

RIZICI INVESTIRANJA U MORSKOM BRODARSTVU

Investment risks in shipping

UDK 656.61
Pregledni članak
Review

Sažetak

U ovom radu obrađena je problematika rizika pri investiranju u morskome brodarstvu. Morsko se brodarstvo obnavlja i razvija prije svega investiranjem u brodove, ali je pritom problem što u trenutku kad se donosi investicijska odluka brodar ne zna kakvo će biti buduće tržište. Pogotovo je dugoročna prognoza nepouzdana jer su oba tržišta (tržište brodova i tržište brodskog prostora) o kojima brodar ovisi, nestalna i kreću se u nepravilnim ciklusima. Takva neizvjesnost budućnosti unosi snažno obilježje rizika pri investiranju u morskome brodarstvo. S obzirom na to da se sve vrti oko postignuća profitabilnosti, temeljni je pritom rizik investiranja u pogrešan brod, tj. u promašenu investiciju, i zatim rizik povezan s vrijednošću i nabavnom cijenom broda, a koja ovisi o tipu i veličini broda i, što je još važnije, o vremenskom trenutku ulaska u investiciju. Brod nabavljen u pravo vrijeme pri niskoj cijeni, donosi višestruke koristi svojem brodaru. Poradi toga, brodar mora investiciji prići temeljito i oprezno, i u prvom će redu riješiti dva temeljna pitanja: u koji brod investirati i kada. Ta su dva pitanja ključna pri upravljanju rizicima investiranja u morskome brodarstvu.

Ključne riječi: rizici, investicije, morskome brodarstvo, tržište brodskog prostora, tržište brodova, trenutak investiranja, kapitalni trošak

Summary

This article discusses investment risks in shipping. The reproduction and development in shipping has been achieved by investment only. Investment means having to spend today in order to have more tomorrow. The main problem is that when decision about an investment is made, the owner does not know how the market will develop in the future. The long term speculation is particularly unreliable, because both shipping markets

(cargo shipping market and market for ships) on which the owners are dependant, are volatile and are moving in irregular cycles. The product of such uncertainty is high degree risk of investment in shipping. Since the future profitability heavily relate on the investment, the basic risks that an investor undertake are: investment in the wrong asset and the wrong value, or the purchase price of the vessel. Indeed, the purchase price of the vessel depends on the type and the tonnage, but all it, depends on timing of investment. Vessel purchased at the right time and at the right price, should multiply benefits for her owner. Therefore, the owner has to approach the issue of investment carefully and seriously in order to reduce investment risks. Indeed the owner must primarily answer the two basic questions: what vessel to invest and when to do so. It is those two questions that hold the key to managing investment risks in shipping.

Key words: Risks, investments, shipping, cargo shipping market, market of ships, timing of investment, capital cost

1. Uvod Introduction

U gospodarskoj djelatnosti morskog brodarstva problematika je investiranja vrlo bitna jer posljedice mogu utjecati na poslovanje brodara u rasponu od potpunoga financijskog uspjeha pa do krajnjeg financijskog neuspjeha. Prema definiciji, investicije znače ulaganje novčanih sredstava u kapitalne resurse. Temeljni kapitalni resurs u morskome brodarstvu je brod. Razvoj morskog brodarstva, njegovo obnavljanje i stalan rast odvijaju se upravo temeljem investicija. Na visoko konkurentskom tržištu brodskog prostora, da bi uopće opstao, brodar mora obnavljati i tehnološki osuvremenjivati svoju flotu.

*mr. sc. Ivo Domijan-Arneri, dipl. oec., kap. d. pl.

Problem je međutim u tome što svaka investicija ne mora biti uspješna. Investicije su dakle rizične. U morskom brodarstvu taj je rizik posebno visok, i to zato što je vrijednost broda kao kapitalnog resursa vrlo velika i jer su oba relevantna tržišta, i brodskog prostora i tržišta brodova, promjenjiva i kreću se u nepravilnim ciklusima.

Sukladno takvoj problematici, postavljen je i predmet istraživanja u ovom radu. Istražit će se i identificirati rizici investiranja u morskom brodarstvu i njihova dimenzija, te će se raspraviti o mogućnostima da se oni reduciraju pravilnim izborom investicijskih odluka.

Iz tako definiranog predmeta istraživanja slijedi logična hipoteza ovog rada: Rizici investiranja u morsko brodarstvo proizlaze iz neizvjesne budućnosti. Budućnost jest nepredvidiva, ali nije i nezamisliva. Poradi toga, da bi se smanjili rizici investiranja u brod, prijeko je potrebno riješiti dva temeljna problema koji, zapravo, generiraju rizike investicija u morskom brodarstvu, a to su:

- izbor tipa broda u koji će se investirati,
- izbor pravog trenutka, tzv. *timing* investiranja.

Problematika je obrađena u šest međusobno povezanih dijelova. Nakon uvoda, u drugom dijelu, "Investiranje i rizik", elaboriran je odnos investicija i rizika općenito, i posebno u morskom brodarstvu, uz temeljne dileme broдача pri izboru investicijskih odluka. S obzirom na to da odnos dvaju različitih dijelova u kapitalnom trošku snažno utječu na rizik investicije, u trećem dijelu, "Utjecaj investicije na kapitalni trošak", analizira se utjecaj investicije na dva sastavna, ali po učincima dijametralno suprotna dijela kapitalnog troška, a odnose se na dio vlastitog udjela, tj. na deprecijaciju, i na drugi dio financiranja investicije, dakle na povrat kredita. U četvrtom dijelu, "U kakav tip broda investirati", elaborira se problematika izbora broda u koji se namjerava investirati, kao jedne od najvažnijih investicijskih odluka. Peti dio, "Izbor pravog vremena investiranja u morskom brodarstvu", istražuje značaj trenutka ulaska u investiciju u uvjetima nepravilnih cikličkih kretanja tržišta brodova i tržišta brodskog prostora, i presudan utjecaj toga trenutka na visinu stupnja rizičnosti investicije. Zadnji dio, "Zaključak", sintetizira rezultate istraživanja, temeljem kojima je postavljena hipoteza dokazana.

2. Investiranje i rizik

Investment and risk

Investicije se mogu definirati kao sadašnja ulaganja radi postignuća budućih efekata, pa bi ih zapravo trebalo shvatiti kao odricanje danas da bi se imalo još više u budućnosti. Riječ je pretežito o jednokratnim ulaganjima. Pojam investicija odnosi se na ulaganje novčanih sredstava u kapitalne resurse. Kapitalni resursi dobra su trajne vrijednosti s pomoću kojih se proizvode potrošna dobra i usluge, i postižu se budućni poslovni efekti. Primjerice, u morskom brodarstvu temeljni kapitalni resurs je brod.

Proces je investiranja dakle transformacija financijskih sredstava u trajne proizvodne čimbenike kojih uporaba prelazi jedan proizvodni ciklus. Temeljna svrha investicija je proširenje poslovanja ili pak tehnološko osuvremenjivanje, poboljšanje ili povećanje kapitalnih resursa. Pojam je investicija doduše podosta dinamičniji, i ne iscrpljuje se samo ulaganjima u kapitalna dobra u konvencionalnom smislu. Investicija je, naime, jednako tako i ulaganje u patente, licence, koncesije ili u dionice drugih gospodarskih subjekata, ulaganje na tržištima vrijednosnica, pa i u akvizicije kompletnih tvrtka.

Sama po sebi, investicijska ulaganja ne osiguravaju buduće efekte niti uspjeh. Ona pružaju samo realnu osnovu da bi se ti budućni efekti mogli ostvariti. Hoće li se očekivani efekti uistinu i ostvariti, ovisi o mnogim okolnostima kao što su, u prvom redu, stanje na relevantnom tržištu, cijena investicije, zatim troškovi proizvodnje, kvaliteta pa i kvantiteta proizvodnje i usluge, ali ovisi i o nekim drugim nepredvidivim činiteljima, kao što su politički potresi, socijalni nemiri i tome slično.

Investicijama se proizvodni program prilagođuje stvarnim tržišnim potrebama, premošćuje se postojeća tehnološka zastarjelost, povećava se proizvodnost rada, snižuju troškovi po jedinici proizvoda, postiže se ekonomija volumena i slično. Jednako tako, investicije mogu koristiti i u špekulativne svrhe. One su, međutim, prijeko potrebne - one su "nužno zlo" i *credo* poslovanja. Ako, dakle, želi opstati na kompetitivnom tržištu, poduzeće mora ulaziti u investicije. Konkurencija ga prisiljava na stalnu skrb za razvoj i osuvremenjivanje kapitalnih resursa, poglavito u visokokonkurentnim gospodarskim djelatnostima, kakvo je morsko brodarstvo. Opcije izbora poduzeća svode se na konvencionalno pitanje oportunitetnog troška, tj. na stratešku odluku kada i u što investirati - jer, izborom odluke investiranja u jedno dobro, poduzeće se u određenom trenutku odriče ulaganja u neko drugo dobro, tj. resurs.

Odluka o tome kada i u što će se investirati, ima dvojaku dimenziju. U prvom redu investicija je dugoročna poslovna odluka; zatim, to je povezano s relativno velikim financijskim sredstvima koja se troše u vezi s takvom odlukom, pa se ubrajaju u kapitalni trošak svakog poduzeća. Poradi toga je utjecaj investicije, uključujući i izbor financiranja, krucijalan za daljnji razvoj poduzeća.

Od investicijskih ulaganja očekuje se da daju određene proizvodne, ekonomske i, konačno, financijske efekte. Očekuje se, dakle, profit jer upravo se oko toga u uvjetima tržišne ekonomije sve i vrti. Profit i jest glavna investitorova motivacija.

Svaka je investicija, na izvjestan način, poslovna avantura. Jedanput, kada poduzeće uđe u investiciju, sve opcije posljedica su moguće - od fantastičnoga poslovnog uspjeha pa do dubokoga "gliba" poslovnih neuspjeha, gubitaka, pa i propasti u ekstremnim okolnostima loše procjene. Problem je u tomu što investitor u trenutku donošenja investicijske odluke ne zna kakvo će biti budućno kretanje na tržištu, tj. hoće li tržište biti u stanju prihvatiti i verificirati proizvode ili usluge, tj. buduće efekte koje će novi kapitalni resurs polučiti.

Na tržištu će se tek verificirati opravdanost investicije, i ta je neizvjesnost zapravo ishodište rizika svake investicije, pa tako i investicije u brod. Dilema investiranja u brod sublimirana je zato u dva osnovna pitanja: u kakav tip broda i kakvih karakteristika investirati, i kada investirati, dakle koji *timing* investiranja. Ta dva pitanja su temeljni rizici investicija u brodove i vječita su dilema broдача. Stupanj rizičnosti investicije ovisi o izboru odluka povezanih s ova dva pitanja. Treba istaknuti da se ni izborom odluke, pa kako god ona pravilno izgledala, ne može izbjeći rizik. Izborom dobre odluke on će se samo smanjiti.

Naime, kako u osobnom životu, tako i u poslu, ljudi stalno biraju između više mogućih rješenja, i donose odluke. Čak i onda kad se odluka ne donese, može se reći da je donesena odluka da se ništa ne odluči. Odlučivanje je integralni dio procesa upravljanja, pa je takav i sam proces, što traje određeno vrijeme, a završava donošenjem odluke.¹ Neke se odluke mogu donijeti u trenutku, a za druge pak trebaju godine. Ipak, većinom su odluke manjeg opsega, svakodnevne su, koje, pođu li neželjenim tijekom, ne mogu napraviti puno štete. Neke su, međutim, velike i značajne (primjerice investicija u brod – vrijednosti novih brodova iznose više desetaka milijuna US\$), pa ako se pokažu pogrešnima, onda toliko štete mogu uzrokovati da postaju fatalne. "Odlučivanje se u pravilu uvijek kreće u rasponu između većih želja i manjih mogućnosti."² Za razliku od svakodnevnog odlučivanja, koje se može obilježiti kao ležerniji i relativno nesustavni proces, velike odluke (i osobne i poslovne) moraju proizići kao posljedica racionalnoga, logičnog i potpuno sustavnog procesa.³

Problem je u tomu što se odluka donosi u sadašnjosti, a posljedice joj nastupaju tek u budućnosti, a ona je nepoznata. Kad bi se znalo kako će biti stanje, primjerice, na tržištu brodadskog prostora, onda bi izbor broдареве investicijske odluke bio relativno jednostavan posao. Međutim, neizvjesnost i nepredvidivost kretanja budućeg tržišta i kreiraju rizik.

"Rizik se najčešće definira kao mogućnost događanja izvjesnog nepoželjnog rezultata"⁴, tj. "rizik znači biti izložen mogućnosti lošeg ishoda."⁵ Rizici su oduvijek asocijali na nesigurnost i nelagodu, pa se o njima razmišljalo sa strahopoštovanjem kao o nečemu što treba izbjegavati. Rizik je, međutim, sastavni dio života, pa ga takvim treba i prihvatiti. Dakle, ne treba ga izbjegavati. S njim se treba suočiti i njime valja upravljati. U poslovnom smislu, značaj rizika kao pojma determiniran je definicijom poduzetnika, koji se neminovno suočava s poduzetničkim rizikom, pa se, zapravo, filozofija investiranja svodi na interakciju dvaju uzajamno povezanih pojmova: rizika i nagrade. Iz toga proizlazi temeljno pravilo investiranja koje glasi:

"Investicije s malim rizikom odbacuju isključivo male prinose, dok se visoki prinosi postižu samo investiranjem u poslove visokog rizika."⁶ Analogno tomu, valja istaknuti da se u samom pojmu rizika krije opasnost poslovnog neuspjeha. Što je veći rizik, veća je i opasnost gubitka.

Rizik se može reducirati upravljanjem. "Upravljanje rizikom znači poduzimanje promišljenih radnji sa ciljem da se čimbenici rizika preokrenu u vlastitu korist i to povećavajući sastojke povoljnog ishoda i reducirajući sastojke lošeg ishoda."⁷ Ako, dakle, rizici izviru iz neizvjesne budućnosti, onda valja znati da budućnost jest nepredvidiva, ali nije nezamisliva. U tomu je bit upravljanja rizicima. Zato su predviđanja budućih kretanja tržišta i poslovnih odnosa, koliko god ponekad složena i teška bila, najbitnije oruđe u upravljanju rizicima - barem što se investicija tiče, pa odgovor na dileme investiranja u morskom brodarstvu leži upravo u predviđanjima promjenjivog i kompleksnog tržišta brodadskog prostora.

Poradi toga će se zaključiti: da bi reducirao rizik investicije, brodar treba riješiti dileme u koji brod i kada investirati. Da bi mogao donijeti odluku o tome, mora pokušati predvidjeti projekciju budućeg tržišta brodadskog prostora i vremensku dimenziju njegove razine.

3. Utjecaj investicije na kapitalni trošak

Influence of the investment on the capital cost

Kako je prethodno istaknuto, vrijednosti investicija u brodove vrlo su velike, pa njihov utjecaj na kapitalni trošak u životnom vijeku broda ima presudno značenje na lukrativnost pothvata i rizik ulaganja. Stoga, da bi se istaknula dimenzija rizika u morskom brodarstvu, prijeko je potrebno raspraviti problematiku kapitalnog troška, što zapravo znači dotaknuti dimenziju financiranja investicija u brodarstvu.

Kapitalni troškovi broda ovise o njegovoj cijeni. Nabavna cijena (novog ili rabljenog broda) njegova je kapitalna vrijednost. Brodari uobičajeno zatvaraju financijske konstrukcije nabavka svojih brodova dijelom angažirajući vlastitu akumulaciju a dijelom kreditnim linijama banaka i drugih financijskih institucija. Sve češći oblik zatvaranja financijske konstrukcije investiranja u brod u razvijenom je svijetu povezivanje imućnijih subjekata, koji imaju stanovit višak financijskih sredstava, u skupinu sposobnu utemeljiti dostatan financijski kapital kojim se kreditira kupnja broda. Pri tome, svakako treba spomenuti da oni koji kreditiraju "one koji poduzimaju investicije, u zamjenu dobivaju financijsku imovinu koja predstavlja ne samo pravo njihovog udjela u budućim prinosima od investicija već i njihovo preuzimanje jednog dijela rizika investicije."⁸

¹ P. Sikavica, B. Bebek, H. Skoko, D. Tipurić, *Poslovno odlučivanje*, Informator, Zagreb, 1999, str. 9.

² Ibidem, str. 10.

³ W. Jack Duncan, *Great ideas in management*, Josey-Bass Publishers, San Francisco – London, 1989, str. 69.

⁴ Đuro Benić, *Osnove ekonomije*, Školska knjiga, Zagreb, 2001, str. 337.

⁵ Dan Borge, *The book of risk*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2001, str. 4.

⁶ G. Hartman, *Risk is still a four letter word*, Stoddart Publishing Co. Limited, Toronto, 2000, str. 8

⁷ D. Borge, o. c., str. 4.

⁸ M. Alijagić, T. Lazibat, N. Knego, H. Konjhođić, N. Nikolić, *Monetarna ekonomija*, Ekonomski i pravni fakultet Univerziteta u Bihaću, Bihać, 2004, str. 452.

Kupnjom broda, brodar transformira financijska sredstva u visini nabavne cijene broda, u njegovu kapitalnu vrijednost. Ta se sredstva odjednom utroše u trenutku kupnje. Kao kapitalni resurs, brod je međutim dizajniran za iskorištavanje barem 20-ak godina. S obzirom na to da on traje i privređuje duži niz godina, njegova kapitalna vrijednost mora se pretvoriti u godišnje kapitalne troškove. Pretvorba se može obaviti na više načina, a najjednostavnija je metoda izračun godišnjih iznosa potrebnih za otplatu investicije i kamatnih stopa u zadanoj projekciji vremenskog razdoblja. Svakako treba unaprijed utvrditi vrijeme trajanja kupljenoga broda. Rizik je procjena visine promjenjive buduće kamatne stope koju treba uzeti u izračun. Mala promjena u kamatnoj stopi puno se osjeti na financijskim učincima. Taj su rizik brodari počeli shvaćati vrlo ozbiljno, pa ga sve učestalije rješavaju instrumentima izvedenica (*derivatives*), i to premošćivanjem kamatnih stopa (*interest rate hedging*). Prema istraživanjima Deloitte & Touche / Marine Money Survey of Maritime CEO's / CFO's iz svibnja 2003., već je 25% brodara bilo planiralo stalnu uporabu tog instrumenta, dok ih je 50% očekivalo umjerenu primjenu *hedginga*, a to je golem porast u usporedbi s prethodnim godinama.⁹

Kapitalni se troškovi dijele u dva dijela: na deprecijaciju, tj. smanjenje kapitalne vrijednosti broda, i na vraćanje kredita uvećanoga za kamate. Valja istaknuti da se te dvije vrste kapitalnih troškova veoma razlikuju. Naime, dok je povrat kredita s kamatama čisti odljev gotovinskih sredstava, deprecijacija to nije. Ona je to samo za računovodstvene svrhe, dok ta sredstva u obliku amortizacije stvarno ostaju poduzeću kao povrat vlastitog udjela u investiciji. Svrha je amortizacije da raspodijeli povrat investiranih sredstava i produži ih na cijeli životni vijek investicije, tj. broda.

Otplata kredita s kamatama izravni je odljev novca, i udio tog dijela najčešće znatno premašuje dio amortizacije. Taj veliki dio koji se troši iz prihoda od vozarina, znatno smanjuje likvidnost, pogotovo u prvim godinama eksploatacije investicije. Vrlo često drugi brodovi iz flote moraju kontribuirati u problemima likvidnosti, a to je prilično opasno. "Primjerice, novi će Panamax brod za suhe i rasute terete, koji je financiran sa 80% kredita uz kamate od 5,5%, još uvijek trebati povrh svega dodatnih oko US\$ 4,5 mil. za prvih pet godina."¹⁰ Prema tome, posebnu pozornost treba obratiti na likvidnost, tzv. *cashflow*, jer ona može znatno utjecati na akumulaciju. Veliki broj brodara, međutim, još uvijek obraća glavnu pozornost na projekciju računa dobitka / gubitka, umjesto na likvidnost.

Kapitalni troškovi ovise o različitim čimbenicima, od kojih su bitniji:¹¹

- cijena investicije u novi ili rabljeni brod,

- financijska struktura investicije u kojoj je bitno koliko je brodarevo vlastito financijsko sudjelovanje, a koliki je kredit,
- visina kamatne stope,
- životni vijek broda,
- zakonske i porezne odredbe koje mogu utjecati na visinu amortizacije.

Iz prethodne rasprave može se zaključiti da investicija utječe dvojako na kapitalni trošak. Za onaj dio koji se odnosi na iznos kredita i kamate, smanjuje se likvidnost jer je to izravni odljev novca, te, s druge strane, za dio deprecijacije, dakle vlastitog udjela (tzv. *equity*) koji se obročno obračunava i vraća u obliku amortizacije tijekom ekonomskog vijeka broda - povećava se akumulacija brodarova. Poradi toga je odnos tih dvaju dijelova u kapitalnom trošku vrlo bitan za lukrativnu eksploataciju broda tijekom njegova životnog vijeka.

4. U kakav tip broda investirati?

In what type of vessel to invest?

Kako je već prethodno konstatirano, temeljni kapitalni resurs u gospodarskoj grani morskog brodarstva je brod. Logično je da se u morskom brodarstvu može ulagati i u druge akvizicije; primjerice, u dionice drugih brodarskih tvrtka ako je riječ o horizontalnim integracijskim procesima, ili pak, što je doduše rjeđe, u lučke terminale ili takve infrastrukturne zahvate povezane sa specifikumom morskog brodarova, koji poseže za takvom investicijom obično u sklopu vertikalnih integracijskih procesa. Konačno, radi diverzifikacije rizika, sa željom da ne trpaju "sva jaja u istu košaru", morski brodari ponekad investiraju i u djelatnosti koje ponekad nemaju ništa zajedničko s njihovom temeljnom djelatnošću - primjerice u hotele i slično.

Gdje će se brodar odlučiti ulagati, ovisi o više čimbenika: o konzistentnom poslovnom konceptu i strategiji, o već ustaljenom vlastitom tržišnom segmentu, o istinskom marketinškom pristupu procjeni budućih tržišnih potreba vlastitog tržišnog segmenta, o uvođenju novog proizvoda, o spekulativnom ili, pak, nekonzistentnom pristupu i nepoznavanju promjenjivih čudi tržišta brodskog prostora. Sve su opcije moguće, i one ovise o individualnom brodarevu poslovnom konceptu.

Ovisno o artikulaciji poslovnog koncepta zasnovanoga na potrebama tržišta, ali o i svojem dotad već uhodanom segmentu poslova na točno određenom tržištu, morski će brodar nakon što utvrdi neophodnost za novom akvizicijom, definirati dizajn novih kapaciteta u koje namjerava investirati, a za koje ocjenjuje da mu trebaju i da će udovoljiti tržišnim potrebama i potražnji. Hoće li to biti novi ili rabljeni brod, ili će to biti tekuća, tramperska, linijska, kontejnerska ili neka druga specijalizirana tonaža, ovisi o brodarevim potrebama i vlastitoj procjeni što je donosi temeljem analize informacija s tržišta, povezano s trenutnim stanjem na tržištu, povijesnim

⁹ P. Prasannakumar, J. Lawrence, "Taking the 'Risk' out of Risk Management". 'Marine Money', The Ship Finance Publication of Record, Hamburg, Hong Kong, London, New York, Oslo, Piraeus, July/August, 2003, str. 9.

¹⁰ J. Richards, "Cash is still king", Lloyds Shipping Economist, Volume 26, Number 2, London, February 2004, str. 27.

¹¹ N. Wijnholst, Tor Wergeland, *Shipping*, Delft University Press, Delft, 1996, str. 206.

kretanjem indeksa vozarina određenog tržišta i očekivanim potrebama svojih klijenata - postojećih i potencijalnih naručitelja, *charterera*, ali i ovisno o projekciji mogućih prinosa. Pri tome se mora uzeti nekoliko mogućih projekcija, a najzanimljivija je, svakako, ona s najnižim prinosima, tzv. crni scenarij.

Dizajn jedne takve investicije stavlja pred upravu broderske tvrtke više pitanja na koja treba pošteno i racionalno odgovoriti. Primjerice, kakav specifikum bi ta investicija trebala imati, bi li trebale neke inovacije ili pak posebna tehnološka rješenja za već poznate i uhodane tipove sličnih brodova, tako da se maksimalno prilagode ukrajnim i iskrajnim terminalima i da se uspiju diverzificirati i izdvojiti po svojim obilježjima od takvih sličnih brodova toliko da dobiju svoj vlastiti identitet na tom golemom i kompetitivnom tržištu. Zatim, kolika je dodatna cijena posebnih atipičnih zahtjeva dizajna ili tehnoloških inovacija i hoće li tržište takvu dodatnu žrtvu uopće prepoznati, verificirati i nagraditi. Na koncu, tu je i pitanje cijene takva broda na tržištu novogradnja ili rabljenih brodova. Dalje, valja ispitati povijesno kretanje vrijednosti i cijena takvih, sličnih ili bar približno odgovarajućih brodova. I sve to valja razmotriti radi konačnog cilja: koji i kakav je tip broda ona dobitna kombinacija u igri na različitim segmentima tržišta broskog prostora koja morskom brodaru treba uz sigurni povrat investicije osigurati još i profit. To su sve pitanja na koja svaki pomorski brodar, kao, uostalom, svaki drugi poduzetnik i samostalni gospodarski entitet, mora individualno odgovoriti, definirati ih i odlučivati po vlastitoj procjeni, afinitetu i projekciji budućeg tržišta.

Treba svakako napomenuti da postoje velike razlike u motivima i ciljevima investiranja pojedinih brodara. Glavni motiv i pravilo broderske tvrtke u privatnom vlasništvu je maksimiranje profita. Državne kompanije, međutim, mogu imati drukčije ciljeve investiranja - primjerice nacionalna sigurnost ili nacionalni prestiž. Zatim, velike industrijske korporacije koje se ne bave brodarstvom kao osnovnom djelatnošću, kao naftne kompanije i slično, često imaju u svojem sastavu odjel brodarstva integriran u cjelokupnu korporaciju, pa ciljevi korporacije u cijelosti prioritetni su u odnosu prema odjelu brodarstva, i nisu motivirani profitom odjela, već dobrobiti cjeline.

Investiranje u linijske brodove uvjetovano je linijskim servisom, pa se brod mora uklopiti u određene okvire i po veličini i po brzini kojom može udovoljiti dizajniranoj frekvenciji plovidbenog reda, ili pak po opremi, što opet ovisi o opremljenosti luka ticanja. Za razliku od linijskih, brodovi za rasute terete nemaju takva ograničenja, pa bi njihovi brodari mogli imati apsolutnu slobodu izbora investicije za bilo koji tip ili veličinu broda kad procijene da će takav donositi profit. U cilju diversifikacije svojih djelatnosti, brodar može investirati u više tržišnih segmenata, uključujući i ona specijalizirana. Treba, međutim, reći da specijalizirana tržišta imaju svoje barijere: specijalizirani brod za teške terete ili kemikalac, ili pak LPG, zahtijevaju visok stupanj *know-how*, tj.

znanja, iskustva i vještine, pa je ulazak novih brodara na takva specijalizirana tržišta poprilično težak i riskantan.¹²

Kad se jednom odluče investirati, brodari se suočavaju s pitanjem - investirati u novi ili rabljeni brod. Tržišta novogradnja i rabljenih brodova u snažnoj su međusobnoj vezi. "Naime, potražnja za prijevozima morem uvjetuje i potražnju za novim brodovima, a istodobno je ona i impuls aktivnostima na tržištu rabljenih brodova."¹³ Investicija u rabljenu tonažu ima izvjesnih prednosti jer je jeftinija od novogradnje. Osim toga, ako ne odmah, onda relativno vrlo brzo, može početi iskorištavanje, za što novogradnja nije odmah dostupna. Vremensko razdoblje u izgradnji broda, od odluke i narudžbe pa do primopredaje, može biti jednu, dvije pa i više godina. Novogradnja je i znatno skuplja od rabljenog broda. Kapitalni troškovi rabljenog broda i novogradnje bitno se razlikuju. Prednosti novogradnje pritom su: puno dulji životni vijek, znatno manji troškovi popravaka i održavanja, te suvremena tehnološka opremljenost, što utječe na manje troškove eksploatacije i nemjerljive marketinške učinke *homagea* što ih novi brod donosi svom brodaru na tržištu. To su ujedno i nedostaci rabljenog broda. Izbor nije jednostavan. Neodoljivo podsjeća na zgodnu repliku zeca iz *Alice u zemlji čudesa*: "Tek ako znaš kamo ideš, ima smisla izabrati putove koji će te tamo dovesti. Ako ne znaš, svaki je put podjednako dobar." Investicija u brod veliki je financijski zalogaj svakom brodaru, jer, investira li se u jedan kapitalni resurs, onda se mora odreći investicije u drugi. Ako baš takav izbor u eksploataciji pokaže nedostatke i takve manjkavosti koje tržište nije spremno tolerirati i u konačnici verificirati, onda je to promašaj, a investicijski promašaj povezano s brodom ne daje se ispraviti. Iz toga zaključujemo da je izbor investicije jedan od temeljnih rizika u investiranju općenito, pa i u morskom brodarstvu.

5. Izbor pravog vremena investiranja u morskom brodarstvu

Timing of investment in shipping

Investicije u morskom brodarstvu povezane su sa dva različita, ali međusobno vrlo bliska tržišta - s tržištem broskog prostora i tržištem brodova: novogradnja ili rabljenih. Profitabilnost investicije ovisna je o vozarinama na tržištu broskog prostora, ali i o visini nabavne cijene broda. Pritom treba istaknuti da su oba tržišta visokokonkurentna i da su obje spomenute veličine, i vozarine i razine cijena brodova, krajnje promjenjive, pa u tome i leži bit pitanja - kada investirati.

Vozarina je u danom trenutku odraz odnosa determinirajućih čimbenika na tržištu broskog prostora: ponude i potražnje, političkih događaja, institucionalnih i drugih činitelja. Pri tome valja početi od teze da je "kretanje potražnje dinamičnije i nepravilnije naspram ponude, koja

¹² H. Thanopolou, *Investing in ships: an easy constraints, risk and attitudes – The handbook of maritime economics and business*, LLP, Informa Professional, London, 2002, str. 627.

¹³ M. Batalić, *Ulaganja u brodarstvu*, Naše more, 2-3-4, Dubrovnik, 1992, str. 28.

se mijenja sporije i pravilnije."¹⁴ Potražnja za brodskim prostorom, dakle, dosta je fleksibilnija od ponude. Visina vozarine zadana je veličina određenoga trenutka na tržištu, pa ona danas ne mora biti jednaka onoj jučer, a, s velikom vjerojatnošću može se reći, posebno ne njezinu iznosu pred godinu dana. Analogno tome, buduća razina vozarina, primjerice za godinu ili više dana, teško da će koincidirati s razinom današnje. Vozarine, tako, stalno fluktuiraju u ciklusima. Smjenjuju se faze niskih, u depresivnim i kriznim razdobljima, s oporavkom tržišta i visokim vozarinama, tj. konjunktrom. Duljina trajanja ciklusa je iznimno važna za investitore, ali je, na žalost, nepredvidiva i može biti od 4 do 10 godina, pa čak i odstupati od toga.

Slično se ponaša i tržište brodova. Iako im se faze ciklusa ne podudaraju, može se reći da su u snažnoj uzajamnoj interakciji. Tržište brodova zapravo je posljedica tržišta brodskog prostora jer kad obujam svjetske robne razmjene morem opada, pojavljuje se višak tonaže, brodovi se teže zapošljavaju, a vozarine su niske, pa brodari postaju nesigurni i gube interes za investicije. Tržište brodova na tu pojavu može odgovoriti jedinim djelotvornim instrumentom, a to je obaranjem vrijednosti, snižavanjem cijene broda. Ovisno o dubini krize, to je smanjenje ponekad čak vrlo drastično. "Paralelni efekti recesije na tržištima brodskog prostora i novogradnji, kombinirani sa utjecajem recesije na tržištu brodova za rashod u staro željezo, stvaraju potpuno slijepu ulicu za investitore, koji se mogu naći u situaciji da im je velika masa novca uložena u brodove koje na tržištu ne mogu uposliti, jer posla nema dovoljno i čija procijenjena vrijednost u tom trenutku jedva dostiže vrlo mali, gotovo neznanat djelić njegove nabavne vrijednosti."¹⁵

Ciklusi nisu svojstveni samo brodarstvu. Oni se događaju u svim gospodarskim granama. Međutim, malo gdje te fluktuacije poprimaju tolike dimenzije, i svojom dubinom i dinamikom.¹⁶ Činjenica je da se na tržištu brodova pojavljuju velike fluktuacije u razinama cijena brodova i da se te fluktuacije odvijaju u ciklusima. Primjerice, u jeku krize i sloma "Azijskog tigra" koncem 90-ih, preživjela brodogradilišta u Južnoj Koreji su, radi svoje financijske konsolidacije i uz obilatu državnu potporu, ugovarala u kraćemu vremenskom razdoblju izgradnju novih brodova za suhe i rasute terete tipa "Panamax" za US\$ 19 mil. po brodu. U prvoj polovici 2004. razine cijene takvim brodovima dostigle su preko US\$ 32 mil. Može se zamisliti koje je sve mogućnosti i koristi brodar mogao postići jeftinim akvizicijama:

- Smanjeni su rizici broda na tržištu vozarina jer je tako jeftin brod mogao izdržati znatno niže vozarine; prag profitabilnosti mu je bio znatno niži od konkurentskoga.

- Od ugovaranja pa do isporuke takva jeftinog broda prošlo je izvjesno vrijeme, i to ono koje se je na tržištu manifestiralo još uvijek niskim vozarinama. Brod je ušao u eksploataciju oko 2000. godine, kada se tržište

stabiliziralo, i makar ono nakratko poraslo, svoj je životni vijek mogao uspješno započeti.

- Na tržištu rabljenih brodova takav brod može svojem brodaru, u najmanju ruku, preplatiti investiciju, poglavito ako se strpljivo sačekalo na pravi trenutak da se on proda u fazi visokih razina cijena brodova na tržištu - primjerice 2004. godine. Pa ako je npr. brodar koji je imao hrabrosti u jeku besperspektivnog tržišta naručiti seriju brodova od po US\$ 19 mil., prodao dva od njih neposredno prije isporuke po dosta višoj cijeni nego su oni koštali - djelovao je pritom samo kao neka vrsta financijskog katalizatora. Brodove nije gotovo ni vidio, a na njima je dobro zaradio.

Prema definiciji, izbor vremena kada investirati znači kupovati jeftino, a prodavati skupo, i to upravo zbog cikličke fluktuacije cijena. To je ključ uspješnog investiranja, pa bi teoretski izbor pravog vremena investiranja trebao biti uglavnom logičan.¹⁷ treba kupovati kad tržište počne rasti, a prodavati kada tržište počne padati.

Stvarnost je, ipak, dosta složenija. U prvom redu, strahovito je teško prepoznati pravi trenutak kad je tržište počelo rasti ili padati, zatim nema toga predviđanja koje bi zagarantiralo buduće dugoročno kretanje tržišta brodskog prostora i duljinu kompletnog ciklusa. Mnogi pokušaji predviđanja završili su katastrofalno, a za neke koji su takve prognoze poslušali, to je bilo čak i fatalno.

Nepredvidivo cikličko kretanje tržišta ima još jednu dimenziju, a to je fenomen poznat u psihologiji kao "ludilo mase". Čovjek je društveno biće. Još od prapočetaka ljudi su se grupirali. Tako u grupi osjećali su se sigurnijima i zaštićenima od divljih zvijeri, što se i danas očituje na raznovrsnim tržištima. Jer, ona su krajnje nesigurna, pa su zato u percepciji poslovnih ljudi i opasna. Psiholog LeBon otkrio je da sposobnost rasuđivanja ljudskog bića opada kad se priključi grupi jer je sklon nekritički usvojiti zajednički stav. U grupi čovjek često postaje sklon predimenzioniranju i iracionalnom mišljenju. Što je grupa veća, čovjek je sve iracionalniji. Ljudi će "u orkestru" s drugima iz svoje skupine učiniti ono što sami nikada ne bi napravili.¹⁸

Ovakvo ponašanja grupe zajedničko je različitim skupinama poslovnih ljudi, pa tako i brodarima. Makar su tržišni konkurenti, oni pripadaju istoj grupi, imaju iste probleme i razumiju se vrlo dobro, pa pomno prate i zagledaju jedan drugome u poslove. S posebnom pozornošću prate se uspješni brodari – predvodnici. Kad je tržište u konjunkturi, vozarine visoke, prinosi stalni i stabilni, a profiti veliki, brodari dobivaju snažan osjećaj pouzdanosti i sigurnosti. Najčešće predvodnici krenu prvi u utrku investiranja, a za njima ostali. Preoprezni i neodlučni "ziheraši" redovito se među zadnjima priključuju. U fazi poleta svi bi htjeli do brodova. Brodogradilišta brzo pune svoje knjige narudžbi novogradnja, i to po visokim, konjunktornim cijenama. Rabljeni brodovi na tržištu također poskupljuju jer ih, jednostavno, nema dostatno da bi utažili pravu jagmu za njima. Utrka investiranja u brodove nastavlja se i kad

¹⁴ I. Ban, "Brodarstvo svijeta u 1991", Naše more, 2-3-4, Dubrovnik, 1992.

¹⁵ H. Thanopolou, o. c., str. 623 – 624.

¹⁶ Ibidem, o. c., str. 623.

¹⁷ G. Hartman, o. c., str. 85.

¹⁸ Ibidem, o. c., str. 28.

razina cijena supstancijalno premaši razinu cijena brodova iz kriznog razdoblja. Ta utrka traje još neko vrijeme nakon što vozarine dosegnu sam vrh, i to kao eho konjunkturane euforije. Iz toga proizlazi da cijene ne rastu zato što je projekcija budućeg tržišta objektivno dobra, nego zato što ljudi – brodari – misle da je dobra, a većina tako misli jer cijela skupina tako misli. Vrijedi i obrnuta relacija: cijene ne padaju zato što je kompjutor negdje signalizirao da treba prodavati, nego zato jer su ljudi zabrinuti, obeshrabreni ili preplašeni,¹⁹ i jer svi drugi tako misle.

Kad tržište uđe u svoju silaznu putanju ciklusa i kad euforija prođe, dobiva se jasnija slika polučinih efekata u trgovanju brodovima, pa je vrijedno pogledati hipotetsku projekciju efekata koje bi pritom ostvarile sljedeće tri skupine brodara:

- oni koji su investirali na vrijeme, pri niskom tržištu u uzlaznoj putanji,
- oni koji su zakasnili i investirali su na vrhu ciklusa,
- oni koji su prodali svoj rabljeni brod, dakle su deinvestirali na vrhu ciklusa.

Oni koji su u investiciju ušli na vrijeme, dakle u uzlaznoj putanji ciklusa, dok su cijene novogradnje još bile niske, ili bar na podnošljivoj razini, napravili su dobar posao. Kupili su jeftinu akviziciju što neće toliko opteretiti kapitalni trošak, i koja je u startu konkurentnija jer, objektivno, može podnijeti krizne vozarine na znatno nižoj razini nego to može isti takav, ali sad već skupi brod kupljen po cijeni s vrha konjunktornog ciklusa. Osim toga, brod kupljen na početku uzlazne putanje ima veliku prigodu da svoj radni vijek za brodaru koji ga je kupio započne u fazi konjunktura, a to znači - početak s profitom. To načelo vrijedi i za novogradnje i za rabljene brodove, s tim što su, kako je već istaknuto, rabljeni brodovi u prednosti bar što se *timinga* tiče jer su brodaru odmah na raspolaganju. Za novogradnju, u vremenu od narudžbe do isporuke može se dosta toga promijeniti na tržištu, ali ako je ona ugovorena u počecima uzlazne putanje tržišta, realno bi mogla uhvatiti početak eksploatacije na vrhu ciklusa.

Brodari koji su zakasnili investirati, pa su u to ušli tek na vrhu uzlazne putanje ciklusa, platit će tu akviziciju preskupo. Velika je pritom vjerojatnost da neće ni stići na vrijeme uhvatiti barem "rep" konjunktornog ciklusa, pa će investiciju morati započeti na donjim razinama granice rentabilnosti, ili čak s gubitkom. Rizik neuspjeha investicije je golem.

Brodari koji su na vrhu konjunktura prodali svoje rabljene brodove, također su imali šansu napraviti dobar posao. Brod su mogli prodati po cijeni o kojoj nisu ni sanjali, a vještom alokacijom financijskih sredstava, uz strpljenje, vjerojatno će u skoroj budućnosti moći multiplicirati prodani brod.

Valja uzeti u obzir još jednu dimenziju trenutka ulaska u investiciju, spomenutu u prethodnom izlaganju. Naime, životni vijek novom brodu iznosi otprilike 3 do 5 tržišnih

ciklusa, a rabljenom može biti i dosta manji, što ovisi o preostalom ekonomskom vijeku rabljenoga broda. Zato će profitabilnost pojedinog broda, i njegov financijski uspjeh kao investicije, ovisiti uz njegovu nabavnu cijenu i o tome kako i koliko će on u svom vijeku eksploatacije za određenog brodara uhvatiti vrhova konjunktornih ciklusa na tržištu.

M. Stopford je ozbiljno mislio kad je napisao da "ciklusi tržišta imaju svoju svrhu. Kreiraju okruženje u kojem su slabi brodari prisiljeni izaći van, ostavljajući jake da prežive i napreduju."²⁰ Jake obilježava znanje, vještina, vizija, intuicija i hrabrost predvodnika da se, uz malo sreće, upuste u investiciju kad nitko neće. Jaki reagiraju brzo, među prvima su, kad rizik još izgleda velik, ali je zato nagrada velika, i to ih privlači. Slabi lutaju u konceptu, žele se uvjeriti da je rizik malen, pa redovito reagiraju prekasno, povodeći se uglavnom za predvodnicima, praveći pritom dvostruku pogrešku. Propuste tako najvažniji dio *timinga* - onaj kad su resursi jeftini, da bi iza toga investirali, ali kasno, kad je cijena brodovima već porasla. Slabi su oni koji su prisiljeni deinvestirati zbog nevolje s likvidnošću, u trenutku kad je razina cijena brodova mizerna. Iz ovoga se može steći dojam da je razlika između dobrog i slabog brodara velika. U materijalnoj i poslovnoj potentnosti sigurno jest. U stvarnosti je vjerojatno najtočnija izreka da dobar brodar samo nešto malo manje griješi od slaboga. Te fine, jedva vidljive nijanse u ponašanju i reagiranju na tržištu, rezultiraju na koncu jakim i slabim brodarima.

Razvidno je poradi toga da odluka o izboru vremena ulaska u investiciju brodara najviše izlaže riziku, pa je zato i najbitnija.

6. Zaključak Conclusion

Morsko je brodarstvo visokokonkurentna gospodarska djelatnost, pa konkurencija stalno prisiljava brodare na osuvremenjivanje i razvoj. Investicije su zato prijeko potrebne.

Investicija je, međutim, tijesno povezana s rizikom jer se investicijska odluka donosi u sadašnjosti, dok posljedice te odluke nastupaju tek u budućnosti, a budućnost je neizvjesna, nepredvidiva i nepoznata. Pa ipak, budućnost jest neizvjesna, ali nije i nezamisliva. Zbog toga se, na temelju poznatih parametara povijesnih kretanja tržišta, može bar pokušati predvidjeti buduće kretanje. Kratkoročno se predviđanje uglavnom daje obaviti s priličnom pouzdanošću. Problem je, međutim, kretanje tržišta na dulji rok.

Brod je relativno skupa investicija, i njegovi kapitalni troškovi ovise o njegovoj nabavnoj cijeni, i to dvojako. Onaj dio kapitalnog troška što se odnosi na otplatu kredita uvećanoga za kamate, smanjuje likvidnost jer je to izravni odljev prihoda, dok se dio vlastitog udjela u investiciju odnosi na deprecijaciju, i taj dio računano-

¹⁹ M. Gunther, *The Zurich Axioms*, Dutton Plume, London, 2003, str. 59.

²⁰ M. Stopford, *Maritime Economics*, Routledge, London, 2003, str. 40-41.

vodstveno jest trošak, ali stvarno povećava akumulaciju broдача. Zato je za reduciranje rizika investicije osim nabavne cijene broда vrlo bitan odnos deprecijacije i visine otplate kredita u kapitalnom trošku.

Izbor odluke u kakvu će se investiciju ući, tj. kakav tip broда će se nabaviti, ovisi o strateškom poslovnom konceptu tvrtke, i treba je podvrgnuti ozbiljnoj analizi. Životni je vijek broду relativno dug, pa ako baš takav izbor broда u eksploataciji pokaže nedostatke i takve manjkavosti koje tržište nije spremno tolerirati i konačno verificirati, tada je to promašaj, a investicijski promašaj u skupu broд ne daje se ispraviti. Ako se, naime, investira u jedan kapitalni resurs, onda se mora odreći investicije u drugi.

Cijena broду, naravno, ovisi o tipu u koji se investira, a još više o trenutku ulaska broдача u investiciju. Ta dva problema zapravo su temeljni rizici pri investiranju u morskome brodarstvu, pa su zato vječita dilema broдача.

Pitanje odabira trenutka investicije, tzv. *timing*, u tijesnoj je vezi s kretanjima na tržištu brođova, kao kapitalnih resursa morskog brodarstva, s jedne, i na tržištu brođskog prostora, druge strane. Oba su ta tržišta u međusobnoj interakciji, promjenjiva su i nestalna, kreću se u nepravilnim ciklusima u kojima se vrijednosti skokovito mijenjaju. Upravo zbog tih promjena vrijednosti brođova, ali i brođskog prostora, vrlo je bitan odabir trenutka ulaska u investiciju jer će se *timing* odraziti na lukrativnost cijele investicije. Trebalo bi, dakle, investirati onda kad su cijene brođovima najniže tj. kad je tržište depresivno i kad je brođaru najteže jer se zbog lošeg poslovanja obično susreće s problemom likvidnosti. U jeku konjunktura trebalo bi se suzdržati od ulaska u investiciju, jer koliko god brođar imao samopouzdanja zbog dobrog poslovanja, cijene su brođova tada najviše. Odluka o trenutku ulaska u investiciju broдача najviše izlaže riziku, pa je poradi toga ona i najvažniji, presudni čimbenik.

Literatura

References

1. Alijagić, M., T. Lazibat, N. Knego, H. Konjhdžić, N. Nikolić, *Monetarna ekonomija*, Ekonomski i pravni fakultet Univerziteta u Bihaću, Bihać, 2004.
2. Ban, I., "Brodarstvo svijeta u 1991.", *Naše more*, 2-3-4., Dubrovnik, 1992.
3. Batalić, M., "Ulaganja u brodarstvo", *Naše more*, 2-3-4., Dubrovnik, 1992.
4. Benić, Đ., *Osnove ekonomije*, Školska knjiga, Zagreb, 2001.
5. Borge, D., *The book of risk*, Jon Wiley & Sons, Inc., New York, 2001.
6. Duncan, W. Jack, *Great ideas in management*, Josey-Bass Publishers, San Francisco - London, 1989.
7. Gunther, M., *The Zurich axioms*, Dutton Plume, London, 2003.
8. Hartman, G., *Risk is still a four letter word*, Stoddart Publishing Co. Limited, Toronto, 2000.
9. Prasannakumar, P., J. Lawrence, "Taking the 'risk' out of 'risk management'", *Marine Money*, Hamburg, Hong kong, London, New York, Oslo, Piraeus, July/August 2003.
10. Richards, J., "Cash is still a king", *Lloyds Shipping Economist*, Volume 26, Number 2, London, February 2004.
11. Sikavica, P. i drugi, *Poslovno odlučivanje*, Informator, Zagreb, 1999.
12. Stopford, M., *Maritime economics*, Routledge, London, 2003.
13. Thanopolou, H., *Investing in ships: an easy constraints, risk and attitudes - The handbook of maritime economics and business*, LLP, Informa Professional, London, 2002.
14. Wijnholst, N., T. Wergeland, *Shipping*, Delft University Press, Delft, 1996.

Rukopis primljen: 15.5.2004.

