

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**



**ΤΜΗΜΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ  
ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑ**

**SPECIAL PURPOSE ACQUISITION  
COMPANIES (SPACs) ΣΤΗΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑ**



**Ζώρας Κωνσταντίνος**

Διπλωματική Εργασία  
που υποβλήθηκε στο Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών  
του Πανεπιστημίου Πειραιώς  
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού  
Διπλώματος ειδίκευσης στην Ναυτιλία.

Πειραιάς  
Νοέμβριος 2015

## **ΔΗΛΩΣΗ ΑΥΘΕΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ / COPYRIGHT**

«Το άτομο το οποίο εκπονεί την Διπλωματική Εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στην βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (εμπορικός, μη κερδοσκοπικός ή εκπαιδευτικός), τη 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 ύπο copyright κειμένου».

ΖΩΡΑΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

## **ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ**

«Η παρούσα Διπλωματική Εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την Τριμελή Εξεταστική Επιτροπή που ορίστηκε από τη ΓΣΕΣ του Τμήματος Ναυτιλιακών Σπουδών Πανεπιστημίου Πειραιώς σύμφωνα με τον Κανονισμό Λειτουργίας του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στην Ναυτιλία.

Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

ΜΕΡΙΚΑΣ ΑΝΔΡΕΑΣ (Επιβλέπων)

ΘΑΛΑΣΣΙΝΟΣ ΕΛΕΥΘΕΡΙΟΣ

ΘΕΟΔΩΡΟΠΟΥΛΟΣ ΣΩΤΗΡΙΟΣ

Η έγκριση της Διπλωματικής Εργασίας από το Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών του Πανεπιστημίου Πειραιώς δεν υποδηλώνει αποδοχή των γνωμών του συγγραφέα».

## **ΠΡΟΛΟΓΟΣ/ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες στον επιβλέποντα καθηγητή κύριο Ανδρέα Μερικά για τη μεταφορά γνώσεων, την αμέριστη συμπαράσταση και τη διακριτική επίβλεψή του.

Θα ήθελα επίσης να ευχαριστήσω ιδιαίτερα τον κύριο Ελευθέριο Θαλασσινό καθώς χωρίς την πολύτιμη συμβολή και καθοδήγησή του, δε θα είχα καταφέρει να ολοκληρώσω αυτή την επιστημονική μελέτη.

Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου για την αγάπη τους και τη διαρκή υποστήριξη των σπουδών μου καθώς και τους συμφοιτητές μου για την εμπιστοσύνη και τη συνεργασία τους.

Δήλωση Αυθεντικότητας/ Copyright	i
Τριμελής Εξεταστική Επιτροπή	ii
Πρόλογος/ Ευχαριστίες	iii
<b>ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ</b>	iv
<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ</b> .....	vi
<b>SUMMURY</b> .....	vii
<b>1ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	<b>1</b>
<b>2ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: Η ΝΑΥΤΙΛΙΑ ΣΗΜΕΡΑ</b> .....	<b>5</b>
2.1 Ο κλάδος της ναυτιλίας.....	5
2.1.1 Η διεθνής φύση της ποντοπόρου ναυτιλίας.....	7
2.1.2 Η κυκλικότητα της ποντοπόρου ναυτιλίας.....	8
2.1.3 Η ποντοπόρος ναυτιλία ως βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίου.....	9
2.1.4 Η σχέση υψηλού ρίσκου – χαμηλών αποδόσεων.....	10
2.2 Παγκόσμια Ναυτιλιακή Αγορά.....	10
2.3 Ναυτιλία και Οικονομική Ανάπτυξη.....	13
<b>3ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ</b> .....	<b>17</b>
3.1 Εισαγωγή.....	17
3.2 Ναυτιλιακή Χρηματοδότηση.....	19
3.3 Τραπεζικός Δανεισμός.....	21
3.4 Ομόλογα.....	24
3.5 Δάνεια ναυπηγείων και εξαγωγικές πιστώσεις.....	26
3.6 Χρηματοδοτική Μίσθωση (Leasing).....	28
3.7 Ενδιάμεση Χρηματοδότηση (Mezzanine Financing).....	30
3.8 Ίδια Κεφάλαια (Owner Equity).....	31
3.8.1 Ίδια Κεφάλαια (Owner Equity).....	32
3.8.2 Εισαγωγή στο χρηματιστήριο (Public Offering of equity).....	32
3.8.3 Ιδιωτική χρηματοδότηση και Όμιλοι κεφαλαίων (Ship funds and private placement of equity).....	34
<b>4ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΙΔΙΚΟΥ ΣΚΟΠΟΥ (Special Purpose Acquisition Companies - SPACs)</b> .....	<b>36</b>
4.1 Εισαγωγή.....	36

4.2 Έννοια – Περιεχόμενο .....	36
4.3 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση .....	39
4.4 Τρόπος Λειτουργίας.....	47
<b>5ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΙΔΙΚΟΥ ΣΚΟΠΟΥ (SPACs) ΣΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ.....</b>	<b>51</b>
5.1 Εισαγωγή.....	51
5.2 Τρόπος λειτουργίας.....	52
5.3 Εμπειρική Ανάλυση.....	55
<b>6ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ.....</b>	<b>58</b>
6.1 International Shipping Enterprises Inc. (2004).....	59
6.2 Star Maritime Acquisition Corp. (2005).....	60
6.3 Navios Maritime Acquisition (2007).....	62
<b>7ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....</b>	<b>64</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>68</b>

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η ναυτιλία, αποτελεί πιθανότατα την πιο εκτεταμένη και διεθνοποιημένη βιομηχανία, καθώς η φύση της επιτρέπει ή απαιτεί την ανάμειξη και συμμετοχή ενός ευρύτατου φάσματος νοοτροπίας, κουλτούρας και πρακτικών. Σήμερα, περισσότερο από το 90% του παγκόσμιου εμπορίου διακινείται μέσω θαλάσσης, ενώ η παγκόσμια ποντοπόρος ναυτιλία διαγράφει εξέχουσα πορεία τις τελευταίες δεκαετίες (OECD, 2013). Είναι προφανής η σημασία του ναυτιλιακού κλάδου και κατ' επέκταση η χρηματοδότηση του, το οποίο αποτελεί θέμα υψίστης σημασίας. Μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης, που κάνει όλο και πιο συχνά την εμφάνισή του και στην ναυτιλία είναι μέσω εταιρειών ειδικού σκοπού (Special Purpose Acquisition Companies - SPACs). Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός πως τα SPACs είναι εταιρείες οι οποίες δεν κατέχουν κανένα περιουσιακό στοιχείο, θεωρούνται «κενές εταιρείες» (shell companies) και πιο συγκεκριμένα κενές εταιρείες κεφαλαίου (cash shell companies).

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι η μελέτη και ανάλυση της χρηματοδότησης του ναυτιλιακού κλάδου μέσω των εταιρειών ειδικού σκοπού (SPAC). Η εργασία αυτή θα προσπαθήσει να διερευνήσει πως μπορεί να εφαρμοστεί αυτή η εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης στην ναυτιλιακή επιχείρηση και κατά πόσο και με ποιον τρόπο αυτή θα καταστεί αποδοτική για την οικονομική της ευημερία. Όσον αφορά την εμπειρική ανάλυση του θέματος, θα γίνει αναλυτική περιγραφή και κριτική διερεύνηση του θέματος, μέσα από μελέτη περιπτώσεων ναυτιλιακών εταιρειών, οι οποίες χρηματοδοτήθηκαν μέσω εταιρειών ειδικού σκοπού (SPAC).

**Λέξεις κλειδιά: Ναυτιλιακή Χρηματοδότηση, Εταιρείες Ειδικού Σκοπού, SPACs.**

## SUMMARY

Shipping is probably the most extensive and internationalized industry, as its nature allows or requires the involvement and participation of a wide range of attitudes, cultures and practices. Today, more than 90% of world trade is transported by sea, while the global ocean-going shipping has a prominent trend in recent decades (OECD, 2013). It is evident the importance of the maritime sector and therefore its financing, which is also a matter of great importance. An alternative form of financing which makes making more often its appearance, is through Special Purpose Acquisition Companies - SPAC. It is significant that a Special Purpose Acquisition Company is a company that does not own any asset, so is considered to be an "empty company" (shell companies) and more specifically these are companies with no capital funds (cash shell companies).

The objective of this paper is the study and analysis of the funding of the shipping industry through a special purpose acquisition company (SPAC). This paper will attempt to explore how to implement this alternative form of financing to a shipping company and whether and how it would be profitable for its economic prosperity. As for the empirical analysis of the issue, it will be a detailed description and critical investigation of the matter, through case studies of shipping companies, which were funded through special purpose acquisition companies (SPAC).

**Key Words: Shipping Finance, Special Purpose Acquisition Companies, SPACs.**



## 1ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Καθώς ο κόσμος έγινε πιο ανεπτυγμένος, η αναγκαιότητα να συνδεθούν οι αγορές με τις πρώτες ύλες, υπήρξε σημαντικός παράγοντας στη διαμόρφωση της παγκόσμιας οικονομίας μα πάνω απ' όλα στην διαμόρφωση των σημαντικότερων εμπορικών σχεδίων και ναυτιλιακών διαδρομών. Τελικά, οι μεγάλες θαλάσσιες συναλλαγές που καθιερώθηκαν επέτρεψαν στο παγκόσμιο εμπόριο μια τεράστια ποικιλία πόρων και προϊόντων, τα οποία είναι ευρέως προσβάσιμα και έτσι διευκολύνεται η ευρεία διανομή του κοινού πλούτου του πλανήτη μας (IMO, 2011).

Ο χώρος της ναυτιλίας χαρακτηρίζεται από υψηλό ανταγωνισμό και αποτελεί ένα τομέα ευαίσθητο σε πολλαπλούς κινδύνους. Άλλωστε είναι κοινά αποδεκτό ότι οι ναυτιλιακές αγορές επηρεάζονται πάντα από τους συνολικούς επιχειρηματικούς κύκλους.

Σύμφωνα με τον Stopford (2009), το ναυτιλιακό εμπόριο καθοδηγείται από τη ροή των μετρητών (cashflow) και προς τις δύο κατευθύνσεις, δηλαδή, προς τα μέσα και έξω από τη ναυτιλιακή αγορά. Αυτές οι συνεχείς εισροές και εκροές κεφαλαίων είναι η κύρια αιτία δημιουργίας του φαινομένου της κυκλικότητας, δηλαδή των συνεχών τάσεων ανόδου και καθόδου της ναυτιλιακής αγοράς κατά τακτά χρονικά διαστήματα. Η κυκλικότητα αυτή, έχει ως αποτέλεσμα την επικράτηση μόνο των ισχυρών και την απομάκρυνση από τον κλάδο όλων των αδύναμων επιχειρήσεων.

Παράλληλα, η αγορά χαρακτηρίζεται από έντονη κινητικότητα καθώς η είσοδος για εισαγωγή νέων οικονομικών μονάδων παραμένει διαρκώς ανοικτή. Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω και σε συνδυασμό με τη παγκοσμιοποίηση της αγοράς του ναυτιλιακού εμπορίου, γίνεται εύλογα κατανοητό το συμπέρασμα που καταλήγει ο Stopford, ότι πρόκειται για μια αγορά υψηλού ανταγωνισμού και σύμφωνα με τα πρότυπα των οικονομολόγων μπορεί να οριστεί ως «τελείως ανταγωνιστική». Ωστόσο, για να χαρακτηριστεί μια αγορά ως τέλειος ανταγωνισμός, απαραίτητο στοιχείο της πρέπει να είναι η ομοιογένεια, το οποίο λείπει, οπότε δεν μπορεί να ισχύσει κάτι τέτοιο στον κλάδο της ναυτιλίας.

Η χρησιμοποίηση του πλοίου ως μέσου μεταφοράς χρονολογείται εδώ και αιώνες και συγκεκριμένα πρωτότερα των άλλων μέσων μεταφοράς. Σήμερα το πλοίο θεωρείται ως το μοναδικό μέσο μεταφοράς, που εξασφαλίζει την από τεχνική και οικονομική πλευρά συμφέρουσα μεταφορά μεγάλης μάζας κυρίως χύδην φορτίων.

Επιπλέον, ολόκληρη η παγκόσμια οικονομία και η εύρυθμη λειτουργία αυτής, στηρίζονται στη μεταφορά μεγάλων ποσοτήτων χύδην φορτίων, όπως είναι οι πρώτες ύλες, τα καύσιμα και τα τρόφιμα (Γουλιέλμος, 2007).

Το πλοίο έκανε δυνατή την ανάπτυξη του παγκοσμίου εμπορίου γενικών φορτίων, τροφοδοτώντας με αυτό τον τρόπο όλες τις αγορές. Το γεγονός ότι η μαζική διακίνηση των αναγκαίων πρώτων και ενεργειακών υλών είναι πρακτικά δυνατή αλλά και συμφέρουσα μόνο δια θαλάσσης, ήταν από τους πρώτους παράγοντες που οδήγησαν στη συνειδητοποίηση του διεθνή χαρακτήρα των θαλάσσιων μεταφορών. Το γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος των χωρών εξαγωγής πρώτων υλών και καυσίμων είναι διασκορπισμένα στην υδρόγειο, έτσι ώστε να είναι δυνατή η σύνδεσή τους μόνο δια θαλάσσης είναι ο δεύτερος παράγοντας.

Το διεθνές θαλάσσιο εμπόριο, αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο, τόσο σε βάρος όσο και σε αξία, ποσοστό του συνολικού διεθνούς εμπορίου. Χωρίς την ανάπτυξη της ναυτιλίας, η ανταλλαγή των αγαθών και των υπηρεσιών θα ήταν υπερβολικά μικρότερη σε όγκο με σοβαρές επιπτώσεις στο επίπεδο ζωής παγκοσμίως (Branch, 1988). Η άποψη ότι η ναυτιλία είναι καταλυτικός παράγοντας στην οικονομική ανάπτυξη ενός τόπου δεν αποτελεί μία νέα παραδοχή. Για παράδειγμα ο Adam Smith (1776), για πολλούς ο πατέρας των σύγχρονων οικονομικών, θεωρούσε ότι η ναυτιλία είναι ένας από τους θεμέλιους λίθους της οικονομικής ανάπτυξης μιας χώρας.

Η ελληνική Ναυτιλία κατέχει ηγετική θέση στην παγκόσμια αγορά. Οι έλληνες πλοιοκτήτες ελέγχουν πάνω από 4.065 φορτηγά πλοία, εκ των οποίων περίπου 3.760 εκτιμώνται ότι είναι ποντοπόρα, σύμφωνα με στοιχεία του IHS Fairplay World Shipping Encyclopedia για το 2012. Επιπλέον ένδειξη της δύναμης της ελληνικής Ναυτιλίας αποτελεί το γεγονός ότι το 52% των εισηγμένων ναυτιλιακών στα δύο μεγαλύτερα (με βάση την κεφαλαιοποίηση) χρηματιστήρια στο κόσμο – NYSE και NASDAQ - έχει Έλληνες ιδιοκτήτες (IOBE, 2013).

Είναι προφανής η σημασία του ναυτιλιακού κλάδου και κατ' επέκταση η χρηματοδότησή του, το οποίο αποτελεί θέμα υψίστης σημασίας. Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση διαφέρει από τις άλλες μορφές χρηματοδοτήσεων κυρίως λόγω του ύψους των κεφαλαίων που απαιτούνται (βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίων), του ιδιοκτησιακού καθεστώτος των πλοιοκτητριών εταιρειών και της αστάθειας της ναυτιλιακής αγοράς. Αποτελεί, λοιπόν, βασικό παράγοντα για την δημιουργία και ανάπτυξη μιας ναυτιλιακής επιχείρησης, άρα και για την ευρύτερη οικονομική ανάπτυξη.

Οι Τράπεζες και λοιπά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα παίζουν καθοριστικό ρόλο στη ναυτιλία. Από τις υπηρεσίες τους εξαρτάται τόσο η ναυπήγηση νέων σκαφών όσο και η ομαλή λειτουργία των εφοπλιστικών εταιρειών. Η χρηματοδότηση με κεφάλαιο κίνησης και παγίων καλύπτει τα κενά διαστήματα ανάμεσα στην αποπληρωμή νέων σκαφών, την κάλυψη υποχρεώσεων και την είσπραξη ναύλων. Παράλληλα, οι προσφερόμενες εγγυήσεις κατά την παραγγελία νέων σκαφών παίζουν καθοριστικό ρόλο κατά τη σύναψη συμφωνιών καινούργιων ναυπηγήσεων. Είναι σημαντικό να τονιστεί, ότι σε συνεργασία με τις ασφαλιστικές εταιρείες, οι τράπεζες διυλίζουν τους εμφανιζόμενους κινδύνους και διευκολύνουν την επιχειρηματική ανάπτυξη όλων των εταιρειών που εμπλέκονται στη ναυτιλιακή αγορά. Σε περιόδους οικονομικής κρίσης όπου η επιλογή των τραπεζών είναι να περιορίσουν την παροχή ρευστότητας, δημιουργείται σημαντικό αρνητικό αντίκτυπο στις ναυτιλιακές εταιρείες και πτωτικές τάσεις στην αγορά. Αναμφίβολα το χρηματοοικονομικό σύστημα αποτελεί τη ραχοκοκαλιά της ναυτιλιακής αγοράς.

Η πρόσφατη κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος τόνισε την σημασία και την κρισιμότητα του θέματος αυτού, αφού επήλθαν πολλές βασικές αλλαγές στην διαδικασία χρηματοδότησης. Οι τράπεζες περιόρισαν σε σημαντικό βαθμό το ναυτιλιακό τους χαρτοφυλάκιο λόγω του γενικού κλίματος και της έλλειψης ρευστότητας που επικρατεί στην αγορά.

Έχουν αναπτυχθεί πολλές μορφές ναυτιλιακής χρηματοδότησης εκτός από την τραπεζική χρηματοδότηση, όπως είναι τα μετοχικά κεφάλαια (δημόσια ή ιδιωτικά), η ενδιάμεση χρηματοδότηση, η χρηματοδοτική μίσθωση, η εισαγωγή της εταιρείας στο χρηματιστήριο καθώς και οι εταιρείες ειδικού σκοπού (Special Purpose Acquisition Companies - SPACs). Η μορφή της χρηματοδότησης εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, όπως τη μορφή της επιχείρησης, την υπάρχουσα κεφαλαιακή υποδομή, την διαθεσιμότητα των διαφόρων μορφών χρηματοδότησης, την τωρινή και μελλοντική κερδοφορία της ναυτιλιακής επιχείρησης, το μέγεθος των πλοίων, την τεχνολογική ενσωμάτωση, το κόστος των ναυπηγικών χωρών. Το ιδιοκτησιακό καθεστώς των πλοίων έχει μεγάλη σημασία, αφού σε γενικές γραμμές οι πλοιοκτήτες προκειμένου να χρηματοδοτήσουν την αγορά ενός πλοίου δημιουργούν νέα εταιρεία και υποθηκεύουν το πλοίο ως εγγύηση για το δάνειο.

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι η μελέτη και ανάλυση της χρηματοδότησης του ναυτιλιακού κλάδου μέσω των εταιρειών ειδικού σκοπού (SPAC). Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός πως τα SPACs είναι εταιρείες οι οποίες δεν κατέχουν κανένα

περιουσιακό στοιχείο, θεωρούνται «κενές εταιρείες» (shell companies) και πιο συγκεκριμένα κενές εταιρείες κεφαλαίου (cash shell companies) και δεν διαφέρουν πολύ από τις αντίστροφες συγχωνεύσεις, καθώς μία “κενή” εταιρεία (shell company) προτίθεται να αγοράσει μία εταιρεία με μόνιμη λειτουργία και αντικείμενο.

Η εργασία αυτή θα προσπαθήσει να διερευνήσει πως μπορεί να εφαρμοστεί αυτή η εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης στην ναυτιλιακή επιχείρηση και με ποιον τρόπο αυτή θα καταστεί αποδοτική για την οικονομική της ευημερία. Όσον αφορά την εμπειρική ανάλυση του θέματος, θα γίνει αναλυτική περιγραφή και κριτική διερεύνηση του θέματος, μέσα από μελέτη τριών περιπτώσεων ελληνικών ναυτιλιακών εταιρειών, οι οποίες χρηματοδοτήθηκαν μέσω εταιρειών ειδικού σκοπού (SPACs).

## **2ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: Η ΝΑΥΤΙΛΙΑ ΣΗΜΕΡΑ**

Η Ναυτιλία αποτελεί μια πολύ σημαντική δραστηριότητα της ανθρωπότητας σε όλη την ιστορία της, ιδιαίτερα όταν η ευημερία και η ανάπτυξη βασίστηκε κατά κύριο λόγο στο παγκόσμιο αλλά και διαπεριφερειακό εμπόριο. Στην πραγματικότητα, η μεταφορά έχει αποκαλεστεί έναν από τους τέσσερις ακρογωνιαίους λίθους της παγκσμιοποίησης, μαζί με την επικοινωνία, τη διεθνή τυποποίηση και την απελευθέρωση του εμπορίου (Kumar and Hoffmann, 2002). Σήμερα, περισσότερο από το 90% του παγκόσμιου εμπορίου διακινείται μέσω θαλάσσης, ενώ η παγκόσμια ποντοπόρος ναυτιλία διαγράφει εξέχουσα πορεία τις τελευταίες δεκαετίες. Ωστόσο, η παγκόσμια οικονομική ύφεση σε συνδυασμό με σωρεία λοιπών γεγονότων που παρουσιάζονται στη συνέχεια του παρόντος κεφαλαίου, οδήγησαν σε βαθιά κάμψη των σχετικών δεικτών εργασιών του κλάδου, ήδη από το 2008.

Πέραν της οικονομικής κρίσης η παγκόσμια ναυτιλία καλείται να αντιμετωπίσει σειρά προβλημάτων που συνδέονται άρρηκτα με το οικονομικό κλίμα. Η ανάπτυξη της βιομηχανικής παραγωγής (εξορύξεις πρώτων υλών, παραγωγή ενέργειας) περιορίζεται, ενώ παράλληλα κάμπτεται η ζήτηση για βιομηχανικά και καταναλωτικά προϊόντα, συμπαρασύροντας τις ανάγκες για θαλάσσιες μεταφορές (IOBE, 2013).

Είναι χρήσιμο, για την καλύτερη κατανόηση των σημερινών οικονομικών συνθηκών αλλά και για την περαιτέρω ανάλυση του θέματος της χρηματοδότησης των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, να αναλύσει κανείς την έννοια αλλά και τον ρόλο του κλάδου της ναυτιλίας.

### **2.1 Ο κλάδος της Ναυτιλίας**

Σήμερα, η ναυτιλία αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα υποσυστήματα της θαλάσσιας οικονομίας, με βασική δραστηριότητα τη μεταφορά επιβατών και εμπορευμάτων. Η ναυτιλιακή βιομηχανία συγκροτείται από ένα σύνολο ξεχωριστών αγορών, άλλοτε τοπικών και άλλοτε εθνικών, περιφερειακών και παγκόσμιων, που διαφοροποιούνται ως προς τον τύπο του μεταφερόμενου φορτίου και του πλοίου, τις απαιτήσεις των θαλάσσιων διαδρομών και το γεωγραφικό καταμερισμό (Γκιζιάκης, Παπαδόπουλος, Πλωμαρίτου, 2002). Η βασική ταξινόμηση των ναυτιλιακών υπηρεσιών βασίζεται στο είδος των πλοίων και των μεταφορών που εκτελούνται. Έτσι,

ενώ η επιβατηγός ναυτιλία παρέχει υπηρεσίες μεταφοράς επιβατών μέσω συγκεκριμένων διαδρομών ή επιβατικών γραμμών, η ναυτιλία μεταφοράς εμπορευμάτων παρέχει υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών μέσω συγκεκριμένων και καθιερωμένων θαλάσσιων οδών ή μέσω «ελεύθερων διαδρομών» (Donnovan and Bonney, 2006).

Όπως έχει αναφερθεί, η ναυτιλία είναι μια παγκοσμιοποιημένη βιομηχανία που αποτελείται από επιμέρους επιχειρήσεις, οι οποίες αντλούν τους παραγωγικούς τους συντελεστές και προσφέρουν το προϊόν τους στην παγκόσμια αγορά. Κατά αυτήν την έννοια οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις δεν περιορίζονται γεωγραφικά, όμως η ναυτιλιακή βιομηχανία δεν πρέπει να προσεγγίζεται ως μία ενιαία βιομηχανία. Είναι λοιπόν αναγκαίο να γίνει η διάκρισή της στις επιμέρους αγορές – τομείς που την απαρτίζουν.

Η πρώτη βασική διάκριση στο χώρο της ναυτιλίας σύμφωνα με τον Stopford (2009), αφορά το διαχωρισμό της σε δύο μεγάλες βιομηχανίες, την αγορά γραμμών (liner shipping market) και την αγορά μεταφοράς χύδην φορτίου (bulk shipping market).

Το βασικό χαρακτηριστικό της liner είναι η μεταφορά γενικού φορτίου, δηλαδή οποιαδήποτε παρτίδα φορτίου, το οποίο δεν είναι ικανό από μόνο του να συμπληρώσει τη χωρητικότητα ενός πλοίου και άρα μεταφέρεται από κοινού μαζί με άλλες παρτίδες φορτίου. Αντίστοιχα ως χύδην φορτίο ορίζεται κάθε παρτίδα φορτίου η οποία μεταφέρεται χύμα και έχει τέτοιο μέγεθος, ώστε να μπορεί από μόνη της να συμπληρώσει τη χωρητικότητα ενός πλοίου ή ενός αμπαριού.

Τέλος, ως τρίτη μεγάλη κατηγορία στη ναυτιλιακή βιομηχανία, είναι απαραίτητο να αναφερθεί η επιβατηγός ναυτιλία (passenger shipping market), η οποία διαχειρίζεται τη μεταφορά του ανθρώπινου φορτίου και η ναυτιλία διαφοροποιημένης ειδίκευσης στην οποία ανήκουν επιχειρήσεις που διαχειρίζονται πλοία πολλών ειδικεύσεων και δραστηριοποιούνται σε περισσότερες αγορές.

Η ανάγκη για ασφαλή και αποτελεσματική μεταφορά των αγαθών διά θαλάσσης οδήγησε στην κατασκευή και εξέλιξη πολλών τύπων πλοίων, οι οποίοι με τη σειρά τους διακρίνουν την εμπορική ναυτιλία σε bulk και liner. Για παράδειγμα, τα πιο διαδεδομένα πλοία στην πρώτη κατηγορία, είναι τα δεξαμενόπλοια, τα οποία μεταφέρουν χύδην υγρά φορτία, όπως είναι το αργό ή ακάθαρμο πετρέλαιο (crude ή dirty oil) και τα προϊόντα πετρελαίου (oil products), καθώς και χημικά, κρασί φυτικά έλαια κ.ά. Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν τα πλοία πολλαπλών χρήσεων, τα οποία

μπορούν να μεταφέρουν εμπορευματοκιβώτια ή γενικό φορτίο στο ένα σκέλος της διαδρομής και άλλες μορφές φορτίου κατά την επιστροφή.

Είναι φανερό ότι η Εμπορική Ναυτιλία θα πρέπει να μην αντιμετωπίζεται ως ένα σύνολο διακριτών αγορών με διαφορετικό χαρακτήρα η κάθε μία, αλλά θα πρέπει επίσης να αποτελεί μία ενιαία βιομηχανία προσφοράς θαλάσσιων μεταφορικών υπηρεσιών, μία ενιαία οικονομική μονάδα, στην οποία οι ναυτιλιακές εταιρείες έχουν τη δυνατότητα να δραστηριοποιούνται τόσο στη liner όσο και στη bulk αγορά (Γκιζιάκης, Παπαδόπουλος, Πλωμαρίτου, 2002).

Τα βασικά χαρακτηριστικά της ποντοπόρου ναυτιλίας είναι η διεθνής της φύση, η κυκλικότητα των ναυτιλιακών αγορών, οι εκτεταμένες ανάγκες της σε επενδύσεις κεφαλαίων και η σχέση μεταξύ υψηλού κινδύνου και χαμηλών αποδόσεων.

### **2.1.1 Η διεθνής φύση της ποντοπόρου ναυτιλίας**

Η ποντοπόρος ναυτιλία χαρακτηρίζεται ως διεθνής βιομηχανία, δεδομένου ότι τα πλοία κατά το μεγαλύτερο χρόνο της ζωής τους, εργάζονται σε περιοχές διαφορετικές από εκείνη της χώρας στην οποία ανήκει η σημαία που φέρουν ή της χώρας στην οποία εδρεύει η πλοιοκτήτρια εταιρεία. Κάθε πλοίο πρέπει να ανήκει σε κάποιο κράτος σημαίας. Αυτό είναι γνωστό ως η εθνικότητα του πλοίου ή η σημαία του (Ρούσος, 2006). Ειδικότερα το πλοίο είναι εγγεγραμμένο σε κάποιο λιμάνι του κράτους σημαίας γνωστό ως λιμάνι εγγραφής (Kidman, 2001). Σύμφωνα με το διεθνές δίκαιο κάθε κράτος που επιτρέπει την εγγραφή πλοίων κάτω από την σημαία του έχει το δικαίωμα να τα ελέγχει σε τεχνικά και λειτουργικά θέματα. Είναι λοιπόν φανερό ότι μέσα στη ναυτιλιακή βιομηχανία γίνεται διαρκής μετακίνηση κεφαλαίου και εργατικού δυναμικού σε παγκόσμιο επίπεδο,

Με σκοπό την διασφάλιση της τάξης στις ανοιχτές θάλασσες, ένα πλοίο που δεν ναυσιπλοεί κάτω από την σημαία ενός κράτους, δεν έχει καμία προστασία. Και αυτό διότι η ελεύθερη ναυσιπλοΐα στις ανοιχτές θάλασσες είναι αποκλειστικό δικαίωμα των πλοίων όπου ναυσιπλοούν με τη σημαία κάποιας χώρας. Η αρχή της ελευθερίας των θαλασσών προϋποθέτει την ανεμπόδιστη πρόσβαση των πλοίων που ανήκουν σε κάποιο κράτος σε όλα τα μέρη του κόσμου. Όλα τα πλοία που ναυσιπλοούν στις ανοιχτές θάλασσες πρέπει να έχουν αποκτήσει εθνικό χαρακτήρα (U.S. Department of Transportation, 2006). Το πλοίο χωρίς σημαία και αυτό που δεν ανήκει σε ένα κράτος, υπόκειται σε απαγόρευση απόπλου (International Transport Workers' Federation).

Η χρηματοδότηση της βιομηχανίας αυτής γίνεται κατά το μεγαλύτερο ποσοστό από τράπεζες, οι οποίες χρηματοδοτούν πλοιοκτήτριες εταιρείες σε όλο τον κόσμο, ακόμη και ανη χώρα στην οποία εδρεύει η πλοιοκτήτρια και η χρηματοδότη τράπεζα διαφέρουν. Στη ναυτιλία δεν είναι απίθανο το φαινόμενο μια Ελληνική τράπεζα, να δανείζει μια πλοιοκτήτρια εταιρεία, η οποία εδρεύει στην Κύπρο, ενώ το πλοίο έχει υψώσει σημαία Παναμά, ενώ ταυτόχρονα ο προσωπικός εγγυητής να φέρει Ελληνική υπηκοότητα και η σύμβαση δανείου να διέπεται από το Αγγλικό δίκαιο.

Υποκείμενο της χρηματοδότησης είναι το πλοίο. Κατά τη λειτουργία του δραστηριοποιείται υπό το ιδιοκτησιακό αλλά και λειτουργικό καθεστώς διαφορετικών εθνικοτήτων και νομοθεσιών, πέραν τούτου όμως, εκτίθεται και σε κινδύνους οι οποίοι αφορούν στους θαλάσσιους δρόμους τους οποίους ακολουθεί και στα λιμάνια στα οποία προσεγγίζει. Η αδυναμία ανταπόκρισης του πλοιοκτήτη στις δανειακές του υποχρεώσεις, μπορεί να οδηγήσει σε χρονοβόρες δικαστικές αντιδικίες μεταξύ πλοιοκτητών και χρηματοδοτών, οι οποίες τελικά ίσως οδηγήσουν και στο χαρακτηρισμό του δανείου ως μη εξυπηρετούμενο (bad loan), εφόσον δε διαφαίνεται πιθανότητα εξόφλησής του. Ένας από τους βασικούς στόχους της πιστοδοτικής πολιτικής είναι η ελαχιστοποίηση αυτών των περιπτώσεων σε τέτοιο βαθμό, ώστε το άθροισμα των εξυπηρετούμενων δανείων να είναι μεγαλύτερο από το άθροισμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

### **2.1.2 Η κυκλικότητα της ποντοπόρου ναυτιλίας**

Οι διακυμάνσεις στη παγκόσμια οικονομία, οι πόλεμοι, οι πολιτικές εξεγέρσεις, τα φυσικά φαινόμενα κ.ά. αποτελούν εξωγενείς παράγοντες, οι οποίοι επηρεάζουν τη διαμόρφωση της ζήτησης της προσφερόμενης χωρητικότητας. Από την άλλη πλευρά η παραλαβή νέων κατασκευών, η διάλυση πλοίων, ο παροπλισμός και η επανείσοδος της παροπλισμένης χωρητικότητας, η μετακίνηση πλοίων μεταξύ επικαλυπτόμενων αγορών αποτελούν ενδογενείς παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν τη διαμόρφωση της προσφερόμενης χωρητικότητας και οδηγούν στη διαμόρφωση του επιπέδου των τιμών των ναύλων και των αξιών των πλοίων, άρα και στη δημιουργία των ναυτιλιακών κύκλων. Η κυκλικότητα της ναυτιλίας επηρεάζει τη διαμόρφωση της αξίας του πλοίου, τη χρηματοροή του αλλά και την αξία διάλυσής του.

Οι ναυτιλιακοί κύκλοι, ανάλογα με τη διάρκειά τους, διακρίνονται κυρίως σε κύκλους μικρής, μέσης και μεγάλης διάρκειας. Ο Kirkaldy είδε το ναυτιλιακό κύκλο



ως συνέπεια του μηχανισμού της ναυτιλιακής αγοράς. Τα μέγιστα και τα ελάχιστα του κύκλου είναι ενδείξεις ότι η αγορά προσαρμόζει τη προσφορά στη ζήτηση μέσω των διακυμάνσεων των χρηματικών ροών (Hampton, 1990).

Συμπερασματικά, μπορεί κανείς να πει ότι ο ναυτιλιακός κύκλος λειτουργεί ως μηχανισμός εξισορρόπησης μεταξύ της προσφοράς και της ζήτησης στην ναυτιλιακή αγορά. Όσο η προσφερόμενη χωρητικότητα είναι μεγαλύτερη από τη ζήτηση, η αγορά ανταμείβει τους πλοιοκτήτες με υψηλά επίπεδα ναύλων και αύξηση της αξίας των πλοίων. Η τάση αυτή διατηρείται έως τη χρονική περίοδο κατά την οποία αρχίζει να αναστρέφεται η σχέση προσφοράς και ζήτησης εξαιτίας των παραδόσεων των νεότευκτων πλοίων, της μείωσης των διαλύσεων και της ενεργοποίησης της χωρητικότητας, η οποία είχε τεθεί σε κατάσταση παροπλισμού σε προηγούμενες φάσεις του ναυτιλιακού κύκλου. Την ανατροπή της σχέσης προσφοράς – ζήτησης, ακολουθεί η πτώση στα επίπεδα των ναύλων, στη χρηματοδότηση και στις αξίες των πλοίων, οι πλοιοκτήτες είτε οδηγούν τα πλοία τους σε διάλυση, είτε τα θέτουν σε κατάσταση παροπλισμού (αν μπορούν να ανταπεξέλθουν σε αυτό το κόστος).

### **2.1.3 Η ποντοπόρος ναυτιλία ως βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίου**

Η ναυτιλία είναι μια από τις πιο απαιτητικές βιομηχανίες, όσον αφορά στο ύψος των κεφαλαίων που απαιτούνται για μια επένδυση. Γενικότερα στη ναυτιλιακή βιομηχανία υπάρχει αδυναμία πρόβλεψης των κινήσεων των ναύλων ή των αξιών των πλοίων, αφού η ναυτιλιακή αγορά μπορεί να χαρακτηριστεί ως πλήρως ανταγωνιστική και εξαιρετικά πολύπλοκη.

Η ναυτιλιακή βιομηχανία λοιπόν χαρακτηρίζεται ως ένας τομέας εντάσεως κεφαλαίου ο οποίος παρουσιάζει κυκλικότητα, έντονα φαινόμενα ανταγωνισμού και μεγάλη ευαισθησία σε απότομες μεταβολές του συστήματος και της ισορροπίας μεταξύ ζήτησης - προσφοράς. Το γεγονός αυτό επιδρά στις τιμές των ναύλων και τις αξίες των πλοίων. Οι έντονες διακυμάνσεις της ναυλαγοράς καθιστούν σημαντική την χρονική στιγμή λήψης μιας απόφασης επενδυτικού χαρακτήρα στον τομέα της ναυτιλίας.

Η χρονική τοποθέτηση των αποφάσεων αποτελεί βασικό παράγοντα καθορισμού του κόστους μιας ναυτιλιακής επένδυσης, η οποία μπορεί να αφορά την παραγγελία ή την αγορά ενός πλοίου. Το ύψος των κεφαλαίων τα οποία απαιτούνται για μια τέτοια επένδυση, είναι εξαιρετικά δύσκολο να καλυφθούν από τα ίδια κεφάλαια του φορέα. Για αυτό το λόγο και οι πλοιοκτήτες καταφεύγουν στη χρηματοδότηση. Το ύψος του

ποσού της χρηματοδότησης είναι ανάλογα υψηλό με τις απαιτήσεις μιας τέτοιας επένδυσης.

#### **2.1.4 Η σχέση υψηλού ρίσκου – χαμηλών αποδόσεων**

Παρά το γεγονός ότι η ναυτιλία είναι ένας τομέας με υψηλό κίνδυνο, οι συνήθεις αποδόσεις οι οποίες παρατηρούνται στη βιομηχανία αυτή δεν φαίνεται να είναι ανάλογες του κινδύνου τον οποίο αναλαμβάνουν οι επενδυτές. Η απόδοση μιας επένδυσης στη ναυτιλία ανέρχεται ετησίως σε ποσοστό χαμηλότερο του 10%. Πρόκειται για τη χαμηλότερη σε σχέση με άλλες βιομηχανίες, ενώ την ίδια στιγμή η διακύμανση των αποδόσεων είναι εξαιρετικά υψηλή (Stopford, 2009).

Το χαμηλό επίπεδο αποδοτικότητας αφήνει τους πλοιοκτήτες ευάλωτους στις μεταβολές της αγοράς στις διάφορες φάσεις του ναυτιλιακού κύκλου και περιορίζει τη δυνατότητα τους, όσον αφορά στη κάλυψη των τόκων δανεισμού. Ιδιαίτερα πλήττονται οι μικρού και μεσαίου μεγέθους ναυτιλιακές επιχειρήσεις για τις οποίες σε περιόδους ύφεσης δεν υφίσταται η δυνατότητα σταυροειδούς χρηματοδότησης, κατά την οποία τα κέρδη κάποιων πλοίων του ομίλου τα οποία λειτουργούν αποκομίζοντας κέρδη χρησιμοποιούνται προκειμένου να καλύψουν τις υποχρεώσεις άλλων πλοίων του ίδιου ομίλου τα οποία λειτουργούν με ζημίες (Γουλιέλμος, 2007).

## **2.2 Παγκόσμια Ναυτιλιακή Αγορά**

Στη σημερινή εποχή της παγκοσμιοποίησης ο αναπτυξιακός ρυθμός της ναυτιλίας εξαρτάται από τις διεθνείς οικονομικές εξελίξεις. Την τελευταία δεκαετία, διαμορφώθηκε ένα νέο οικονομικό περιβάλλον με την εντυπωσιακή ανάπτυξη της Κίνας και άλλων αναδυόμενων οικονομιών. Η διαδικασία εκβιομηχάνισης των αναπτυσσόμενων χωρών οδήγησε σε διαφοροποίηση του διεθνούς εμπορίου, αφού οι χώρες αυτές εισάγουν πρώτες ύλες και εξάγουν βιομηχανικά προϊόντα. Κατά συνέπεια παρατηρήθηκε αύξηση της ζήτησης χωρητικότητας για υγρό και ξηρό φορτίο, αλλά και για εμπορευματοκιβώτια, οπότε και οι δείκτες της ναυλαγοράς παρουσίασαν σημαντική άνοδο. Βέβαια, η κρίση η οποία εκδηλώθηκε και συνεχίζεται μέχρι σήμερα είχε ως αποτέλεσμα νέα πτώση της ναυτιλιακής αγοράς σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Η ναυτιλία είναι ένας από τους κλάδους που επηρεάστηκαν σχεδόν άμεσα από την τρέχουσα οικονομική αναταραχή στις παγκόσμιες χρηματοοικονομικές αγορές,

σημειώνοντας μεγάλη μείωση στις τιμές τόσο των ναύλων, όσο και των αξιών των πλοίων (European Community Shipowners' Associations – ECSA, 2015).

Κατ' αρχήν, η μείωση των δανειακών κεφαλαίων από αρκετές ναυτιλιακές τράπεζες, ως απόρροια της έλλειψης ρευστότητας των τελευταίων, περιόρισε την περαιτέρω δραστηριότητα και ανάπτυξη αφενός του διεθνούς εμπορίου των αγαθών και των πρώτων υλών, αφετέρου της ίδιας της ναυτιλιακής αγοράς. Η τρέχουσα δυσπιστία μεταξύ των τραπεζών και η έλλειψη εγγυητικών επιστολών περιόρισαν στο ελάχιστο τα πιστωτικά όρια στη χορήγηση νέων δανείων, γεγονός που είχε αρνητικό αντίκτυπο στον όγκο των μεταφερόμενων φορτίων, η μεταφορά των οποίων προϋποθέτει τη διάθεση εγγυητικών επιστολών. Πρόσθετα, το παγκόσμιο εμπόριο περιορίστηκε εξαιτίας της μειωμένης ζήτησης για καταναλωτικά αγαθά (με περικοπές στην παραγωγή και με μείωση του εξαγωγικού εμπορίου). Λαμβάνοντας υπόψη ότι η ζήτηση στη ναυτιλία είναι παράγωγος ζήτηση, η ήδη μειωμένη ζήτηση αγαθών κατέστησε δύσκολη τη μεταφορά διά θαλάσσης, δυσχεραίνοντας περαιτέρω την ανέλιξη της ναυτιλιακής αγοράς (Χαραλαμπίδης, 1986).

Άλλωστε και την τρέχουσα περίοδο η παγκόσμια κρίση έχει οδηγήσει σε σημαντική μείωση των ναύλων και των αξιών των πλοίων. Οι σχέσεις μεταξύ τραπεζών και ναυτιλιακών εταιρειών έχουν διαταραχτεί, με αποτέλεσμα η ναυτιλιακή χρηματοδότηση να αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα. Η διεθνής οικονομική κρίση έχει επηρεάσει και τις αναπτυσσόμενες αγορές της Κίνας και της Ινδίας. Κατ' επέκταση αυτό δημιουργεί πρόβλημα και στους Έλληνες εφοπλιστές οι οποίοι καλύπτουν με τα φορτηγά πλοία τις εισαγωγές των χωρών αυτών σε μεταλλεύματα και πρώτες ύλες αλλά και τις εξαγωγές εμπορευμάτων στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ.

Πέραν των αρνητικών αποτελεσμάτων στη ναυλαγορά, οι αγοραπωλησίες των πλοίων σημείωσαν σημαντική μείωση. Ως εκ τούτου, οι πλοιοκτήτες είδαν τα έσοδα να εξανεμίζονται, καθώς η αξία των στόλων τους μειώθηκε αισθητά, έως και πάνω από 60% σε μερικές κατηγορίες πλοίων. Η σημαντική μείωση της αξίας των πλοίων είχε ως αποτέλεσμα τα μεγάλης ηλικίας πλοία είτε να αποστέλλονται προς διάλυση σε μειωμένες τιμές (δεδομένου ότι δεν είναι πλέον ανταγωνιστικά), είτε να αντικαθίστανται με ιδιαίτερα χαμηλούς ρυθμούς από νεότερα πλοία. Παράλληλα, στην αγορά των νέων κατασκευών παρατηρούνται φαινόμενα τόσο ακύρωσης, όσο και αναβολής ή επαναδιαπραγμάτευσης των όρων των συμβολαίων ναυπήγησης. Μάλιστα, αρκετοί πλοιοκτήτες αδυνατούν να αντλήσουν δανειακά κεφάλαια (χάνοντας εκατομμύρια δολάρια σε προκαταβολές), ενώ πολλά ναυπηγεία αντιμετωπίζουν

αφενός μεν χαμηλότερα αναμενόμενα έσοδα από ακυρώσεις μελλοντικών παραδόσεων, αφετέρου δε κεφαλαιακές ζημίες από τις τρέχουσες αναβολές / ακυρώσεις παράδοσης.

Οι μειωμένες τιμές ναύλων, οι συρρικνωμένες αξίες των δανειακών ενεχύρων και οι ακυρώσεις των νεόκτιστων πλοίων δημιουργούν προβλήματα ρευστότητας σε πολλούς πλοιοκτήτες, καθιστώντας δύσκολη την αποπληρωμή των δανείων. Σε αρκετές περιπτώσεις, τα δάνεια τελούν υπό επαναδιαπραγμάτευση και αναδομούνται με τη βοήθεια των τραπεζών, δίνοντας στους πλοιοκτήτες τον χρόνο να αναδιοργανωθούν και να αρχίσουν εκ νέου τις πληρωμές. Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, καθίσταται κατανοητή η τάση συγχώνευσης των εταιρειών στη ναυτιλιακή αγορά, καθώς η εταιρική αναδόμηση και ο νέος προγραμματισμός αποτελούν βασικές προϋποθέσεις για μια υγιή αποκατάσταση (IOBE, 2013).

Η παρούσα κρίση έχει πολλές ιδιαιτερότητες, δεδομένου ότι ξεκίνησε κυρίως από τους κλυδωνισμούς που δέχτηκε το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και η οικονομία των ΗΠΑ. Πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι το εμπόριο και η ναυτιλία έχουν ως νομισματική βάση το δολάριο, οπότε οι οικονομικές αλληλεπιδράσεις στο σημερινό παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον είναι προφανείς.

Στην κορυφή της παγκόσμιας ναυτιλίας το 2015 βρίσκονται οι Έλληνες, σύμφωνα με νέα μελέτη του ναυλομεσιτικού οίκου Clarkson που παρουσιάστηκε πρόσφατα στις Βρυξέλλες. Η μελέτη έγινε για λογαριασμό της European Community Shipowners' Associations (ECSA) και το ιδιαίτερο ενδιαφέρον της έγκειται στο γεγονός ότι ασχολείται κυρίως με τη ναυτιλία tramp, την «ελεύθερη ναυτιλία», που αποτελεί το απόλυτο παράδειγμα μιας αγοράς που λειτουργεί σε συνθήκες ελεύθερου ανταγωνισμού.

Η tramp ναυτιλία περιλαμβάνει τα πλοία μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου (bulk carriers), τα δεξαμενόπλοια, τα πλοία μεταφοράς χημικών και προϊόντων πετρελαίου, τα πλοία μεταφοράς υγραερίου και υγροποιημένου φυσικού αερίου και τα πλοία μεταφοράς οχημάτων (ro-ro) που δεν απασχολούνται σε τακτικές γραμμές (liners), όπου απασχολούνται κυρίως πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων.

Στο πλαίσιο της μελέτης για τη ναυτιλία tramp περιλαμβάνονται στοιχεία και για τις 30 μεγαλύτερες ναυτιλιακές δυνάμεις του κόσμου, όπου η χώρα μας με βάση δεδομένα τέλους Φεβρουαρίου του τρέχοντος έτους που αφορούν πλοία άνω των 100 gt, βρίσκεται στην κορυφή με 5.057 πλοία, ολικής χωρητικότητας 181,7 εκατ. gt. Επίσης, επιπλέον 522 πλοία 30 εκατ. gt ή το 16,5% του υφιστάμενου στόλου που είναι

υπό ναυπήγηση. Η συνολική αξία του υφιστάμενου στόλου υπολογίζεται από τους Clarkson στα 99,5 δισ. δολ.

Στη δεύτερη θέση η Ιαπωνία με 8.568 πλοία ολικής χωρητικότητας 161,8 εκατ. gt και αξίας 105,6 δισ. δολ., ενώ έχει υπό ναυπήγηση επιπλέον 318 πλοία, 17,1 gt και στην τρίτη θέση βρίσκεται η Κίνα με 6.540 πλοία ολικής χωρητικότητας 119,8 εκατ. gt και αξίας 80 δισ. δολ. με επιπλέον 634 πλοία, 31,9 εκατ. gt. Την πρώτη πεντάδα συμπληρώνουν η Γερμανία με 4.059 πλοία ολικής χωρητικότητας 94 εκατ. gt και στην πέμπτη θέση βρίσκονται οι Η.Π.Α. με 5.078 πλοία 54,5 εκατ. gt.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η εν λόγω μελέτη είναι επικαιροποίηση μιας προηγούμενης που είχε γίνει το 2014. Εκείνη τη χρονιά λοιπόν η Ελλάδα ήταν βέβαια και πάλι στην πρώτη θέση της παγκόσμιας κατάταξης με 3.163 πλοία ολικής χωρητικότητας 145,79 εκατ. dwt. Δεύτερη ήταν και πάλι η Ιαπωνία με 2.994 πλοία 102,74 dwt και στην τρίτη θέση η Νορβηγία με 1.719 πλοία 62,62 εκατ. dwt. Η Ελλάδα, ως πρώτη ναυτιλιακή δύναμη στον κόσμο, κατέχει τα πρωτεία και στη ναυτιλία tramp.

«Οι ευρωπαϊκές ναυτιλιακές εταιρείες εξακολουθούν να ελέγχουν περίπου το 40% του παγκόσμιου στόλου των πλοίων μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου, προσφέροντας ποιοτικές υπηρεσίες στο παγκόσμιο εμπόριο. Το μέλλον αυτού του επιτεύγματος θα εξαρτηθεί από την ικανότητα των εταιρειών του τομέα να διατηρήσουν τη διεθνή ανταγωνιστικότητά τους και την παραδοσιακή ναυτιλιακή τεχνογνωσία τους. Ο εμπορικός στόλος (περιλαμβάνει τη ναυτιλία tramp και τα πλοία των liners) ανήκει σε 14.122 εταιρείες. Μόλις 48 εξ αυτών (0,3%) έλεγχαν στόλο που έχουν πάνω από 100 πλοία και αντιπροσωπεύουν το 26% του συνολικού στόλου με όρους gt. Στο σύνολο, πάντως, του στόλου η μέση ναυτιλιακή εταιρεία δεν ελέγχει περισσότερα από 4 πλοία.

Σε ό,τι αφορά ειδικά το ξηρό φορτίο, από μία ανάλυση ναυλώσεων διαπιστώθηκε ότι το υψηλότερο μερίδιο αγοράς από κάποιον πλοιοκτήτη είναι 1,3% και μόνον 25 πλοιοκτήτες έχουν μερίδιο αγοράς πάνω από 0,5%. Στα δεξαμενόπλοια, το υψηλότερο μερίδιο αγοράς ήταν το 20,2% και περίπου το 90% των πλοιοκτητών έχουν μερίδιο αγοράς 0,5% και χαμηλότερο (Λύτρας, 2015).

### **2.3 Ναυτιλία και Οικονομική Ανάπτυξη**

Το διεθνές θαλάσσιο εμπόριο απέβη ένας τεράστιος οικονομικός μηχανισμός από τον οποίο εξαρτάται όχι μόνο η οικονομική ζωή των εθνών, αλλά και η ύπαρξη

εκατομμυρίων ανθρώπων, αφού τα βασικά είδη διατροφής, καταλέγονται μεταξύ των σπουδαιότερων αντικειμένων των διεθνών θαλάσσιων μεταφορών. Το θαλάσσιο εμπόριο αποτελεί, συμπερασματικά, αρτηρία, η διακοπή της οποίας αν ποτέ συνέβαινε, θα επέφερε την κατάρρευση της οικονομικής ζωής του κόσμου (Γεωργαντόπουλος και Βλάχος, 2003).

Η οικονομική σημασία της ναυτιλίας, τόσο στα πλαίσια μιας εθνικής οικονομίας, όσο και στα πλαίσια της παγκόσμιας οικονομίας είναι ουσιαστική. Η επέκταση και ενοποίηση των αγορών σε παγκόσμιο επίπεδο και η μεγάλη αύξηση του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου υπήρξε σε σημαντικό βαθμό αποτέλεσμα της μαζικής, τακτικής και ταυτόχρονα οικονομικής μεταφοράς μεγάλων ποσοτήτων πρώτων υλών, ημι-επεξεργασμένων και τελικών προϊόντων καθώς και επιβατών σε μεγάλες αποστάσεις. Η μετάβαση από ένα κόσμο απομονωμένων κοινωνιών σε μια ενοποιημένη, παγκόσμια και αλληλεξαρτώμενη οικονομία έγινε δυνατή μέσω της ναυτιλίας (Θεοτοκάς, 2001).

Η ζήτηση για θαλάσσιες μεταφορικές υπηρεσίες δημιουργείται από την ζήτηση για αγαθά. Από την άποψη αυτή θα μπορούσε κάποιος να υποστηρίξει ότι η ναυτιλία αναπτύχθηκε εξαιτίας της ανάπτυξης του θαλάσσιου εμπορίου, όμως είναι σωστότερο να δεχθεί κανείς ότι πρόκειται για μια σχέση αλληλεξάρτησης. Χωρίς την ανάπτυξη της ναυτιλίας, αρχικά, δε θα ήταν δυνατή η μεταφορά των προϊόντων αλλά και χωρίς την αύξηση της παραγωγής δε θα ήταν δυνατή η περαιτέρω ανάπτυξη της ναυτιλίας.

Χωρίς την ανάπτυξη της ναυτιλίας, που έχει σαν αποτέλεσμα τις φθηνές, αξιόπιστες και κατάλληλα παρεχόμενες θαλάσσιες μεταφορές, η ανταλλαγή των αγαθών και των υπηρεσιών θα ήταν υπερβολικά μικρότερη σε όγκο με σοβαρές επιπτώσεις στο επίπεδο ζωής παγκόσμια (Branch, 1988).

Η συμβολή της ναυτιλίας σε μια εθνική οικονομία μπορεί να εντοπιστεί στους παρακάτω τομείς :

- Εισροή ναυτιλιακού συναλλάγματος στην χώρα καταγωγής και συνεχής συμμετοχή στην διαμόρφωση του ΑΕΠ.
- Στην απασχόληση έμψυχου εργατικού δυναμικού, τόσο στη θάλασσα όσο και στην ξηρά.
- Στην παράλληλη ανάπτυξη άλλων τομέων της οικονομίας, πολλοί από τους οποίους συμβάλλουν στην εισροή συναλλάγματος, όπως είναι οι ναυτασφαλίσεις, η λειτουργία ναυπηγείων, οι μεσητείες ναυλώσεων και αγοραπωλησιών, οι επιχειρήσεις πρακτόρευσης κ.ά.

- Άμεσα έσοδα από την φορολόγηση των πλοίων(Χαραλαμπίδης, 1986).

Τα οικονομικά, τεχνολογικά και άλλα οφέληματα που αντλεί μια οικονομία από την ανάπτυξη της ναυτιλίας, δεν είναι πάντα δυνατόν να προσδιοριστούν ποσοτικά με τη μορφή μετρήσεως συγκεκριμένων οικονομικών μεγεθών και εξελίξεων. Αυτό, συμβαίνει ως προς κάθε κλάδο παραγωγής αγαθών ή υπηρεσιών, του οποίου η δημιουργία ή ανάπτυξη εξαρτάται ή συνδέεται με τη ζήτηση που δημιουργεί η ναυτιλιακή δραστηριότητα.

Σε αυτούς τους κλάδους περιλαμβάνονται τραπεζικές και ασφαλιστικές εργασίες, η βιομηχανία του τουρισμού, τα ταξιδιωτικά γραφεία και οι επιχειρήσεις μεταφορών για τη μετακίνηση πληρωμάτων και προσωπικού ναυτιλιακών μονάδων από και προς το εξωτερικό, οι επιχειρήσεις εφοδιασμού πλοίων, οι βιομηχανίες παραγωγής ειδών αναγκαίων τόσο για τη συντήρηση των πλοίων όσο και για την χρησιμοποίηση σε αυτά.

Τέλος, η επισκευαστική και κατασκευαστική βιομηχανία πλοίων, δημιουργεί πολλαπλή ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών με αποτέλεσμα την ανάπτυξη μεγάλου φάσματος οικονομικών δραστηριοτήτων.

Συμπερασματικά, μπορεί κανείς να κατηγοριοποιήσει τα οικονομικά ωφέλη σε τρεις κατηγορίες:

- Τα «άμεσα» οφέλη είναι εκείνα που σχετίζονται με τα έξοδα του βασικού ναυτιλιακού κλάδου (ποντοπόρος ναυτιλία, ακτοπλοΐα και λιμάνια) και αντιπροσωπεύουν τη συνεισφορά του βασικού ναυτιλιακού κλάδου στο ΑΕΠ.
- Τα «έμμεσα» οφέλη είναι εκείνα που σχετίζονται με τις υποστηρικτικές υπηρεσίες (π.χ. τράπεζες, ναυλομεσίτες, δικηγόροι, ασφαλιστικοί οργανισμοί, P&I clubs, επισκευές κ.α.) και τους προμηθευτές (π.χ. προμηθευτές ανταλλακτικών, εξοπλισμού, προμηθειών, καυσίμων) του ναυτιλιακού κλάδου.
- Τα «επαγωγικά» οφέλη βασίζονται στον υπολογισμό του αντίκτυπου των ναυτιλιακώνδραστηριοτήτων στην ευρύτερη οικονομία. Συμπεριλαμβάνει την πρόσθετη κατανάλωση σε νοικοκυριά που προέρχεται από τα εισοδήματα του βασικού ναυτιλιακού κλάδου, των υποστηρικτικών υπηρεσιών και όλων των επιχειρήσεων και κλάδων που συνδέονται με αυτές (Γκιζιάκης, Παπαδόπουλος και Πλωμαρίτου, 2002).

Η ναυτιλία αποτελεί αναπόσπαστο και πολύ σημαντικό κομμάτι της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης. Είναι ένα τεράστιο δίκτυο που αποτελείται από εξειδικευμένα πλοία, τα λιμάνια τα οποία επισκέπτονται, ενώ την ίδια στιγμή συνδέονται με δομές μεταφοράς που περιλαμβάνουν από εργοστάσια μέχρι αεροδρόμια και αγορές. Στην πραγματικότητα μέσω της ναυτιλίας κατορθώνεται η παγκόσμια διασύνδεση, αφού η παγκόσμια οικονομία στηρίζεται σε σημαντικό βαθμό στον παγκόσμιο εμπορικό στόλο, έτσι ώστε ζωτικής σημασίας προϊόντα να διακινούνται ομαλά, με ασφαλή και αποδοτικό τρόπο στον τελικό τους προορισμό.



## 3ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

### 3.1 Εισαγωγή

Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ναυτιλιακής αγοράς που είναι η έντονη κυκλικότητα, η ένταση κεφαλαίου και η επένδυση υψηλού κινδύνου (ρίσκο), είναι αυτά που διαφοροποιούν τη χρηματοδότησή της από αυτή άλλων αγορών. Για παράδειγμα το ρίσκο που αναλαμβάνει η ναυτιλιακή τράπεζα είναι αναλογικά μικρότερο από το ρίσκο της ναυτιλιακής επιχείρησης ενώ το κέρδος (αυτό που ονομάζεται spread) είναι σχετικά μικρό (Γουλιέλμος, 2007). Πέρα από τα χαρακτηριστικά της αγοράς, υπάρχουν και στοιχεία των ναυτιλιακών επιχειρήσεων που προσδίδουν ιδιομορφία στην αγορά. Πρέπει να αναφερθεί ότι δεν υπάρχει ένα γενικά αποδεκτό πλαίσιο αξιολόγησης μίας επένδυσης πέρα από σύγχρονα οικονομικά μοντέλα τα οποία και δεν χρησιμοποιούνται ευρέως.

Οι ναυτιλιακές τράπεζες παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο σε αυτή τη διαδικασία. Ανταγωνίζονται σε επίπεδα ταχύτητας και ευελιξίας, στην ανταπόκριση της αγοράς και των αναγκών των πελατών. Ως εκ τούτου, γίνεται σαφής η σπουδαιότητα και ο ρόλος των ναυτιλιακών τραπεζών στην ανάπτυξη και σταθερότητα της ελληνικής ναυτιλίας (Τράπεζα της Ελλάδος, 2009).

Με δεδομένο ότι η ναυτιλιακή αγορά διέπεται από συγκεκριμένους κανόνες, έτσι και η ναυτιλιακή χρηματοδότηση οφείλει να υπακούει σε ένα σύνολο νόμων. Η παραβίαση των κανόνων της ναυτιλιακής χρηματοδότησης ήταν αισθητή στα μέσα της δεκαετίας του 1970. Έγινε τότε απόλυτα κατανοητό ότι κανείς δεν πρέπει να αγνοεί - εκτός της ναυτιλιακής χρηματοδότησης - τον ναυτιλιακό κύκλο και τις μεθόδους επιλογής ναυτιλιακών επενδύσεων (Γουλιέλμος, 2007). Μετά την ανάπτυξη της ναυπηγικής βιομηχανίας που προκάλεσε την μείωση για ζήτηση χωρητικότητας ενώ ταυτόχρονα αύξησε την ελαστικότητα της προσφοράς χωρητικότητας, η βιομηχανία της ναυτιλίας από χαμηλού κινδύνου βιομηχανία πέρασε στις βιομηχανίες υψηλού κινδύνου, διότι πλέον το επίπεδο των ναύλων διατηρείται χαμηλό ή ζημιογόνο για μεγάλο χρονικό διάστημα (Donnovan and Bonney, 2006).

Το ενδιαφέρον για τους ναυτιλιακούς κύκλους υπήρξε μεγάλο με αποτέλεσμα να αναλυθούν τόσο οι μέθοδοι πρόγνωσής τους, όσο και οι θεωρίες, όσον αφορά τις ναυτιλιακές επενδύσεις. Η μεγάλη συμμετοχή των δανειακών κεφαλαίων στη χρηματοδότηση της ναυτιλίας αποδίδεται από τη μια πλευρά στις υψηλές απαιτήσεις

του κλάδου για κεφαλαιακές επενδύσεις (ένταση κεφαλαίου) και από την άλλη στη διάθεση καινοτόμων προϊόντων.

Η χρηματοδότηση του ναυτιλιακού κλάδου διαφοροποιείται από τη χρηματοδότηση άλλων επιχειρηματικών κλάδων λόγω των εξής ειδικών χαρακτηριστικών:

Κλάδος έντασης κεφαλαίου: Οι υψηλές κεφαλαιακές απαιτήσεις για την απόκτηση πλοίων καθιστούν τα δανειακά κεφάλαια σημαντικό μέρος της χρηματοδότησης των ναυτιλιακών εταιριών τόσο σε απόλυτους όσο και σε σχετικούς όρους. Παράλληλα, το σημαντικότερο τμήμα του ενεργητικού των ναυτιλιακών εταιριών είναι δεσμευμένο σε πάγια στοιχεία, οπότε οι εταιρίες πρέπει να διατηρούν τη ρευστότητά τους σε υψηλό επίπεδο, ώστε να είναι σε θέση να ανταπεξέλθουν στις αρνητικές επιδράσεις του οικονομικού κύκλου.

Κινητικότητα και ανομοιογένεια των πάγιων στοιχείων: Σε σύγκριση με τους άλλους κλάδους μέσω μεταφοράς, τα εμπορικά πλοία χαρακτηρίζονται από σημαντική ανομοιογένεια που οφείλεται τόσο στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κάθε πλοίου όσο και στην τρέχουσα κατάστασή του, με συνέπεια η αξία τους να παρουσιάζει έντονη μεταβλητότητα και διαφοροποίηση. Παράλληλα, η μετακίνηση των πλοίων σε επικράτειες με διαφορετικά νομικά καθεστάτα καθιστά πολύπλοκο τον εντοπισμό τους (π.χ. αν ανακύψει ανάγκη κατάσχεσης).

Διακυμάνσεις της αγοράς: Αν και σε όλους τους κλάδους παρατηρούνται οικονομικοί κύκλοι, στη ναυτιλία είναι πιο έντονοι. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με τη μεσομακροπρόθεσμη δανειακή χρηματοδότηση του κλάδου, μπορεί να επηρεάσει καθοριστικά την ικανότητα αποπληρωμής των δανειακών υποχρεώσεων των ναυτιλιακών εταιριών.

Δομή ναυτιλιακών επιχειρήσεων: Στο ναυτιλιακό κλάδο δραστηριοποιείται σημαντικός αριθμός ιδιωτών επιχειρηματιών, οι οποίοι κατέχουν εμπορικά πλοία μέσω εταιριών, των οποίων η καταστατική έδρα βρίσκεται σε υπεράκτιες χώρες (offshore). Παράλληλα, οι μετοχές των εταιριών αυτών είναι ανώνυμες, γεγονός που δυσχεραίνει την παρακολούθηση της εμπορικής διαχείρισης των πλοίων (Τράπεζα της Ελλάδος, 2009).

Οι ανωτέρω λόγοι καθιστούν δύσκολη την εφαρμογή τυποποιημένων μεθόδων για την αξιολόγηση των ναυτιλιακών δανείων. Προκειμένου να διασφαλιστεί η ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου, οι τράπεζες καλούνται να δώσουν έμφαση στην

αξιολόγηση των δύο κυριότερων πηγών αποπληρωμής του δανείου, δηλ. των εσόδων από ναύλους και της αξίας του υποθηκευμένου πλοίου.

### **3.2 Ναυτιλιακή Χρηματοδότηση**

Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση διαφέρει από τις άλλες μορφές χρηματοδοτήσεων εξαιτίας κυρίως του ύψους των κεφαλαίων που απαιτούνται (πρόκειται για βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίου), του ιδιοκτησιακού καθεστώτος των πλοιοκτητριών εταιρειών και της αστάθειας της ίδιας της ναυτιλιακής αγοράς (Drewry Shipping Consultants, 1996).

Η χρηματοδότηση ορίζεται ως η παροχή χρημάτων για την έναρξη, ολοκλήρωση ή βελτίωση μιας επιχείρησης ή δραστηριότητας με ευκολίες στην ανταπόδοση του ποσού. Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση αποτελεί στη πραγματικότητα τον κινητήριο μοχλό για την ανάπτυξη και την επέκταση της επιχειρηματικής δραστηριότητας των ναυτιλιακών εταιριών, σε έναν κλάδο που παρουσιάζει πολλές ιδιαιτερότητες αλλά και ιδιομορφίες (Γουλιέλμος, 2007).

Το ύψος των απαιτούμενων κεφαλαίων για μια ανάλογη επένδυση είναι δύσκολο ή και αδύνατο να καλυφθεί στο σύνολό του από μια μεμονωμένη πλοιοκτήτρια, αλλά ακόμη και στη περίπτωση που αυτό είναι εφικτό, οι πλοιοκτήτριες δεν είναι διατεθειμένες να δεσμεύσουν τόσο μεγάλο μέρος της ρευστότητάς τους. Προκειμένου λοιπόν να πραγματοποιήσουν οι πλοιοκτήτριες τις επενδύσεις τους καταφεύγουν στη χρηματοδότηση, του συνόλου ή μέρους του κόστους, αυτών των επενδύσεων από πηγές άντλησης κεφαλαίων όπως είναι η τραπεζική χρηματοδότηση, η ενδιάμεση χρηματοδότηση, η χρηματοδοτική μίσθωση κ.ά.. Είναι τέλος εμφανές ότι σε μια αγορά με τόσο έντονη κυκλικότητα, όπου οι αξίες των εξασφαλίσεων της χρηματοδότησης (ήτοι της αξίας των πλοίων) μεταβάλλονται διαρκώς, όσο μεγαλώνει το ποσό που χορηγεί ένας χρηματοδοτικός οργανισμός, τόσο αυξάνεται και ο κίνδυνος που αναλαμβάνει (Χαραλαμπίδης, 1986).

Συνήθως οι μετοχές ενός πλοίου ανήκουν σε μεμονωμένη πλοιοκτήτρια. Οι μετοχές της πλοιοκτήτριας αυτής είτε ανήκουν σε φυσικό πρόσωπο, είτε μαζί με τις μετοχές άλλων πλοίων ιδίων συμφερόντων, ανήκουν σε μια εταιρεία η οποία αναφέρεται ως holding company (εταιρεία χαρτοφυλακίου). Και στις δύο περιπτώσεις τα οικονομικά στοιχεία και τα στοιχεία λειτουργίας των πλοίων, δεν είναι εύκολο να δημοσιοποιηθούν. Η ασάφεια ή και η ανυπαρξία οικονομικών στοιχείων δημιουργεί

προβλήματα στην αξιολόγηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου από τους χρηματοδότες και αυξάνει το κίνδυνο να υποτιμηθεί ή να υπερτιμηθεί η δυνατότητα αποπληρωμής του δανεισμού.

Η σχέση χρηματοδότησης και ανάπτυξης της εθνικής μας ναυτιλίας είναι στενή και άρα η ανάγκη για τραπεζικές πιστώσεις είναι μεγάλη. Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις μέχρι και τα μέσα της δεκαετίας του '70 δεν είχαν πρόβλημα να βρίσκουν άφθονα κεφάλαια, είτε από τις Κυβερνήσεις, είτε από τα Ναυπηγεία, είτε από κυρίως από το τραπεζικό σύστημα. Η κρίση όμως της περιόδου 1981-1987 ανάγκασε τις τράπεζες να πάρουν μερικά δυσάρεστα μαθήματα με αποτέλεσμα η ναυτιλιακή τραπεζική χρηματοδότηση στην επόμενη δεκαετία 1988-98 να καταστεί αρκετά δυσκολότερη. Μπορεί κάποιος πράγματι να ισχυριστεί ότι η χρηματοδότηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων που προέκυψε μετά το 1987, είναι διαφορετική από εκείνη που προϋπήρχε (Θεοτοκάς, 2001).

Σήμερα ο τραπεζικός δανεισμός παραμένει η κύρια πηγή χρηματοδότησης για πάρα πολλούς λόγους. Ο ιδιαίτερος χαρακτήρας της ναυτιλιακής αγοράς έχει αναδείξει το δανεισμό σε κύρια πηγή άντλησης κεφαλαίων για τον κλάδο, ενώ η πρακτική των κοινοπρακτικών δανείων καταμερίζει τον κίνδυνο ανάμεσα στις τράπεζες. Πέραν αυτού σε μία πολύ μικρή αγορά, όπως είναι η ελληνική ναυτιλία, η τραπεζική μορφή χρηματοδότησης ικανοποιεί τις βραχυπρόθεσμες, μεσοπρόθεσμες αλλά και μακροπρόθεσμες, ανάγκες των πελατών, οι οποίες σχετίζονται με την ευελιξία, την ταχύτητα ανταπόκρισης, την προσωπική επαφή και με άλλες παραμέτρους (Breadley and Myers, 2003).

Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι παρόλο που τα πλοία και η εκμετάλλευσή τους αποτελούν την πιο σημαντική πηγή εσόδων, δεν παύουν ταυτόχρονα να αποτελούν και επένδυση για μια ναυτιλιακή εταιρεία. Η επένδυση αυτή δηλ. το πλοίο, χαρακτηρίζεται από ιδιαίτερα υψηλό κόστος αλλά και κίνδυνο, ως αποτέλεσμα των διαρκών μεταβολών και διακυμάνσεων της ναυτιλιακής αγοράς (μεταβολές στους ναύλους, στην τρέχουσα αξία των πλοίων, στην αξιοπιστία του ναυλωτή) αλλά και των παγκόσμιων ανακατατάξεων (πολιτικό-οικονομικές εξελίξεις, αλλαγές στο συνάλλαγμα κτλ) (Petrooulos, 2009).

Το στοιχείο της επικινδυνότητας, όπως περιγράφεται παραπάνω, είναι αυτό το οποίο επηρεάζει και το βαθμό ευκολίας ή δυσκολίας χρηματοδότησης μιας ναυτιλιακής εταιρείας από τραπεζικούς ή άλλους οργανισμούς. Η πιστωτική πολιτική που ακολουθείται σε κάθε περίπτωση, ποικίλει ανάλογα με το μέγεθος του χαρτοφυλακίου

του υποψηφίου, τους τύπους, τη μεταφορική ικανότητα και την ηλικία των πλοίων που απαρτίζουν το στόλο του, την ύπαρξη υπόκατασκευή πλοίων, το πελατολόγιο του (ναυλωτές κτλ), καθώς και τον τύπο χρηματοδότησης που έχει ζητηθεί (Dennis and Mullineaux, 2000).

Οι ανάγκες χρηματοδότησης της ναυτιλίας είναι υψηλές χάρη στην αριθμητική αλλά και ποιοτική ανάπτυξη του ελληνόκτητου στόλου. Οι ελληνικές εταιρίες προχωρούν σε επενδύσεις προκειμένου να ανανεώσουν τους στόλους και να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις της αγοράς. Οι ναυτιλιακές τράπεζες στηρίζουν αυτή την προσπάθεια, επιδιώκοντας πάντοτε τον κατά το δυνατόν περιορισμό του κινδύνου και την ανεύρεση της σωστής σχέσης μεταξύ κινδύνου και απόδοσης.

### **3.3 Τραπεζικός Δανεισμός**

Η χρηματοδότηση μιας ναυτιλιακής εταιρείας με την χορήγηση δανείου έχει ως σκοπό την ποιοτική αντικατάσταση των υπάρχοντων πλοίων του στόλου, την επέκταση του ήδη υπάρχοντος στόλου, την είσοδο της εταιρείας στην ναυτιλιακή βιομηχανία, την μετασκευή πλοίου που ανήκει στον στόλο της εταιρείας, την αύξηση της προσφερόμενης μεταφορικής ικανότητας (προσφερόμενο tonnage) και κατά συνέπεια την ανταγωνιστικότητα της εταιρείας (Σαμπράκος και Γιαννόπουλος, 2008).

Στο χώρο της ναυτιλίας εξαιτίας της ιδιαίτερα υψηλής αρχικής αξίας της επένδυσης (market value) είναι ιδιαίτερα σύνηθες, ο πλοιοκτήτης να λαμβάνει δάνειο από μία τράπεζα είτε σύμφωνα με τους τρέχοντες εμπορικούς όρους, είτε σύμφωνα με ειδικά προσυμφωνημένους όρους. Η αποπληρωμή των δανείων ορισμένη διάρκειας μπορεί να πραγματοποιηθεί με διάφορους τρόπους και συγκεκριμένα:

- Σταθερές δόσεις
- Περίοδος χάριτος
- Πληρωμή balloon (balloon payment)
- Πληρωμή bullet (bullet payment)
- Back end / front end

Σε πολλές περιπτώσεις μάλιστα, επιτρέπεται η έναρξη της αποπληρωμής των δανείων πριν από τον υπολογισμό των φορολογικών επιβαρύνσεων στα κέρδη κατά τη λειτουργία του πλοίου. Συνήθως πρόσθετα με τις ετήσιες δόσεις για την αποπληρωμή του δανείου (τόκος και χρεολύσιο) ο πλοιοκτήτης έχει και πρόσθετες επιβαρύνσεις (Breadley and Myers, 2003).

Επισημαίνεται επίσης το γεγονός ότι όσο αυξάνεται το ποσοστό του δανείου σε σχέση με το απαιτούμενο αρχικό κεφάλαιο τόσο και η απόδοση του μειούμενου ιδίου κεφαλαίου τείνει στο άπειρο αλλά η Καθαρή Παρούσα Αξία (Κ.Π.Α.) δίνει θετικά αποτελέσματα. Στην πραγματικότητα δηλαδή, τον πλοιοκτήτη τον συμφέρει να λάβει όσο το δυνατό μεγαλύτερο δάνειο και να καλύψει όσο το δυνατόν μεγαλύτερο τμήμα του κόστους απόκτησης ενός πλοίου ή οποιαδήποτε άλλης δραστηριότητάς του (Breadley and Myers, 2003).

Είναι αναγκαίο να επισημανθεί, ότι πρόκειται για μία σχετικά επικίνδυνη στρατηγική διότι σε περιόδους ύφεσης η αποπληρωμή δανείων μπορεί να αποδειχθεί ιδιαίτερα δύσκολη και να αναγκάσει τον πλοιοκτήτη σε ρευστοποίηση του κεφαλαίου του προκειμένου να ανταπεξέλθει στους όρους της συμφωνίας. Τέλος, σχετικά με την αξιολόγηση της επένδυσης, αναφέρουμε ότι τα βασικά στοιχεία που χαρακτηρίζουν τη δανειακή χρηματοδότηση μιας εταιρείας είναι το ποσό του δανείου, το επιτόκιο, το νόμισμα, οι λεπτομέρειες αποπληρωμής και ο χρόνος έναρξης, τα πρόσθετα κόστη και έξοδα του πλοιοκτήτη, η ασφάλεια του δανειστή και το ποσό αρχικών πληρωμών του πλοιοκτήτη. Στα κριτήρια χρηματοδότησης από τις τράπεζες σημαντικό ρόλο παίζει το πρόσωπο του πλοιοκτήτη, το μέγεθος και η ηλικία του στόλου αλλά και οι προοπτικές ανάπτυξης. Η σχέση μεταξύ της τράπεζας και του πλοιοκτήτη είναι πολύ σημαντική και για τις δυο πλευρές (Petrooulos, 2009).

Το δάνειο ορίζεται ως μια σύμβαση κατά την οποία ο ένας από τους συμβαλλομένους – ο δανειστής – παραχωρεί στον άλλο – τον οφειλέτη – για ορισμένο χρόνο τη χρήση κεφαλαίου, είτε έναντι ανταλλάγματος (έντοκο) είτε και χωρίς αντάλλαγμα (άτοκο). Στην ουσία δηλαδή, το δάνειο είναι μια οικονομική συναλλαγή στην οποία ο δανειστής συμφωνεί να δώσει στον οφειλέτη ένα ορισμένο χρηματικό ποσό με την προσδοκία της συνολικής επιστροφής του. Οι συγκεκριμένοι όροι του δανείου εμφανίζονται σε ξεχωριστή σύμβαση. Ο δανειστής διατηρεί το δικαίωμα ακόμα και να ορίσει τις οικονομικές ποινικές ρήτρες για την περίπτωση μη πληρωμής της δόσης ή καθυστέρηση πληρωμής (Γουλιέλμος, 2007).

Οι περισσότερες περιπτώσεις δανειοδότησης που αναλαμβάνονται από τις τράπεζες και άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, έχουν στη διάθεσή τους πληθώρα κριτηρίων και υπολογιστικών μοντέλων με τα οποία ελέγχουν την καταλληλότητα και αξιοπιστία ενός υποψηφίου για δανεισμό. Οι συνηθέστεροι τρόποι με τους οποίους οι τράπεζες προσπαθούν να διασφαλίσουν τα χρήματα που δανείζουν είναι:

- Υποθήκη επί πλοίου
- Προσωπικές/Εταιρικές Εγγυήσεις
- Εκχώρηση εσόδων/ασφαλειών
- Ενέχυρο επί μετοχών
- Επιστολή υποστήριξης (Letter of Comfort)
- Κάλυψη για ανεξόφλητα υπόλοιπα δανείων και τόκων / Πρόσθετες Ασφάλειες για ρύπανση (ΜΠ/ΜΑΡ) (Γουλιέλμος, 2007).

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

Ο τραπεζικός δανεισμός παρουσιάζει όμως και πολλά μειονεκτήματα. Η διαδικασία είναι ιδιαίτερα χρονοβόρα λόγω των εγγυήσεων και των απαιτούμενων εγγράφων. Η εταιρεία που είναι υποψήφια για δάνειο πρέπει να παρέχει εγγυήσεις όπως υποθήκη επί του πλοίου, ενέχυρο επί μετοχών, προσωπικές και εταιρικές εγγυήσεις. Το επιτόκιο είναι συνήθως κυμαινόμενο και με αυτό τον τρόπο μπορεί να αυξηθεί κατά τη διάρκεια αποπληρωμής του δανείου. Η δανειακή χρηματοδότηση καλύπτει ένα ποσοστό 80- 90% του συνολικού ποσού της επένδυσης.

Το γεγονός αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση θα πρέπει να καλύψει το υπόλοιπο ποσό, είτε με ίδια κεφάλαια είτε με εναλλακτικούς τρόπους χρηματοδότησης. Σε περιόδους οικονομικής ύφεσης, όπως αυτή που διανύουμε, οι ναυτιλιακές εταιρείες αδυνατούν να ανταπεξέλθουν στις υποχρεώσεις τους απέναντι στις τράπεζες. Ένα άλλο μειονέκτημα της τραπεζικής χρηματοδότησης είναι το χαμηλό επιτόκιο δανεισμού. Το επιτόκιο αυτό καθορίζεται από δύο παράγοντες:

- τη διατραπεζική αγορά από την οποία και δανείζονται οι τράπεζες προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τον πελάτη και την τιμή στη οποία κλείνει ημερησίως π.χ. διατραπεζικό επιτόκιο LIBOR
- τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εκάστοτε εταιρείας, όπως είναι το χαρτοφυλάκιό της, το μέγεθός της, τις εγγυήσεις που παρέχει, το είδος και το ύψος του δανείου που επιθυμεί, τη σχέση της με την τράπεζα κ.ά. Η τράπεζα

καθορίζει το περιθώριο το οποίο μαζί με την τιμή του LIBOR συνιστά το επιτόκιο δανεισμού (Dennis and Mullineaux, 2000).

Βασικοί στόχοι μιας τράπεζας κατά τη χρηματοδότηση αγοράς ενός πλοίου είναι η αύξηση των κερδών της, μέσω της είσπραξης υψηλών προμηθειών και η εξασφάλιση της εξόφλησης του δανείου σε όσο το δυνατόν συντομότερο χρονικό διάστημα. Το ύψος των ναυτιλιακών δανείων που χορηγεί μια ναυτιλιακή τράπεζα και η πιστωτική πολιτική που ακολουθεί εξαρτάται από διάφορους παράγοντες, όπως την κατάσταση της ναυτιλιακής βιομηχανίας, το γενικότερο οικονομικό κλίμα, τις συνθήκες του παγκόσμιου εμπορίου, τη ρευστότητα αλλά και την εμπειρία της τράπεζας σε θέματα ναυτιλίας. Η πιστωτική πολιτική περιλαμβάνει ουσιαστικά τους κανόνες οργανωτικής και οικονομικής φύσεως, τους οποίους ακολουθεί ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, ώστε να επιτευχθούν τα μέγιστα δυνατά οικονομικά αποτελέσματα, τόσο για το ιδιωτικό όσο και για το κοινωνικό όφελος (Μεταξάς, 1992).

Η σημαντική μεταβλητότητα στα έσοδα των ναυτιλιακών εταιριών και στην αξία των πλοίων καθιστά δυσχερή την άντληση κεφαλαίων απευθείας από τις αγορές κεφαλαίων και χρήματος διεθνώς, με συνέπεια ο τραπεζικός δανεισμός να αποτελεί την κύρια μορφή χρηματοδότησης του ναυτιλιακού κλάδου. Ωστόσο, το τραπεζικό σύστημα με την συμπεριφορά του, ενισχύει τις διακυμάνσεις του ναυτιλιακού κλάδου, καθώς χορηγεί δάνεια για τη ναυπήγηση νέων πλοίων στην ανοδική φάση του ναυτιλιακού κύκλου, ενώ η παράδοσή τους πραγματοποιείται μετά από 2-3 έτη, όταν συνήθως η ναυλαγορά παρουσιάζει καθοδικές τάσεις. Η πρόσφατη έντονη μείωση των ναύλων και των τιμών των μεταχειρισμένων πλοίων υπογράμμισε την ανάγκη για πιο αποτελεσματική διαχείριση από τις τράπεζες του ναυτιλιακού δανειακού χαρτοφυλακίου τους (Γεωργαντόπουλος και Βλάχος, 2003).

### **3.4 Ομολόγια**

Η έκδοση ομολόγων είναι ένας τρόπος για μια εταιρεία να έχει πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές και θεωρείται πολύ χρήσιμο εργαλείο για την αύξηση του κεφαλαίου αυτής, όταν η ίδια δεν είναι σε θέση να χρηματοδοτήσει όλες τις ανάγκες της μέσω τους συνήθεις εμπορικούς όρους. Επίσης, όταν μια εταιρεία αγγίζει τις αγορές ομολόγων σημαίνει ότι έχει εξαντλήσει και την εμπορική ικανότητα δανεισμού της αλλά και την ικανότητά της για χρηματοδοτική μίσθωση (leasing). Τα παραπάνω είναι



εύκολα αντιληπτά, αφού η χρηματοδότηση μέσω ομολογιών θεωρείται ένας τρόπος έντοκου δανεισμού με πολύ υψηλό κόστος.

Τα ομόλογα είναι μια κατεγγραμμένη υποχρέωση χρέους. Μπορούν να έχουν πολλά και διαφορετικά χαρακτηριστικά, όπως ο τρόπος με τον οποίο πληρώνεται ο τόκος, η αγορά στην οποία εκδίδονται, το νόμισμα στο οποίο πρέπει να πληρωθούν, τα χαρακτηριστικά ασφαλείας τους καθώς και η νομική τους κατάσταση. Εκδότες των ομολόγων είναι συνήθως επενδυτικές τράπεζες (Dennis and Mullineaux, 2000).

Η χρηματοδότηση της ναυτιλίας μέσω της έκδοσης ομολόγων άρχισε να χρησιμοποιείται σχετικά πρόσφατα. Οι ομολογίες είναι τίτλοι σταθερού εισοδήματος οι οποίοι βεβαιώνουν τοποσό που δάνεισε ο κάτοχος τους στον εκδότη τους. Κάθε τέτοιος τίτλος αναγράφει την ονομαστική αξία και το επιτόκιο του δανείου. Επίσης, τα ομόλογα περιλαμβάνουν μια σειρά αποδείξεων στις οποίες αναγράφεται το ποσό του τόκου και η ημερομηνία πληρωμής του, τα λεγόμενα τοκομερίδια, τα οποία εάν τα εξαργυρώσει ο κάτοχος τους στα καθορισμένα χρονικά διαστήματα θα εισπράξει τον τόκο που αναφέρεται στα ομόλογα. Στην ημερομηνία λήξης του ομολόγου, ο ομολογιούχος θα εισπράξει ολόκληρη την ονομαστική αξία του ομολόγου. Ο χρόνος αποπληρωμής του δανείου από τον εκδότη μπορεί να κυμαίνεται μεταξύ 3 και 20 χρόνια (Anderson and Edward, 2004).

Αξίζει ν' αναφερθεί ότι η χρήση των ομολογιακών δανείων ήταν ιδιαίτερα αυξημένη κατά τα έτη 1996 -1999. Μάλιστα εκτιμάται ότι την περίοδο εκείνη οι ναυτιλιακές εταιρείες εξέδωσαν σε ομόλογα 3,5 δις. δολάρια. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η εταιρεία διαχείρισης δεξαμενόπλοιων, Eletson Corporation, η οποία άντλησε από την κεφαλαιαγορά των Η.Π.Α 140 εκατ. δολάρια με τόκο 9,25% και διάρκεια αποπληρωμής 10 χρόνια.

Προκειμένου μια ναυτιλιακή εταιρεία να εκδώσει ομόλογα, πρέπει προηγουμένως να έρθει σε επαφή με κάποιον διεθνή οίκο όπως οι Moody's, Standard & Poor's, Fitch κ.ά. Στη συνέχεια γίνεται η αξιολόγηση και κατάταξη της εταιρείας, ώστε να διαπιστωθεί κατά πόσο μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της απέναντι στους αγοραστές των ομολόγων της. Εξετάζεται δηλαδή η ικανότητα της εταιρείας να καταβάλλει τους τόκους και το κεφάλαιο. Γενικά, οι εκδότες των ομολογιών θα πρέπει να τηρούν αυστηρές προϋποθέσεις και να διαθέτουν ικανοποιητικό πιστωτικό επίπεδο.

Το κύριο πλεονέκτημα της ναυτιλιακής χρηματοδότησης μέσω ομολόγων είναι η αύξηση της ρευστότητας της επιχείρησης, χωρίς να απαιτείται πλήθος εξασφαλίσεων, όπως στα τραπεζικά δάνεια. Επιπλέον, η χρηματοδότηση με έκδοση ομολόγων είναι

μακροπρόθεσμη και η διάρκεια της ταυτίζεται σχεδόν με την οικονομική ζωή του πλοίου.

Το βασικό μειονέκτημα αυτού του τρόπου χρηματοδότησης είναι το γεγονός ότι το επιτόκιο καθορίζεται από την αρχή, οπότε είναι πιθανό να προκύψουν προβλήματα λόγω των διακυμάνσεων που παρουσιάζουν οι τιμές των επιτοκίων. Στα πλαίσια όμως της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η διάρκεια του δανείου δεν πρέπει να υπερβαίνει τα 8,5 χρόνια και το ελάχιστο επιτόκιο πρέπει να είναι 8,5%.

Βέβαια, οι Έλληνες εφοπλιστές στρέφονται αρκετά συχνά σε ομόλογα υψηλού κινδύνου, τα junk bonds, τα οποία παρουσιάζουν αποδόσεις υψηλότερες σε συνάρτηση με τα 10ετή ομόλογα των Η.Π.Α. Η έκδοση τέτοιων ομολόγων μπορεί να αποδειχθεί αρκετά επικίνδυνη σε περιόδους πτώσης της ναυλαγοράς με χαρακτηριστικό παράδειγμα να αποτελεί η εταιρεία GOOD FAITH, η οποία στα τέλη της δεκαετίας του '90 προέβη σε ανάκληση ομολόγων ύψους 280 εκατ. δολαρίων λόγω των χαμηλών τιμών της αγοράς και των αυξημένων επιτοκίων.

### **3.5 Δάνεια ναυπηγείων και εξαγωγικές πιστώσεις**

Τα ναυπηγεία, προκειμένου να προσελκύσουν νέες παραγγελίες, δημιουργούν χρηματοδοτικά προγράμματα, τα οποία απευθύνονται στις δυνατότητες των πλοιοκτητών και τις χρηματοδοτικές απαιτήσεις της κατασκευής που επιθυμούν. Συνήθως το ποσοστό χρηματοδότησης ανέρχεται περίπου στο 68% του κόστους κατασκευής του πλοίου, επιβαρύνεται με επιτόκιο 8% και αποπληρώνεται εντός 10,5 χρόνων, εκ των οποίων τα πρώτα 2 χρόνια αφορούν σε περίοδο χάριτος της αποπληρωμής της πρώτης δόσης του δανείου.

Για την περίοδο της αποπληρωμής της χρηματοδότησης που συμπίπτει με την χρονική διάρκεια κατασκευής του πλοίου (pre-deliveryfinance), τα ναυπηγεία απαιτούν από το πλοιοκτήτη κάποιες ενδιάμεσες καταβολές. Στη περίπτωση λοιπόν κατά την οποία έχει εξασφαλιστεί η χρηματοδότηση του πλοίου από μια τράπεζα, τις πρώτες πληρωμές καταβάλει ο πλοιοκτήτης από ίδια κεφάλαια και τις υπόλοιπες αναλαμβάνει η δανείστρια τράπεζα. Με δεδομένο ότι κατά τη διάρκεια της κατασκευής οι καταβολές πραγματοποιούνται αλλά το πλοίο, το οποίο και αποτελεί την κύρια εξασφάλιση του δανείου, δεν έχει παραδοθεί ακόμη, απαιτείται η έκδοση εγγυητικής επιστολής υπέρ του ναυπηγείου από την τράπεζα (Κόκκινος, 2004).

Το πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου χρηματοδότησης είναι ότι αυτά τα δάνεια έχουν σταθερό επιτόκιο. Αντίστοιχα τα μειονεκτήματα είναι αυτής της μεθόδου χρηματοδότησης είναι: (α) η περιορισμένη χρονική περίοδος κατά την οποία ο δανειζόμενος πρέπει να εξοφλήσει το δάνειό του και (β) ο συναλλαγματικός κίνδυνος (Harwood, 2006).

Οι πιστώσεις από τα ναυπηγεία έχουν σταθερό επιτόκιο, αλλά η περίοδος αποπληρωμής είναι μικρή και επιπλέον υπάρχει και ο νομισματικός κίνδυνος. Η πρακτική αυτή των ναυπηγείων χρονολογείται από τη δεκαετία του 1930, όμως η σύγχρονη μορφή της αναπτύχθηκε τη δεκαετία του 1960. Το 1962 τα ναυπηγεία της Ιαπωνίας έκαναν το πρώτο βήμα προωθώντας ένα σχήμα εξαγωγικών πιστώσεων, το οποίο προσέφερε στους πελάτες τους χρηματοδότηση σε ποσοστό 80% για περισσότερο από οκτώ χρόνια με επιτόκιο 5,5%. Έτσι, ξεκίνησε μια περίοδος έντονου ανταγωνισμού ανάμεσα στα ναυπηγεία της Ευρώπης και της Ιαπωνίας σε ότι αφορά την πιστωτική πολιτική. Το 1969 η χρηματοδότηση από τα ναυπηγεία θεσμοθετήθηκε από τον ΟΟΣΑ με το συμφωνητικό «OECD Understanding on Export Credit for Ships in 1969», το οποίο ρυθμίζει τον διασυνοριακό ανταγωνισμό σχετικά με τους πιστωτικούς όρους ναυπήγησης (Παπαγιανούλης, 2002)..

Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι οι κυβερνήσεις χειρίζονται με διαφορετικό τρόπο τις πιστώσεις των ναυπηγείων. Σε κάποιες περιπτώσεις υπάρχει μια κυβερνητική τράπεζα, η οποία διεξάγει πιστωτική ανάλυση και χορηγεί τα δάνεια. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η Τράπεζα Εξαγωγικών Πιστώσεων της Ιαπωνίας. Άλλες κυβερνήσεις αναθέτουν την πιστωτική ανάλυση σε κάποιο γραφείο και τα δάνεια χορηγούνται από τοπικές εμπορικές τράπεζες (Harwood, 2006).

Οι τρόποι με τους οποίους οι κυβερνήσεις χρηματοδοτούν τα ναυπηγεία τους είναι οι εξής :

- άμεσες επιχορηγήσεις προς τα ναυπηγεία ή και τους πλοιοκτήτες, ιδιαίτερα σε περιόδους χαμηλών ναύλων, για την ενίσχυση της αγοράς. Αυτού του είδους οι επιχορηγήσεις δεν επιστρέφονται και αποσκοπούν στην αναστολή της ύφεσης της αγοράς.
- κυβερνητικά δάνεια στα ναυπηγεία της χώρας
- εξαγωγικές πιστώσεις και κυβερνητικές εγγυήσεις για τη χορήγηση δανείου από άλλους οργανισμούς

Τα ναυπηγεία δημιουργούν κατάλληλα χρηματοδοτικά προγράμματα τα οποία ικανοποιούν τις ανάγκες των ναυτιλιακών εταιρειών και χρηματοδοτούν μέρος του

κόστους κατασκευής του πλοίου. Στην Ελλάδα το ύψος του δανείου δεν πρέπει να υπερβαίνει το 80% του συνολικού κόστους της επένδυσης και η διάρκεια του ορίζεται συνήθως στα δέκα χρόνια όταν πρόκειται για κατασκευή.

### **3.6 Χρηματοδοτική μίσθωση (Leasing)**

Η χρηματοδοτική μίσθωση είναι η συμφωνία μίσθωσης της χρήσης του πλοίου για μια συγκεκριμένη περίοδο από τον ενοικιαστή. Στη ναυτιλία συνήθως χρησιμοποιείται το finance lease, το οποίο προβλέπει μακροπρόθεσμη συμφωνία, κατά τη διάρκεια της οποίας ο πλοιοκτήτης απλά έχει την ιδιοκτησία του πλοίου, ενώ η διαχείριση και όλοι οι κίνδυνοι που συνεπάγονται από αυτή, βαρύνουν τον μισθωτή. Στο τέλος της περιόδου αυτής ο μισθωτής έχει τη δυνατότητα, είτε να αγοράσει το πλοίο, είτε να παρατείνει τη περίοδο μίσθωσης, είτε να το επιστρέψει στον ιδιοκτήτη (Harwood, 2006).

Τα πλεονεκτήματα αυτής της μεθόδου είναι η μεγάλη διάρκεια της χρονικής περιόδου της χρηματοδότησης, η μη εμπλοκή του πλοιοκτήτη με τους κινδύνους που ελλοχεύουν στη διαχείριση του πλοίου και τέλος οι ωφέλειες που προκύπτουν και για τα δύο μέρη από τις φοροαπαλλαγές που προβλέπονται.

Τα μειονεκτήματα αυτής της μεθόδου είναι ότι ο ιδιοκτήτης φέρει το κίνδυνο να μη καταβάλει ο μισθωτής το συμφωνηθέν ενοίκιο, ενώ πρέπει να έχει γίνει πρόβλεψη για τη περίπτωση που αλλάξει η φορολογική νομοθεσία και μεταβληθούν οι συνθήκες σχετικά με τις φοροαπαλλαγές. Η μέθοδος αυτή χρηματοδότησης θεωρείται από τους οικονομολόγους ιδιαίτερα σημαντική (Stopford, 2009).

Αναπτύχθηκε αρχικά στις Η.Π.Α., αργότερα στην Βρετανία, κατά τις δεκαετίες 1960-1980 και τέλος στην υπόλοιπη Ευρώπη. Η Χρηματοδοτική Μίσθωση είναι ένας ολοκληρωμένος χρηματοδοτικός οργανισμός που δίνει τη δυνατότητα σε μια επιχείρηση να δημιουργήσει ή να επεκτείνει τον παραγωγικό εξοπλισμό της χωρίς να διαθέσει τα δικά της κεφάλαια. Τα απαιτούμενα κεφάλαια διατίθενται από την εταιρεία Χρηματοδοτικής Μίσθωσης, η οποία αγοράζει τον εξοπλισμό σύμφωνα με τις οδηγίες της επιχείρησης. Στη συνέχεια εκμισθώνει τον εξοπλισμό αυτόν στην επιχείρηση για προκαθορισμένο χρονικό διάστημα και για συγκεκριμένο μίσθωμα (Ρεπούσης, 2004).

Καλύπτει συνήθως ολόκληρη ή την μεγαλύτερη διάρκεια της οικονομικής ζωής ενός πλοίου και το ενοίκιο ισούται με την τοκοχρεολυτική δόση δανείου που θα απαιτούνταν για την απόκτηση του. Μετά την λήξη της σύμβασης ο μισθωτής γίνεται

κύριος του πλοίου. Οι δόσεις της χρηματοδοτικής μίσθωσης καταβάλλονται είτε ανά μήνα, είτε ανά τρίμηνο, είτε ανά εξάμηνο. Το επιτόκιο βάσει του οποίου υπολογίζονται οι δόσεις είναι υψηλότερο από το επιτόκιο δανεισμού. Η επιχείρηση επίσης καταβάλλει ένα ποσό εφάπαξ για την κάλυψη του διαχειριστικού κόστους το οποίο κυμαίνεται σε ποσοστό 0,1% έως 1% επί της αξίας της επένδυσης.

Όσον αφορά την περίοδο αποπληρωμής, μπορεί να κυμαίνεται από τρία έως πέντε χρόνια. Εάν τα κεφάλαια είναι υψηλά, η περίοδος της χρηματοδοτικής μίσθωσης υπερβαίνει τα 10 χρόνια. Τέτοια περίπτωση μπορεί να συνδυαστεί με μια ναύλωση ίσης διάρκειας με την χρηματοδοτική μίσθωση.

Μετά την λήξη της σύμβασης η επιχείρηση έχει τρεις εναλλακτικές δυνατότητες. Η πρώτη είναι η αγορά του εξοπλισμού με την καταβολή ενός ποσού το οποίο δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 5% της αξίας του εξοπλισμού. Ακόμα, μπορεί να συνεχίσει τη χρηματοδοτική μίσθωση ή τέλος μπορεί να επιστρέψει τον εξοπλισμό στην εταιρεία leasing (Κόκκινος, 2004).

Αποτελεί μέθοδο πλήρους χρηματοδότησης γι' αυτό και προτιμάται σε περιόδους κατά τις οποίες οι τιμές των πλοίων είναι υψηλές. Επιπλέον, δεν απαιτεί πρόσθετες εξασφαλίσεις όπως για παράδειγμα υποθήκες σε άλλα πλοία. Το leasing εξασφαλίζει άμεση ρευστότητα στην ναυτιλιακή επιχείρηση, ώστε να καλυφθούν οι ανάγκες της σε κεφάλαιο. Ακόμα, παρέχει πολλές φορολογικές ελαφρύνσεις στο μισθωτή και κατ' επέκταση μειώνεται το κόστος. Ένα επιπλέον πλεονέκτημα της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι ότι προσφέρει στον εφοπλιστή τη δυνατότητα σχεδιασμού του ταμειακού προγράμματος.

Το κυριότερο μειονέκτημα της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι το γεγονός ότι το επιτόκιο που επιβάλλεται είναι υψηλότερο από το αντίστοιχο του τραπεζικού δανεισμού. Επιπλέον, η ναυτιλιακή εταιρεία δεν μπορεί να εκμεταλλευτεί την αγορά και να πουλήσει το πλοίο σε περιόδους υψηλών τιμών ούτε βέβαια και να το χρησιμοποιήσει ως εξασφάλιση σε περίπτωση που επιθυμεί να καταφύγει στον τραπεζικό δανεισμό. Ακόμα, οι φορολογικές απαλλαγές δεν ισχύουν σε κάθε χώρα και το φορολογικό καθεστώς μπορεί να αλλάξει ανά πάσα στιγμή στο μέλλον (Γουλιέλμος, 2007).

Ο μισθωτής – ο οποίος και επιλέγει το πλοίο – είναι υπεύθυνος για τις επισκευές, τις συντηρήσεις και τις ασφαλιστικές καλύψεις του πλοίου. Σύμφωνα με τη σύμβαση, κίνδυνοι που αφορούν τον πλοιοκτήτη όπως ναυάγιο, πρόκληση ζημιών σε άλλα πλοία

ή σε λιμενικές εγκαταστάσεις, μόλυνση του θαλάσσιου περιβάλλοντος λόγω ατυχήματος ή απώλεια ανθρώπινης ζωής βαρύνουν τον μισθωτή.

### **3.7 Ενδιάμεση χρηματοδότηση (Mezzanine Financing)**

Πρόκειται για ενδιάμεση μορφή χρηματοδότησης, η οποία τοποθετείται μεταξύ δανειοδότησης και χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια. Υλοποιείται από εξειδικευμένους χρηματοδοτικούς οργανισμούς, με συνήθη εξασφάλιση την εγγραφή υποθήκης δεύτερης σειράς επί του υπό χρηματοδότηση πλοίου ή την απόκτηση μετοχών του πλοίου. Μια εισηγμένη ναυτιλιακή εταιρεία αναθέτει σε έναν διαχειριστή την αγορά, πώληση και διαχείριση των πλοίων της (Grammenos and Xilas, 1993). Όμως, αυτές οι εταιρείες που επενδύουν στα εμπορικά πλοία δeneίνai ναυτιλιακές, στοιχείο το οποίο δεν είναι ιδιαίτερα θετικό, όσον αφορά την αποδοτικότητα της επένδυσης. Ο δανειστής στις περιπτώσεις αυτές μπορεί να είναι κάποιος συνταξιοδοτικός οργανισμός ή κάποια ασφαλιστική εταιρεία. Ο τρόπος αυτός της ναυτιλιακής χρηματοδότησης δεν έχει διαδοθεί ιδιαίτερα στην Ελλάδα ούτε έχει θεσμοθετηθεί.

Ουσιαστικά, η συγκεκριμένη αγορά στην πράξη είναι προσιτή μόνο για τις ναυτιλιακές εταιρείες υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας. Ανεξάρτητες εταιρείες στον τομέα των επενδύσεων (Investment firms) αναλαμβάνουν την χρηματοδότηση της ναυτιλιακής επιχείρησης προσφέροντας το λεγόμενο κεφάλαιο mezzanine (mezzanine capital) έναντι της απόκτησης μετοχών της εταιρείας (μετοχικού κεφαλαίου), δηλαδή έναντι της απόκτησης μερικής ιδιοκτησίας επί της δανειζόμενης εταιρείας (Fisher, 2002). Οι περισσότερες χρηματοδοτήσεις αυτού του τύπου «αποσύρονται», είτε μέσω της επαναπώλησης στον αρχικό ιδιοκτήτη του δεσμευμένου κεφαλαίου, είτε μέσω της εκ νέου κεφαλαιοποίησης της επιχείρησης. Η διάρκεια της ενδιάμεσης χρηματοδότησης είναι συνήθως πέντε με οκτώ χρόνια, ενώ στο προσύμφωνο πώλησης προβλέπεται η δυνατότητα πρόωρης εξόδου (Harwood, 2006).

Αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης δεν απαιτεί τη συμμετοχή ίδιων κεφαλαίων, αφού ο πλοιοκτήτης έχει μόνο την υποχρέωση να πληρώνει τους τόκους στην τράπεζα καθώς και το μέρισμα στην εταιρεία του mezzanine fund. Αποτελεί επομένως ένα σχήμα χρηματοδότησης των πάγιων στοιχείων σε ποσοστό 100%. Οι τράπεζες προσφέρουν καλύτερους όρους πίστωσης, δανειοδότησης και αποπληρωμής και

γενικότερα αντιμετωπίζουν με ευνοϊκό τρόπο τις επιχειρήσεις εκείνες που επιλέγουν το mezzanine financing.

Η διαδικασία υλοποίησης της ενδιάμεσης χρηματοδότησης είναι αρκετά γρήγορη και λιγότερο δαπανηρή σε σχέση με τον μακροπρόθεσμο δανεισμό. Φυσικά, και αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης δεν είναι απαλλαγμένος από αρνητικά στοιχεία. Καταρχήν, οι περισσότερες ναυτιλιακές επιχειρήσεις οι οποίες είναι κυρίως οργανωμένες σε οικογενειακή βάση αποκλείουν αυτόν τον τρόπο χρηματοδότησης, αφού απαιτεί την εκχώρηση ενός μέρους της ιδιοκτησίας της υπάρχουσας επιχείρησης. Επίσης, ο επενδυτής αναλαμβάνει μεγαλύτερο ρίσκο στην ενδιάμεση χρηματοδότηση σε σύγκριση με τον τραπεζικό δανεισμό, γι' αυτό και το φαινομενικό κόστος του mezzanine financing είναι υψηλό (Harwood, 2006).

Το μειονέκτημα αυτής της μορφής χρηματοδότησης είναι ότι είναι απαραίτητη η δημιουργία ενός ικανού, σταθερού και θετικού ταμειακού προγράμματος, με δεδομένο ότι το ύψος του ποσού, θα πρέπει να είναι ικανό να εξυπηρετήσει τόσο το κύριο χρέος, όσο και το ενδιάμεσο. Έτσι, για την υλοποίηση μιας τέτοιας μορφής χρηματοδότησης είναι σχεδόν απαραίτητη η εξασφάλιση μακροχρόνιου συμβολαίου χρονοναύλωσης για το χρηματοδοτούμενο πλοίο, το οποίο εξασφαλίζει την αποπληρωμή των υποχρεώσεων (Γουλιέλμος, 2007).

### **3.8 Ίδια κεφάλαια (Owner Equity)**

Αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης συνδυάζεται συνήθως με τον τραπεζικό δανεισμό. Τα ίδια κεφάλαια προέρχονται από τους μετόχους της εταιρείας ή από αποθέματα κεφαλαίου τα οποία δημιουργήθηκαν από λειτουργία άλλων πλοίων του στόλου της επιχείρησης. Τα ποσοστά χρηματοδότησης από ίδια κεφάλαια κυμαίνονται από 20% έως και 40%.

Η αυτοχρηματοδότηση αποτελούσε τον πιο συνηθισμένο τρόπο ναυτιλιακής χρηματοδότησης σε παλαιότερες περιόδους κατά τις οποίες οι τιμές των πλοίων κυμαίνονταν σε πολύ χαμηλά επίπεδα και δεν είχαν ακόμη αναπτυχθεί άλλες πηγές εξεύρεσης κεφαλαίων. Μάλιστα, κατά τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, η αυτοχρηματοδότηση ήταν η βασική πηγή χρηματοδότησης πλοίων. Στην Ελλάδα η μέθοδος αυτή εφαρμοζόταν κυρίως στις αρχές του 1980 (Drewry Shipping Consultants, 1996).

Σε αυτή τη περίπτωση η πλοιοκτήτρια αναζητεί επενδυτές οι οποίοι θα αγοράσουν τις μετοχές της και θα μοιραστούν τους κινδύνους και τις αποδόσεις της πλοιοκτησίας. Οι συνήθεις τύποι εξασφάλισης κεφαλαίων μέσω χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια περιλαμβάνουν τα ίδια κεφάλαια (owner equity), την εισαγωγή στο χρηματιστήριο (public offering) και την ιδιωτική χρηματοδότηση (Ship funds and private placement of equity).

### **3.8.1. Ίδια κεφάλαια (Owner equity)**

Παραδοσιακά, η χρηματοδότηση στην ναυτιλία προέρχεται μέσα από την ίδια την ναυτιλιακή εταιρεία. Πρόκειται για τη χρησιμοποίηση αποθεμάτων που δημιουργήθηκαν από τη λειτουργία άλλων πλοίων του ομίλου ή την εισφορά κεφαλαίων από μετόχους της εταιρείας ή ακόμα και από την πώληση κάποιου πλοίου. Οι περισσότερες εταιρείες χρηματοδοτούν τουλάχιστο το 20% με 40% των επενδυτικών τους προγραμμάτων με εσωτερικά κεφάλαια, αλλά το ύψος αυτών των κεφαλαίων διαφέρει σημαντικά μεταξύ των διαφόρων πλοιοκτητριών.

### **3.8.2. Εισαγωγή στο χρηματιστήριο (Public offering of equity)**

Τα εξωτερικά κεφάλαια που οι εταιρείες μαζεύουν όταν εισάγονται στις αγορές αποτελεί ζήτημα μεγάλης σημασίας για πολλές αναπτυσσόμενες εταιρείες. Μέσω της δημόσιας προσφοράς, οι εταιρείες μπορούν να απολαμβάνουν μικρότερα διαχειριστικά κόστη και την ίδια στιγμή μπορούν να ικανοποιήσουν τις ανάγκες για ρευστότητα των αρχικών (Ritter and Welch, 2002). Επιπλέον, η εισαγωγή στο χρηματιστήριο βοηθά μια εταιρεία να επιτύχει καλύτερη διαπραγματευτική θέση με τις τράπεζες και να χρησιμοποιήσει όλα τα πλεονεκτήματα που συνδέονται με την επίβλεψη και την αναγνώριση των επενδυτών (Pagano et al., 1998).

Η εισαγωγή ναυτιλιακών εταιρειών στο χρηματιστήριο αποτελεί έναν εναλλακτικό τρόπο εξασφάλισης των κεφαλαίων που απαιτούνται για τη χρηματοδότηση τους. Το μεγαλύτερο ποσοστό των ελληνικών και ελληνόκτητων ναυτιλιακών επιχειρήσεων αποτελείται από ιδιωτικές εταιρείες μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο οι οποίες βασίζονται κυρίως στην τραπεζική χρηματοδότηση. Γενικά το ποσοστό των ναυτιλιακών εταιρειών που είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια είναι πολύ περιορισμένο σε παγκόσμιο επίπεδο.



Οι κύριες χρηματιστηριακές αγορές στις οποίες δραστηριοποιούνται ναυτιλιακές εταιρείες είναι αυτές της Νέας Υόρκης, του Λονδίνου, του Όσλο και της Στοκχόλμης. Προκειμένου να επιτευχθεί η άντληση κεφαλαίων από μια χρηματιστηριακή αγορά πρέπει να πληρούνται κάποιες προϋποθέσεις όπως: (α) σωστή επιχειρηματική διάρθρωση, (β) προηγούμενη επιτυχημένη λειτουργία και συγκεκριμένο επενδυτικό πρόγραμμα, (γ) δημοσιοποίηση στοιχείων της εταιρείας και ανάπτυξη σχέσεων με τον επενδυτή, (δ) προοπτικές για υγιείς κερδοφόρες χρήσεις και (ε) μακροχρόνια προοπτική επιχειρηματικού σχεδιασμού.

Η καταλληλότητα αυτής της μορφής χρηματοδότησης για μια βιομηχανία με τα χαρακτηριστικά της ναυτιλίας αμφισβητείται. Ο Grammenos (2002) υποστήριξε ότι η αστάθεια της ναυτιλιακής αγοράς είναι ένα από τα μεγαλύτερα προβλήματα, δεδομένου ότι η εξαιρετικά ευκαιριακή φύση της ναυτιλίας, όσον αφορά στην επίτευξη κερδών, έρχεται σε αντίθεση με την επιδίωξη των επενδυτών να χρηματοδοτούν επιχειρήσεις που επιτυγχάνουν σταδιακή αύξηση των κερδών τους κάθε χρόνο. Επιπλέον το σύνηθες ιδιοκτησιακό καθεστώς των πλοιοκτητριών εταιρειών και η δυσκολία στη δημοσίευση οικονομικών στοιχείων των πλοίων, δε φαίνεται να ταιριάζει στη διαφάνεια που απαιτείται από τέτοιου είδους χρηματοδοτήσεις. Όμως, η άντληση σημαντικών κεφαλαίων από τις χρηματιστηριακές αγορές μπορεί να ικανοποιήσει τις ανάγκες των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, δεδομένου ότι η ναυτιλία αποτελεί μια βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίου.

Επιπλέον η εισαγωγή στο χρηματιστήριο βελτιώνει την εικόνα και γενικότερα το κύρος μιας ναυτιλιακής εταιρείας. Το χρηματιστήριο ευνοεί γενικά τις εξαγορές και συγχωνεύσεις εταιρειών, από τις οποίες μπορούν να προκύψουν θετικά αποτελέσματα για την εξέλιξη των επιχειρήσεων. Επίσης, η εισαγωγή στο χρηματιστήριο αποτελεί μέθοδο χρηματοδότησης η οποία δεν απαιτεί την ίδια συμμετοχή της ναυτιλιακής εταιρείας. Τέλος, η άντληση κεφαλαίων πραγματοποιείται χωρίς η εταιρεία να υποχρεώνεται να πληρώνει τόκους και να επιστρέφει το επενδυμένο κεφάλαιο (Ritter and Welch, 2002).

Βέβαια, η διαδικασία εισαγωγής συνεπάγεται μεγάλο κόστος σχετικά με την προετοιμασία των δημόσιων προτάσεων. Τα κέρδη που προέρχονται από την χρηματιστηριακή αγορά μεταβάλλονται συνεχώς και μπορούν να κυμανθούν από πολύ χαμηλά έως πολύ υψηλά επίπεδα. Το γεγονός αυτό είναι αποθαρρυντικό για τους επενδυτές οι οποίοι γενικά επιδιώκουν σταθερότητα και άνοδο των κερδών διαχρονικά.

Ακόμα, η εισαγωγή στο χρηματιστήριο οδηγεί συνήθως στον περιορισμό της επιχειρηματικής ευελιξίας του πλοιοκτήτη (Petropoulos, 2009).

Η εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο συνεπάγεται την αλλαγή στη δομή της, αφού ο ιδιοκτήτης μιας ναυτιλιακής επιχείρησης δεν θα μπορεί πλέον να αποφασίζει μόνος του αλλά θα πρέπει να δικαιολογεί τις πράξεις του, να συγκαλεί συνέλευση των μετόχων και να λογοδοτεί στο συμβούλιο (Pagano et al., 1998). Η απώλεια ελέγχου του μετοχικού κεφαλαίου και της εταιρείας αποτελεί ένα βασικό μειονέκτημα της εισαγωγής σε χρηματιστήρια, και ειδικά για τις ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες οι οποίες είναι οργανωμένες σε οικογενειακή βάση. Η μη προσφυγή των ναυτιλιακών εταιρειών στο χρηματιστήριο δικαιολογείται από το γεγονός ότι οι εταιρείες αυτές είναι μικρής κεφαλαιοποίησης και γενικά παρουσιάζουν χαμηλές αποδόσεις.

Επιπλέον, υπάρχει αδυναμία πρόβλεψης των εξελίξεων της ναυτιλιακής βιομηχανίας, η οποία παρουσιάζει έντονες διακυμάνσεις. Εξάλλου, οι ελληνικές ναυτιλιακές επιχειρήσεις δεν είναι γενικά διατεθειμένες να δημοσιοποιούν τα οικονομικά τους στοιχεία.

### **3.8.3. Ιδιωτική χρηματοδότηση και Όμιλοι κεφαλαίων (Ship funds and private placement of equity)**

Πρόκειται για ένα επενδυτικό μηχανισμό ο οποίος επιτρέπει σε επενδυτές που δεν έχουν ασχοληθεί με τη ναυτιλία, να επενδύσουν σε εμπορικά πλοία. Μια εγγεγραμμένη εταιρεία σε χρηματιστήριο ορίζει ένα γενικό διαχειριστή για την αγορά, τη πώληση και διαχείριση των πλοίων της. Τα ship funds λειτουργούν περισσότερο ως επενδυτικοί μηχανισμοί, παρά ως ναυτιλιακές εταιρείες και έτσι στις περισσότερες των περιπτώσεων οι μέτοχοι έχουν τη δυνατότητα να προχωρήσουν στην εκκαθάριση της εταιρείας μετά από 5 έως 7 χρόνια, εξασφαλίζοντας έτσι ρευστότητα αν τελικά οι μετοχές στις οποίες επένδυσαν αποδειχθούν μη αποδοτικές.

Τα ship funds, ως επενδυτικό εργαλείο, φαίνεται να παρουσιάζουν δύο προβλήματα:

- τα κεφάλαια πρέπει να συγκεντρωθούν πριν την απόκτηση των πλοίων και δημιουργούν στους οργανωτές το πρόβλημα να βρουν καλής ποιότητας πλοία, σε μικρό χρονικό διάστημα.

- η επιχειρησιακή και διαχειριστική τους δομή είναι ασαφής. Πρόκειται για εταιρείες με περιορισμένο χρόνο ζωής, οι οποίες δεν είναι ναυτιλιακές αλλά αναλαμβάνουν τη διαχείριση πλοίων για αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα.

Τα ως άνω θέματα προκύπτουν από την αντιμετώπιση των πλοίων ως αγαθών, διότι παρά το γεγονός ότι τα πλοία αγοράζονται και πωλούνται όπως τα αγαθά, η διαχείρισή τους είναι εξαιρετικά πολύπλοκη.

## **4ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΙΔΙΚΟΥ ΣΚΟΠΟΥ (Special Purpose Acquisition Companies - SPACs)**

### **4.1 Εισαγωγή**

Η αύξηση χρημάτων για να επενδύσει κανείς σε άγνωστες ευκαιρίες έχει μια εκπληκτικά μεγάλη ιστορία και κληρονομιά. Ευτυχώς, οι περισσότερες από τις σύγχρονες ποικιλίες τέτοιων κεφαλαίων χρησιμοποιούνται για πιο εφικτούς σκόπους. Πράγματι, τα τελευταία χρόνια, έχει αναπτυχθεί μια συγκεκριμένη μορφή εταιρείας για εξαγορά –η οποία είναι γνωστή ως εταιρεία λευκής επιταγής (blank check) ή ειδικού σκοπού (special purpose acquisition company – SPAC), η οποία έχει βιώσει μια αναγέννηση, αυξάνοντας σημαντικά ποσά των κεφαλαίων από τους επενδυτές (Jenkinson and Sousa, 2010).

Οι εταιρείες ειδικού σκοπού αυξάνουν τα κεφάλαιά τους μέσω δημόσιων εγγραφών και έχουν κατορθώσει να γίνουν ένα πολύ σημαντικό ποσοστό των νέων εκδόσεων. Όπως υποδηλώνει το όνομά της, η εταιρεία ειδικού σκοπού SPACs σχηματίζεται με στόχο την εξεύρεση μιας υφιστάμενης επιχείρησης για να εξαγοράσει και έτσι μπορεί να θεωρηθεί ως ένα ενιαίο ιδιωτικό και επενδυτικό κεφάλαιο, καθώς χρησιμοποιεί παρόμοιες οικονομικές τεχνικές με αυτές της εξαγοράς.

### **4.2 Έννοια – Περιεχόμενο**

Οι εταιρείες ειδικού σκοπού (Special Purpose Acquisition Companies - SPACs) είναι εισηγμένες εταιρείες που συγκεντρώνουν κεφάλαια από διάφορους επενδυτές με σκοπό την εξαγορά μιας μικρότερης εταιρείας συγκεκριμένου κλάδου, την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων της ή τη συγχώνευση με κάποια εταιρεία του κλάδου συνήθως ιδιωτική. Θεωρούνται “blind pool” κεφαλαίου, καθώς οι επενδυτές δε γνωρίζουν ουσιαστικά τίποτα σχετικό με την εταιρεία στην οποία οι διαχειριστές της εταιρείας ειδικού σκοπού (Special Purpose Acquisition Company - SPAC) θα επενδύσουν τα χρήματά τους. Επιπλέον χαρακτηρίζονται και ως εταιρείες «λευκής επιταγής» (ουσιαστικά είναι η εξέλιξή τους), με την έννοια ότι οι επενδυτές παρέχουν λευκή επιταγή στους διαχειριστές ώστε μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα αυτοί να προχωρήσουν σε κάποια κίνηση εξαγοράς ή συγχώνευσης (Berger, 2008).

Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός πως οι εταιρείες ειδικού σκοπού (SPACs) είναι εταιρείες οι οποίες δεν κατέχουν κανένα περιουσιακό στοιχείο, δεν υπάρχει τίποτα στο ενεργητικό τους εκτός από ρευστό, ενώ δεν έχουν ούτε είχαν ποτέ κάποια δραστηριότητα. Για το λόγο αυτό θεωρούνται «κενές εταιρείες» (shell companies) και πιο συγκεκριμένα κενές εταιρείες κεφαλαίου (cash shell companies) και ουσιαστικά δεν διαφέρουν πολύ από τις αντίστροφες συγχωνεύσεις, καθώς μία “κενή” εταιρεία (shell company) προτίθεται να αγοράσει μία εταιρεία με μόνιμη λειτουργία και αντικείμενο. Επίσης ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό τους που τα κάνει να διαφέρουν από τις υπόλοιπες μορφές εξαγορών είναι το γεγονός ότι η εταιρεία που προκύπτει εστιάζει σε μία συγκεκριμένη αγορά/βιομηχανία χωρίς όμως να υπάρχουν περιορισμοί στην επιλογή αυτής (Hale, 2007).

Οι εταιρείες ειδικού σκοπού (SPACs) διαφέρουν από τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια σε σημαντικά σημεία. Οι επενδυτές ιδίων κεφαλαίων παρέχουν κεφάλαια για την ενίσχυση της ρευστότητας και στη συνέχεια αναζητούν για νέες ευκαιρίες. Τα στελέχη των ιδιωτικών κεφαλαίων έχουν αποφασίσει σε ποιες επιχειρήσεις να επενδύσουν. Οι εταιρείες που αποκτήθηκαν σε γενικές γραμμές είναι είτε ιδιωτικές είτε θεωρούνται ως ιδιωτικές, και έτσι οι τιμές αγοράς των κεφαλαίων, συνήθως δεν διατίθενται, οπότε και οι επενδυτές δεν μπορούν να πουλήσουν εύκολα την θέση τους. Επίσης, οι επενδυτές πληρώνουν τα στελέχη των ιδιωτικών κεφαλαίων μια σημαντική ετήσια αμοιβή διαχείρισης και ένα μερίδιο - σχεδόν πάντα 20% - των κερδών (Hale, 2007).

Οι εταιρείες ειδικού σκοπού (SPACs) διαφέρουν σε όλα αυτά τα σημεία. Οι επενδυτές δίνουν τα χρήματά τους εκ των προτέρων, πολλούς μήνες πριν από την τελική εξαγορά. Οι ίδιες αυτές εταιρείες διενεργούν μια Δημόσια Εγγραφή (IPO) έτσι ώστε να μπορούν να παρατηρήσουν τις τιμές της αγοράς, ιδίως μετά την ανακοίνωση μιας εξαγοράς. Οι επενδύσεις σε εταιρείες ειδικού σκοπού (SPACs) μπορούν να πωληθούν ανά πάσα στιγμή. Γενικά οι επενδυτές πληρώνουν ελάχιστες αμοιβές διαχείρισης αλλά ταυτόχρονα χορηγείται στους ιδρυτές της εταιρείας ένα μερίδιο επίσης, συνήθως 20%, της αξίας του κεφαλαίου για κάθε απόκτηση που γίνεται (Jenkinson and Sousa, 2010).

Γίνεται, λοιπόν, αντιληπτό ότι οι εταιρείες ειδικού σκοπού είναι φτιαγμένες να δημιουργούν ισχυρά κίνητρα για λογαριασμό των ιδρυτών τους, καθώς η πληρωμή τους εξαρτάται από την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Βέβαια, από τη στιγμή που

εισπράτουν μέρος από την αξία της επένδυσης, έχουν κέρδος ακόμα κι αν η εξαγορά δεν είναι επιτυχημένη.

Οι εταιρείες ειδικού σκοπού (SPACs) είναι άμεσοι απόγονοι των διεφθαρμένων εταιρειών λευκών επιταγών που μάστιζαν τις αγορές των κινητών αξιών την δεκαετία του 1980. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ορίζει μια εταιρεία λευκής επιταγής ως "μια εταιρεία με στάδιο ανάπτυξης που δεν έχει συγκεκριμένο επιχειρηματικό σχέδιο ή σκοπό ή που έχει ως επιχειρηματικό σχέδιο να συμμετάσχει σε μια συγχώνευση ή εξαγορά με αγνώστων στοιχείων εταιρεία ή εταιρείες, άλλη οντότητα ή πρόσωπο (SEC, 2007).

Οι εταιρείες αυτές υπήρξαν όργανα απάτης στη δεκαετία του 1980, ιδιαίτερα στην αγορά φτηνών μετοχών που διαπραγματεύονταν σε δευτερογενείς αγορές (penny stocks). Σε μια προσπάθεια να την προστασία των επενδυτών και την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, το Κογκρέσο το 1990 κατευθυνόμενο από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θεσπίζει κανονισμούς για την επιβολή αυστηρών ελέγχων και απαιτήσεων σχετικά με τη διαχείρισή τους. Οι εταιρείες λευκής επιταγής εξαφανίστηκαν μετά την ψήφιση αυτών των κανονισμών, αλλά πρόσφατα επανεμφανίστηκαν με τη μορφή των εταιρειών ειδικού σκοπού (SPACs) (Feldman, 2006).

Όπως και οι εταιρείες λευκής επιταγής της δεκαετίας του 1980, οι εταιρείες ειδικού σκοπού δεν έχουν λειτουργική ιστορία, περιουσιακά στοιχεία, έσοδα, ή δραστηριότητα και έχουν σχεδιαστεί για να αυξήσουν τα κεφάλαια στις κεφαλαιαγορές (Savitz, 2005). Σε αντίθεση με τις δόλιες προσφορές τη δεκαετία του 1980, οι εταιρείες ειδικού σκοπού εξαιρούνται από τους προαναφερόμενους ελέγχους και συνεπώς δεν ρυθμίζονται περισσότερο από τις παραδοσιακές δημόσιες προσφορές.

Συνοψίζοντας, οι εταιρείες ειδικού σκοπού (SPACs) συγκεντρώνουν κεφάλαια μέσω Δημόσιας Εγγραφής (Initial Public Offering – IPO) και στη συνέχεια επικεντρώνονται στην εξαγορά μια ιδιωτικής εταιρείας ή στη συγχώνευση με αυτήν. Αποτελούν δηλαδή έναν εναλλακτικό τρόπο για μια ιδιωτική εταιρεία να γίνει εισηγμένη αποφεύγοντας τις χρονοβόρες διαδικασίες και τα αυξημένα κόστη μιας παραδοσιακής Δημόσιας Εγγραφής (Initial Public Offering–IPO).

### 4.3 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Οι εταιρείες ειδικού σκοπού (SPACs) αποτελούν μία εναλλακτική μορφή επένδυσης για τους επενδυτές και χρηματοδότησης και εύρεσης κεφαλαίων για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις. Η αρχική βασική έρευνα για τις εταιρείες ειδικού σκοπού εκδόθηκε από τους Jog and Sun (2007), οι οποίοι εξηγούν την βασική δομή μιας εταιρείας «λευκής επιταγής» και τον τρόπο που αυτή δημιουργείται και λειτουργεί σε βασικό επίπεδο. Ακόμα πιο σημαντικό, ερευνάται το ποσό των κερδών που λαμβάνουν οι επενδυτές αλλά και οι ιδρυτές μιας τέτοιας εταιρείας. Ενώ οι επενδυτές των εταιρειών ειδικού σκοπού (SPACs) συνήθως χάνουν τα χρήματά τους, από την επόμενη της Δημόσιας Εγγραφής έως και την ημέρα της ανακοίνωσης και συνεχίζουν να τα χάνουν μέχρι την επίτευξη της συμφωνίας, ενώ οι διαχειριστές αυτών των εταιρειών λαμβάνουν πολύ μεγαλύτερα κέρδη από την αρχική τους επένδυση, μέχρι και 1.900%. Η έρευνά τους ολοκληρώνεται με τη φράση «Φαίνεται ότι οι μέτοχοι έχουν δώσει λευκή επιταγή στους διαχειριστές» (Jog and Sun, 2007).

Σύμφωνα με την Anh L. Tran (2010), οι εταιρείες αυτές είναι δημόσιες κενές εταιρείες (public shell companies), οι οποίες συγκεντρώνουν κεφάλαια από διάφορους επενδυτές (μέσω Δημόσιας Εγγραφής - IPO) με σκοπό τη συγχώνευση ή εξαγορά επιχειρήσεων που ανήκουν σε ιδιώτες. Η συγγραφέας τονίζει τα βασικότερα χαρακτηριστικά των εταιρειών ειδικού σκοπού, όπως το ότι οι επενδυτές δεν γνωρίζουν αρχικά την εταιρεία στην οποία επενδύουν ή τον τομέα στον οποίο δραστηριοποιείται, εξουσιοδοτούν εξ'ολοκλήρου τους διαχειριστές να χρησιμοποιήσουν τα κεφάλαιά τους μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, ενώ εστιάζουν σε συγκεκριμένους κλάδους αγορών ή βιομηχανιών. Η επίδραση του τελευταίου στην απόδοση του επενδυτή εξετάζεται στη συγκεκριμένη μελέτη.

Στη συνέχεια ο Derek K. Heyman (2007) βασισμένος στο κεντρικό ερώτημα “πόσο ριψοκίνδυνο είναι να επενδύεις σε μία εταιρεία η οποία δε διαθέτει περιουσιακά στοιχεία και μοναδικό επιχειρηματικό της σχέδιο είναι η εξαγορά μίας άγνωστης επιχείρησης”, επιχειρεί μία ιστορική αναδρομή των εταιρειών ειδικού σκοπού και τα περιγράφει ως εξέλιξη των εταιρειών “λευκών επιταγών”, των οποίων παραθέτει τις ελλείψεις και τα μειονεκτήματα και μετά από μία εκτενή ανάλυση και αξιολόγηση των εταιρειών ειδικού σκοπού, καταλήγει ότι αυτές είναι η βελτιωμένη μορφή των παραπάνω εταιρειών καλύπτοντας τις, από νομικής και όχι μόνο φύσεως, ελλείψεις των ξεπερασμένων “προγόνων” τους.

Ακολούθως, οι Harry S. Pangas και John J. Mahon (2008), παραθέτουν τα οχτώ σημαντικότερα πράγματα που πρέπει κανείς να γνωρίζει για τις εταιρείες αυτές (SPACs) και αναφέρονται κυρίως σε νομικά ζητήματα και διαδικαστικά θέματα που σχετίζονται με τις Δημόσιες Εγγραφές (IPO) καθώς και την επένδυση γενικότερα, παρέχοντας συμβουλές για τη σωστή καθοδήγηση των επενδυτών με σκοπό την πλήρη νομιμότητά τους και την μέγιστη απόδοση μέσω των πλέον κατάλληλων επιλογών και ενεργειών.

Προχωρώντας σε λεπτομερέστερες αναφορές σχετικά με τη δομή των SPACs, βρίσκουμε το άρθρο του Orrick στην OHS London (2008) στο οποίο αναφέρονται χρήσιμες πληροφορίες που αφορούν τη μετοχική σύνθεση των SPACs αλλά και τα δικαιώματα και τους περιορισμούς επενδυτών και διαχειριστών όπως για παράδειγμα το γεγονός ότι σε περίπτωση αποτυχίας εύρεσης εξαγοράσιμης εταιρείας κατά το συμφωνηθέν χρονικό όριο (συνήθως 12-24 μήνες), το SPAC ρευστοποιείται και επιστρέφεται στους επενδυτές το ποσό συνεισφοράς τους μαζί με τους τόκους οι οποίοι πιθανόν να εισπράχθηκαν από τη διαχείριση των κεφαλαίων κατά το προαναφερθέν χρονικό διάστημα ενώ τονίζει και την προϋπόθεση της απαραίτητης έγκρισης της εκάστοτε εξαγοράς από τους μετόχους πριν αυτή προχωρήσει. Τέλος παρατίθενται πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των SPACs για όλους τους εμπλεκόμενους που σε συνδυασμό με όλα τα παραπάνω, σκοπό έχουν, να απαντήσουν στο ερώτημα που τίθεται στην αρχή και αφορά το αν και κατά πόσο τα SPACs μπορούν να αναζωπυρώσουν την στάσιμη και πτωτική αγορά των IPOs.

Στην έρευνα των Tim Jenkinson και Miguel Sousa (2010), αποδεικνύεται πως περισσότερες από τις μισές εγκεκριμένες εξαγορές οδήγησαν σε value destruction, ενώ προτείνουν έναν απλό κανόνα που βασίζεται στις τρέχουσες τιμές της αγοράς, τον οποίο οι επενδυτές έπρεπε να είχαν ακολουθήσει. Συγκεκριμένα εξετάζουν και συγκρίνουν χαρτοφυλάκια “καλών” και “κακών” SPACs και με βάση τον κανόνα των τιμών της αγοράς κατά την ημέρα της έγκρισης, θεωρούν πως από το 74% των εγκρίσεων προτάσεων εξαγοράς, περισσότερες από τις μισές έπρεπε να είχαν απορριφθεί με αποτέλεσμα να χαθούν τεράστια κεφάλαια, ενώ όσοι από τους επενδυτές ακολούθησαν την στρατηγική τους και βασίστηκαν στην κατάσταση της αγοράς πέτυχαν κέρδη με χαμηλό ρίσκο.

Επιπλέον, αξιόλογη είναι και η μελέτη του Claude Desy (2009) για το De Grandpre's Corporate Finance Group, στο οποίο αφού εξετάζεται η φύση των σχηματισμών αυτών, καταγράφονται οι επιδόσεις τους στις ΗΠΑ, τα πλεονεκτήματα



και οι παγίδες τους, ενώ παρέχονται πληροφορίες και για το φορολογικό καθεστώς που διέπει τέτοιου είδους επενδύσεις. Τέλος υπάρχουν πολλά παραδείγματα Αμερικανικών SPACs, από τα οποία πηγάζουν χρήσιμα συμπεράσματα που αφορούν κυρίως τη δυνατότητα ανάπτυξης και προσαρμογής τους στην αγορά του Καναδά.

Ακολούθως ο Daniel S. Riemer (2007) ξεκινώντας μία ιστορική αναδρομή και ανάλυση των SPACs, εξετάζει τις “εταιρείες λευκής επιταγής” με τις οποίες στη συνέχεια τα συγκρίνει αφού αξιολογεί όλες τις πιθανές ευκαιρίες και απειλές που απορρέουν από αυτά. Επιπλέον συμφωνεί με όλους όσους στήριξαν τον περιορισμό των “εταιρειών λευκής επιταγής” και την ανάδειξη των SPACs για τα οποία καταλήγει πως παρόλο που αποτελούν μία ανορθόδοξη μορφή επένδυσης, μπορούν να αποδώσουν ικανοποιητικά με αρκετή ασφάλεια, όταν ελέγχονται από έμπειρους και κατασταλαγμένους επενδυτές.

Εν συνεχεία οι Floyd Wittlin και Kristen Ferris (2010) στο Bloomberg Law Reports, αναρωτήθηκαν αν η αγορά των SPACs μπορεί να ανακάμψει μετά την συνεχή πτωτική πορεία κυρίως από το 2007 και μετά, καταγράφοντας με αριθμούς όλη την πορεία των τελευταίων 5 ετών. Αναλύεται και εδώ η δομή τους και δίνεται έμφαση στην προϋπόθεση ψήφισης από τους μετόχους ώστε να προχωρήσει μια εξαγορά. Για πρώτη φορά εμφανίζεται η δομή του νέου SPAC, όπου μειώνεται ο αριθμός των μετοχών που ανήκει στους διαχειριστές ενώ αυξάνεται η αξία των τίτλων των μετόχων. Ωστόσο σημαντικότερη αλλαγή θεωρούν την κατάργηση της προϋπόθεσης ψήφου των μετόχων που θα κάνει τα νέα SPAC πιο ευέλικτα, τις εξαγορές πιο εύκολες και επομένως την αναγέννηση της αγοράς των SPACs ιδιαίτερα πιθανή.

Μία ακόμα αξιοσημείωτη αναφορά στα SPACs γίνεται από τους Stephen Gentner and Marie Bruchet (2009), για λογαριασμό του McMillan LLP. Σε αυτήν αναφέρεται ότι το SPAC project χωρίζεται σε δύο φάσεις, την πρώτη που αφορά την αίτηση, τα ενημερωτικά δελτία και τη διαδικασία της δημόσιας εγγραφής, και τη δεύτερη που αφορά την επιτυχημένη ολοκλήρωση μίας συμφέρουσας εξαγοράς. Οι δύο φάσεις αναλύονται εκτενώς και στην πρώτη παρατίθενται οι ελάχιστες προϋποθέσεις που τις οποίες πρέπει να πληρεί ένα SPAC όπως το ελάχιστο συνολικό ποσό επένδυσης, η ελάχιστη τιμή της μετοχής κ.α., και οι διάφοροι περιορισμοί στους οποίους υπόκεινται η εταιρική και η κεφαλαιακή δομή τους, ενώ στο τέλος γίνεται και μία επισκόπηση της όλης διαδικασίας. Συμπερασματικά οι συγγραφείς παρουσιάζουν τα SPACs ως μία βιώσιμη επενδυτική λύση στη δύσκολη οικονομική συγκυρία των ημερών λόγω του μεγάλου εύρους των επενδυτών που δύνανται να συμμετέχουν σε μία εξαγορά.

Εξίσου ενδιαφέρουσα είναι μία ανασκόπηση της αγοράς των SPACs για το πρώτο τρίμηνο του 2009 που εκδόθηκε από την Duff and Phelps Corp., όπου καταγράφονται εξαιρετικά χρήσιμες πληροφορίες. Ενδεικτικά αναφέρεται το γεγονός ότι τελευταία επιτυχημένη SPAC IPO ολοκληρώθηκε τον Αύγουστο του 2008, ενώ παρέχονται και πληροφορίες σχετικά με τον αριθμό των συναλλαγών που ακυρώθηκαν σε ποσοστό επί του συνόλου των ανακοινωθέντων (13 σε σύνολο 39 για το 2007). Επιπλέον εξετάζεται και το κατά πόσο εστιάζουν τα SPACs σε μία συγκεκριμένη αγορά/βιομηχανία, κάτι που φαίνεται ότι ισχύει σε περισσότερες από το 60% των συναλλαγών ενώ παρέχονται και πληροφορίες σχετικά με το είδος των αγορών τις οποίες κυρίως στοχεύουν τα SPACs.

Εν συνεχεία οι Mark Mitchell και Todd Pulvino (2010), αφού παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τη δομή των SPACs, αναφέρονται στις επιδράσεις που δέχτηκαν κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 όπου καταγράφονται αρκετές αιφνιδιαστικές πωλήσεις λόγω μειωμένης σε σχέση με την αναμενόμενη απόδοσης, ενώ και η μειωμένη ζήτηση για δομημένα ομόλογα και οι συναλλαγές των ασφαλιστρών κινδύνου συνετέλεσαν στο φαινόμενο αυτό. Επίσης αρκετά σημαντική είναι και η αναφορά στην υπόθεση της Lehman Brothers και των SPACs που είχαν τοποθετήσει εκεί τα κεφάλαιά τους, τα οποία τελικά δεν χάθηκαν παρά την κατάρρευση του οργανισμού, και μεταφέρθηκαν απλά σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Ακολούθως οι David A. Miller και Jeffrey M. Gallant (2010) αναφέρονται στη δυναμική εμφάνιση των SPACs μετά τη συνεχόμενη πτώση κατά το 2008 και 2009. Παραθέτουν τους λόγους που οδήγησαν σε αυτή την ανάκαμψη όπως για παράδειγμα τα κεφάλαια που έπρεπε να επιστραφούν σε διάφορους επενδυτές SPACs που δεν κατάφεραν να ολοκληρώσουν μια εξαγορά, τα οποία έρχονται σε περιόδους που οι επενδυτές δεν διέθεταν ρευστό και τώρα έχουν διαθέσιμα κεφάλαια για τα οποία αναζητούν τους τρόπους επένδυσής τους. Ωστόσο πολύ σημαντικό για την προαναφερθείσα ανάκαμψη ήταν και το γεγονός της υιοθέτησης των διαφόρων αλλαγών και τροποποιήσεων των SPACs που αναφέρθηκαν και νωρίτερα παραπάνω και σχετίζονται με τα δικαιώματα ψήφου έγκρισης των μετόχων κ.α.

Στη συνέχεια στο αρχείο της έρευνας και μελέτης των SPACs συναντάμε το άρθρο “Μία ιστορία για τα SPACs” του M. Vulcanovic (2010). Το συγκεκριμένο αποτελεί μία από τις σημαντικότερες και πληρέστερες μελέτες του αντικειμένου. Ξεκινάει από την ιστορική αναδρομή των SPACs και περιγράφει την πορεία τους μέχρι σήμερα

αναλύοντας όλα τα εργαλεία και τις διαδικασίες τους από τη σκοπιά κάθε εμπλεκόμενου. Ωστόσο στη συνέχεια ασχολείται με την απόδοσή τους, παραθέτοντας στατιστικά από το αρχείο των σχετικών συναλλαγών και χρησιμοποιώντας διάφορες χρηματοοικονομικές κυρίως μεθόδους όπως ο Εσωτερικός Συντελεστής Απόδοσης, η αξιολόγηση των τιμών των μετοχών κ.α. Συνοπτικά, η μελέτη αποδεικνύει πως τα SPACs αποτελούν μία εξαιρετικά σύνθετη εταιρική δομή της οποίας τα κίνητρα είναι αλληλένδετα και αλληλοεξαρτώμενα για τους εκάστοτε εμπλεκόμενους ενώ επίσης αποδεικνύει πως οι διαφορετικές εγγυήσεις και ασφάλειες των SPACs δε λειτουργούν όλες το ίδιο αποτελεσματικά, με ενδεικτικό τη μειωμένη ισχύ των κοινών μετοχών.

Αρκετά ενδιαφέρον είναι και το άρθρο του Oliver Hargreaves (2010) για την Executive View Media Limited που αναφέρεται σε εξαγορές, συγχωνεύσεις και άλλες επενδυτικές δραστηριότητες. Το άρθρο ασχολείται με τα SPACs και εξειδικεύει κυρίως σε αυτά της Σιγκαπούρης ενώ αναρωτιέται αν η απόδοση των SPACs στις μεγαλύτερες χρηματιστηριακές αγορές αποτελεί λόγο ανησυχίας και αν πρέπει να μειωθεί κάπως η προστασία των επενδυτών η οποία φαίνεται ότι πιθανότατα θα έχει αυξητικές τάσεις.

Συνεχίζοντας ο Kim Kab Lae (2011) περιγράφει τις κατάλληλες προϋποθέσεις οι οποίες είναι απαραίτητες για μια αναβαθμισμένη αγορά SPAC, εστιάζοντας στην Ασιατική αγορά και συγκεκριμένα σε αυτήν της Κορέας. Στο άρθρο αναφέρονται βασικές και απαραίτητες προϋποθέσεις για την ιδανική λειτουργία μιας τέτοιας αγοράς, που έχουν να κάνουν κυρίως με την οργάνωση, τον έλεγχο της κερδοσκοπίας, την ασφάλεια των επενδυτών κ.α. Επιπλέον ο συγγραφέας αναφέρει κάποιους μύθους σχετικούς με τα SPACs που αφορούν κυρίως την Κορέα, ενώ κλείνει με κάποιες προτάσεις που αφορούν τον έλεγχο των κερδοσκόπων που δραστηριοποιούνται στα SPACs.

Ακολούθως, αξιολογη είναι και η μελέτη του Williams K. Sjostrom που έχει ως κύριο αντικείμενο τις αντίστροφες συγχωνεύσεις (reverse mergers), οι οποίες αποτελούν ένα εναλλακτικό τρόπο διεξαγωγής δημόσιας προσφοράς από μία εταιρεία. Εδώ αναλύεται εκτενώς η συγκεκριμένη διαδικασία, τονίζονται οι διαφορές της από τα IPO's ενώ μετά από μία συνοπτική μελέτη των SPACs, τονίζονται τα πλεονεκτήματα ενός συνδυασμού SPAC με reverse merger αντί ενός IPO.

Εξαιρετικά χρήσιμες πληροφορίες για τα SPACs υπάρχουν και στην έκδοση των Michael A. Pittenger και Cara M. Grisin (2007), με τίτλο "When SPAC attack", όπου αναλύονται και εδώ όλα τα σχετικά με τα SPACs όπως η δομή, η διαδικασία τους κ.α., ενώ υπάρχει σημαντική αναφορά σε διάφορα πρακτικά ζητήματα που προκύπτουν και

εμπεριέχουν ρίσκα για όποιον επενδύσει σε SPACs, όπως για παράδειγμα το σύντομο χρονικό περιθώριο μέσα στο οποίο πρέπει να βρεθεί εταιρεία για εξαγορά, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε μία βεβιασμένη και συνεπώς λανθασμένη κίνηση ενώ ασκείται υπερβολική πίεση και στην εταιρεία στόχο. Επιπλέον αναφέρεται και στο θέμα της απαραίτητης έγκρισης από της εξαγοράς από τους μετόχους πριν την πραγματοποίησή της, κάτι που αφενός είναι χρονοβόρο και αφετέρου δυσκολεύει αντί να ενθαρρύνει την ολοκλήρωση της εξαγοράς.

Ερευνώντας όλη τη βιβλιογραφία που σχετίζεται με το αντικείμενο της μελέτης μας, βρίσκουμε και ένα άρθρο στο M&A Journal των M. Ridgway Barker και Michael L. Pflaum (2011). Αντικείμενό του είναι τα SPACs και πιο συγκεκριμένα οι κανόνες, οι προϋποθέσεις και οι περιορισμοί που τα διέπουν, ανάλογα με την χρηματιστηριακή αγορά στην οποία θα συναλάσσονται. Γίνονται αναφορές στους κανόνες NYSE, NASDAQ, AMEX και TSX ενώ παραθέτονται και διάφορες ενδιαφέρουσες συγκρίσεις. Τέλος στα συμπεράσματά τους οι συγγραφείς τονίζουν πως μέχρι το 2008 η AMEX ήταν η μοναδική αγορά βάσει νόμου, στην οποία μπορούσαν να συμμετέχουν τα SPACs ενώ εμφανίζονται αισιόδοξοι καθώς ευελπιστούν πως θα υπάρξει αύξηση ρευστότητας και εισροής κεφαλαίων από επενδυτές σε SPACs, λόγω της θέσπισης όλο και περισσότερων κανόνων για την προστασία τους, με αποτέλεσμα να ανατραπεί η παρούσα πτωτική τάση των αγορών.

Εξαιρετικά χρήσιμη για τη μελέτη μας είναι και μία δημοσίευση των John Floros και Travis Sapp (2011), σχετικά με τις “κενές” εταιρείες (shell companies), όπου αποδεικνύεται πως οι αποδόσεις τέτοιων εταιρειών σε διαδικασίες συγχωνεύσεων, είναι υψηλότερες σε σχέση με αυτές των συνηθισμένων εταιρειών οι οποίες όμως είναι δημοφιλέστερες στους επενδυτές. Επιπλέον οι συγγραφείς χρησιμοποιούν διάφορες μεθόδους για να καταλήξουν σε ενδιαφέροντα αποτελέσματα σχετικά με αποδόσεις και τιμές μετοχών και εταιρειών, βασισμένοι στις πληροφορίες που έχουν συλλέξει. Τέλος πολύ σημαντική είναι μία αναδρομή που γίνεται σχετικά με παλαιότερες αναλύσεις για τα SPACs όπου περιγράφεται ο κύκλος ζωής ενός SPAC ο οποίος χωρίζεται σε τέσσερις κατηγορίες.

Στο ιστορικό των αναλύσεων για τα SPACs βρίσκουμε και μία δημοσίευση για τη Morgan Stanley, όπου ο Robert Berger (2008) ασχολείται με το αντικείμενό μας. Στη συγκεκριμένη έρευνα, αφού καταγράφονται διάφορα στατιστικά στοιχεία σχετικά με τα SPACs στην αμερικανική αγορά, όπως οι αποδόσεις, το μέγεθός τους και άλλα, εξάγονται χρήσιμα συμπεράσματα, ενώ στο τέλος περιγράφονται οι προκλήσεις και οι

δυσκολίες που έχει να αντιμετωπίσει όποιος ασχοληθεί με τη συγκεκριμένη μορφή επένδυσης. Ενδεικτικά αναφέρουμε το πρόβλημα της χρονοβόρας διαδικασίας από την ανακοίνωση μέχρι την έγκριση της επένδυσης η οποία θέτει σε κίνδυνο την συμφωνία, τους ενδοιασμούς των επενδυτών σχετικά με τα οφέλη που θα αποκομίσουν και τα οποία πρέπει να είναι κάτι περισσότερο και πιο σίγουρο από απλό ρευστό, το σημαντικό εμπόδιο της απαραίτητης έγκρισης από τους μετόχους κ.α.

Επιπλέον οι Paco Iso και Xavier Pujol (2008) ασχολούνται με τα SPACs στα πλαίσια μίας έκδοσης των Latham & Watkins, το “Smartcapital”. Αφού επιχειρούν μία συνοπτική καταγραφή των βασικών κανόνων των SPACs, οι συγγραφείς περιγράφουν τους τρόπους με τους οποίους προστατεύονται οι επενδυτές στη συγκεκριμένη μορφή επένδυσης, ενώ παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες σχετικά με το πρώιμο στάδιο πριν τη διεξαγωγή IPO όπου όπως αναφέρουν, η εταιρεία στόχος δεν έχει γίνει ακόμα γνωστή, αλλά και να έχει γίνει δεν έχουν προχωρήσει αρκετά οι διαπραγματεύσεις.

Ιδιαίτερα χρήσιμο για τη μελέτη των SPACs είναι και ένα άρθρο των Malcolm Baker, Xin Pan και Jeffrey Wurgler (2012), αντικείμενο του οποίου είναι οι τιμές των εταιρειών στόχων στις περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών. Πιο συγκεκριμένα ερευνάται ο βαθμός επίδρασης κάποιων τιμών αναφοράς της εταιρείας και κυρίως ο βαθμός επίδρασης των κορυφαίων τιμών του παρελθόντος σε διάφορες πτυχές μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης, όπως για παράδειγμα η επίδραση της πιο πρόσφατης υψηλότερης τιμής, στην τιμή που θα προσφέρει ο ενδιαφερόμενος επενδυτής για την εταιρεία κ.α. Καταλήγουν πως οι τιμές αναφοράς έχουν το δικό τους ρόλο σε περιπτώσεις εξαγορών, παρόμοιο με αυτόν που ήδη έχουν στην τιμολόγηση της αγοράς ακινήτων, στα IPO κ.α.

Ένα ακόμη άρθρο που επίσης σχετίζεται έμμεσα με τα SPACs αλλά είναι εξαιρετικά ενδιαφέρον και πρόσφατο, είναι αυτό των De Soumendra και Jindra Jan (2012) που εξετάζει τη συμπεριφορά των εταιρειών που μόλις έχουν διεξάγει IPO, το βαθμό στον οποίο οι εταιρείες αυτές αποτελούν δημοφιλή στόχο για εξαγορά και την επιτυχία ή αποτυχία των συναλλαγών με τέτοιες εταιρείες σύμφωνα με στατιστικά δεδομένα από δείγμα αντίστοιχων εταιρειών, από το 1980 μέχρι σήμερα, και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι το μεγαλύτερο κίνητρο για την εξαγορά μίας νεοεισερχόμενης στις χρηματιστηριακές αγορές εταιρείας, δεν είναι άλλο από τις βελτιωμένες αποδόσεις που αυτή προσφέρει μετά την IPO.

Επίσης σχετικά με τις εξαγορές και τις εταιρείες αγοραστές, υπάρχει η διπλωματική εργασία του Παπαρούτη Θεόδωρου (2008) η οποία ως αντικείμενο

μελέτης έχει τις αποδόσεις αγοραστριών εταιρειών μετά τις εξαγορές. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει μία σύγκριση που επιχειρείται μεταξύ των εξαγορών εισηγμένων και μη εισηγμένων εταιρειών. Στηριζόμενος σε τρεις βασικές υποθέσεις ο συγγραφέας καταλήγει στο ποια εξαγορά είναι πιο συμφέρουσα για τον επενδυτή. Συγκεκριμένα βάσει των managerial motive και liquidity hypothesis, οι εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών φαίνεται να είναι πιο συμφέρουσες, σε αντίθεση με την bargaining power hypothesis βάσει της οποίας η εξαγορά εισηγμένης αποφέρει μεγαλύτερες αποδόσεις.

Επιχειρώντας τώρα να εξετάσουμε τα SPACs από νομικής πλευράς, θα συναντήσουμε μία δημοσίευση των Usha Rodrigues και Mike Stegemoller (2011) για το University of Georgia Law. Στη μελέτη η οποία τα χαρακτηρίζει “νομική καινοτομία”, τα SPACs αναλύονται εκτενώς, όπως και η πορεία τους από την γέννησή τους μέχρι και σήμερα περιγράφοντας λεπτομερώς και εκθειάζοντας τις πολλές αλλαγές και μορφοποιήσεις στις οποίες υπόκεινται συνεχώς προκειμένου να ανταποκρίνονται πλήρως στις ανάγκες της αγοράς, βασισμένοι σε ένα πλούσιο σύνολο πραγματικών δεδομένων.

Ακολούθως, ο Tim Castelli (2009) σε μία δημοσίευση νομικού και πάλι πανεπιστημίου, και συγκεκριμένα αυτού της Βοστώνης, ασχολείται με τα SPACs πραγματοποιώντας συγκρίσεις με τις εταιρείες “λευκής επιταγής” από τις οποίες θεωρεί ότι διαφέρουν σε πολλά σημεία έχοντας εξαλείψει όλα τα αρνητικά χαρακτηριστικά τους, παρέχοντας μια νέα μορφή επένδυσης σε μία αγορά με τάση συνεχούς αύξησης της ποιότητάς της. Τέλος θεωρεί ότι με τις υπάρχουσες δυσμενείς συνθήκες στην αγορά των IPO και της οικονομίας γενικότερα, οι αναπτυσσόμενες εταιρείες έχουν ανάγκη εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης, και προτείνει στις αρμόδιες αρχές τα SPACs ως την πλέον κατάλληλη και ενδεδειγμένη λύση.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, βασικό στοιχείο για την επιτυχία ενός SPAC, είναι η ολοκληρωμένη και αποτελεσματική διενέργεια IPO. Με αυτό το δεδομένο, και θέλοντας πλέον να εξετάσουμε τη σχέση της ελληνικής ναυτιλίας με τα SPACs, ενισχύεται η σημασία της μελέτης του Theodore C. Sygiouroulos (2007) που ασχολείται με τις μοντέρνες τεχνικές και μεθόδους χρηματοδότησης της ελληνικής ναυτιλίας. Στη μελέτη αναφέρονται ενδιαφέροντα στοιχεία σχετικά με τα IPOs από το χώρο της ναυτιλίας όπως για παράδειγμα οι λόγοι για τους οποίους οι ναυτιλιακές εταιρείες προχωρούν σε δημόσια προσφορά, τονίζοντας τη μείωση της τραπεζικής χρηματοδότησης, την ανάγκη ανανέωσης του στόλου, τη συρρίκνωση των ιδίων

κεφαλαίων κ.α. Επίσης αναφέρονται και διάφορα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι ναυτιλιακές κατά τη διαδικασία έκδοσης νέων μετοχών, με κυριότερο αυτό της τιμής της μετοχής η οποία βασίζεται στο καθαρό ενεργητικό του οποίου οι τιμές όμως διαφέρουν από τις πραγματικές, καθώς οι αξίες των μεταχειρισμένων πλοίων δεν ανταποκρίνονται στις ταμειακές του ροές και τα κέρδη που αυτό προσφέρει.

Παραμένουμε στη ναυτιλιακή βιομηχανία, όπου εξετάζοντας ένα άρθρο του Hee-Jung Yeo (2012), συναντούμε ενδιαφέρουσες απόψεις και πληροφορίες σχετικά με το ρόλο του διοικητικού συμβουλίου και της ιδιοκτησίας σε στρατηγικές συγχωνεύσεων και εξαγορών. Στο άρθρο τονίζεται πως παρά τη διαφαινόμενη αποτυχία πολλών συγχωνεύσεων η εξαγορών τουλάχιστον από χρηματοοικονομικής απόψεως, οι ναυτιλιακές εταιρείες επιδιώκουν τέτοιου είδους συμφωνίες. Επιπλέον αφού επιβεβαιώνεται και από αυτή τη μελέτη η υψηλή συγκέντρωση της οργανωτικής δομής των ναυτιλιακών εταιρειών στον πλοιοκτήτη, ασχολείται και με την εταιρική διακυβέρνηση στον τομέα της ναυτιλίας και το πώς αυτή επηρεάζει τις πολιτικές των εταιρειών οι οποίες όταν είναι αυστηρές και σταθερές στη διανομή μερισμάτων, δεν αφήνουν πολλά περιθώρια για κινήσεις και συμφωνίες όπως εξαγορές και συγχωνεύσεις.

Τέλος σε ένα από τα πιο πρόσφατα άρθρα που βρίσκουμε σχετικά με τα SPACs, οι Johannes Kolb και Tereza Tykroná (2014) αναρωτιούνται εάν τα SPACs μπορούν να αποτελέσουν μία εναλλακτική των κλασικών IPO και η απάντηση στην οποία καταλήγουν είναι αρνητική. Τα SPACs δεν θα γίνουν ποτέ τόσο ελκυστικά ειδικά για τους μεγάλους παίχτες, παρά μόνο για μικρές εταιρείες με υψηλό δανεισμό και μειωμένα κέρδη. Στο άρθρο υπάρχουν χρήσιμες πληροφορίες και στατιστικά στοιχεία για SPACs που πραγματοποιήθηκαν από το 2004 έως και το 2013 ενώ παραθέτονται και κάποιοι χρήσιμοι τύποι και ορισμοί.

#### **4.4 Τρόπος Λειτουργίας**

Μια εταιρεία ειδικού σκοπού ιδρύεται από μια μικρή ομάδα από έμπειρους και ισχυρούς επενδυτές ή καταξιωμένα και έμπειρα στελέχη της αγοράς και συγκεκριμένα του κλάδου στον οποίο στοχεύει το SPAC, τους λεγόμενους ιδρυτές. Συγκεκριμένα κατά την δημόσια εγγραφή η εταιρεία δεν έχει καμία επιχειρηματική δραστηριότητα, ενώ δεν υπάρχει και κανένα σχέδιο συγκεκριμένης μελλοντικής εξαγοράς ή

συγχώνευσης. Μοναδικός σκοπός της είναι η εξαγορά μιας άλλης εταιρείας ή η συγχώνευση με αυτήν.

Οι ιδρυτές δε λαμβάνουν καμιά αμοιβή κατά τη διάρκεια της αναζήτησης της εταιρείας προς εξαγορά. Την ίδια στιγμή, όμως, κατέχουν ένα σημαντικό μέρος της καθαρής θέσης, την οποία και αγοράζουν στο ονομαστικό κόστος πριν από τη δημόσια εγγραφή, τις ονομαζόμενες μετοχές των ιδρυτών. Ουσιαστικά η εταιρεία διεξάγει δημόσια εγγραφή εκδίδοντας τίτλους, οι οποίοι συνήθως αποτελούνται από μία κοινή μετοχή και ένα δικαίωμα (warrant) αγοράς μετοχών σε μειωμένες τιμές στο μέλλον. Η ακριβής χρήση των κεφαλαίων που θα συγκεντρωθούν προβλέπεται στα ιδρυτικά καταστατικά, με το μεγαλύτερο ποσοστό να κατατίθεται σε δεσμευμένο λογαριασμό και ένα ελάχιστο ποσό να χρησιμοποιείται για την εξόφληση των διαφόρων απαιτούμενων εξόδων.

Μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής, οι ιδρυτές κατέχουν περίπου το 20% του συνόλου των μετοχών. Όλες οι μετοχές των ιδρυτών τοποθετούνται σε έναν υγιή και δεσμευμένο λογαριασμό με τη συνεργασία ενός ανάδοχου (πχ μια επενδυτική τράπεζα), ο οποίος περιέχει το μεγαλύτερο ποσοστό των κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν από τη δημόσια εγγραφή συνήθως 90-95% με το υπόλοιπο ποσό να διατίθεται για έξοδα φακέλων, νομικά, λειτουργικά, ασφαλιστικά, μισθούς υπαλλήλων και διάφορα άλλα έξοδα. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι οι ιδρυτές μπορούν να πάρουν κοινές μετοχές από την αγορά και στην περίπτωση αυτή τα δικαιώματα αυτών των μετοχών είναι όμοια, είτε είναι αγορασμένα από το κοινό είτε από τους ιδρυτές (Jenkinson and Sousa, 2010).

Συνήθως οι ιδρυτές έχουν ένα διάστημα 18 μηνών μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής, για να προτείνουν μια εξαγορά με τη μορφή μια επιστολής προθέσεων ή μια συμφωνίας, για να επιτευχθεί μια συνένωση επιχειρήσεων. Η εξαγορά πρέπει να έχει ολοκληρωθεί σε 24 μήνες από την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής, αλλιώς αν δεν βρεθεί λύση, ολόκληρο το ποσό του λογαριασμού διαχείρισης (συμπεριλαμβανομένων τόκων και ενεργητικού) διανέμεται στους δημόσιους μετόχους. Τυπικά οι μετοχές των ιδρυτών είναι δεσμευμένες για τρία χρόνια μετά τη δημόσια εγγραφή, ενώ οι ίδιοι δε συμμετέχουν στην εκκαθάριση της εταιρείας ειδικού σκοπού, εάν δεν βρεθεί κάποια εταιρεία προς συγχώνευση μέσα στα επιτρεπτά χρονικά όρια.

Όταν βρεθεί η κατάλληλη εταιρεία προς εξαγορά, τότε ανακοινώνεται η εξαγορά με τη μορφή μιας επιστολής προθέσεων ή μιας συμφωνίας. Εκείνη τη στιγμή οι



δημόσιοι μέτοχοι μπορούν να αξιολογήσουν την προτεινόμενη συμφωνία και να εξασκήσουν το δικαίωμά τους. Δηλαδή, είτε να παραμείνουν ως επενδυτές στην προτεινόμενη συμφωνία, είτε να πουλήσουν τις μετοχές τους στην αγορά ή να περιμένουν τη συνεδρίαση των μετόχων, την ημέρα απόφασης, να εκφράσουν εκεί την αντίθεσή τους με τη συμφωνία, οπότε και να πάρουν πίσω τα χρήματά τους. Η ονομαστική τιμή της μετοχής της εταιρείας ειδικού σκοπού μεταξύ της ημέρας της ανακοίνωσης της πρόθεσης για εξαγορά μιας εταιρείας και της ημέρας της συνεδρίασης των μετόχων, αντανακλά την αξιολόγηση των επενδυτών όσον αφορά την αξία της συμφωνίας.

Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των ιδρυτών και των μετόχων, οπότε η εξαγορά μπορεί να προχωρήσει μόνο αν τηρούνται δύο συνθήκες: α. η πλειοψηφία των κοινών μετόχων να ψηφίσουν υπέρ της συμφωνίας και β. να μην υπάρξει ποσοστό πάνω από το 20% των κοινών μετόχων που θα ψηφίσουν κατά της συμφωνίας και εξασκήσουν το δικαίωμά τους και έτσι να μετατρέψουν τις μετοχές τους σε πρώιμο μερίδιο από το δεσμευμένο κεφάλαιο.

Την ημέρα της απόφασης η τιμή της μετοχής της εταιρείας ειδικού σκοπού πρέπει να αντανακλά την αξιολόγηση της αγοράς για την προτεινόμενη συμφωνία, και η αξία αυτή συνολικά δε θα πρέπει να διαφέρει σε μεγάλο βαθμό από το δεσμευμένο κεφάλαιο. Αν η τιμή της μετοχής είναι ίση ή μικρότερη από την πραγματική τιμή του δεσμευμένου κεφαλαίου, τότε η αγορά θεωρεί την προτεινόμενη συμφωνία για εξαγορά ως καταστροφική για τους μετόχους, οπότε λογικά η εταιρεία ειδικού σκοπού θα ρευστοποιηθεί. Αν αντίθετα η τιμή της μετοχής είναι υψηλότερη, τότε η συμφωνία αναμένεται να αποδώσει κέρδος, οπότε η εξαγορά πρέπει να εγκριθεί.

Πολύ σημαντικό ρόλο στην ζωή μιας εταιρείας ειδικού σκοπού, από την στιγμή της εγγραφής έως και την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, είτε με θετικό αποτέλεσμα είτε με την ρευστοποίηση της εταιρείας, παίζει ο ανάδοχος (underwriter). Ο ανάδοχος βοηθάει και κατευθύνει τους διαχειριστές της εταιρείας ειδικού σκοπού να φτιάξουν την καλύτερη προσφορά για τους υποψήφιους αγοραστές.

Απο τη στιγμή που η συμφωνία θα είναι επιτυχημένη, αυτοί είναι οι διαμορφωτές της αγοράς και για τους τρεις τύπους χρεογράφων της εταιρείας, τα ονομαστικά ομόλογα, τις μονάδες αλλά και τις μετοχές. Τέλος, προσφέρουν την εμπειρία και την εξειδίκευσή τους στους υποστηρικτές της πρότασης και βοηθούν στις απαραίτητες νομικές αλλά και διοικητικές διαδικασίες για τον επιτυχημένο συνδυασμό

συγχώνευσης. Κάποιες φορές είναι οι ίδιοι που αναζητούν επιτυχημένους στόχους προς εξαγορά και γίνονται ενεργά εμπλεκόμενοι στις διαπραγματεύσεις.

Οι ανάδοχοι επιδρούν στην διαδικασία την αρχικής δημόσιας προσφοράς και υπάρχουν περίπου τρεις φορές λιγότερες ανάδοχες τράπεζες από τον αριθμό που συμμετέχουν σε μια κανονική αρχική δημόσια εγγραφή. Για μια Δημόσια εγγραφή μέσω εταιρείας ειδικού σκοπού, ο αριθμός των αναδόχων μπορεί να φτάσει και τους 12 (Aggarwal, 2000). Σημαντικός αριθμός από αυτές τις εταιρείες ειδικού σκοπού, ειδικά αυτές που εισήλθαν στις κεφαλαιαγορές την τελευταία περίοδο, έχουν έναν ανάδοχο να επιβλέπει, συντονίζει και ολοκληρώνει όλη την διαδικασία.

Όλα τα παραπάνω δείχνουν ότι οι επενδυτές έχουν μια ξεκάθαρη διαδικασία λήψης απόφασης, αν θα αναλάβουν ή όχι την απόφαση για να επενδύσουν και να προχωρήσουν στην επίτευξη συμφωνίας για την εξαγορά μιας επιχείρησης. Επιπλέον, η απόφαση αυτή ουσιαστικά γίνεται μέσα από μια διεργασία, όπου συμμετέχουν οι ιδρυτές, οι μέτοχοι αλλά και η ίδια η αγορά, οπότε η αποτυχία ή επιτυχία του εγχειρήματος ουσιαστικά διαγράφεται μέσα από τις δυνάμεις και τις αλληλεπιδράσεις όλων των παραπάνω.

## **5ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΙΔΙΚΟΥ ΣΚΟΠΟΥ (SPACs) ΣΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ**

### **5.1 Εισαγωγή**

Η ναυτιλία, με τις 30.000 εταιρείες παγκοσμίως, είναι μια από τις τρεις πιο εντατικά χρηματοδοτούμενες βιομηχανίες στον κόσμο, η οποία χρειάζεται περίπου 80 δισεκατομμύρια δολάρια ετησίως, μόνο για τη χρηματοδότηση νέων κατασκευών (Goulielmos et al., 2006). Οι πληρωμές κεφαλαίου υπερисχύουν στην ρευστότητα των ναυτιλιακών εταιρειών και οι αποφάσεις για την χρηματοοικονομική στρατηγική που θα ακολουθηθεί είναι από τις πιο σημαντικές που τα διοικητικά στελέχη πρέπει να πάρουν. Για αυτό το λόγο και μόνο η χρηματοδότηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων αξίζει μια ιδιαίτερη θέση στην οικονομική της ναυτιλίας (Storford, 2009). Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι περισσότερο από οποιαδήποτε άλλη μορφή χρηματοδότησης, η ναυτιλιακή χρηματοδότηση είναι διεθνής. Η χρηματοδότηση μεγάλων πλοίων τα οποία πλέουν στους ωκεανούς αναλαμβάνονται από τράπεζες σε όλο τον κόσμο και όχι μόνο από τους ιδιοκτήτες στην χώρα προέλευσής τους (French, 2006).

Βέβαια, τα τελευταία 20 χρόνια έχει συντελεστεί σημαντική ανάπτυξη στις εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης στην ναυτιλία. Κάποια από αυτά τα χρηματοοικονομικά προϊόντα είναι διαθέσιμα περιοδικά και σε άμεση σχέση με τις συνθήκες που επικρατούν τόσο στην ναυτιλιακή αγορά όσο και στις κεφαλαιαγορές. Οι τράπεζες που έχουν δώσει δάνεια βασιζόμενα σε μεγάλα περιθώρια επιτοκίων κατά τη διάρκεια της ανόδου του ναυτιλιακού κύκλου, είναι πολύ πιθανό να αντιμετωπίσουν πολλές αθετήσεις πληρωμών και να δούν το κεφάλαιό τους να διαβρώνεται, όταν η αγορά παίρνει την κατιούσα. Από την άλλη πλευρά, οι τράπεζες που έχουν υιοθετήσει μια πιο συντηρητική προσέγγιση, θα μπορούν να αντιμετωπίσουν με πιο μεγάλη ευελιξία τις εναλλαγές των αγορών και θα είναι σε θέση να διατηρήσουν και να αναπτύξουν το χαρτοφυλάκιό τους.

Η βιομηχανία της ναυτιλίας όλο και περισσότερο αναζητά πηγές χρηματοδότησης στις κεφαλαιαγορές (Grammenos and Papapostolou, 2012). Αυτό το γεγονός έχει οδηγήσει στην δημιουργία εξειδικευμένων διεθνών ναυτιλιακών δεικτών όπως είναι ο Baltic Dry Index (BDI) και ο Dow Jones Global Shipping Index (DJGSH). Οι εταιρείες ειδικού σκοπού (SPACs) εξυπηρετούν την ναυτική βιομηχανία ως ένας μηχανισμός χρηματοδότησης αλλά και έναν τρόπο, έτσι ώστε οι ναυτιλιακές εταιρείες να

εγγραφούν στις κεφαλαιαγορές των Η.Π.Α. Αυτή η αύξηση της δημόσιας χρηματοδότησης των ναυτιλιακών εταιρειών καθώς και οι οικονομικές επιπτώσεις αυτής της διαδικασίας στους μετόχους, δεν έχει ερευνηθεί επαρκώς στην υπάρχουσα βιβλιογραφία.

Έχοντας ήδη αναφερθεί στις μορφές της ναυτιλιακής χρηματοδότησης αλλά και τον τρόπο λειτουργίας των εταιρειών ειδικού σκοπού (SPACs), είναι αναγκαίο να αναλυθεί ο τρόπος εφαρμογής αυτών στην ναυτιλία.

## **5.2 Τρόπος λειτουργίας**

Όπως έχει προαναφερθεί, οι εταιρείες ειδικού σκοπού αντιπροσωπεύουν ένα νέο και πρωτότυπο μηχανισμό για την συγκέντρωση κεφαλαίων εταιρειών. Η δομή τους είναι παρόμοια με αυτή των εταιρειών «λευκής επιταγής» (blank check companies), οι οποίες αντλούν κεφάλαια στις κεφαλαιαγορές μέσω Δημοσίων Εγγραφών (Initial Public Offerings – IPO). Οι εταιρείες ειδικού σκοπού (SPACs) είναι ένα μοντέρνο εργαλείο χρηματοδότησης από τον Αύγουστο του 2003. Ο σκοπός μιας τέτοιας εταιρείας είναι να βγει στις αγορές με την πρόθεση να αποκτήσει μια εταιρεία στο μέλλον μέσω συγχώνευσης.

Ιδιωτικές εταιρείες από όλους τους κλάδους θεωρούν αυτή τη διαδικασία ως έναν πολύ ελκυστικό τρόπο για χρηματοδότηση και απόκτηση κύρους στον χώρο των εξαγορών. Σήμερα πολλές εισηγμένες εταιρείες ειδικού σκοπού είναι καλοδεχούμενες σε όλες τις αγορές των Η.Π.Α. όπως και στα χρηματιστήρια σε Αυστραλία, Αυστρία, Καναδά, Γερμανία, Μαλαισία, Ολλανδία, Νέα Ζηλανδία, Βόρεια Κορέα και σε Ηνωμένο Βασίλειο (Bloomberg, 2012).

Στην απλούστερη μορφή του, ο σχηματισμός μιας από αυτές τις εταιρείες στον τομέα της ναυτιλίας σημαίνει ότι κάποιος - χορηγός - αποφασίζει ότι θα ήθελε να αγοράσει κάποια πλοία ή πιο συγκεκριμένα μια ναυτιλιακή εταιρεία. Με βάση αυτή την προοπτική, που δεν έχει συνήθως συγκεκριμένα χαρακτηριστικά ή άλλες συγκεκριμένες παραμέτρους, ο χορηγός προσλαμβάνει μια επενδυτική τράπεζα και ζητά από τους δημόσιους επενδυτές να αγοράσουν την εταιρεία. Οπλισμένος με κάτι περισσότερο πέρα από απλή δεξιότητα, φήμη και κορυφαία ικανότητα στις πωλήσεις, ο χορηγός μιας επιτυχημένης εταιρείας ειδικού σκοπού, είναι σε θέση να πείσει αρκετούς επενδυτές και να υποστηρίξει ότι θα συγκεντρωθούν δεκάδες, ακόμη και εκατοντάδες εκατομμύρια δολάρια μετοχικού κεφαλαίου.

Στη συνέχεια, οι χορηγοί πρέπει να αποφασίσουν ποια ναυτιλιακή επιχείρηση θα αγοράσουν και κάθε εταιρεία, μπορεί να είναι στο στόχαστρό τους, αρκεί να ταιριάζει σε κάποια βασικά χαρακτηριστικά και παραμέτρους που οι ίδιοι έχουν θέσει. Μόλις η εταιρεία προς εξαγορά βρεθεί, οι χορηγοί είναι σε θέση να πάρουν συχνά μέχρι και το 80% του ποσού ως μόχλευση από τις τράπεζες, επειδή η εταιρεία ειδικού σκοπού έχει μετατραπεί πλέον σε μια δημόσια εταιρεία. Ο στόχος τους προς εξαγορά, προφανώς, είναι διαπραγματεύσιμος ως αυτόνομη οντότητα. Στη συνέχεια, οι μέτοχοι ψηφίζουν για να εγκρίνουν την εξαγορά. Στην πραγματικότητα οι μέτοχοι αρχικά επένδυσαν στην εταιρεία ειδικού σκοπού, έτσι ώστε να γίνει η εξαγορά, ενώ ταυτόχρονα υπάρχει ένα περιορισμένο χρονικό διάστημα για να ολοκληρωθεί αυτή, έτσι εφ' όσον υπάρχει ένας αξιοπρεπής στόχος για μια λογική τιμή, οι μέτοχοι αναμένεται να ψηφίσουν υπέρ.

Οι εταιρείες ειδικού σκοπού που εστιάζουν σε εξαγορές σε ναυτιλιακές εταιρείες έχουν σε γενικές γραμμές τα ίδια χαρακτηριστικά με τις εταιρείες ειδικού σκοπού που κάνουν εξαγορές σε διαφορετικούς τομείς. Εκεί που διαφέρουν είναι στο γεγονός ότι οι εταιρείες που ασχολούνται με τη ναυτιλία, είναι πολύ μεγαλύτερες σε μέγεθος, έχουν πολύ μεγαλύτερο αριθμό αναδόχων και μεγαλύτερο ποσοστό επιτυχίας στις συγχωνεύσεις. Επιπλέον, οι ιδρυτές των εταιρειών ειδικού σκοπού στη ναυτιλία, έχουν μικρότερο μέσο όρο ηλικίας από τους αντίστοιχους σε άλλους τομείς (Shachmurove and Vulcanovic, 2015).

Οι ναυτιλιακές εταιρείες που συγχωνεύονται μέσω του μηχανισμού των εταιρειών ειδικού σκοπού, το κάνουν και για τα πλεονεκτήματα που θα έχει η εταιρεία ως εισηγμένη στο χρηματιστήριο, όπως και για να αποκτήσει άμεση πρόσβαση στα κεφάλαια που έχουν συγκεντρωθεί από την δημόσια εγγραφή (Paulsen et al., 2006).

Στην έρευνά τους οι Shachmurove and Vulcanovic (2015), μελετούν ένα υποσύνολο των εταιρειών ειδικού σκοπού, αυτές που εξειδικεύονται στην χρηματοδότηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων για την περίοδο από το 2004 έως και το 2013. Εκεί αποδεικνύουν ότι τα κέρδη για τους ιδρυτές αυτούς είναι εξαιρετικά υψηλά και σίγουρα πολύ μεγαλύτερα από αυτά των υπολοίπων κλάδων. Αυτό, βέβαια μπορεί να οφείλεται και στο γεγονός, ότι τα κεφάλαια που χρειάζονται να συγκεντρωθούν, όσον αφορά τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις, είναι πολύ μεγαλύτερα από αυτά που χρειάζονται άλλες εταιρείες σε άλλους κλάδους. Αυτό που είναι πολύ σημαντικό είναι η μεγάλη εμπειρία των διαχειριστών τόσο στην αγοραπωλησία και συγχώνευση εταιρειών όσο και στη ναυτιλιακή αγορά προκειμένου να προσελκύσουν το ενδιαφέρον των επενδυτών.

Στη βιβλιογραφία της ναυτιλιακής χρηματοδότησης, δεν υπάρχει κάποια έρευνα που να αναλύει την εφαρμογή των εταιρειών ειδικού σκοπού στην ναυτιλία, πλὴν της έρευνας των Shachmurove and Vulcanovic, η οποία και προαναφέρθηκε. Οπότε είναι σημαντικό να αναφερθεί κανείς στις πραγματικές εξαγορές που έχουν συμβεί μέσω του μηχανισμού των εταιρειών ειδικού σκοπού στην ναυτιλία, για την καλύτερη κατανόηση του θέματος αλλά και την ανακάλυψη των πραγματικών διαστάσεων και διεργασιών της συγκεκριμένης διαδικασίας στη ναυτιλία.

Οι ανάδοχοι των εταιρειών ειδικού σκοπού (SPACs) αρχικά αποτελούνταν από λίγες εξειδικευμένες, μεσαίου μεγέθους τράπεζες επενδύσεων, και η πρώτη εταιρεία ειδικού σκοπού που διεξήγαγε την αρχική δημόσια προσφορά τον Αύγουστο του 2003, από πολλούς θεωρείται το "παιδί" της Early Bird Capital. Το γεγονός ότι οι τραπεζίτες της Early Bird Capital συμμετείχαν στην προέλευση της πρώτης εταιρείας ειδικού σκοπού δεν αποτέλεσε έκπληξη.

Με δεδομένο ότι πολλοί από αυτούς τους τραπεζίτες συμμετείχαν στην προεργασία των κονδυλίων για παρόμοιες κερδοσκοπικές οντότητες στα τέλη της δεκαετίας του 1990, μέχρι τη στιγμή που η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακάλεσε τις άδειες τους και τους πίεσε να εγκαταλείψουν αυτή την επιχείρηση, λόγω πιθανών δόλιων δραστηριοτήτων. Η Early Bird Capital ήταν η κύρια ανάδοχος για 31 εξαγορές μέσω του μηχανισμού των εταιρειών ειδικού σκοπού, ή περίπου το 19% του συνόλου αυτών, και συμμετείχε σε 11 ακόμα ως μέλος του συνδικάτου των αναδόχων. Η συμμετοχή της Early Bird Capital στη διαδικασία αναδοχής, αυξάνει την πιθανότητα της εκτέλεσης των συγχωνεύσεων (Lakicevic et al., 2013).

Η πιο συχνή ανάδοχος με προβάδισμα για τη διενέργεια εξαγορών μέσω του μηχανισμού των εταιρειών ειδικού σκοπού με έμφαση στη ναυτιλία και ένας από τους πρωτοπόρους μιας τέτοιας αναδοχής, είναι η Maxim Group. Αυτή η τράπεζα συμμετέχει, είτε ως επικεφαλής ανάδοχος είτε ως μέλος του συνδικάτου σε ποσοστό 45,6% των συναλλαγών. Έχει κατορθώσει να συγκεντρώσει περίπου \$1 δις. συμμετέχοντας σε 7 περιπτώσεις προσφοράς για ναυτιλιακές εταιρείες, όπως η Rand Logistics Inc., η Navios Maritime Holdings Inc., η Seenergy Maritime Corp., η Oceanault Inc. κ.ά. Επιπλέον, σημαντικοί ανάδοχοι είναι η Morgan Joseph, η Citigroup, η JP Morgan, η Sunrise Securities.

### 5.3. Εμπειρική Ανάλυση

Το Δεκέμβριο του 2003, ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας και της διαχείρισης πλοίου που δημιουργείται μέσω της εταιρείας Frontline's Ship Finance International, άλλαξε τον τρόπο με τον οποίο οι δημόσιες επιχειρήσεις μπορούν να αποτιμηθούν, αγοραστούν και δομηθούν. Λίγους μήνες αργότερα δημιουργήθηκε η Master Limited Partnership, μια μετοχική δομή, η οποία ξεκίνησε από την K-Sea Shipping, και αναπαράχθηκε από την εταιρεία Teekay LNG Partners, συνδυάζοντας τις ισχυρές ταμειακές ροές στη ναυτιλία με ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση, έτσι ώστε η αποτίμηση της αξίας των ναυτιλιακών εταιρειών να μη λαμβάνει καθόλου υπόψη της την καθαρής αξία του ενεργητικού.

Λίγους μήνες αργότερα, έγινε η επόμενη σημαντική κίνηση στο χώρο της ναυτιλίας όταν η Top Tankers ξεπέρασε κάθε προσδοκία και απέδειξε ότι δεν είναι ανάγκη να ξεκινήσει κανείς με μια μεγάλη δημόσια εγγραφή για να αποκτήσει πρόσβαση στις δημόσιες αγορές, εφ' όσον υπάρχει ένα συναρπαστικό επιχειρηματικό σχέδιο και συγκεκριμένες εξαγορές για να ολοκληρωθούν με νέα κεφάλαια.

Μόλις ένα χρόνο μετά την εισαγωγή των εταιρειών ειδικού σκοπού ως μηχανισμού χρηματοδότησης, τον Αύγουστο του 2004, η εταιρεία Trinity Partners ανάδοχη από την HCFP/Brenner Securities, υπήρξε η πρώτη εταιρεία ειδικού σκοπού, η οποία κατόρθωσε να συγκεντρώσει κεφάλαια μέσω μιας Δημόσιας Εγγραφής και να συγχωνευτεί με μια ναυτιλιακή εταιρεία. Λίγο μετά, τον Οκτώβριο του 2004, η εταιρεία Rand Logistics διενήργησε μια Δημόσια Εγγραφή, με σκοπό την συγχώνευση, είτε με μια ναυτιλιακή εταιρεία είτε με μια εταιρεία χερσαίων μεταφορών.

Δύο μήνες αργότερα, τον Δεκέμβριο του 2004, η International Shipping Enterprises, μια εταιρεία ειδικού σκοπού, της οποίας ο μόνος σκοπός ήταν η συγχώνευση με μια άλλη ναυτιλιακή εταιρεία, βγήκε στις αγορές. Η International Shipping Enterprises, ήταν στην αρχή του κύματος των εξαγορών μέσω εταιρειών ειδικού σκοπού στις Η.Π.Α. και η κίνηση αυτή εκείνη τη στιγμή φάνηκε παράτολμη και μη πραγματοποιήσιμη. Η εταιρεία ιδρύθηκε από την Αγγελική Φράγκου, συγχωνεύτηκε με τη Navios, μια μεγάλη οργανωμένη επιχείρηση, την οποία εισήγαγε στο χρηματιστήριο και δημιούργησε τη Navios Maritime Holdings, η οποία το 2006 εξέδωσε \$300 εκατ. ομολόγων μέσω του Nasdaq.

Η συμφωνία αυτή εξέπληξε τον κόσμο της ναυτιλιακής χρηματοδότησης με την υπερκάλυψη της πρώτης εταιρείας «λευκής επιταγής», γεγονός που είχε να συμβεί

πολλά χρόνια στη βιομηχανία της ναυτιλίας. Αυτή η συμφωνία κατόρθωσε να αποδομήσει την ιδέα ότι μια μικρή εταιρεία θα έπρεπε να έχει καλό προσδιορισμό εξαγορών, τη στιγμή που ο εκδότης δεν είχε περιουσιακά στοιχεία ή άλλες δυνητικές εξαγορές. Το παράδειγμα της International Shipping Enterprises ακολούθησαν και άλλες εταιρείες, όπως η Star Maritime και η Aldabra, καθώς και μερικές πιο πρόσφατες, όπως η Oceanaut και η Seanergy.

Το 2005, η δημόσια εγγραφή της DryShips, υπήρξε πρωτοποριακή για το γεγονός ότι η ζήτηση ήταν τόσο ισχυρή, που το ύψος των συναλλαγών διπλασιάστηκε, αποδίδοντας ποσοστό κέρδους 12% πάνω από την αρχική αξία της μετοχής. Με ανάδοχο την Cantor Fitzgerald, κατόρθωσε στην πραγματικότητα να διπλασιάσει το μέγεθος της νέας έκδοσης σε \$234 εκατ. ακαθάριστο κεφάλαιο. Τα καθαρά έσοδα για την εταιρεία ήταν \$219,96 εκατ.. Αυτή υπήρξε μια από τις πιο ενδιαφέρουσες εξελίξεις στις αγορές κεφαλαίου της ναυτιλίας το 2005, αφού οι ιδιοκτήτες πλοίων χρησιμοποίησαν μια εταιρεία ειδικού σκοπού για να μπουν στο χρηματιστήριο και να συγκεντρώσουν χρήματα. Σήμερα, εταιρείες ξηρού χύδην φορτίου, όπως η DryShips, που κάποτε θεωρούνταν ανεπαρκείς για τις κεφαλαιαγορές των Η.Π.Α., με τη διαδικασία δημόσιας εγγραφής μέσω εταιρειών ειδικού σκοπού, είναι στο κέντρο του ενδιαφέροντος, όσον αφορά τους επενδυτές αλλά και την αποτίμηση.

Το 2006 η Marathon Acquisition Corp. αγόρασε την Global Ship Lease Inc., ένα τμήμα της Γαλλικής εταιρείας CMA CGM S.A., της τρίτης μεγαλύτερης εταιρείας η οποία κατέχει πλοία με κοντέινερς. Η συμφωνία αποτιμήθηκε σε \$510 εκ. Με την έγκριση της συγχώνευσης από τους μετόχους αλλά και τους ομολογιούχους, η Marathon πήρε περίπου το 66% της Global Ship Lease και η CMA CGM κράτησε το υπόλοιπο 34%. Η Marathon, ήδη εισηγμένη στο Αμερικανικό Χρηματιστήριο, με την διαδικασία αυτή εισήγαγε την Global Ship Lease Inc. στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης.

Συνεχίζοντας το παράδειγμα των παραπάνω, εννέα ακόμα εταιρείες ειδικού σκοπού, αποφάσισαν να εστιάσουν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές τους αποκλειστικά στον κλάδο της ναυτιλίας. Μέχρι το 2012, δώδεκα εταιρείες ειδικού σκοπού είχαν συγκεντρώσει περίπου 1,5 δισεκατομμύρια δολάρια στα χρηματιστήρια των Η.Π.Α. για τη χρηματοδότηση συγχωνεύσεων με ναυτιλιακές εταιρείες, ενώ ταυτόχρονα δόθηκε η ευκαιρία σε αυτές τις εταιρείες να μπορούν να έχουν άμεση σχέση με τις χρηματοοικονομικές αγορές. Κάποιες από αυτές τις συμφωνίες που έγιναν στην ναυτιλία, μέσω αυτού του μηχανισμού, συγκέντρωσαν μεγάλη προσοχή και



ενδιαφέρον από τον επιχειρηματικό τύπο και αποτελούν πολύ καλά παραδείγματα της χρήσης των εταιρειών ειδικού σκοπού, ως μηχανισμό ναυτιλιακής χρηματοδότησης (JogandSun, 2007).

Αν και οι αριθμοί ποικίλλουν από συμφωνία σε συμφωνία, συνήθως οι εταιρείες ειδικού σκοπού που στοχεύουν σε ναυτιλιακές εταιρείες, έχουν περίπου \$ 25 εκατομμύρια σε μετρητά και δύο φορές το ποσό αυτό σε τίτλους. Ο τρόπος που αυτές οι συμφωνίες λειτουργούν, είναι ότι αρχικά οι εταιρείες ειδικού σκοπού και η ναυτιλιακή εταιρεία, συμφωνούν με μια αποτίμηση, που βρίσκεται κάπου μεταξύ της ιδιωτικής αξίας της ναυτιλιακής εταιρείας και την αποτίμηση που θα λάβει στις δημόσιες αγορές.

Για παράδειγμα, εάν μια ιδιωτική εταιρεία αξίζει τρεις φορές την ταμειακή ροή της (με βάση την καθαρή αξία του ενεργητικού) και οι δημόσιες αντίστοιχες εταιρείες διαπραγματεύονται στο πενταπλάσιο των ταμειακών ροών, τα δύο μέρη μπορεί να συμφωνήσουν να κάνουν μια συμφωνία με αποτίμηση στο τετραπλάσιο των ταμειακών ροών, έτσι ώστε όταν η εταιρεία γίνει δημόσια, να υπάρξει αύξηση της τιμής της μετοχής. Ως γενικός κανόνας, η εταιρεία εκμετάλλευσης έχει ένα αρκετά μεγάλο μερίδιο στην εταιρεία, έτσι ώστε όταν ασκηθεί το δικαίωμα, η εταιρεία εκμετάλλευσης να εξακολουθεί να διατηρεί τον έλεγχο.

Το πραγματικό όφελος αυτής της μορφής χρηματοδότησης της ναυτιλίας, είναι ότι η συμφωνία μεταξύ των επιχειρήσεων έχει αποφασιστεί και συμφωνηθεί πολύ νωρίτερα στη διαδικασία από την τελική οριστικοποίηση της εξαγοράς. Πρακτικά, από την 30η ημέρα, όταν η οριστική συμφωνία έχει υπογραφεί, η συμφωνία γίνεται σταθερή και επικερδής, εξαλείφοντας τον κίνδυνο της αγοράς, δεδομένου ότι η εταιρεία ειδικού σκοπού έχει ήδη μαζέψει τα χρήματα που χρειάζονται.

## 6ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ

Η σύγχρονη ναυτιλιακή χρηματοδότηση τα τελευταία χρόνια έχει αναπτυχθεί σε μεγάλο βαθμό. Η οικονομική κρίση που μαστίζει την παγκόσμια αγορά, έχει δώσει την ευκαιρία να βρεθούν νέοι, πιο αποδοτικοί και σύγχρονοι μηχανισμοί λειτουργίας της. Οι εταιρείες ειδικού σκοπού είναι ένας από αυτούς τους μηχανισμούς, όπως αναλυτικά έχει περιγραφεί και αναλυθεί. Οι εισηγμένες αυτές εταιρείες αντλούν κεφάλαια από τις αγορές προκειμένου να τα επενδύσουν σε κάποιον τομέα της ναυτιλίας είτε αγοράζοντας πλοία είτε εξαγοράζοντας μια εταιρεία η οποία στη συνέχεια θα συγχωνευτεί με την εταιρεία ειδικού σκοπού.

Οι συγκεκριμένες εταιρείες προσπαθούν να αντλήσουν κεφάλαια από την αγορά με σκοπό να τα επενδύσουν κάποια στιγμή αργότερα με την κατάλληλη ευκαιρία, την κατάλληλη στιγμή. Αυτό που είναι πολύ σημαντικό είναι η μεγάλη εμπειρία των διαχειριστών τόσο στην αγοραπωλησία και συγχώνευση εταιρειών, όσο και στη ναυτιλιακή αγορά προκειμένου να προσελκύσουν το ενδιαφέρον των επενδυτών.

Από το 2003, οι παγκόσμιες αγορές κεφαλαίου έχουν αποδειχθεί ιδιαίτερα δεκτικές στη χρηματοδότηση της διεθνούς ναυτιλιακής βιομηχανίας. Άλλωστε η ναυτιλία έχει παράγει ισχυρές ταμειακές ροές σε μια στιγμή, όπου τα επιτόκια αναφοράσε Ευρώπη και Αμερική έπεσαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Το οικονομικό περιβάλλον με τα χαμηλά επιτόκια, οδήγησε τους επενδυτές να αγκαλιάσουν την εναλλακτική μορφή ναυτιλιακών επενδύσεων έτσι ώστε να επιτευχθεί μια τρέχουσα απόδοση κεφαλαίου.

Οι έλληνες πλοιοκτήτες υπήρξαν πρωτοπόροι σε αυτή τη διαδικασία, αναλαμβάνοντας από την αρχή της εμφάνισης των εταιρειών αυτών δράση. Κατόρθωσαν να κλείσουν μερικές από τις πιο επιτυχημένες και προσοδοφόρες συμφωνίες στην ιστορία της ναυτιλίας και να αποτελέσουν με τις δράσεις τους παράδειγμα προς μίμηση και τους υπόλοιπους. Αποτέλεσμα αυτών, υπήρξε η ανάπτυξη της βιομηχανίας της ναυτιλίας με τρόπο σύγχρονο, έξυπνο και κερδοφόρο.

Για την καλύτερη κατανόηση του θέματος της εφαρμογής του μηχανισμού της χρηματοδότησης της ναυτιλίας μέσω εταιρειών ειδικού σκοπού και την διερεύνηση του τρόπου εφαρμογής του, παρακάτω θα περιγραφούν τρεις από τις σημαντικότερες συμφωνίες.

## 6.1 International Shipping Enterprises Inc. (2004)

Η εταιρεία ιδρύθηκε από την Αγγελική Φράγκου στις 17 Σεπτεμβρίου του 2004, υποκείμενη στους νόμους της πολιτείας του Delaware, ως μια εταιρεία «λευκής επιταγής». Ο σκοπός της εταιρείας είναι να αποκτή, μέσω συγχώνευσης, εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο, την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων πλοία ή ναυτιλιακές εταιρείες ή άλλους παρόμοιους συνδυασμούς επιχειρήσεων. Η βασική επιχειρηματική δράση της, αναζήτησε μια επιχείρηση στόχο, της οποίας η εύλογη αγοραία αξία να είναι τουλάχιστον ίση με το 80% του καθαρού ενεργητικού της International Shipping Enterprises Inc κατά το χρόνο της εν λόγω εξαγοράς.

Όπως δηλώθηκε στο ενημερωτικό δελτίο της εταιρείας κατά την ίδρυσή της, ο "στόχος επιχείρηση" πρέπει να περιλαμβάνει ένα ή περισσότερα σκάφη ή μια επιχείρηση που δραστηριοποιείται στη ναυτιλιακή βιομηχανία ενώ μία «συνένωση επιχειρήσεων" εννοείται η αγορά από την International Shipping Enterprises Inc μιας τέτοιας επιχείρησης στόχο.

Η International Shipping Enterprises, Inc προχώρησε στην εξαγορά της Navios Maritime Holdings, Inc. Η αρχική τιμή της μετοχής άνοιξε στα \$6, προσφέρθηκαν 28.500.00 μετοχές και το κεφάλαιο για μελλοντική χρήση ανήλθε στα \$171.000.000. Η συναλλαγή, η οποία ολοκληρώθηκε στις 25 Αυγούστου 2005, αποτιμήθηκε σε πάνω από \$600 εκατομμύρια. Η International Shipping Enterprises, Inc, μια δημόσια εταιρεία ειδικού σκοπού (SPAC), ολοκλήρωσε την εξαγορά της Navios Maritime Holdings, Inc., μιας ελληνικής ναυτιλιακής εταιρείας ιδιοκτησίας και διαχείρισης πλοίων ξηρού φορτίου, με πάνω από 50 χρόνια λειτουργίας., όταν κέρδισε την προσφορά που επελέγη σε μια δημοπρασία.

Η εταιρεία ανασυγκροτήθηκε σε οντότητα υπό το κράτος του Delaware στη Δημοκρατία των Νήσων Μάρσαλ, η International Shipping Enterprises απορροφήθηκε και στη συνέχεια η εταιρεία άσκησε επιχειρηματική δραστηριότητα ως Navios Maritime Holdings Inc. εταιρεία εισηγμένη στο χρηματιστήριο. Στη συνέχεια η Navios Maritime Holdings ως εταιρεία εισηγμένη στο χρηματιστήριο, το 2006 εξέδωσε ομόλογα μέσω του Nasdaq και κατόρθωσε να συγκεντρώσει κεφάλαιο αξίας \$300 εκατ.

Σήμερα, η Navios Maritime Holdings, Inc είναι μία από τις κορυφαίες παγκόσμιες εταιρείες των θαλάσσιων χύδην ξηρού φορτίου και είναι μια αξιόπιστη συνεργάτης για τους βιομηχανικούς τελικούς χρήστες, τους εφοπλιστές και τους επιχειρηματικούς εταίρους, πράκτορες και μεσίτες.

## 6.2 Star Maritime Acquisition Corp. (2005)

Η Star Maritime Acquisition Corp ιδρύθηκε από τον Άκη Τσιριγκάκη και μια ομάδα διευθυντών το 2005 και μέσω συγχώνευσης δημιούργησε τη Star Bulk Carriers. Οι διευθυντές απέκτησαν συνολικά 9.026.924 μετοχές πριν από την Αρχική Δημόσια Εγγραφή για \$25.000. Η ομάδα διαχείρισης της εταιρείας ειδικού σκοπού αγόρασε επίσης επιπλέον 1.132.500 μονάδες για την τιμή των \$10 ανά μετοχή, κάνοντας μια ιδιωτική τοποθέτηση πριν από τη δημόσια εγγραφή. Συνολικά αυτό σήμαινε ότι η εταιρεία διαχείρισης θα έλεγχε συνολικά το 35% των μετοχών μετά την δημόσια εγγραφή.

Στις 21 του Δεκέμβρη του 2005, η Star Maritime Acquisition Corp ολοκλήρωσε την αρχική δημόσια προσφορά, πουλώντας 18,867,500 μονάδες για \$10 η κάθε μία. Μετά την έκπτωση του αναδόχου και τα έσοδα από την ιδιωτική τοποθέτηση το κεφάλαιο που συγκεντρώθηκε \$188.675.000 τοποθετήθηκε στον λογαριασμό διαχείρισης για να χρηματοδοτήσει μελλοντικά επενδυτικά εγχειρήματα.

Στις 30 Νοέμβρη του 2007, η Star Maritime Acquisition Corp και Star Bulk Carriers ολοκλήρωσαν τη συγχώνευσή τους. Η Star Bulk Carriers ήταν θυγατρική της Star Maritime στα Marshall Islands. Με την απόκτηση της δικής τους θυγατρικής, η εταιρεία ειδικού σκοπού ήταν σε θέση να αγοράσει περιουσιακά στοιχεία, στην προκειμένη περίπτωση οκτώ πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου, από μια θυγατρική την TMT Bulk Co. Η τιμή αγοράς για τα οκτώ πλοία ήταν \$345.237.520, τα \$224.5 εκατομμύρια σε μετρητά και τα υπόλοιπα ήταν 12.537.645 κοινές μετοχές της Star Bulk.

Οι ιδρυτές της εταιρείας ειδικού σκοπού συνέχισαν να έχουν τη θέση τους στο Διοικητικό Συμβούλιο, ο Άκης Τσιριγκάκης συνέχισε να εκτελεί χρέη Γενικού Διευθυντή στην νεοσύστατη εταιρεία. Η εταιρεία διατήρησε το όνομα και το σύμβολο των συναλλαγών, της αποκτώμενης εταιρείας Star Bulk Carriers.

Όπως συμβαίνει σε όλες τις εταιρείες ειδικού σκοπού, τα έσοδα από τη δημόσια εγγραφή κατατέθηκαν σε ένα λογαριασμό, μέχρι να χρειαστούν για μια συναλλαγή ή για την εκκαθάριση της εταιρείας. Σε περίπτωση εκκαθάρισης, οι επενδυτές συνήθως λαμβάνουν ελαφρώς λιγότερο από την αρχική τους επένδυση, γεγονός που οφείλεται στην έκπτωση του αναδόχου, καθώς και το διοικητικό κόστος για την αναζήτηση ενός στόχου προς εξαγορά. Στην περίπτωση αυτή, οι διαχειριστές εξάλειψαν αυτό τον

κίνδυνο, συμμετέχοντας με μια ιδιωτική τοποθέτηση, με ποσό ίσο με το κόστος της έκπτωσης του αναδόχου και ταυτόχρονα παραίτηθηκαν των δικαιωμάτων των ποσών προς διανομή από την εκκαθάριση. Η κίνηση αυτή ουσιαστικά είχε ως αποτέλεσμα στην πράξη, να δεσμεύσει όλο το ποσό του κεφαλαίου μονάχα για την αποτίμηση των μετοχών, οι οποίες κατά την αρχική δημόσια εγγραφή αποτιμήθηκαν στο ανώτατο ποσό, δηλ. \$10 η καθεμία.

Σε αντίθεση με μια τυπική εταιρεία ειδικού σκοπού, η οποία αναζητά να αποκτήσει μια υπάρχουσα ιδιωτική εταιρεία, η Star Maritime χρησιμοποίησε αυτή τη δομή και το μηχανισμό για να δημιουργήσει μια εντελώς νέα εταιρεία. Λόγω των υψηλών φραγμών εισόδου στον κλάδο των θαλάσσιων μεταφορών (τα πλοία μεταφορείς κοστίζουν δεκάδες εκατομμύρια δολάρια), είναι πολύ δύσκολο να ιδρύσει κάποιος μια νέα ναυτιλιακή εταιρεία. Αντί λοιπόν, να προσπαθήσει να χρηματοδοτήσει την υπάρχουσα εταιρεία τους με εκατοντάδες εκατομμύρια δολάρια με δανεισμό, που είναι δύσκολο τόσο να αποκτηθούν αλλά είναι και πολύ δαπανηρή ως διαδικασία, ο Άκης Τσιριγάκης και η ομάδα του, ήταν σε θέση να εκδώσουν συμμετοχικούς τίτλους για να πληρώσουν για την νέα επιχείρηση. Σε λιγότερο από δύο χρόνια, ο Άκης Τσιριγάκης ήταν σε θέση να κατέχει μια εισηγμένη εταιρεία με κεφαλαιοποίηση άνω των \$400 εκατομμυρίων, ένα επίτευγμα που δεν έχει επαναληφθεί πολλές φορές με τα παραδοσιακά ξεκινήματα.

### 6.3 Navios Maritime Acquisition (2007)

Η Navios Maritime Acquisition ιδρύθηκε από την Αγγελική Φράγκου στις 14 Μαρτίου του 2008 στα Marshall Islands. Η Navios Maritime Acquisition δημιουργήθηκε από την Navios Maritime Holdings Inc, μια ελληνική ναυτιλιακή εταιρεία ιδιοκτησίας και διαχείρισης πλοίων ξηρού φορτίου, με πάνω από 50 χρόνια λειτουργίας, η οποία εισήχθη στο χρηματιστήριο το 2005, μετά την εξαγορά της από την International Shipping Enterprises Inc.

Η Navios Maritime Holdings Inc δομήθηκε ως μια εταιρεία ειδικού σκοπού, με σκοπό να αποκτήσει, μέσω συγχώνευσης, εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο, την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων πλοία ή ναυτιλιακές εταιρείες ή άλλους παρόμοιους συνδυασμούς επιχειρήσεων. Με τα οφέλη από την δημόσια εγγραφή της εταιρείας και το ποσό των κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν, η εταιρεία προχώρησε στην αγορά δεξαμενόπλοιων.

Την 1η Ιουλίου 2008, η Navios Maritime Acquisition ολοκλήρωσε την αρχική δημόσια προσφορά των 25,3 εκατομμυρίων μονάδων, η οποία περιελάμβανε 3.300.000 μονάδες που εκδόθηκαν ύστερα από άσκηση του δικαιώματος των αναδόχων, στην τιμή των \$10 ανά μονάδα στην προσφορά. Κάθε μονάδα αποτελείται από ένα μερίδιο των κοινών μετοχών της εταιρείας με ονομαστική αξία \$0,0001 ανά μετοχή, και ένα εξαγοράσιμο ομόλογο της κοινής μετοχής.

Κάθε ομόλογοέδινε το δικαίωμα στον κάτοχο να αγοράσει από την εταιρεία ένα μερίδιο των κοινών μετοχών με τιμή εξάσκησης \$7.00 αρχής γενομένης από την μεταγενέστερη των (α) την ολοκλήρωση μιας συνένωσης επιχειρήσεων ή (β) την 25 Ιουνίου 2009 και με λήξη την 25 Ιουνίου 2013.

Η Navios Maritime Acquisition ολοκλήρωσε την αρχική δημόσια προσφορά, πουλώντας 22.000.000 μονάδες για \$10 η κάθε μία, συγκεντρώνοντας μεικτό κεφάλαιο \$220.000.000. Τα ποσό από την έκπτωση του αναδόχου και τα διαχειριστικά έξοδα ανήλθε σε \$18,610,000.00, οπότε, το καθαρό κεφάλαιο που συγκεντρώθηκε ξεπέρασε τα \$200.000.000, τοποθετήθηκε στον λογαριασμό διαχείρισης για να χρηματοδοτήσει την αγορά των δεξαμενόπλοιων.

Η Navios Maritime Acquisition αξιοποίησε την εμπειρία και τη φήμη της Navios Maritime, να αναζητά πρόσθετες ευκαιρίες ανάπτυξης στις αγορές δεξαμενοπλοίων στις ναυτιλιακές αγορές. Επιδίωξαν και πέτυχαν την αύξηση του στόλου μέσω εξαγορών αλλά και αγορών. Η Navios Maritime διαχειρίστηκε την εμπορική και

τεχνική λειτουργία του στόλου αυτού μέσω της πλήρως ελεγχόμενης θυγατρικής της, Navios Shipmanagement. Υπήρξε αύξηση στις ταμειακές ροές μέσω του συνδυασμού του μακροπρόθεσμου χαρακτήρα της εταιρείας αλλά και μέσω της συμφωνίας για εμπορική και τεχνική διαχείριση με τη Navios Shipmanagement, η οποία προβλέπει μια σταθερή αμοιβή διαχείρισης για δύο έτη από το κλείσιμο αυτής της προσφοράς.

Μέσω εξαγορών από προβληματικές επιχειρήσεις αλλά και αγορές από νέες παραγγελίες σε ναυπηγεία, η Navios Maritime Acquisition έχει συγκεντρώσει μέχρι σήμερα, ένα στόλο που αποτελείται από 44 πλοία, 38 από τα οποία στο τέλος του δεύτερου τριμήνου του 2015 πλέον σε πλήρη λειτουργία.

## 7ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ο διεθνής χαρακτήρας των θαλάσσιων μεταφορών είναι γεγονός αναμφισβήτητο. Το διεθνές θαλάσσιο εμπόριο, αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο, τόσο σε βάρος όσο και σε αξία, ποσοστό του συνολικού διεθνούς εμπορίου. Η οικονομική σημασία της ναυτιλίας, τόσο στα πλαίσια μια εθνικής οικονομίας, όσο και στα πλαίσια της παγκόσμιας οικονομίας είναι ουσιαστική. Από την αρχαιότητα η ναυτιλία έχει αποτελέσει σημαντικό μοχλό ανάπτυξης των κοινωνιών και σημαντική πηγή πλούτου και ευημερίας. Ωστόσο, η ναυτιλία επήλθε στο επίκεντρο της οικονομικής ζωής κατόπιν των νέων γεωγραφικών ανακαλύψεων και του ανοίγματος νέων εμπορικών δίοδων τον 16ο και τον 17ο αιώνα.

Η μετάβαση από ένα κόσμο απομονωμένων κοινωνιών σε μια ενοποιημένη παγκόσμια και αλληλεξαρτούμενη οικονομία έγινε δυνατή μέσω της ναυτιλίας. Χωρίς την ανάπτυξη της ναυτιλίας, η ανταλλαγή των αγαθών και των υπηρεσιών θα ήταν υπερβολικά μικρότερη σε όγκο με σοβαρές επιπτώσεις στο επίπεδο ζωής παγκοσμίως (Branch, 1988). Στη συνέχεια, οι τεχνολογικές εξελίξεις κατόπιν της βιομηχανικής επανάστασης και ιδιαίτερα η σημαντική συντόμευση των υπερπόντιων ταξιδιών επέδρασαν σε ακόμα πιο ραγδαία και διαρκή ανάπτυξη της ναυτιλίας.

Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις στρέφονται κυρίως στον τραπεζικό δανεισμό προκειμένου να αντλήσουν τα απαιτούμενα κεφάλαια. Το κυριότερο μέσο δανειακής εξασφάλισης είναι το ίδιο το πλοίο, το οποίο όμως σε περιόδους ύφεσης δεν αποτελεί επαρκή εγγύηση για τις τράπεζες. Σε περιπτώσεις που η χρηματοδότηση μιας ναυτιλιακής εταιρείας απαιτεί κεφάλαια μεγάλου ύψους, συνάπτονται κοινοπρακτικά δάνεια. Τα τελευταία χρόνια μάλιστα παρατηρείται η τάση για club deals τα οποία αποτελούν συμφωνίες μεταξύ δύο ή τριών τραπεζών. Ωστόσο, τα ναυτιλιακά δάνεια κρύβουν πολλούς κινδύνους κυριότερος εκ των οποίων είναι ο πιστωτικός κίνδυνος. Η ναυτιλία επηρεάστηκε σε μεγάλο βαθμό από την παγκόσμια οικονομική κρίση λόγω της άμεσης σχέσης του ναυτιλιακού κλάδου με το εμπόριο και με το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η πρόσφατη ναυτιλιακή κρίση οφείλεται κατά κύριο λόγο σε εξωγενείς παράγοντες οι οποίοι σχετίζονται με τις γενικότερες χρηματοοικονομικές εξελίξεις.

Ωστόσο, από την πιστωτική κρίση οι τράπεζες έχουν περικόψει τα ριψοκίνδυνα τμήματα του δανειακού τους χαρτοφυλακίου και είναι υποχρεωμένες να διακρατούν περισσότερα κεφάλαια -κάτι το οποίο ασκεί πίεση στον μη επενδυτικό τραπεζικό



δανεισμό. Την ίδια ώρα, οι επιχειρήσεις ανησυχούν για το ότι στηρίζονται αποκλειστικά στις τράπεζες ως μοναδική πηγή χρηματοδότησης.

Η μια μετά την άλλη οι μεγάλες τράπεζες-χρηματοδότες της ναυτιλίας κλείνουν τις στρόφιγγες του δανεισμού στις ναυτιλιακές, καθώς αναζητούν τρόπους για να αντιμετωπίσουν την παγκόσμια κρίση χρέους. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι οι περισσότερες ευρωπαϊκές και ορισμένες διεθνείς τράπεζες, είναι ακόμη στη φάση της απομόχλευσης, δηλαδή της μείωσης των δανείων τους και αυτό επηρέασε και την χρηματοδότηση του πλοίου. Συνεπώς, οι ναυτιλιακές εταιρείες προκειμένου να διατηρήσουν την βιωσιμότητά τους ή να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους και το στόλο τους θα πρέπει να αναζητήσουν νέους τρόπους άντλησης κεφαλαίων.

Χάρη σε μια λεπτή ισορροπία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης, καθώς και κάποιες ευνοϊκές προοπτικές, η ναυτιλία έχει γίνει η αγαπημένη της Wall Street. Αυτό σημαίνει ότι για τις ναυτιλιακές εταιρείες που ενδιαφέρονται για την εισαγωγή στις αγορές, ο χρόνος δεν ήταν ποτέ καλύτερός και οι επιλογές δεν ήταν ποτέ περισσότερες.

Τα πλεονεκτήματα της μετάβασης μιας εταιρείας από ιδιωτική σε δημόσια, δηλαδή να εισαχθεί στο χρηματιστήριο, είναι γνωστά. Η εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο, επιτρέπει στους διάφορους επενδυτές ή στα μέλη μιας πλοιοκτήτριας οικογένειας να ανταλλάσσουν μη ρευστοποιήσιμες επενδύσεις με άλλα ρευστοποιήσιμα στοιχεία. Ταυτόχρονα, η εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο μπορεί να δημιουργήσει αξία για μια ναυτιλιακή επιχείρηση πέρα από την αυτή των πλοίων. Προχωρώντας μπροστά, οι δημόσιες ναυτιλιακές εταιρείες μπορούν να έχουν πρόσβαση στα ίδια κεφάλαια που απαιτούνται για την ανάπτυξή τους, χωρίς να χρειάζεται οι διευθυντές να αυξάνουν συνεχώς τις επενδύσεις τους στην εταιρεία.

Τα τελευταία χρόνια, έχει αναπτυχθεί μια συγκεκριμένη μορφή εταιρείας για εξαγορά –η οποία είναι γνωστή ως εταιρεία λευκής επιταγής (blank check) ή ειδικού σκοπού (special purpose acquisition company – SPAC), η οποία έχει βιώσει μια αναγέννηση, αυξάνοντας σημαντικά τα ποσά των κεφαλαίων από τους επενδυτές (Jenkinson and Sousa, 2010). Οι εταιρείες ειδικού σκοπού αυξάνουν τα κεφάλαιά τους μέσω δημόσιων εγγραφών και έχουν κατορθώσει να γίνουν ένα πολύ σημαντικό ποσοστό των νέων εκδόσεων. Όπως υποδηλώνει το όνομά της, η εταιρεία ειδικού σκοπού (SPAC) σχηματίζεται με στόχο την εξεύρεση μίας υφιστάμενης επιχείρησης για να εξαγοράσει και έτσι μπορεί να θεωρηθεί ως ένα ενιαίο ιδιωτικό και επενδυτικό κεφάλαιο, καθώς χρησιμοποιεί παρόμοιες οικονομικές τεχνικές με αυτές της εξαγοράς.

Οι συναλλαγές των εταιρειών ειδικού σκοπού έρχονται με ένα μοναδικό σύνολο προκλήσεων που σχετίζονται με το χρονοδιάγραμμα αλλά και τη δέσμευση των επενδυτών. Οι δημόσιες εγγραφές εταιρειών μέσω εταιρειών ειδικού σκοπού μπορούν να επιτευχθούν σχετικά γρήγορα, να πάρουν πραγματικά μετρητά και μετοχές και τα κόστη των συναλλαγών μπορούν να είναι πολύ χαμηλότερα. Η κύρια πρόκληση με τις εταιρείες ειδικού σκοπού, είναι η εξεύρεση μιας αποτίμησης που και οι δύο πλευρές, αγοραστές και πωλητές να μπορούν να συμφωνήσουν. Εάν η τιμή είναι πολύ υψηλή, ο ιδρυτής της εταιρείας ειδικού σκοπού θα μπορούσε να μπει στον πειρασμό να πάει στην αγορά και να αγοράσει ένα στόλο από πλοία, τα οποία θα πουλήσει σε μια άλλη εταιρεία και να κρατήσει το σύνολο της ανατίμησης της τιμής της μετοχής για τον εαυτό του. Από την άλλη πλευρά, εάν η αποτίμηση είναι πολύ χαμηλή, η ναυτιλιακή εταιρεία θα αναθέσει σε μια επενδυτική τράπεζα να κάνει μια δημόσια εγγραφή και να κρατήσει ολόκληρο το ασφάλιστρο της καθαρής θέσης για τον εαυτό της.

Η άλλη μεγάλη πρόκληση αφορά την δέσμευση των επενδυτών. Στις περισσότερες δομές των εταιρειών ειδικού σκοπού, οι αρχικοί μέτοχοι είναι "κλειδωμένοι" δηλαδή, εμποδίζονται να πουλήσουν τις μετοχές τους για τρία χρόνια. Η πρόκληση σε αυτό το σημείο είναι ότι για τον ναυτιλιακό κλάδο το διάστημα των τριών χρόνων είναι ακριβώς το διάστημα το οποίο είναι σχεδόν αδύνατο να κάνει κανείς πρόβλεψη για αυτή την αγορά.

Μια απλή δημόσια εγγραφή σε σύγκριση με τη διαδικασία μέσω των εταιρειών ειδικού σκοπού, θα διαρκέσει τουλάχιστον πέντε μήνες και η ολοκλήρωσή της μπορεί να χρειαστεί πολύ περισσότερο χρόνο. Επίσης, το κόστος του εκδότη στις δημόσιες εγγραφές είναι πολύ υψηλότερο φτάνοντας το ποσό των \$2 εκατ. στις Η.Π.Α. εξαιρουμένων των τελών της επενδυτικής τραπεζικής. Το αντίστοιχο κόστος για μια εταιρεία ειδικού σκοπού, είναι λιγότερο από \$200.000. Πολύ σημαντικό σημείο είναι ότι με τη δημόσια εγγραφή ο εκδότης δεν ξέρει πόσο θα αυξηθεί η τιμή της μετοχής έως ότου η συμφωνία ολοκληρωθεί. Είναι επίσης δυνατό, στην δημόσια εγγραφή, οι συνθήκες της αγοράς να είναι αρνητικές και να αντιστραφεί η όλη διαδικασία. Μέσω των εταιρειών ειδικού σκοπού, τα χρήματα έχουν ήδη αυξηθεί και συγκεντρωθεί, αφού το σύνολο της αποτίμησης γίνεται κατά την έναρξη της συναλλαγής. Επίσης είναι πολύ πιθανό ότι οι επενδυτές της εταιρείας ειδικού σκοπού να καταψηφίσουν την εξαγορά, εάν ο χορηγός της εταιρείας το προτείνει.

Πολλοί χορηγοί σε εταιρείες ειδικού σκοπού στον τομέα της ναυτιλίας έχουν δεσμευτεί να καταβάλλουν εκατομμύρια σε μετοχές για την αγορά μιας

ιδιωτικήςτοποθέτησης, αμέσως πριν από τη δημόσια εγγραφή της εταιρείας (SPAC). Το ποσό \$25.000 ως αρχική επένδυση, επιτρέπει αποτελεσματικά στο χορηγό να αγοράσειένα μεγάλο αριθμό των μετοχών με μια τεράστια έκπτωση, συχνά λιγότερο από ένα λεπτό ανά μετοχή, όπως τυπικά συμβαίνει πριν από την δημόσια εγγραφή. Ωστόσο, στις ιδιωτικές τοποθετήσεις οι χορηγοί αγοράζουν μετοχές σε τιμές και με όρους πολύ παρόμοιες, αν όχι ταυτόσημες με αυτές που καθορίζονται για τους επενδυτές των δημόσιων εγγραφών (IPO).

Ένα πράγμα είναι σαφές. Η διαδικασία χρηματοδότησης της ναυτιλίας μέσα μιας εταιρείας ειδικού σκοπού (SPAC), μπορεί να ακούγεται σαν μια τρελή ιδέα, σαν κάτι το οποίο είναι πάρα πολύ καλό για να είναι αληθινό για κάθε επίδοξο πλοιοκτήτη. Οι ιδρυτές αλλά και οι επενδυτές των εταιρειών αυτών, σίγουρα δεν είναι τρελοί. Όπως περιγράφηκε αναλυτικά σε αυτή την μελέτη, από το 2004 που έχει εφαρμοστεί αυτή η εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης στην ναυτιλία, έχουν συγκεντρωθεί και επενδυθεί πολλά εκατομμύρια δολάρια τόσο σε ναυτιλιακές εταιρείες, όσο και σε αγορές πλοίων. Μέχρι στιγμής οι επενδυτές μέσω των εταιρειών ειδικού σκοπού στη ναυτιλία έχουν τοποθετήσει την εμπιστοσύνη τους σε αυτές και έχουν ανταμειφθεί επαρκώς. Οι χρηματοδοτήσεις αυτές έχουν οδηγήσει στην περαιτέρω ανάπτυξη των εργασιών των ναυτιλιακών εταιρειών στις οποίες εφαρμόστηκε, ενώ ταυτόχρονα έχουν βοηθήσει τόσο την ρευστότητα όσο και τη κερδοφορία τους.

Σε μια παρουσίαση από τον Άκη Τσιγαρίδη της Star Maritime στο Marine Money Week επεσήμανε, ότι είναι απλά ένας διαφορετικός τύπος επενδυτή. Αντί να προσπαθεί να πάρει το «άλογο», δηλαδή την εταιρεία, παίρνουν ένα "τζόκεϊ", δηλαδή έναν χορηγό με καλές επιδόσεις και τον εμπιστεύονται ότι είναι σε θέση να προσδιορίσει το καλύτερο άλογο. Όπως σε κάθε συμφωνία στην οποία τα μέρη θα συνεχίσουν να είναι εταίροι ή συνεργάτες και μετά το κλείσιμο της συναλλαγής, το κλειδί της επιτυχίας είναι η χημεία. Εάν η εταιρεία ειδικού σκοπού και η ναυτιλιακή εταιρεία αρέσουν η μία στην άλλη και μπορούν να συνεργαστούν με όρους αμοιβαίας εμπιστοσύνης, τότε είναι πιθανό να υπάρχει μια συμφωνία που έπρεπε να γίνει.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- 1 Γεωργαντόπουλος Ε. και Βλάχος Γ., (2003), «Ναυτιλιακή οικονομική και πολιτική», Τζέι & Τζέι Ελλάς, Αθήνα
- 2 Γκιζιάκης Κ., Παπαδόπουλος Α. και Πλωμαρίτου Ε., (2002), «Εισαγωγή στις Ναυλώσεις», Αθήνα, Εκδόσεις Σταμούλη, σελ.41-43.
- 3 Γουλιέλμος Α.Μ., (2007), «Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων», 2η Έκδοση, Αθήνα, Εκδόσεις Αθ.Σταμούλης
- 4 Θεοτοκάς Ι., (2001), «Εισαγωγή στις Ναυτιλιακές Σπουδές», Πανεπιστημιακές Σημειώσεις, Πανεπιστήμιο Αιγαίου, Χίος
- 5 IOBE, (2013), «Η συμβολή της ποντοπόρου ναυτιλίας στην Ελληνική Οικονομία: Επιδόσεις και Προοπτικές», Αθήνα
- 6 Κόκκινος Γ., Α., (2004), «Εγχειρίδιο Ναυτιλιακής Χρηματοδότησης – Θεωρία και Πράξη», Αθήνα
- 7 Μεταξάς Β.Ν., (1992), «Αρχές ναυτιλιακής οικονομικής», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα
- 8 Παπαγιαννούλης Κ., (2002), «Η Παγκοσμιοποίηση της οικονομικής και η ελληνική και διεθνής ναυτιλία», Αθήνα, Εκδ. Σταμούλη
- 9 Ρεπούσης Σ., (2004), «Τραπεζικές Πιστοδοτήσεις», Αθήνα, Εκδόσεις Σάκκουλα.
- 10 Ρούσος Ε., (2006), Επιθεωρήσεις πλοίων με Κυπριακή σημαία, Διπλωματική Εργασία ΕΜΠ.
- 11 Σαμπράκος Ε. και Γιαννόπουλος Ι., (2008), «Οικονομική Εκμετάλλευση πλοίου», Εκδόσεις Ιδρύματος Ευγενίδου
- 12 Τράπεζα της Ελλάδος, (2009), «Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα», Αθήνα
- 13 Χαραλαμπίδης Η., (1986), «Ναυτιλία και οικονομική ανάπτυξη», Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, Αθήνα
- 14 Aggarwal, Reena (2000). “Stabilization Activities by Underwriters after IPOs”, *Journal of Finance*, 55, pp. 1075-1103.
- 15 Anderson A.M. and Edward A. D., (2004), «Market Structure and Trading Volume», New York Stock Exchange Inc.
- 16 Barker M.R. and Pflaum M.L., (2011), “SPACs and NASDAQ Get a Boost from the SEC,” *The M&A Journal*, March 25, 2011
- 17 Berger, R., (2008), “SPACs: An Alternative Way to Access the Public Markets”, *Journal of Applied Corporate Finance* 20, 68-75
- 18 Branch T., (1988), “Parting the Waters: America in the King Years, 1954-63”, Simon & Schuster, New York
- 19 Bradley R. and Myers S., (2003), «Principles of Corporate Finance» McGraw-Hill Irwin
- 20 Castelli T, (2009), “Not Guilty by Association: Why the Taint of Their "Blank Check" Predecessors Should Not Stunt the Growth of modern Special Acquisition Companies”, 50 *B.C.L. Rev.* 237, Vol. 50, Issue 1, Art. 6

- 21 De, S. & Jindra, J., (2012), "Why newly listed firms become acquisition targets," *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 36(9), pages 2616-2631.
- 22 Dennis, S. and Mullineaux D., (2000), «Syndicated loans», *Journal of Financial International*, Vol.9.
- 23 Desy, C., (2009), "SPACs: Special Purpose Acquisition Companies", Dunton Rainville, Montreal
- 24 Donovan A. & Bonney J., (2006), "The box that changed the world: fifty years of container shipping-an illustrated story", East Windsor, NJ: Commonwealth Business Media
- 25 Drewry Shipping Consultants, (1996), "Shipping Finance: A High Risk - Low Return Business?", Drewry Shipping Consultants, London
- 26 Feldman, D. N., (2006), "Reverse Mergers", New York: Bloomberg Press
- Fischer, P.I., (2002), "Ship Finance in the new Decade", *Shipping Finance 2002-2003*
- 27 Ferris K. E., and Whittlin, F. I., (2010), "Can the SPAC make it back? Structural changes, including eliminating the stockholder vote to approve an initial acquisition, may help renew interest in SPACs", article published by Bingham McCutchen LLP, Dec. 20, 2010
- 28 Floros, I. V. and Sapp, T. R., (2011), "Shell games: On the value of shell companies", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17 no. 4, pp. 850-67
- 29 French, C.W. , (2006), "Portfolio Selection with Hedge Funds", SSRN Working Paper
- 30 Ganttner S., and Bruchet M., (2009), "Securities and Public markets bulletin: Special Purpose Acquisition Companies", McMillan LLP, February 2009
- 31 Goulielmos, A.M. and Psifia.M., (2006), "Shipping Finance: Time to Follow a New Track?", *Maritime Policy & Management*, 33, pp. 301–320.
- 32 Grammenos C.Th., (2002), "Credit Risks, Analysis and Policy in Bank Shipping Finance", *The Handbook of Maritime Economics and Business*
- 33 Grammenos C.Th.and Papapostolou N.C., (2012), 'Ship Finance: US Public Equity Markets' in Talley W.K (ed.), *The Blackwell Companion to Maritime Economics* (by invitation), ed. 1st , USA: Wiley-Blackwell
- 34 Grammenos C.Th. and Xilas E.M., (1993), "Shipping Investment & Finance", parts III& IV, chapter 9.2.
- 35 Hampton, M.J., (1990), "Long and Short Shipping Cycles", 2nd edition, Cambridge Academy of Transport, Cambridge, 2, 40–49.
- 36 Hale, L. M., (2007), "SPAC: A Financing Tool with Something for Everyone", *Journal of Corporate Accounting and Finance*, 67-74.
- 37 Harwood, S., (2006), "Shipping Finance", 3rd Edition, Euromoney Books
- 38 Harwood, S., (2006), "The Banker's Perspective - Shipping Finance", 3rd Edition, Euromoney Books
- 39 Hee-Jung, Y., (2012), "Geography of Mergers and Acquisitions in the Container Shipping Industry", *Asian Journal of Shipping and Logistics* 12/2013; 29(3): 291–314.

- 40 Heyman, D. K., (2007), "From blank check to SPAC: the regulator's response to the market, and the market's response to the regulation", *Entrepreneurial Business Law Journal*, Vol. 2, pp. 531-52.
- 41 International Transport Workers' Federation, 'What are Flags of Convenience?', <http://www.itfglobal.org/flags-convenience/sub-page.cfm>. τελευταία επίσκεψη: 2/09/2015.
- 42 IMO, (2011), 'IMO and the environment', London.
- 43 Iso P. and Pujol X., (2008), "Special Purpose Acquisition Companies", Latham & Watkins, Smart Capital Newsletter
- 44 Jenkinson, T. and Sousa, M., (2010), "Why SPAC Investors Should Listen to the Market", (February 12, 2009), AFA 2010 Atlanta Meetings Paper.
- 45 Jog, V. and Sun, C., (2007), "Blank check IPOs: a home run for management", SSRN Working Paper
- 46 Kidman, Peter, (2001), 'Port State Control: A guide for Cargo Ships', Intercargo.
- 47 Kim Kab Lae, (2011), "Prerequisites for an Advanced SPAC Market", Korea Capital Market Opinion
- 48 Kumar, S., and Hoffmann J., (2002), Chapter 3, "Globalization: the Maritime Nexus", in *Handbook of Maritime Economics and Business*, edited by C. Grammenos, pp. 35-62, Informa, Lloyds List Press, London.
- 49 Lakicevic, M., Shachmurove, Y. and Vulcanovic, M., (2013), "Institutional changes of SPACs", Working Paper LMU Munich
- 50 Miller D. A., and Gallant M.J., (2010), "SPACs: Rebuilt and here to stay?", <http://www.graubard.com/Articles/FinancierWorldwideArticle122010.pdf> , τελευταία επίσκεψη: 01/08/2015
- 51 Mitchell, M.L., and Pulvino T.C., (2010), Arbitrage Crashes and the speed of Capital", SSRN Working Paper
- 52 Orrick, (2008), "Private M&A: SPAC invaders", OHS London
- 53 Pagano, M., Paneta F., and Zingales L., (1998), 'Why do companies go public?: An empirical analysis', *The Journal of Finance*, vol. 53, no. 1, pp. 27-64.
- 54 Pangas, H. S., and Mahon J.J., (2008), "8 Things you should know about SPACs", Sutherland
- 55 Petropoulos T., (2009), Key Developments and Growth in Greek Ship Finance, Petrofin S.A., April 2009
- 56 Pittenger M.A., and Grisin C.M., (2007), "When SPACs attack: The role of Special Purpose Acquisition Companies in the M&A Market", Deal Points: The Newsletter of the Committee on Negotiated Acquisitions
- 57 Poulsen, A. B. and Stegemoller, M., (2006), "Moving from private to public ownership: selling out to public firms versus initial public offerings", *Financial Management*, Vol. 37 no. 1, pp. 81-101
- 58 Riemer, D. S., (2007), "Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux", *Washington University Law Review*, Vol. 85 no. 4, pp. 931-67.

- 59 Ritter J. and Welch I., (2002), “A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations”, NBER Working Paper No. 8805, February 2002
- 60 Rodrigues, U. and Stegemoller, M., (2011), “Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACS», UGA Legal Studies
- 61 Savitz, E. J., (2005), “The New Blind Pools”, Barron’s
- 62 SEC, Blank Check Company, <http://www.sec.gov/answers/blankcheck.htm> τελευταία επίσκεψη: 13/09/2015
- 63 Shachmurove Y., and Vulcanovic M., (2015), "Specified Purpose Acquisition Companies in Shipping", Global Finance Journal, Elsevier, Vol. 26, May 2015, 64-79
- 64 Sjostrom Jr, W. K., (2008), “The Truth about Reverse Mergers”, Entrepreneurial Business Law Journal, Vol. 2 no. 2, pp. 743 - 59.
- 65 Smith A., (1776), “The Wealth of Nations”, Kindle Editions
- 66 Stopford M., (2009), “Maritime Economics”, 3d Edition, Routledge, London
- 67 Stopford M., (2009), “Shipping Market Cycles - Maritime Economics”, 3d Edition, Routledge, London
- 68 Syriopoulos, Th. C., (2007), “Financing Greek Shipping, Modern Instruments, Methods and Markets”, Maritime Transport: The Greek Paradigm Research in Transportation Economics, Volume 21, 171–219
- 69 Tran, A. L., (2010), “Blank check acquisitions”, SSRN Working Paper
- 70 Tykvorová T., and Kolb J., (2014), “Special Purpose Acquisition Companies: Are they an Alternative to IPOs?”, University of Hohenheim
- 71 UNCTAD, (2010), “Trade and Development Report”
- 72 U.S. Department of Transportation, (2006), “Foreign Flag Crewing Practices”, Washington, D.C.
- 73 Vulcanovic M., (2010), “A story on SPACs”, SSRN Working Paper
- 74 Wurgler, J., Baker M. and Pan X., (2012), “The effect of reference point prices on mergers and acquisitions”, Journal of Financial Economics, October 2012
- 75 <http://www.kathimerini.gr/368172/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/h-epidrash-ths-krishs-stis-die8neis-naytiliak-es-agores> τελευταία επίσκεψη: 18/09/2015
- 76 <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/927945/ta-skiptra-stous-ellines-kai-to-2015> τελευταία επίσκεψη: 10/08/2015
- 77 <http://www.marketwatch.com/story/navios-maritime-holdings-inc-navios-maritime-acquisition-corporation-and-navios-maritime-partners-lp-through-a-new-joint-venture-agree-to-acquire-a-14-vessel-fleet-from-debtors-of-hsh-nordbank-ag-2015-04-23> τελευταία επίσκεψη: 10/09/2015
- 78 <http://www.marketwired.com/press-release/navios-maritime-holdings-inc-navios-maritime-acquisition-corporation-navios-maritime-2012745.htm> τελευταία επίσκεψη: 15/09/2015
- 79 <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/847440/nautiliako-kolosso-103-ploion-dimiourgei-i-star-bulk> τελευταία επίσκεψη: 15/09/2015
- 80 <https://www.google.com/finance?cid=701973> τελευταία επίσκεψη: 15/10/2015

- 81 <http://www.marketwatch.com/investing/stock/sblk>τελευταία επίσκεψη: 15/10/2015
- 82 <http://www.marketwatch.com/investing/stock/nm>τελευταία επίσκεψη: 15/10/2015
- 83 <http://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=3378798>τελευταία επίσκεψη: 15/10/2015
- 84 <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/988183/sta-upsi-oi-zimies-tis-dryships-logo-tis-ocean-rig>τελευταία επίσκεψη: 20/09/2015
- 85 [http://www.dealnews.gr/roi/item/44209-%CE%A3%CF%84%CF%81%CE%BF%CF%86%CE%AE-%CF%83%CF%84%CE%B9%CF%82-%CE%B5%CF%84%CE%B1%CE%B9%CF%81%CE%B5%CE%AF%CE%B5%CF%82-%CE%B5%CE%B9%CE%B4%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CF%8D-%CF%83%CE%BA%CE%BF%CF%80%CE%BF%CF%8D-%CE%B1%CF%80%CF%8C-%CF%84%CE%BF%CF%85%CF%82-%CE%B5%CF%86%CE%BF%CF%80%CE%BB%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%AD%CF%82#.Vjdid8\\_tlHw](http://www.dealnews.gr/roi/item/44209-%CE%A3%CF%84%CF%81%CE%BF%CF%86%CE%AE-%CF%83%CF%84%CE%B9%CF%82-%CE%B5%CF%84%CE%B1%CE%B9%CF%81%CE%B5%CE%AF%CE%B5%CF%82-%CE%B5%CE%B9%CE%B4%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CF%8D-%CF%83%CE%BA%CE%BF%CF%80%CE%BF%CF%8D-%CE%B1%CF%80%CF%8C-%CF%84%CE%BF%CF%85%CF%82-%CE%B5%CF%86%CE%BF%CF%80%CE%BB%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%AD%CF%82#.Vjdid8_tlHw)τελευταία επίσκεψη: 20/09/2015
- 86 <http://www.businesswire.com/news/home/20050104005670/en/International-Shipping-Enterprises-Announces-Trading-Warrants-Common>τελευταία επίσκεψη: 20/09/2015
- 87 <http://www.businesswire.com/news/home/20041217005205/en/International-Shipping-Enterprises-Completes-Initial-Public-Offering>τελευταία επίσκεψη: 20/09/2015
- 88 <http://amershipfinancepartners.com/spac.htm>τελευταία επίσκεψη: 01/10/2015
- 89 <http://www.nasdaq.com/markets/ipos/company/international-shipping-enterprises-inc-652148-41656>τελευταία επίσκεψη: 01/10/2015

### Internet sites

Ηλεκτρονική διεύθυνση του Υπουργείου Εμπορικής Ναυτιλίας : [www.yen.gr](http://www.yen.gr)

Ηλεκτρονική διεύθυνση του IMO : [www.imo.org](http://www.imo.org)

Ηλεκτρονική διεύθυνση της ECSA: <http://www.ecsa.eu>

Ηλεκτρονική διεύθυνση του NASDAQ: <http://www.nasdaq.com> > Markets > IPOs

Ηλεκτρονική διεύθυνση της εταιρείας: <http://www.navios-acquisition.com>

Ηλεκτρονική διεύθυνση της εταιρείας: <http://www.navios.com>

Ηλεκτρονική διεύθυνση της εταιρείας: <http://www.starbulk.com>

Ηλεκτρονική διεύθυνση της εταιρείας: <http://www.earlybirdcapital.com>

Ηλεκτρονική διεύθυνση της εταιρείας: <http://www.dryships.com>

Ηλεκτρονική διεύθυνση της εταιρείας: <http://www.maximgroup.com/>