

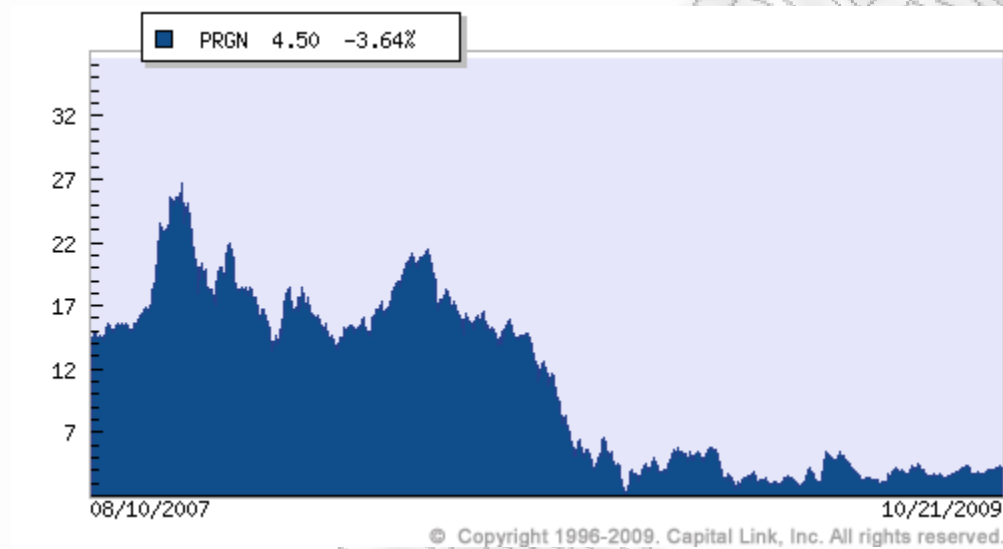
Μετά την ΑΔΠ.

Η εταιρεία σήμερα, διαθέτει 7 panamax, 2 supramax και 3 handymax bulk carriers και απασχολούνται με μακροχρόνια συμβόλαια χρονοναύλωσης, εξασφαλίζοντας σταθερά έσοδα.

PRGN Curent Fleet

Vessel Name	Year Built	Deadweight	Vessel Type
<u><a href="#">Coral Seas</a></u>	2006	74,477	PANAMAX
<u><a href="#">Golden Seas</a></u>	2006	74,475	PANAMAX
<u><a href="#">Diamond Seas</a></u>	2001	74,274	PANAMAX
<u><a href="#">Pearl Seas</a></u>	2006	74,273	PANAMAX
<u><a href="#">Calm Seas</a></u>	1999	74,047	PANAMAX
<u><a href="#">Deep Seas</a></u>	1999	72,891	PANAMAX
<u><a href="#">Kind Seas</a></u>	1999	72,493	PANAMAX
<u><a href="#">Friendly Seas</a></u>	2008	58,779	SUPRAMAX
<u><a href="#">Sapphire Seas</a></u>	2005	53,702	SUPRAMAX
<u><a href="#">Clean Seas</a></u>	1995	46,640	HANDYMAX
<u><a href="#">Blue Seas</a></u>	1995	45,654	HANDYMAX

Η πορεία της μετοχής.



Η μετοχή της PRGN, έκλεισε την πρώτη μέρα της διαπραγμάτευσής της στα \$ 14,50, πραγματοποιώντας αρκετά μεγάλο Overpricing, της τάξης των \$15,5 εκατ., κατά την φάση της ΑΔΠ. Το επόμενο διάστημα, η τιμή της μετοχής ακολούθησε μια ελαφρά ανοδική πορεία, φτάνοντας την 26-10-2007, στην υψηλότερη μέχρι σήμερα τιμή της, που ήταν τα \$25,49. Κατόπιν, η τιμή της μετοχής είχε μια σταθερά καθοδική πορεία, φτάνοντας στην χαμηλότερη, μέχρι σήμερα τιμή, της την 20-11-2008, που ήταν τα \$2,84. Σήμερα (Οκτώβρης 2009), η μετοχή κινείται στα επίπεδα των \$ 4,50.



#### 8.14. SAFE BULKERS (SB)

Πρίν την ΑΔΠ.

Εταιρεία διαχείρισης πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου, που είχε συσταθεί σύμφωνα με τη νομοθεσία των νήσων Marshall, συμφερόντων Πόλυ και Νίκου Χατζηγιάννου. Ο στόλος που διέθετε η εταιρεία πριν εισέλθει στο NYSE, αποτελούνταν από 11 panamax , kamsarmax, και post-panamax bulk carriers, ενώ μέχρι τα μέσα του 2010, αναμένονταν ακόμη 2 kamsarmax, 4 post-panamax και 2 capesize. Σύμφωνα με το prospectus, τα κεφάλαια τα οποία θα αντλούσε από τη ΑΔΠ, θα τα χρησιμοποιούσε για την αγορά πλοίων και την αποπληρωμή δανείων.

Στο επενδυτικό κοινό, διέθεσε 10.000.000 οι οποίες αποτελούσαν περίπου το 18 % του ενεργητικού της εταιρείας, στην τιμή των \$ 19,00 έκαστη, αντλώντας έτσι, τον Μάη του 2008, το κεφάλαιο των \$ 190 εκατ.

	Σύνολο	Μετοχές που	Διατεθέν ποσοστό	Τιμή	Κεφάλαιο
Εταιρεία	Μετοχών	διετέθησαν	ενεργητικού	μετοχής	που αντλήθηκε
SB	54.500.000	10.000.000	18%	\$19,00	\$190.000.000

Μετά την ΑΔΠ.

Η εταιρεία σήμερα, διαθέτει 5 panamax, 3 kamsarmax και 6 post-panamax bulk carriers και απασχολούνται με μακροχρόνια συμβόλαια χρονοναύλωσης, εξασφαλίζοντας σταθερά έσοδα.

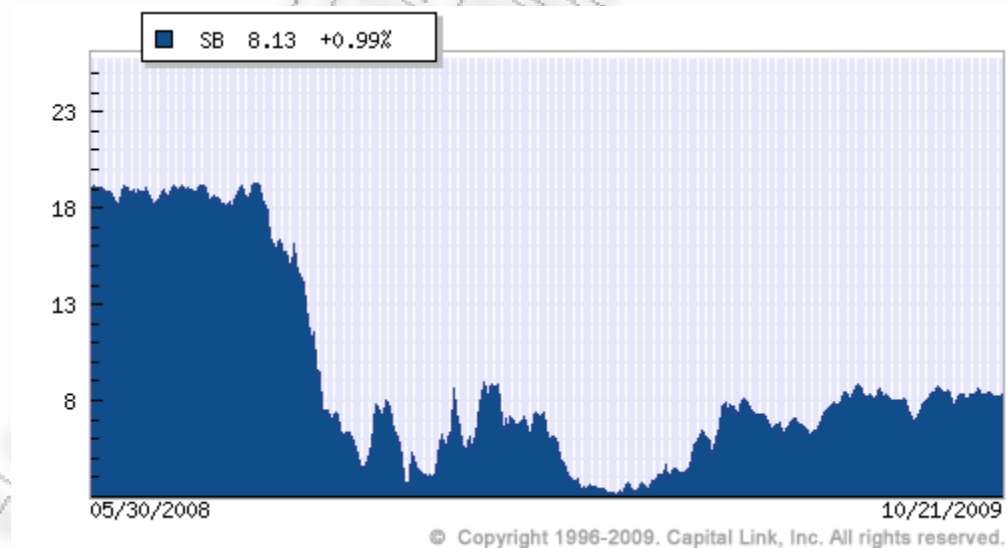
##### SB Fleet Profile

##### Current Fleet

Vessel Name	Vessel Company	Owning	Vessel Type	Year Built	DWT
<b>PANAMAX CLASS</b>					
Efrossini	Efragel Corporation	Shipping	Panamax	2003	76,000
Marisa	Marithasa Corporation				
Vassos	Avstes Corporation	Shipping	Panamax	2004	76,000
Katerina	Katerina				
Maritsa	Marathassa Corporation	Shipping	Panamax	2005	76,000
<b>KAMSARMAX CLASS</b>					
Pedhoulas Merchant	Pemer Shipping Ltd		Kamsarmax	2006	82,300

Pedhoulas Trader				
Pedhoulas Leader	Pelea Shipping Ltd	Kamsarmax	2007	82,300
POST-PANAMAX CLASS				
Stalo	Staloudi Shipping Corporation	Post-Panamax	2006	87,000
Marina				87,000
Sophia	Soffive Shipping Corporation	Post-Panamax	2007	87,000
Eleni			2006	87,000
Martine	Eniadephi Shipping Corporation	Post-Panamax	2009	87,000
Andreas K				
<b>Total</b>				<b>1,153,900</b>

Η πορεία της μετοχής.



Η μετοχή της SB, έκλεισε την πρώτη μέρα της διαπραγμάτευσής της στα \$ 18,90, πραγματοποιώντας Overpricing κατά την φάση της ΑΔΠ. Το επόμενο διάστημα, η τιμή της μετοχής ακολούθησε μια σταθερή πορεία για 4 μήνες φτάνοντας την 29-08-2008, στην υψηλότερη μέχρι σήμερα τιμή της, που ήταν τα \$ 19,05. Κατόπιν, η τιμή της μετοχής είχε μια έντονα καθοδική πορεία, φτάνοντας, στο πρώτο της χαμηλό την 27-10-2008 στα \$4,34. Επόμενη στάση, ήταν στα \$ 3,27 την

20-11-2008 και ύστερα από ανοδική πορεία 3 μηνών, άρχισε και πάλι να κατακυλάει, σταματώντας στην χαμηλότερη, μέχρι σήμερα τιμή, της την 23-03-2009, που ήταν τα \$ 3,14. Σήμερα (Οκτώβρης 2009), η μετοχή, ύστερα από ανοδική πορεία, κινείται στα επίπεδα των \$ 8,00.

ΓΑΛΕΡΙΣΤΗΜΟ ΓΕΡΑΝ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

### ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

#### (CORPORATE GOVERNANCE)

Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο, ορισμένες ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες, εκμεταλλεύθηκαν κατά τον καλύτερο τρόπο τις ευνοϊκές συνθήκες της αγοράς και απευθύνθηκαν στα διεθνή χρηματιστήρια, όπου άντλησαν σημαντικά κεφάλαια, μέσω της δημόσιας προσφοράς των μετοχών τους, προκειμένου να τα χρησιμοποιήσουν για την ανάπτυξη των στόλων τους.

Η εισαγωγή όμως μιας ελληνικής ναυτιλιακής εταιρείας στο χρηματιστήριο, είναι σίγουρα μια απόφαση του management, που περνάει την εταιρεία σε μια άλλη εποχή, καθώς επιφέρονται θεμελιώδεις αλλαγές στο μοντέλο διοίκησής της. Από την στιγμή που η εταιρεία αποφασίζει να διευρύνει την μετοχική της σύνθεση, διαθέτοντας ένα σημαντικότατο ποσοστό του ενεργητικού της σε τρίτους, τότε σταδιακά επέρχεται και ένας διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από το management. Ο διαχωρισμός αυτός, είναι, ως ένα βαθμό, αποτέλεσμα των αυστηρών απαιτήσεων διαφάνειας που έχουν θεσπίσει οι επιτροπές που εποπτεύουν τις κεφαλαιαγορές.

Μια ναυτιλιακή εταιρεία που εισέρχεται στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ, πρέπει να συμμορφωθεί με αυστηρές απαιτήσεις, που αφορούν την λεπτομερή αποκάλυψη και δημοσιοποίηση των διαδικασιών που ακολουθούνται από την διοίκηση, την διάδοση της πληροφόρησης, την διαφάνεια έναντι των μετόχων και των παραγόντων της κεφαλαιαγοράς και κυρίως την άψογη εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης.

Η εταιρική διακυβέρνηση (corporate governance), είναι, σύμφωνα με τον ορισμό του ΟΟΣΑ, το σύστημα στο οποίο στηρίζεται η διοίκηση και ο έλεγχος μιας επιχείρησης. Η εταιρική διακυβέρνηση διευκρινίζει και κατανέμει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις μεταξύ του Διοικητικού Συμβουλίου, των διευθυντών, των μετόχων και των άλλων μεριδιούχων και καθορίζει τις διαδικασίες μέσα από τις οποίες λαμβάνονται οι αποφάσεις στους κόλπους της επιχείρησης. Με αυτά τα δεδομένα, η εταιρική διακυβέρνηση οικοδομεί και στηρίζει τη διαφάνεια στη σχέση εισηγμένης εταιρείας και μετόχων/επενδυτών.

Αυτές οι διαδικασίες βέβαια, έρχονται σε αντίθεση με τα όσα ίσχυαν για τις παραδοσιακές ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες και τη δομή τους, όπου οι οικογενειοκρατία και η εμπιστευτικότητα χαρακτήριζαν τις διοικητικές και στρατηγικές αποφάσεις τους. Αυτό όμως είναι το τίμημα της άντλησης κεφαλαίων από τα χρηματιστήρια, καθώς η πλειοψηφία των μετοχών των εταιρειών δεν «ανήκει»

πλέον στους ιδρυτές των εταιρειών, αλλά σε επενδυτές που απαιτούν να γνωρίζουν ανά πάσα στιγμή την πορεία της επένδυσής τους και να έχουν λόγο στις αποφάσεις που αφορούν στις στρατηγικές που ακολουθούνται από τις εταιρείες για την ανάπτυξή τους.

Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς του χρηματιστηρίου NYSE, έχει θεσπίσει κάποιους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης (NYSE Corporate Governance Rules), τους οποίους έχει υιοθετήσει και το χρηματιστήριο Nasdaq, οι οποίοι καθορίζουν συγκεκριμένες υποχρεώσεις για τις εισηγμένες εταιρείες. Οι υποχρεώσεις αυτές, έχουν να κάνουν με την ανεξαρτησία των οργάνων λήψης αποφάσεων και ελέγχου της εταιρείας και την διαφάνεια/δημοσιοποίηση των διαδικασιών της, ώστε τα διοικητικά και οικονομικά δεδομένα της εταιρείας, να είναι ανά πάσα στιγμή διαθέσιμα και κυρίως προσβάσιμα από τους επενδυτές. Έτσι λοιπόν, έχουμε την θέσπιση κανόνων που αφορούν: το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας, την λειτουργία ανεξάρτητων επιτροπών όπως η επιτροπή προτάσεων και εταιρικής διακυβέρνησης, η επιτροπή αποζημιώσεων, η επιτροπή ελέγχου, αλλά και την υιοθέτηση ενός κώδικα ηθικής και συμπεριφοράς των υπαλλήλων της εταιρείας.

#### 9.1. Το Διοικητικό Συμβούλιο (Board Of Directors-BOD).

Οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης του NYSE, για λόγους αποφυγής της σύγκρουσης συμφερόντων, επιβάλουν πως το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να απαρτίζεται από ανεξάρτητους διευθυντές. Από άτομα δηλαδή, τα οποία δεν σχετίζονται ούτε μέσω συγγενών τους με τους ιδρυτές της εταιρείας, τους μετόχους της, αλλά ούτε και είναι υπάλληλοι κάποιου οργανισμού σχετιζόμενου με την εταιρεία. Την αρμοδιότητα της απόφασης για ανεξάρτητη ιδιότητα των διευθυντών, την έχει το ίδιο το Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο είναι και υποχρεωμένο να ανακοινώσει δημόσια την απόφασή του αυτή. Για να χαρακτηριστεί ένας διευθυντής ανεξάρτητος, θα πρέπει να έχουν περάσει τρία χρόνια, από τότε που έπαυσε αυτός ή κάποιο άτομο του συγγενικού του περιβάλλοντος να απασχολείται στην συγκεκριμένη εταιρεία ως υπάλληλος.

#### 9.2. Η Επιτροπή Προτάσεων και Εταιρικής Διακυβέρνησης (Nominating and Corporate Governance Committee-NCGC).

Η συγκεκριμένη επιτροπή, αποτελείται από τουλάχιστον τρεις ανεξάρτητους διευθυντές, οι οποίοι ορίζονται από το BOD και έχουν θητεία ενός έτους. Η Επιτροπή

προτείνει και το BOD ορίζει τον πρόεδρο της NCGC. Η NCGC, θα πρέπει να έχει καταστατικό, στο οποίο θα πρέπει να αναφέρονται ο σκοπός και οι αρμοδιότητες της, οι οποίες θα πρέπει τουλάχιστον να είναι: να υποδεικνύει ιδιώτες, οι οποίοι, σύμφωνα με τα κριτήρια που έχει θεσπίσει το BOD, θα έχουν τα προσόντα για να γίνουν μέλη του BOD και αφού αυτοί πάρουν την έγκριση του BOD, να τους προτείνει στην επόμενη ετήσια γενική συνέλευση των μετόχων. Να σχεδιάσει και να προτείνει προς το BOD, μια δέσμη αρχών, για την εταιρική διακυβέρνηση της εταιρείας, οι οποίες θα είναι εφαρμόσιμες. Να επιβλέπει την αξιολόγηση του BOD και του management της εταιρείας. Ακόμη, στο καταστατικό της NCGC, θα πρέπει να γίνεται μνεία για μια ετήσια αξιολόγηση της επιτροπής προς το BOD. Η NCGC, θα πρέπει να συνέρχεται όσες φορές κρίνει αυτή απαραίτητο, αλλά όχι λιγότερες από 3 φορές το χρόνο.

#### 9.3. Η Επιτροπή Αποζημίωσης (Compensation Committee-CC)

Η συγκεκριμένη επιτροπή αποτελείται από τουλάχιστον 3 ανεξάρτητους διευθυντές, που προτείνονται από την NCGC και ορίζονται από το BOD. Η θητεία τους είναι μονοετής και έχει πρόεδρο που προτείνεται από την CC και ορίζονται από το BOD. Η CC, θα πρέπει να έχει καταστατικό το οποίο θα καθορίζει τον σκοπό και της αρμοδιότητες της, οι οποίες τουλάχιστον θα πρέπει να είναι: η θέσπιση και αποδοχή εταιρικών στόχων, οι οποίοι σχετίζονται με την αποζημίωση του εκτελεστικού διευθυντή(CEO) της εταιρείας και η αξιολόγηση της απόδοσης του, με βάση τους στόχους αυτού και, ως αρμόδια επιτροπή, να καθορίσει και να εγκρίνει την αποζημίωση του CEO. Να κάνει προτάσεις στο BOD, αναφορικά με τις πλην του CEO αποζημιώσεις και τα προγράμματα κινήτρων απόδοσης. Να καταθέτει μια αναφορά εκτελεστικών αποζημιώσεων, όπως απαιτείται από την από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς, το οποίο θα συμπεριλαμβάνεται στη ετήσια αναφορά 10-K της εταιρείας προς τη SEC. Τέλος, θα πρέπει στο καταστατικό να γίνεται μνεία για μια ετήσια έκθεση αξιολόγησης της CC, προς το BOD. Η επιτροπή θα συνέρχεται όσες φορές αυτή κρίνει απαραίτητο, αλλά όχι λιγότερες από τρεις φορές το χρόνο.

#### 9.4. Η Επιτροπή Ελέγχου (Audit Committee-AC)

Η Επιτροπή Ελέγχου αποτελείται από 3 ανεξάρτητους διευθυντές, οι οποίοι ορίζονται απευθείας από το BOD και οι οποίοι θα πρέπει να πληρούν πρόσθετα κριτήρια ανεξαρτησίας, από αυτά που αρκούν για τα μέλη των υπολοίπων επιτροπών. Η AC, θα πρέπει να έχει ένα καταστατικό στο οποίο θα πρέπει να περιγράφεται ο

σκοπός της, ο οποίος θα πρέπει τουλάχιστον να είναι: να συνεπικουρεί το BOD αναφορικά με την επίβλεψη α) της ακεραιότητας των οικονομικών δηλώσεων της εταιρείας, β) της συμμόρφωσης της εταιρείας με τις νομικές και ρυθμιστικές απαιτήσεις, γ) της ικανότητας και ανεξαρτησίας του δημόσιου ανεξάρτητου ελεγκτή, δ) της απόδοσης της λειτουργίας εσωτερικού ελέγχου της εταιρείας και ανεξάρτητων επιθεωρητών. Επίσης, η AC θα πρέπει να ετοιμάσει μια ετήσια αναφορά, όπως προβλέπεται από την SEC, προκειμένου αυτή να συμπεριληφθεί στην ετήσια αναφορά της εταιρείας. Ακόμη, στο καταστατικό θα πρέπει να γίνεται μνεία για μια ετήσια αναφορά αξιολόγησης της AC, προς το BOD.

Στο καταστατικό της AC, αναφορικά με τα καθήκοντα και τις υποχρεώσεις της επιτροπής θα πρέπει τουλάχιστον να περιλαμβάνονται :

α) Η εξασφάλιση, τουλάχιστον μια φορά το χρόνο, μιας έκθεσης του ανεξάρτητου ελεγκτή που να περιγράφει : το σύστημα εσωτερικού ελέγχου ποιότητας της εταιρείας και τα μέτρα που ελήφθησαν σχετικά με κάποιο ζήτημα που πιθανόν να προέκυψε ύστερα από έλεγχο του ανεξάρτητου ελεγκτή ή έρευνα κρατικών αρχών.

β) Η εξέταση με την διοίκηση και τον ανεξάρτητο ελεγκτή των ετήσιων και περιοδικών οικονομικών δηλώσεων της εταιρείας.

γ) Η εξέταση των δελτίων τύπου της εταιρείας, σχετικά με τα κέρδη της, όπως και επίσης και των οικονομικών πληροφοριών προς τους αναλυτές της αγοράς.

δ) Η εξέταση πολιτικών σχετικά με την εκτίμηση κινδύνου(risk assessment) και την διαχείριση κινδύνου(risk management).

ε) Η τακτική και ξεχωριστή επαφή με την διοίκηση, το προσωπικό εσωτερικού ελέγχου και τον ανεξάρτητο ελεγκτή.

Στ) Η επισκόπηση των προβλημάτων ή δυσκολιών που προέκυψαν από τον έλεγχο του ανεξάρτητου ελεγκτή και τα μέτρα που ελήφθησαν από τη διοίκηση, και

ζ) η περιοδική αναφορά προς το BOD.

#### 9.5. Η υιοθέτηση κώδικα ηθικής και συμπεριφορά των υπαλλήλων (Code of Ethics & Conduct)

Κάθε εισηγμένη εταιρεία θα πρέπει να υιοθετήσει και να δημοσιεύσει ένα κώδικα ηθικής και συμπεριφοράς για τους διευθυντές, τους προϊστάμενους και του υπαλλήλους και να δημοσιεύει άμεσα τυχόν παραβίασή του από κάποιον από τους παραπάνω. Ο κώδικας αυτός θα πρέπει να αφορά θέματα όπως:

-Σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ υπαλλήλων και εταιρείας.

-Την εκμετάλλευση, από τους υπαλλήλους της εταιρείας, της περιουσίας ή της εσωτερικής πληροφόρησης της εταιρείας, για προσωπικό όφελος.

-Η τήρηση της εμπιστευτικότητας των πληροφοριών, προς αποφυγή εκμετάλλευσης τους από τους ανταγωνιστές.

-Δίκαιη αντιμετώπιση απέναντι στους πελάτες και μετόχους της εταιρείας.

-Προστασία και δέουσα χρήση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας.

-Συμμόρφωση με τους νόμους κανονισμούς και ρυθμίσεις.

-Ενθάρρυνση των υπαλλήλων για αναφορά οποιασδήποτε παραβίασης του κώδικα που θα πέσει στην αντίληψή τους.

Θα πρέπει να τονισθεί, ότι οι εταιρείες που θεωρούνται foreign issuer δεν είναι υποχρεωμένες να συμμορφωθούν με τις παραπάνω απαιτήσεις του NYSE. Οι συντριπτική πλειοψηφία των ελληνικών ναυτιλιακών εταιρειών που εισήλθαν στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ, είχαν έδρα τα νησιά Marshall, ως εκ τούτου δεν έχουν την υποχρέωση να υιοθετήσουν τις παραπάνω διαδικασίες.

Επειδή όμως οι αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης, είναι προς την κατεύθυνση της διαφάνειας μεταξύ της εταιρείας και επενδυτών και όσο πιο διαφανής είναι αυτή η σχέση, τόσο αυξάνεται η εμπιστοσύνη των επενδυτών προς την εταιρεία, γεγονός το οποίο αποτυπώνεται στην τιμή της μετοχής, όλες σχεδόν οι ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες έχουν συμμορφωθεί με τις απαιτήσεις εταιρικής διακυβέρνησης. Υπάρχουν βεβαίως κάποια ζητήματα, συνήθως κοινά για όλες τις ναυτιλιακές, στα οποία δεν θα ήταν δυνατόν, λόγω της φύσης της ναυτιλιακής βιομηχανίας, να συμμορφωθούν με τις απαιτήσεις της εταιρικής διακυβέρνησης

Η κυριότερη ένσταση μιας εισηγμένης ναυτιλιακής εταιρείας και δη ελληνικής, σε σχέση με τις απαιτήσεις της εταιρικής διακυβέρνησης, έχει να κάνει με τη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου. Η απαίτηση για πλειοψηφία ανεξάρτητων διευθυντών σε αυτό, είναι κάτι που δεν γίνεται εύκολα αποδεκτό, από τις ελληνικές κουλτούρας ναυτιλιακές εταιρείες. Έτσι, οι περισσότερες εισηγμένες, έχουν εκδώσει (όπως υποχρεούνται) δήλωση σημαντικών διαφορών (statement of significant differences) στην πρακτική της εταιρικής διακυβέρνησης που ακολουθούν, σε σχέση με τις απαιτήσεις της εταιρικής διακυβέρνησης του NYSE, δηλώνοντας πως στο συγκεκριμένο θέμα δεν πρόκειται να συμμορφωθούν.

Όπως προκύπτει, από την προηγούμενη παράθεση των απαιτήσεων της εταιρικής διακυβέρνησης, η τήρηση των απαιτήσεων αυτών προϋποθέτει θεμελιώδεις αλλαγές στη δομή μιας ναυτιλιακής εταιρείας. Οι αλλαγές αυτές, μπορούν να



επέλθουν σε μια ναυτιλιακή εταιρεία, που έχει διεθνή προσανατολισμό και οι διοικούντες έχουν γνώσεις περί των χρηματοοικονομικών εργαλείων που θα τους βοηθήσουν να αναπτύξουν την εταιρεία τους.

Η αλήθεια όμως είναι, πως όλη αυτή διαφάνεια και ο εξωτερικός έλεγχος που επιβάλλεται σε όλες τις διαδικασίες μιας ναυτιλιακής εταιρείας, δεν της προσδίδει κάποιο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Στο χρηματιστηριακό περιβάλλον τίποτα δεν μένει κρυφό και οι διαδικασίες είναι σχετικά αργές. Επομένως, μόνο μια εξαγορά ή μια συγχώνευση (όπως για παράδειγμα η εξαγορά της Quintana Maritime από την Excel) μέσω ανταλλαγής μετοχών, έρχεται που και πού να ταράξει τα λιμνάζοντα νερά, θυμίζοντάς μας πως ισχύουν πλέον για τις ναυτιλιακές, όσα και για τις μεγάλες πολυεθνικές, οι οποίες προκειμένου να αντεπεξέλθουν στον ανταγωνισμό και να εδραιώσουν τη θέση τους, σε ένα διεθνοποιημένο περιβάλλον, προβαίνουν σε συγχωνεύσεις.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10

### ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΜΙΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΟΥ ΕΙΣΕΡΧΕΤΑΙ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Για μια ναυτιλιακή εταιρεία που εισέρχεται στο χρηματιστήριο, προκειμένου να εξασφαλίσει τα απαραίτητα για την ανάπτυξή της κεφάλαια, υπάρχουν συγκεκριμένα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα.

#### 10.1. Πλεονεκτήματα.

Η εταιρεία εξασφαλίζει μεγάλα ποσά, χωρίς μάλιστα να υποθηκεύσει τα πλοία της για τα ποσά αυτά. Μπορεί έτσι, να αυξήσει το στόλο της ή να εξοφλήσει / να μειώσει τις δανειακές της υποχρεώσεις. Αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης, είναι ο λιγότερο δαπανηρός για μια ναυτιλιακή εταιρεία, καθώς στα έξοδα περιλαμβάνονται μόνο οι αμοιβές για την διαδικασία της ΑΔΠ.

Η εταιρεία μπορεί να ξεκινήσει κάποια δαπανηρά projects, τα οποία μάλιστα να εμπεριέχουν και αρκετά μεγάλη δόση κινδύνου, κάτι το οποίο δεν θα επιχειρούσε σε περίπτωση που δεν θα ήταν εισηγμένη.

Από την στιγμή που μια εταιρεία έχει επιτύχει την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο, είναι σε θέση, εφόσον οι συνθήκες της αγοράς είναι κατάλληλες, να αντλήσει επιπλέον κεφάλαια, με μια μελλοντική διάθεση μετοχών.

Εφόσον τα κεφάλαια, έχουν, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, αντληθεί χωρίς υποθήκευση των πλοίων και λοιπά εγγύα, υπάρχει μικρός βαθμός μόχλευσης (ίδια /ξένα κεφάλαια) της εταιρεία και επομένως μεγαλύτερη δυνατότητα να αντεπεξέλθει σε περιόδους κρίσεων.

Τα κεφάλαια από την ΑΔΠ, που επενδύονται αμέσως στην αγορά νέων πλοίων, συμβάλουν στην αύξηση του στόλου της εταιρείας και έτσι επιτυγχάνονται οικονομίες κλίμακας για την εταιρεία.

Από την στιγμή που η εταιρεία είναι εισηγμένη, μπορεί να χρησιμοποιήσει τις μετοχές της, ανταλλάσσοντάς τις, προκειμένου να αποκτήσει ή να συγχωνευθεί με άλλη εταιρεία. Ένα πρόσφατο παράδειγμα, είναι η εξαγορά της QMAR από την EXM. Μπορεί ακόμη, να μετατρέψει της προνομιούχες μετοχές της σε κοινές και να τις διαθέσει, επωφελούμενη από το premium. Επίσης, μπορεί να χρησιμοποιήσει τις μετοχές της ως κίνητρο απόδοσης για τους υπαλλήλους της, δίνοντας σε αυτούς έναν αριθμό μετοχών, ως επιβράβευση για την υψηλή απόδοσή τους.

Όταν μια εταιρεία επιτύχει την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο, βελτιώνεται το προφίλ της στην αγορά και είναι σίγουρα πιο εύκολο να αντλήσει στο μέλλον χρήματα μέσω τραπεζικής χρηματοδότησης, από την στιγμή που η τράπεζα θα γνωρίζει ότι έχει να κάνει με έναν πελάτη που υπόκειται και εφαρμόζει έναν σημαντικό αριθμό νόμων, κανονισμών και ρυθμίσεων και άρα είναι γενικότερα φερέγγυος.

Πέρα βέβαια από τα παραπάνω, ένα πολύ σημαντικό πλεονέκτημα για μια εταιρεία που επιτυγχάνει την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο, είναι το prestige που απολαμβάνει, καθώς υπάρχει ένα ολόκληρο περιβάλλον της χρηματιστηριακής αγοράς που, εκτός των επενδυτών, περιλαμβάνει αναλυτές δημοσιογράφους, διεθνείς οίκους αξιολόγησης κ.α., ασχολούνται καθημερινά μαζί της και την προβάλλουν με άρθρα και δημοσιεύσεις.

#### 10.2.Μειονεκτήματα

Υψηλό κόστος εισαγωγής, το οποίο κυμαίνεται από 6%-8% των συνολικών κεφαλαίων που αντλούνται από την ΑΔΠ. Το κόστος αυτό αφορά της αμοιβές αναδόχου και τα λοιπά έξοδα συμμόρφωσης με τις απαιτήσεις του χρηματιστηρίου εισαγωγής.

Η μεγάλη διασπορά των μετοχών ενέχει τον κίνδυνο να απολεσθεί η διοίκηση της εταιρείας, σε περίπτωση που αυτές αποκτηθούν, σε ανύποπτο χρόνο, από κάποια άλλη εταιρεία ή κάποιο κερδοσκοπικό fund.

Υπάρχει μεγάλη γραφειοκρατία και διοικητική δυσκινησία στο όνομα της διαφάνειας.

Η υποχρέωση για εταιρική διακυβέρνηση και η συμμόρφωση με πολλούς νόμους, κανονισμούς και ρυθμίσεις, έχουν ως αποτέλεσμα την απώλεια πολλών εργατοωρών στον έλεγχο και αποσπών το management από τα καθήκοντά του.

Η δημοσιοποίηση των διαδικασιών και η απώλεια της μυστικότητας στη χάραξη της στρατηγικής της ναυτιλιακής της εταιρείας, είναι κάτι που δεν αρέσει στους πλοιοκτήτες.

Το management, παρακολουθείται στενά από τους επενδυτές και τους αναλυτές της αγοράς. Οι τελευταίοι μάλιστα, δεν διστάζουν να καυτηριάσουν τις αποφάσεις της διοίκησης, σε περίπτωση που δεν τις βρίσκουν σωστές, δημιουργώντας αρνητικό κλίμα εις βάρος της εταιρείας.

Σε περίπτωση αποτυχημένης ΑΔΠ, τα έξοδα που θα έχει ήδη κάνει η εταιρεία συνιστούν ένα αρκετά υπολογίσιμο κεφάλαιο.

Υπάρχει πάντα και ο κίνδυνος του Underpricing. Όπως αναφέρθηκε, η υποτιμολόγηση αφορά χρήματα τα οποία χάνονται, όχι για κανέναν άλλο λόγο, αλλά επειδή οι μετοχές, κατά την φάση της ΑΔΠ τιμολογούνται σε τιμή χαμηλότερη από την πραγματική αγοραία τους, για να σιγουρευτούν οι εταιρεία και ο ανάδοχος ότι θα υπερκαλυφθεί η ΑΔΠ από τους επενδυτές. Έτσι, έχουμε περιπτώσεις όπως της Capital Product Partners ή της Dryships, όπου το Underpricing έφτασε τα \$ 61,7 εκατ. και τα \$ 28,6 εκατ. αντίστοιχα.

Υπάρχουν επομένως πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, σε κάθε περίπτωση εισαγωγής μιας ναυτιλιακής εταιρείας στο χρηματιστήριο. Οι λόγοι που επιβάλουν την σκοπιμότητα μιας τέτοιας κίνησης, αναφέρονται παραπάνω. Το management, καλείται να σταθμίσει τα υπέρ και τα κατά προτού προβεί σε μια τέτοιου είδους απόφαση, που θα αλλάξει για πάντα την μορφή και την οργανωτική δομή της ναυτιλιακής εταιρείας.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σήμερα, η παγκόσμια οικονομία βιώνει μια από τις μεγαλύτερες κρίσεις στην ιστορία της. Η ναυτιλιακή βιομηχανία, σαφώς επηρεασμένη από την παγκόσμια ύφεση, παρουσιάζει σημάδια κατάρρευσης σε όλους τους κλάδους της. Οι ναύλοι σχεδόν για όλα τα πλοία έχουν φτάσει στο ναδίρ και πολλές παραγγελίες που είχαν τοποθετήσει οι έλληνες εφοπλιστές τα προηγούμενα έτη, ακυρώνονται σε ένα ποσοστό 30%-35%, όχι βεβαίως χωρίς κόστος.

Η κατάρρευση της αγοράς, ήταν αποτέλεσμα και του over ordering των προηγούμενων ετών, που σε συνδυασμό με τις περιορισμένες διαλύσεις πλοίων, είχαν ως αποτέλεσμα την υπερπροσφορά χωρητικότητας, σε μια εποχή μάλιστα που η ζήτηση χωρητικότητας είχε μειωθεί.

Τα μηνύματα, βέβαια, είχαν δοθεί στην αγορά και πολύ αναλυτές αρθρογραφούσαν σχετικά με την επικείμενη πτώση των ναύλων. Η υψηλή όμως ρευστότητα που είχαν εξασφαλίσει οι εταιρείες, από την χωρίς προηγούμενο κερδοφορία των προηγούμενων ετών, τις έκανε να νιώθουν μια ασφάλεια. Σίγουρα όμως, δεν περίμεναν το μέγεθος της κρίσης.

Οι επικρατούσες συνθήκες, θεωρητικά είναι οι κατάλληλες για να βγουν κάποια συμπεράσματα, για το φαινόμενο των μαζικών ναυτιλιακών ΑΔΠ, των προηγούμενων χρόνων και ειδικότερα του έτους 2005.

Το σίγουρο είναι ότι εξαιτίας του μικρού βαθμού μόχλευσης που διαθέτουν, αλλά και των χρονοναυλώσεων μπορούν και αντεπεξέρχονται, με λιγότερες δυσκολίες από τις μη εισηγμένες, σε περιόδους κρίσης όπως αυτή των ημερών μας. Από την άλλη όμως, οι τιμές των μετοχών των εισηγμένων, έχουν και αυτές κυριολεκτικά καταρρεύσει, αποτυπώνοντας έτσι την αξία των πλοίων τους, αλλά και την εμπιστοσύνη των επενδυτών προς το management αυτών.

Μια προσεκτική ματιά στην υπό μελέτη ομάδα των εισηγμένων ελληνικών ναυτιλιακών εταιρειών, μας οδηγεί σε ορισμένα συμπεράσματα:

- 1) Όλες οι εισηγμένες, ακολουθούν μια συγκεκριμένη πεπατημένη, προκειμένου να περάσουν με επιτυχία την διαδικασία της εισαγωγής, η οποία απαιτεί συμμόρφωση από πλευράς της εταιρείας, με πληθώρα νόμων, κανονισμών και ρυθμίσεων. Έτσι, ένα πρώτο βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση, είναι η ίδρυση και εγγραφή της εταιρείας στα μητρώα επιχειρήσεων, κάποιου -σχετιζόμενου με τις ΗΠΑ- φορολογικού παραδείσου, με τα νησιά MARSHALL (RMI), να αποτελούν την αποκλειστική σχεδόν επιλογή τους.

2) Επίσης, παρατηρούμε ότι οι εταιρείες οι οποίες ανήκουν σε παραδοσιακές εφοπλιστικές οικογένειες διατηρούν ένα πολύ υψηλό ποσοστό του ενεργητικού τους, διαθέτοντας ένα μικρό μέρος στο επενδυτικό κοινό. Η Safe Bulkers των αδερφών Χατζηιωάννου διέθεσε μόλις το 18%, η Danaos του Ιωάννη Κούστα μόλις το 19%, ενώ η Diana Shipping του Σ. Παληού, διέθεσε το 31%. Σε αντίθεση βέβαια με την Top ships, που διέθεσε (αρχικά) το 73%, την EAGLE που διέθεσε (αρχικά) το 53%, την Quintana που διέθεσε το 65%, την Stealthgas που διέθεσε το 57%, την Omega που διέθεσε το 72%, την Capital Product Partners που διέθεσε το 100%, την Oceanfreight που διέθεσε το 99,7%.

3) Το ανταγωνιστικό περιβάλλον της ναυτιλίας, είναι ένας λόγος που οδηγεί τις εταιρείες σε μια τροχιά συνεχούς ανάπτυξης των στόλων τους, προκειμένου να διαδραματίσουν έναν σημαντικό ρόλο στην αγορά. Ο ανταγωνισμός όμως υπήρχε ανέκαθεν. Αυτό που δεν υπήρχε, ήταν η κατάρτιση της ιδιοκτησίας των ναυτιλιακών εταιρειών, σε σχέση με τα χρηματοοικονομικά εργαλεία που μπορούν να τις βοηθήσουν στον στόχο της ανάπτυξης. Από την στιγμή όμως που στην διοίκηση των ναυτιλιακών εταιρειών, οι κορυφαίες θέσεις, τις οποίες κατείχαν πλοίαρχοι, κατελήφθησαν σταδιακά από εξειδικευμένους managers, με παγκοσμιοποιημένη αντίληψη και γνώση των δυνατοτήτων και ευκαιριών που προσφέρονται, όσον αφορά στην χρηματοδότηση των ναυτιλιακών projects, ήταν αναμενόμενο πως θα άλλαζε και η φιλοσοφία περί ναυτιλιακής χρηματοδότησης.

4) Το μόνο που απέμενε, ήταν το ευνοϊκό οικονομικό περιβάλλον και αυτό δεν άργησε πολύ να έρθει. Η σημαντικοί ρυθμοί ανάπτυξης της Κίνας τα προηγούμενα χρόνια, παρέσυραν τη διεθνή ναυτιλία σε υψηλούς βαθμούς απασχόλησης σε όλους τους κλάδους της. Τα χωρίς προηγούμενο κέρδη των ναυτιλιακών εταιρειών, προσέλκυσαν την προσοχή των επενδυτών, αλλά και άνοιξαν την όρεξη στις ναυτιλιακές εταιρείες για περαιτέρω ανάπτυξη. Οι ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες, σαν έτοιμες από καιρό, εκμεταλλεύθηκαν το πολύ ευνοϊκό timing και προέβησαν στις ΑΔΠ, καταφέροντας να αντλήσουν σημαντικά ποσά για την ανάπτυξή τους, αλλά και για την αποπληρωμή των δανειακών τους υποχρεώσεων.

5) Ήταν τέτοια η εξοικείωση της νέας γενιάς των ελλήνων εφοπλιστών με το αντικείμενο των κεφαλαιαγορών, που είδαμε περιπτώσεις Blank Check εταιρειών οι οποίες απετέλεσαν αργότερα το όχημα εισαγωγής των κύριων εταιρειών, στο χρηματιστήριο. Είδαμε επίσης, ναυτιλιακές εταιρείες οι οποίες είχαν μικρούς στόλους

και είχαν σε εξέλιξη ένα ναυπηγικό πρόγραμμα, να ρυθμίζουν δεξιοτεχνικά τον χρόνο της ΑΔΠ τους, ώστε να αντλήσουν έγκαιρα τα κεφάλαια που απαιτούντο για την παραλαβή των παραγγελιών αυτών. Είδαμε ακόμη, εταιρείες να πραγματοποιούν ΑΔΠ, για να αντλήσουν κεφάλαια προκειμένου να αποκτήσουν πλοία από σχετιζόμενες με αυτές εταιρείες. Η περίπτωση της Capital Product Partners, είναι χαρακτηριστική. Υπήρξαν όμως και εταιρείες, που με τα αντληθέντα κεφάλαια, προέβησαν σε άνευ προηγουμένου επενδυτικούς ακροβατισμούς οι οποίοι τους οδήγησαν στη γιγάντωση (περίπτωση DRYS), αλλά σήμερα, μεσούσης της κρίσης, αντιμετωπίζουν προβλήματα αποπληρωμής των δανείων τους, εξαιτίας της μείωσης της κερδοφορίας τους.

6) Το σίγουρο είναι, πως η εικόνα των εισηγμένων ελληνικών ναυτιλιακών εταιρειών, δεν συνάδει με την εικόνα που έχουμε για την ελληνική ναυτιλιακή εταιρεία μέχρι σήμερα.

7) Η οικογενειακή δομή και οργάνωση της ελληνικής εταιρείας, αυτή δηλαδή που στήριξε το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα όλα αυτά τα χρόνια, δεν είναι το συστατικό στοιχείο της πλειοψηφίας των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών. Και όσες παραδοσιακές εταιρείες επιχειρούν την υπέρβαση του χρηματιστηρίου, το κάνουν στο βαθμό που διαθέτουν πολύ μικρό ποσοστό της μετοχικής τους βάσης στους επενδυτές, καθαρά πειραματικά πιστεύουμε.

8) Γνώμη του γράφοντα είναι πως το φαινόμενο του κύματος των ελληνικών ναυτιλιακών ΑΔΠ του έτους 2005, ήταν καθαρά συγκυριακό και αποτέλεσμα της επιθυμίας για γρήγορη ανάπτυξη και προβολή από μέρους ορισμένων νέων Ελλήνων εφοπλιστών. Οι παραδοσιακές εταιρείες, μαθημένες από τις κρίσεις του παρελθόντος, διαφυλάσσουν την ρευστότητα που έχει δημιουργηθεί από μια καλή για τη ναυτιλία περίοδο, αναμένοντας ευκαιρίες για asset play στις περιόδους της κρίσης, επενδύοντας αντικυκλικά. Αναπτύσσονται σε λογικά πλαίσια, με δάνεια που εξασφαλίζουν από τράπεζες με τις οποίες συνεργάζονται πολλά χρόνια και δεν επιδίδονται σε επενδυτικές υπερβολές, οι οποίες, αν μη τι άλλο, προκαλούν και στρεβλώσεις στην αγορά αυξάνοντας σημαντικά την προσφερόμενη χωρητικότητα.

9) Η εξασφάλιση χρηματοδότησης χωρίς εχέγγυα, είναι σίγουρα η ύψιστη πρόκληση για το management μιας ναυτιλιακής εταιρείας. Το τίμημα όμως είναι ο σταδιακός διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από το management, καθώς αυξάνεται η μετοχική βάση της εταιρείας, με την είσοδο επενδυτών, οι οποίοι αποκτούν συνήθως πάνω από το 50% της εταιρείας. Το να γίνεται λοιπόν ένας εφοπλιστής, υπάλληλος

στην ίδια την εταιρεία του, με την υποχρέωση να απολογείται για κάθε του απόφαση και να δημοσιεύει τα οικονομικά της εταιρείας του, ελεγχόμενος καθημερινά από ανεξάρτητους ελεγκτές ή και από τους αναλυτές της αγοράς, είναι μια εικόνα όχι συνηθισμένη για τα δεδομένα της ελληνικής ναυτιλίας και κουλτούρας.

10) Όπως αναφέρθηκε, οι εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες, χαρακτηρίζονται από υπό-απόδοση. Οι επενδυτές των ναυτιλιακών εταιρειών λοιπόν, είναι σίγουρο ότι δεν πρόκειται-μακροπρόθεσμα- να αποκομίσουν ιδιαίτερα υψηλά κέρδη από το performance της μετοχής και είναι σίγουρο ότι θα πιέσουν για διανομή κερδών. Αυτά όμως, είναι στις μέρες μας περιορισμένα. Τι γίνεται στην περίπτωση αυτή; Γνώριζε το management μιας εισηγμένης ναυτιλιακής εταιρείας, όταν επέλεγε τον δρόμο της ΑΔΠ, ότι θα έρθει κάποια στιγμή σε αυτήν την θέση;

11) Στην εποχή της τυποποίησης και των κανονισμών, το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα των ελληνικών εταιρειών οι οποίες μπορούσαν να διαχειρίζονται πλοία με μικρό λειτουργικό κόστος, τείνει να χαθεί. Το περιβάλλον της ναυτιλίας έχει γίνει πολύ ανταγωνιστικό, υποχρεώνοντας τις ναυτιλιακές εταιρείες να αναζητούν τρόπους να διασφαλίσουν το μερίδιο που τους ανήκει στην αγορά ή να το αυξήσουν. Στα πλαίσια αυτής της προσπάθειας, το management της κάθε επιχείρησης, αντιλαμβανόμενη την έννοια του ανταγωνισμού με τα δικά της κάθε φορά κριτήρια, επιδιώκει την ανάπτυξη με ποικίλους τρόπους. Ένας από αυτούς είναι ο τραπεζικός δανεισμός, άλλος είναι η συγχώνευση ή η εξαγορά μιας άλλης εταιρείας. Ένας άλλος τρόπος, είναι να δανειστεί κεφάλαια εκδίδοντας ομολογίες (Bonds). Άλλος τρόπος, είναι να βγει δυναμικά στην αγορά με δημόσια διάθεση μετοχών και να εισέλθει στο χρηματιστήριο.

12) Κάθε τρόπος και κάθε στρατηγική αντιμετώπισης του ανταγωνισμού, από μια ναυτιλιακή εταιρεία, έχει και το τίμημά της. Θα πρέπει να είναι προετοιμασμένο το management της ναυτιλιακής εταιρείας, για τις συνέπειες της κάθε επιλογής του και να έχει μελετηθεί η οποιαδήποτε ενέργεια μέχρι την τελευταία της λεπτομέρεια. Γιατί πλέον συζητάμε, στην περίπτωση της ΑΔΠ, για θεμελιώδεις αλλαγές στην οργανωτική δομή και στην διοικητική διάρθρωση της εταιρείας.



## **GLOSSARY**

**Aframax:** Crude oil tanker or product tanker too large to pass through the Panama Canal and below 120,000 dwt.

**AHTS:** Anchor Handling Tug Supply. Offshore vessel used for jobs such as the relocation of oil rigs and anchors of the oil rigs.

**ARM:** Adjustable Rate Mortgage. Mortgage loan with a variable interest rate that is being adjusted on a regular basis.

**Back-haul:** The leg of the trade route that has the lowest container volumes is often called 'back-haul', whereas the return leg is often referred to as 'head-haul'.

**Barrel:** A volumetric unit measure for crude oil and petroleum products equivalent to 42 U.S. gallons, or approximately 159 litres.

**BHP:** Break Horse Power. The amount of engine horsepower.

**Brent:** Term used for crude oil from the North Sea. Brent oil is traded at the International Petroleum Exchange in London, and the price of Brent is used as a benchmark for several other types of European oil.

**Bulk vessel:** Description of vessels transporting large cargo quantities, including coal, iron ore, steel, corn, gravel, oil, gas, etc.

**Bunker:** Fuel for vessels.

**Call on OPEC:** Defined as total global petroleum demand minus non-OPEC supply minus OPEC natural gas liquid supply.

**Capesize:** Dry bulk carrier of more than approximately 80,000 dwt; too large to pass through the Panama Canal.

**Cbm:** Cubic Meter.

**Ceu:** Car equivalent unit. Unit of measure indicating the car carrying capacity of a vessel.

**Cgt:** Compensated Gross Tonnage. International unit of measure that facilitates a comparison of different shipyards' production regardless of the types of vessel produced.

**Clean products:** Refers to light, refined oil products such as jet fuel, gasoline and naphtha.

**CoA:** Contract of Affreightment. Contract between shipping company and shipper concerning the freight of a predetermined volume of goods within a given period of time and/or at given intervals.

**CSR:** Common Structural Rules. A common set of construction rules agreed by the leading international classification societies to be applied to all new construction contracts from April 1, 2006 between shipyards and shipowners for tankers of 150 m or more in length and bulk carriers of 90 m or more in length. The CSR require the ships to be built at a higher set of standards thus enabling the ships to trade for longer.

**Dirty products:** Refers to heavy oils such as crude oil or refined oil products such as fuel oil, diesel oil or bunker oil.

**Dwt:** Dead Weight Tons. Indication of a vessel's cargo carrying capacity including bunkers, ballast, water and food supplies, crew and passengers).

**Dynamic Positioning:** Special instruments on board that in conjunction with bow thrusters and main propellers enable the ship to position itself in a fixed position in relation to the seabed.

**Feeder:** Small container carrier.

**FPSO:** Floating Production Storage Offloading unit. Vessel used in the offshore industry to process and store oil from an underwater (sub-sea) installation.

**Geared:** Indicates that a vessel is equipped with a crane or other lifting device.

**Gearless:** Indicates that a vessel is not equipped with a crane or other lifting device.

**Gt:** Gross Tons. Unit of 100 cubic feet or 2.831 cubic meters, used in arriving at the calculation of gross tonnage.

**Handy, tank:** Crude oil tanker, product tanker or chemical tanker of between 10,000 and 25,000 dwt.

**Handymax/Supramax, dry cargo:** Dry bulk carrier of between approximately 40,000 and 60,000 dwt.

**Handysize, dry cargo:** Dry bulk carrier of between approximately 10,000 and 40,000 dwt.

**Head-haul:** The leg of the trade route that has the highest container volumes is often called 'head-haul', whereas the return leg is often referred to as 'back-haul'. On routes where there is a great trading volume mismatch between head-haul and back-haul, the head-haul demand will most often determine the freight rate level.

**IEA:** International Energy Agency. A subsidiary of the OECD.

**Imarex:** International Maritime Exchange.

**IMO:** International Maritime Organization. An organisation under the UN.

**IMO I-III:** Quality grades for tankers for the permission to transport different chemical and oil products. IMO I are the most hazardous products, IMO III the least hazardous.

**Chemical tanker:** Tanker with coated or stainless steel tanks (IMO I-III).

**LOOP:** Louisiana Offshore Oil Port. A deepwater port in the Gulf of Mexico off the coast of Louisiana. LOOP provides tanker offloading and temporary storage services for crude oil transported on some of the largest tankers in the world of which some are too large for U.S. inland ports.

**LPG vessels:** Liquefied Petroleum Gas. Vessels used to transport ammonia and liquid gases (ethane, ethylene, propane, propylene, butane, butylenes, isobutene and isobutylene). The gases are transported under pressure and/or refrigerated.

**LR1, product tanker:** Long Range 1. Product tanker with the maximum dimensions for passing through the Panama Canal (width of 32.21 metres and length of 289.5 metres) of approximately 50,000—80,000 dwt.

**LR2, product tanker:** Long Range 2. Product tanker too large to pass through the Panama Canal and larger than approximately 80,000 dwt.

**Medium, tanker (MR):** Medium Range. Product tanker of between 25,000 and 50,000 dwt.

**MEW:** Mortgage Equity Withdraw. Defined as equity extracted from existing homes via cash-out refinancing, home equity borrowing, and/or housing turnover.

**Multi-Purpose:** Dry bulk carrier with multiple applications, mainly as a feeder vessel or for special cargo.

**Nautical Mile:** Distance unit measure of 1,582 meters, or 6,076.12 ft.

**Offshore vessel:** Vessel serving the offshore oil industry.

**OPEC:** Organisation of Petroleum Exporting Countries.

**Panamax, container:** Container carrier with the maximum dimensions for passing through the Panama Canal (width of 32.21 metres, length of 291 metres) of approximately 3,000—5,000 teu.

**Panamax, tanker:** Crude oil tanker or product tanker with the maximum dimensions for passing through the Panama Canal (width of 32.21 metres and length of 289.5 metres) of approximately 50,000—80,000 dwt.

**Panamax, dry cargo:** Dry bulk vessel with the maximum dimensions for passing through the Panama Canal (width of 32.21 metres and length of 289.5 metres) of approximately 60,000—80,000 dwt.

**PCC:** Pure Car Carrier. Car carrier built exclusively to transport passenger cars.

**Post-Panamax:** Container vessel of approximately 4,000+ teu that is too large to pass through the Panama Canal.

**Product tanker:** Tanker vessel with coated tanks used to transport refined oil products.

**PSV:** Platform Supply Vessel. Offshore vessel serving the offshore oil installations.

**Ro-Ro:** Roll On – Roll Off. Common description of vessels on which the cargo is rolled on board and ashore.

**Suezmax:** Crude oil tanker with the maximum dimensions for passing through the Suez Canal (approximately 120,000—200,000 dwt.).

**TCE:** Time Charter Equivalent.

**Teu:** Twenty Feet Equivalent Unit. Container with a length of 20 feet (about 6 metres) which forms the basis of describing the capacity of a container vessel.

**Teu-knots:** Unit of measure that takes account of the speed of the ships when estimating the actual supply of ships within a segment.

**Teu-nautical mile:** Unit of measure indicating the volume of cargo, measured in teu, and how far it has been transported, measured in nautical miles.

**Ton-nautical mile:** Unit of measure indicating the volume of cargo, measured in ton, and how far it has been transported, measured in nautical miles.

**Tonnage:** Synonymous with “vessel”.

**ULCC:** Ultra Large Crude Carrier. Crude oil tanker above 320,000 dwt.

**VLCC:** Very Large Crude Carrier. Crude oil tanker of between approximately 200,000 and 320,000 dwt.

**VLGC:** Very Large Gas Carrier. LPG ship with capacity above 60,000 cbm.

## **Bulk carrier type Dimensions Ship size**

### **Small Up to 10,000 dwt**

Overall ship length up to approx 115 m

### **Handysize 10,000 – 35,000 dwt**

Scantling draught up to approx 10 m

### **Handymax 35,000 – 55,000 dwt**

Overall ship length max 190 m (re port facilities in Japan)

### **Panamax**

max: Ship breadth equal to 32.2 / 32.3 m (106 ft) Overall ship length up to 225 m (re port facilities) **60,000 – 80,000 dwt** Overall ship length up to 289.6 m (950 ft) (re canal lock chamber) Passing ship draught up to 12.04 m (39.5 ft)

### **Capesize 80,000 – 200,000 dwt**

Breadth approx 43 - 45 m for 90,000 - 180,000 dwt

### **VLBC – Very Large Bulk Carrier More than 200,000 dwt**

Overall ship length above 300 m

## **Examples on special Bulk carrier sub-classes**

#### **• Kamsarmax:**

~82,000 dwt Panamax with increased LOA = 229 m (for Port Kamsar in Equatorial Guinea)

#### **• Dunkirkmax:**

~175,000 dwt large Capesize with max LOA = 289 m and max B = 45 m (for the French port's eastern harbour lock at Dunkirk)

#### **• Newcastlemax:**

~185,000 dwt large Capesize with max beam B = 47 m (for use of the Australian port of Newcastle)

#### **• Setouchmax:**

~205,000 dwt large Capesize (VLBC) with a low design draught of 16.10 m and max LOA = 299.9 m (for ports in Setouch Sea in Japan)

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1**

Stopford M., *Maritime Economics*, 2nd Edition, Routledge, London, 1997.

Stopford M., *Maritime Economics*, 3rd Edition, Routledge, London, 2009.

Branh A., *Elements of Shipping*, 8th Edition, Routledge, London 2007.

Γεωργαντόπουλος Ελ.- Βλάχος Γ., *Ναυτιλιακή Οικονομική*, Δεύτερη έκδοση, J&J Hellas , Πειραιάς 2003.

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2**

Θεοτοκάς Γ.- Χαρλαύτη Τζ., *Έλληνες εφοπλιστές και ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Οργάνωση, Διοίκηση, Στρατηγική*. Αλεξάνδρεια, Αθήνα, 2007.

Χαρλαύτη Τζ., *Η ιστορία της Ελληνόκτητης Ναυτιλίας 19<sup>ος</sup> – 20<sup>ος</sup> Αιώνας*. Νεφέλη, Αθήνα, 2001.

Lagoudis Ioan. – Theotokas Ioan., *The Competitive Advantage in the Greek Shipping Industry*. Maritime Transport: The Greek Paradigm, Elsevier, London, 2007.

Theotokas Ioan., *Greek Shipping Companies' Organization and Management*.

Γουλιέλμος Α., *Η Στρατηγική των Ελληνικών Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων*. Σταμούλης, Αθήνα, 2005.

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3**

Stopford M., *Maritime Economics*, 2nd Edition, Routledge, London, 1997.

Stopford M., *Maritime Economics*, 3rd Edition, Routledge, London, 2009.

Γεωργαντόπουλος Ελ.- Βλάχος Γ., *Ναυτιλιακή Οικονομική*, Δεύτερη έκδοση, J&J Hellas , Πειραιάς 2003.

Γκιζιάκης Κ., Παπαδόπουλος Α., Πλωμαρίτου Ε., *Εισαγωγή στις Ναυλώσεις*. 1<sup>η</sup> έκδοση, Σταμούλης, Αθήνα, 2002.

Γουλιέλμος Α., *Χρηματοδότηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων*. 2<sup>η</sup> έκδοση, Σταμούλης, Αθήνα, 2007.

#### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4**

Stopford M., *Maritime Economics*, 2nd Edition, Routledge, London, 1997.

Stopford M., *Maritime Economics*, 3rd Edition, Routledge, London, 2009.

Γεωργαντόπουλος Ελ.- Βλάχος Γ., *Ναυτιλιακή Οικονομική*, Δεύτερη έκδοση, J&J Hellas , Πειραιάς 2003.

Γουλιέλμος Α., *Χρηματοδότηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων*. 2<sup>η</sup> έκδοση, Σταμούλης, Αθήνα, 2007.

Syriopoulos Th., *Financing Greek Shipping: Modern Instruments, Methods and Markets*. Maritime Transport: The Greek Paradigm, Elsevier, London, 2007.

Harwood S., *Shipping Finance*, 3<sup>rd</sup> edition, Euromoney Books, London, 2006.

#### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5**

Stopford M., *Maritime Economics*, 2nd Edition, Routledge, London, 1997.

Stopford M., *Maritime Economics*, 3rd Edition, Routledge, London, 2009.

Γεωργαντόπουλος Ελ.- Βλάχος Γ., *Ναυτιλιακή Οικονομική*, Δεύτερη έκδοση, J&J Hellas , Πειραιάς 2003.

Γουλιέλμος Α., *Χρηματοδότηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων*. 2<sup>η</sup> έκδοση, Σταμούλης, Αθήνα, 2007.

Syriopoulos Th., *Financing Greek Shipping: Modern Instruments, Methods and Markets*. Maritime Transport: The Greek Paradigm, Elsevier, London, 2007.

Harwood S., *Shipping Finance*. 3<sup>rd</sup> edition, Euromoney Books, London, 2006.

Καβουσανός Εμμ.-Βισβίκης Η., *Διεθνή Χρηματιστήρια και Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων*. Ναυτικά Χρονικά, Τεύχος 108, 03/2008

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6**

Stopford M., *Maritime Economics*, 3rd Edition, Routledge, London, 2009.

Γουλιέλμος Α., *Χρηματοδότηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων*. 2<sup>η</sup> έκδοση, Σταμούλης, Αθήνα, 2007.

Syriopoulos Th., *Financing Greek Shipping: Modern Instruments, Methods and Markets*. Maritime Transport: The Greek Paradigm, Elsevier, London, 2007.

Harwood S., *Shipping Finance*. 3<sup>rd</sup> edition, Euromoney Books, London, 2006.

Merikas A., Gounopoulos D., Nounis Ch., *Global Shipping IPOs Performance*. Social Science Research Network. SSRN Papers. Posted 26-02-2009.

Καβουσανός Εμμ.-Βισβίκης Η., *Διεθνή Χρηματιστήρια και Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων*. Ναυτικά Χρονικά, Τεύχος 108, 03/2008

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7**

Syriopoulos Th., *Financing Greek Shipping: Modern Instruments, Methods and Markets*. Maritime Transport: The Greek Paradigm, Elsevier, London, 2007.



Συριόπουλος Θεόδ., *Ελληνόκτητη Ναυτιλία και Διεθνείς Χρηματιστηριακές Αγορές*. Ναυτικά Χρονικά, τεύχος 98, 03/2007.

Καβουσανός Εμμ.- Βισβίκης Η., *Νέες Εισαγωγές Ελληνικών Ναυτιλιακών Εταιρειών σε Χρηματιστήρια*. Ναυτικά Χρονικά, τεύχος 98, 03/2007.

Καβουσανός Εμμ.-Βισβίκης Η., *Διεθνή Χρηματιστήρια και Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων*. Ναυτικά Χρονικά, Τεύχος 108, 03/2008

Lloyds Shipping Economist, *IPO Craving Continues*. LSE, Vol. 27 , 07/2005  
McGroarty, R D, *Bull Run Spurs IPO Boom*. Lloyds Shipping Economist, Vol. 27, 07/2005.

Merikas A., Gounopoulos D., Nounis Ch., *Global Shipping IPOs Performance*. Social Science Research Network. SSRN Papers. Posted 26-02-2009.

Τσαμόπουλος Μ., *25 και να καίνε*. Εφημερίδα 'Πρώτο Θέμα', 23/05/2008.

Εφημερίδα Ημερησία : Διάφορα Τεύχη

Εφημερίδα Ναυτεμπορική : Διάφορα Τεύχη

Εφημερίδα Κέρδος : Διάφορα Τεύχη

[www.EDGARonline.com](http://www.EDGARonline.com)

[www.NYSE.com](http://www.NYSE.com)

[www.Nasdaq.com](http://www.Nasdaq.com)

[www.Yahoo!Finance.com](http://www.Yahoo!Finance.com)

[www.capitallink.com](http://www.capitallink.com)

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8**

Syriopoulos Th., *Financing Greek Shipping: Modern Instruments, Methods and Markets*. Maritime Transport: The Greek Paradigm, Elsevier, London, 2007.

Συριόπουλος Θεόδ., *Ελληνόκτητη Ναυτιλία και Διεθνείς Χρηματιστηριακές Αγορές*. Ναυτικά Χρονικά, τεύχος 98, 03/2007.

Καβουσανός Εμμ.- Βισβίκης Η., *Νέες Εισαγωγές Ελληνικών Ναυτιλιακών Εταιρειών σε Χρηματιστήρια*. Ναυτικά Χρονικά, τεύχος 98, 03/2007.

Καβουσανός Εμμ.-Βισβίκης Η., *Διεθνή Χρηματιστήρια και Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων*. Ναυτικά Χρονικά, Τεύχος 108, 03/2008

Εφημερίδα Ημερησία : Διάφορα Τεύχη

Εφημερίδα Ναυτεμπορική : Διάφορα Τεύχη

Εφημερίδα Κέρδος : Διάφορα Τεύχη

[www.EDGARonline.com](http://www.EDGARonline.com)

[www.NYSE.com](http://www.NYSE.com)

[www.Nasdaq.com](http://www.Nasdaq.com)

[www.Yahoo!Finance.com](http://www.Yahoo!Finance.com)

[www.capitallink.com](http://www.capitallink.com)

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9**

Syriopoulos Th., *Financing Greek Shipping: Modern Instruments, Methods and Markets*. Maritime Transport: The Greek Paradigm, Elsevier, London, 2007.

NYSE :*Final NYSE Corporate Governance rules(Approved by the SEC on November 4, 2003).*

OECD : *Principals for Corporate Governance (Revised 2004)*. OECD Publications & Documents 2004

[www.Stealthgas.com](http://www.Stealthgas.com): Corporate Governance

[www.Safebulk.com](http://www.Safebulk.com) Corporate Governance

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10**

Ξηραδάκης Γ., *Οι Ελληνικές Ναυτιλιακές Εταιρείες στα Διεθνή Χρηματιστήρια*

Ναυτικά Χρονικά: Τεύχος 108, 03/2008

Εφημερίδα Ημερησία : Διάφορα Τεύχη

Εφημερίδα Ναυτεμπορική : Διάφορα Τεύχη

Εφημερίδα Κέρδος : Διάφορα Τεύχη

# РАНЕЕЗНАМО ПЕРПАА