

Agencja Ratingowa

EuroRatingTM

www.EuroRating.pl

tel.: +48 22 349 24 89 fax: +48 22 349 28 43

e-mail: agencja@euorating.pl

ul. Szolc-Rogozińskiego 17 lok. 62, 02-777 Warszawa

**Dolnośląski Fundusz
Gospodarczy Sp. z o.o.
z siedzibą we Wrocławiu**

**Ratingowa ocena
ryzyka kredytowego**

Agencja Ratingowa EuroRating

Warszawa

29.08.2011 r.

Główny analityk ratingowy: dr Mirosław Bajda

SPIS TREŚCI

1. Informacje o nadanym ratingu	3
1.1 Aktualny rating oraz historia ratingu Funduszu	3
1.2 Zakres jakiego dotyczy rating	3
2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie	3
2.1 Dane rejestrowe	3
2.2 Historia Funduszu i przedmiot działalności	4
3. Analiza ekonomiczno-finansowa	6
3.1 Rachunek zysków i strat	6
3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe	14
3.3 Analiza wskaźnikowa	19
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	28
3.5 Ocena czynników niefinansowych	30
4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego	37
5. Skala ratingowa Agencji Ratingowej EuroRating	39
6. Warunki korzystania z ratingów	40

1. Informacje o nadanym ratingu

1.1 Aktualny rating oraz historia ratingu Funduszu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data
A-	stabilna	29.08.2011
A	negatywna	08.04.2011
A	negatywna	07.01.2011
A	negatywna	14.10.2010
A	stabilna	22.06.2010
A	stabilna	24.03.2010
A	pozytywna	22.12.2009
A	pozytywna	02.10.2009

1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

Rating nadany Dolnośląskiemu Funduszowi Gospodarczemu Sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu dotyczy ryzyka związanego z udzielanymi przez Fundusz poręczeniami kredytów bankowych i pożyczek dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Rating określa ryzyko wystąpienia sytuacji, w której Fundusz stanie się niewypłacalny, tzn. nie będzie w stanie terminowo i w pełnej wysokości uregulować zobowiązań wynikających z udzielonych przez niego poręczeń, które zostały postawione w stan wymagalności przez banki (lub inne podmioty) akceptujące te poręczenia.

2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie

2.1 Dane rejestrowe

Przedsiębiorstwo Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o. zarejestrowane jest w rejestrze handlowym prowadzonym przez Sąd Rejonowy dla Wrocławia-Fabrycznej we Wrocławiu, VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000099043; numer REGON 890178579; NIP 886-23-33-376. Kapitał zakładowy Spółki według stanu na dzień sporządzania niniejszego raportu wynosił 8.300.500 zł (opłacony w całości) i dzielił się na 16.601 udziałów imiennych nieuprzywilejowanych o wartości nominalnej 500 zł każda. Spółka została utworzona na czas nieograniczony.

Siedziba Funduszu mieści się we Wrocławiu, przy ul. Wita Stwosza 3. Zarząd Spółki jest dwuosobowy – funkcję Prezesa Zarządu pełni pan Sławomir Popłoński, funkcję Wiceprezesa Zarządu pełni pani Anna Skrzyszewska.

Strukturę udziałową Spółki według stanu na dzień sporządzania niniejszego raportu przedstawia tabela nr 2.1.

Tabela 2.1 Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o. – struktura udziałowa

Lp.	Udziałowcy	Liczba udziałów (szt.)	Kapitał (zł)	Udział
1	Bank Gospodarstwa Krajowego	5 599	2 799 500	33,7%
2	Województwo Dolnośląskie	5 022	2 511 000	30,3%
3	Gmina Wrocław	4 580	2 290 000	27,6%
4	Gmina Legnica	400	200 000	2,4%
5	Gmina Polkowice	400	200 000	2,4%
6	Miasto Oleśnica	200	100 000	1,2%
7	Sudeckie Stowarzyszenie Inicjatyw Gospodarczych	200	100 000	1,2%
8	Gmina Wałbrzych	200	100 000	1,2%
RAZEM		16 601	8 300 500	100,0%

Dominującą rolę w działalności Spółki pełni trzech udziałowców: samorzady Województwa Dolnośląskiego oraz Gminy Wrocław (posiadające razem 57,9% udziałów) oraz Bank Gospodarstwa Krajowego z udziałem na poziomie 33,7%. Pozostałe 8,4% udziałów należy do czterech lokalnych samorządów z terenu województwa dolnośląskiego oraz do Sudeckiego Stowarzyszenia Inicjatyw Gospodarczych.

2.2 Historia i przedmiot działalności

Spółka Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu (DFG Sp. z o.o.) powstała w marcu 2002 roku, jako jednoosobowa spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Województwa Dolnośląskiego z kapitałem 504 tys. zł. W październiku 2002 roku kapitał został podwyższony do kwoty 554 tys. zł, a w styczniu 2003 roku 2.000 udziałów w Spółce o sumarycznej wartości 1 mln zł objęli: dotychczasowy wspólnik (1.000 udziałów) oraz Bank Gospodarstwa Krajowego (1.000 udziałów).

W listopadzie 2003 roku kapitał zakładowy został podwyższony do kwoty 3.011.000 zł poprzez objęcie nowych udziałów przez dotychczasowych wspólników: 914 udziałów

o wartości 457 tys. zł objęło Województwo Dolnośląskie, a 2.000 udziałów o wartości 1 mln zł – Bank Gospodarstwa Krajowego.

W 2004 roku władze Województwa Dolnośląskiego oraz Gminy Wrocław, która w 2002 roku powołała Wrocławski Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu (WFPK Sp. z o.o.), podjęły decyzję o połączeniu DFG Sp. z o.o. i WFPK Sp. z o.o. Obie spółki miały taki sam cel, misję i przedmiot działania. Obie realizowały swoje cele poprzez udzielanie poręczeń, jako zabezpieczenia kredytów i pożyczek udzielanych mikro-, małym i średnim przedsiębiorstwom. W chwili podejmowania decyzji o połączeniu, WFPK Sp. z o.o. dysponowała kapitałem zakładowym w wysokości 2.599.500 zł, a DFG Sp. z o.o. – 3.011.000 zł. Połączenie spółek, poprzez przeniesienie całego majątku spółki przejmowanej (WFPK Sp. z o.o.) na spółkę przejmującą (DFG Sp. z o.o.), zarejestrowane zostało przez sąd w grudniu 2004 roku.

W sierpniu 2004 roku kapitał zakładowy wzrósł do kwoty 5.600.500 zł dzięki objęciu nowych udziałów przez Bank Gospodarstwa Krajowego (2.599 udziałów o łącznej wartości 1.299.500 zł) oraz nowego Wspólnika – Gminę Wrocław (2.580 udziałów o łącznej wartości 1.290.000 zł).

We wrześniu 2004 roku ponownie dokonano podwyższenia kapitału zakładowego do wartości 6.200.500 zł poprzez objęcie udziałów przez nowych Wspólników: Miasto Oleśnica (200 udziałów o wartości 100 tys. zł), Gminę Legnica (400 udziałów o wartości 200 tys. zł), Gminę Polkowice (400 udziałów o wartości 200 tys. zł) oraz Sudeckie Stowarzyszenie Inicjatyw Gospodarczych z siedzibą w Świdnicy (200 udziałów o wartości 100 tys. zł).

W 2005 roku Spółka podpisała umowę z Polską Agencją Rozwoju Przedsiębiorczości o dofinansowanie w wysokości 15 mln zł na realizację projektu: „Zwiększenie możliwości operacyjnych regionalnego funduszu poręczeń kredytowych na Dolnym Śląsku” w ramach Sektorowego Programu Operacyjnego – Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw (SPO-WKP).

W kwietniu 2005 roku kapitał zakładowy został podwyższony do kwoty 6.300.500 zł w wyniku objęcia przez nowego wspólnika – Gminę Wałbrzych 200 udziałów o wartości 100 tys. zł. Kapitał zakładowy podnoszony był także dwukrotnie w 2006 roku: w lipcu 2.000 nowych udziałów o wartości 1 mln zł objęło Województwo Dolnośląskie, a w listopadzie – 2.000 nowych udziałów objęła Gmina Wrocław. Wartość kapitału zakładowego wyniosła 8.300.500 zł i nie uległa zmianie do chwili obecnej.

Oprócz wpłat wnoszonych przez udziałowców Spółki, w latach 2005-2008 kapitał poręczeniowy Funduszu powiększany był o kolejne transze dofinansowania otrzymywane z PARP w ramach programu SPO-WKP. W 2008 roku projekt został zakończony zgodnie z terminem i po przeprowadzonym przez PARP w listopadzie 2008 roku audycie, projekt został rozliczony i Spółka otrzymała płatność końcową.

W styczniu 2011 roku Fundusz podpisał umowę na kolejne wsparcie akcji poręczeniowej ze środków unijnych – w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego na lata 2007-2013, który w województwie dolnośląskim realizowany jest na zasadach określonych przez tzw. inicjatywę JEREMIE. Wsparcie to polega na udzielaniu funduszom poręczeniowym reporeczeń z puli środków pieniężnych będących w zarządzaniu menedżera projektu (którym jest Bank Gospodarstwa Krajowego). Dolnośląskiemu Funduszowi Gospodarczemu został przyznany limit reporeczeń w kwocie 30 mln zł. Fundusz udzielił pierwszych poręczeń reporeczanych w ramach JEREMIE w II. kwartale b.r.

Dolnośląski Fundusz Gospodarczy należy do sieci regionalnych funduszy poręczeniowych, wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej, działających na terenie większości województw w kraju. System regionalnych funduszy pożyczkowych i poręczeniowych powstał na podstawie rządowego programu "Kapitał dla przedsiębiorczych na lata 2002–2006". Celem tego programu była budowa zintegrowanego i efektywnego systemu regionalnych i lokalnych instytucji finansowych, służących wsparciu finansowemu małych i średnich przedsiębiorstw. Funkcję nadzorującą nad funduszami poręczeń kredytowych z ramienia Ministerstwa Gospodarki pełni Bank Gospodarstwa Krajowego, który jest również udziałowcem wielu funduszy.

Podstawowym celem DFG jest wspieranie bieżącej działalności i rozwoju mikroprzedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw z terenu województwa dolnośląskiego poprzez poręczanie kredytów i pożyczek. Dolnośląski Fundusz Gospodarczy nie jest przedsiębiorstwem nastawionym na maksymalizację zysku.

3. Analiza ekonomiczno-finansowa

3.1 Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego Sp. z o.o. za lata 2008-2010^{*} oraz za I. kwartał 2011 roku przedstawia tabela nr 3.1.

^{*} Roczne sprawozdania finansowe DFG Sp. z o.o. podlegają badaniu przez biegłego rewidenta.

Tabela 3.1 Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o.
– rachunek zysków i strat za lata 2008-2010 i I. kwartał 2011

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2008	Za rok 2009	Za rok 2010	Za okres I-III.2011
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY	541,7	855,3	517,8	91,3
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	583,6	855,3	517,8	91,3
II. Zmiana stanu produktów	(41,9)	-	-	-
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	995,3	1 094,7	1 032,0	263,7
I. Amortyzacja	39,0	16,1	0,7	0,2
II. Zużycie materiałów i energii	21,7	33,7	33,7	3,9
III. Usługi obce	163,6	224,4	206,4	45,9
IV. Podatki i opłaty	42,7	59,3	60,2	19,6
V. Wynagrodzenia	570,2	605,6	581,8	136,6
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	76,6	89,7	84,2	20,0
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	81,6	66,0	65,0	37,5
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(453,6)	(239,4)	(514,2)	(172,4)
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	311,6	336,7	11 984,9	93,1
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	289,7	-	11 485,3	80,3
III. Inne przychody operacyjne	21,9	336,7	499,7	12,8
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	145,0	1 121,5	5 688,1	6,0
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	93,1	-	-	-
III. Inne koszty operacyjne	51,9	1 121,5	5 688,1	6,0
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(287,0)	(1 024,1)	5 782,6	(85,3)
G. PRZYCHODY FINANSOWE	1 005,5	1 302,4	969,4	189,9
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	765,2	1 264,9	969,4	189,9
III. Zysk ze zbycia inwestycji	147,6	37,6	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	79,6	-	-	-
V. Inne	13,1	-	-	-
H. KOSZTY FINANSOWE	455,4	-	-	-
I. Odsetki	-	-	-	-
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	455,4	-	-	-
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	263,1	278,3	6 752,0	104,7
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	263,1	278,3	6 752,0	104,7
L. PODATEK DOCHODOWY	125,0	221,9	80,5	15,2
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIEJSZ. ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	138,1	56,4	6 671,5	89,5

Przychody ze sprzedaży

Fundusz generuje przychody ze sprzedaży wyłącznie z prowizji i opłat z tytułu udzielanych poręczeń. Wykazywane w rachunku zysków i strat, oprócz przychodów netto ze sprzedaży produktów (pozycja A.I.), kwoty „zmiany stanu produktów” (poz. A.II) dotyczyły kosztów do rozliczenia w przyszłych okresach.

Do roku 2009 przychody Spółki charakteryzowały się dynamiczną tendencją wzrostową. W roku ubiegłym nastąpił natomiast duży, 39-procentowy spadek przychodów. Jest to rezultatem silnego ograniczenia przez Fundusz akcji poręczeniowej (wartość udzielonych poręczeń spadła o 41% w stosunku do roku 2009). Spadkowa tendencja zarówno wartości udzielanych poręczeń, jak i przychodów ze sprzedaży była przy tym kontynuowana w ciągu pierwszych dwóch kwartałów roku bieżącego.

Koszty operacyjne

Struktura kosztów rodzajowych DFG jest typowa dla działalności funduszy poręczeniowych. Głównym składnikiem kosztów są wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne, stanowiące ok. 65% łącznych kosztów. Drugim istotnym składnikiem kosztów są usługi obce, z udziałem na poziomie od kilkunastu do 20 procent.

Wartość kosztów rosła do roku 2009 wraz ze wzrostem osiąganych przez spółkę przychodów ze sprzedaży. W 2010 roku wartość poniesionych kosztów zmniejszyła się natomiast o 6%. Wielkość ponoszonych przez Fundusz kosztów operacyjnych (w ujęciu nominalnym) generalnie dość dobrze dostosowana była do zmieniających się przychodów ze sprzedaży, dzięki czemu ujemny wynik ze sprzedaży (bez uwzględniania „zmiany stanu produktów”) utrzymywał się w latach 2004-2009 na stosunkowo stabilnym poziomie od -340 do -450 tys. zł. W roku 2010, ze względu na fakt, że dużemu spadkowi przychodów ze sprzedaży towarzyszyła znacznie mniejsza redukcja kosztów, ujemny wynik ze sprzedaży osiągnął najwyższy dotychczas poziom -514,2 tys. zł.

Strata na poziomie wyniku ze sprzedaży jest zjawiskiem typowym dla działalności funduszy poręczeniowych nie działających dla maksymalizacji zysku. W przypadku Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego wartości generowanych strat brutto ze sprzedaży nie budzą naszych większych obaw, choć wzrost ujemnego wyniku w roku 2010 do dotychczas rekordowo wysokiego poziomu należy zaliczyć do czynników negatywnych.

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

Na „pozostałe przychody operacyjne” w ostatnich latach składały się głównie „dotacje” (D.II). Do roku 2008 Fundusz księgował w tej pozycji odsetki od lokat środków pieniężnych pochodzących z otrzymanego dofinansowania w ramach programu SPO-WKP oraz tzw. wynagrodzenie za zarządzanie projektem (w wysokości 2%). Projekt został rozliczony z końcem czerwca 2008 roku, w związku z czym od drugiej połowy 2008 roku wszystkie dochody z lokat środków pieniężnych księgowane są już jako przychody finansowe (poz. G), a nie jako dotacje.

W roku 2010 DFG, ze względu na zakończenie programu SPO-WKP przebiegał środki otrzymane w ramach tego dofinansowania (pomniejszone o dokonane wcześniej odpisy na wypłacone poręczenia) z pozycji A.X pasywów – „kapitał specjalnego przeznaczenia”, poprzez rachunek zysków i strat (D.II – „dotacje”), do kapitałów własnych.

Kwota dotacji wykazana w I. kwartale b.r. dotyczy natomiast otrzymywanego przez Fundusz od 2011 roku refinansowania wydatków (kosztów operacyjnych) związanych z realizacją programu RPO 2007-2013 (JEREMIE).

Pozycja „pozostałe koszty operacyjne” składała się w ostatnich latach głównie z „innych kosztów operacyjnych” (E.III), które do roku 2008 związane były z amortyzacją „wartości firmy” (poz. A.I. aktywów), która powstała na skutek przejęcia przez DFG w 2004 roku Wrocławskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. Początkowo przyjęty został 20-letni okres amortyzacji, jednak w 2008 roku zmieniony został on na 10 lat. Wpłynęło to jednocześnie na powstanie jednorazowego odpisu, zaksięgowanego w 2008 roku w pozycji E.II – „aktualizacja wartości aktywów niefinansowych”. W roku 2010 Fundusz dokonał kolejnego jednorazowego odpisu na całą pozostałą „wartość firmy” (w kwocie 232,7 tys. zł).

W roku 2009 Fundusz zmienił sposób księgowania w RZiS tworzenia i rozwiązywania rezerw na ryzyko związane z udzielonymi poręczeniami. Poprzednio koszty związane z tworzeniem tych rezerw ujmowane były w „innych kosztach finansowych” (poz. H.IV) a rozwiązywanie rezerw wykazywane było w „innych przychodach finansowych” (poz. G.V). Począwszy od roku 2009 kwoty rezerw na ryzyko (celowych i ogólnej) utworzonych w poszczególnych okresach sprawozdawczych księgowane są w „innych kosztach operacyjnych” (poz. E.III), a rezerwy rozwiązywane wykazywane są w „innych przychodach operacyjnych” (poz. D.III).

W kontekście tworzenia rezerw celowych na wypłacone poręczenia należy przy tym zaznaczyć, że przyjęte przez Dolnośląski Fundusz Gospodarczy zasady rachunkowości odnośnie księgowania wypłat poręczeń do końca 2010 roku zakładały, że w rachunku zysków

i strat ujmowana była (w postaci tworzonych rezerw celowych) tylko część wypłacanych kwot, odpowiadająca udziałowi wkładu własnego Funduszu w projekt SPO-WKP, w ramach którego poszczególne poręczenia były udzielane. Pozostała część księgowana była jako odpis bezpośrednio w ciężar kwoty otrzymanego dofinansowania (ujmowanej do roku 2010 w pasywach w pozycji B.IV – „rozliczenia międzyokresowe”). Wkład własny stanowił przy tym 1/4 wartości projektu i tylko taka też część wypłaconych poręczeń księgowana była w kosztach.

Taki sposób księgowania wypłat ma istotne implikacje z punktu widzenia oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej i wyliczenia rzeczywistej rentowności Funduszu. Ponieważ wynik netto wykazywany w sprawozdaniach finansowych nie obejmował w pełni kosztów związanych z wypłacanymi poręczeniami, dla potrzeb oceny rentowności kapitału (rozumianego jako cały kapitał poręczeniowy) dla danych do roku 2010 włącznie należy posłużyć się wynikiem skorygowanym. Korekta polega przy tym na odjęciu od księgowej wartości zysku netto wykazywanej w sprawozdaniach finansowych Funduszu wartości odpisów związanych z wypłatami poręczeń księgowanych poza rachunkiem zysków i strat (bezpośrednio w ciężar kapitału, jaki tworzy otrzymane dofinansowanie). Kwestia ta została omówiona szczegółowo poniżej przy opisie wyniku finansowego.

Kwota 336,7 tys. zł wykazana w 2009 roku w „innych przychodach operacyjnych” (D.III) dotyczyła (co zostało omówione wyżej) rozwiązanych w tymże roku rezerw na ryzyko związane z udzielanymi poręczeniami. W roku 2010 kwota ujęta w tej pozycji RZiS wyniosła 499,7 tys. zł i składały się na nią również głównie rozwiązane rezerwy na poręczenia (406,6 tys. zł), a także rozwiązanie odpisów aktualizacyjnych w związku z odzyskanymi należnościami z tytułu wypłaconych poręczeń (84,1 tys. zł) oraz 9,0 tys. zł przychodów z tytułu świadczeń promocyjnych. Kwota 12,8 tys. zł wykazana w I. kwartale 2011 roku dotyczy niemal w całości rozwiązanych odpisów aktualizacyjnych dotyczących odzyskanych poręczeń.

Duży wzrost kwot wykazywanych w „innych kosztach operacyjnych” (E.III) w roku 2009 i 2010 związany jest z omówioną wyżej zmianą zasad księgowania tworzonych rezerw na poręczenia, a także ze wzrostu samej wartości tworzonych rezerw. Szczególnie duży wzrost (o 4.405,6 tys. zł) miał przy tym miejsce w IV. kwartale 2010 roku. Wynikało to m.in. z przeksięgowania dofinansowania z SPO-WKP do kapitałów własnych i związanej z tym konieczności dotworzenia rezerw celowych do pełnej wartości (wcześniej rezerwy te – co zostało omówione wyżej – były tworzone tylko w kwotach odpowiadających ok. 1/4 wartości poręczeń).

Przychody i koszty finansowe

Na przychody finansowe Funduszu składały się w ostatnich latach głównie pozycje G.II – „odsetki” (tj. głównie odsetki od lokat bankowych) oraz G.III – „zysk ze zbycia inwestycji” (dochody ze sprzedaży bonów skarbowych i obligacji oraz z umarzania jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych). Bardzo duży, niemal trzykrotny wzrost wartości pozycji „odsetki”, jaki miał miejsce od roku 2008 wynikał głównie z omówionego już wcześniej rozpoczęcia księgowania od lipca 2008 r. w tej pozycji także odsetek od środków pochodzących z dofinansowania SPO-WKP (wcześniej księgowanych jako „dotacje”), a także z ogólnego wzrostu oprocentowania lokat bankowych.

W roku 2008 w przychodach finansowych wykazana została także (w pozycji G.IV – „aktualizacja wartości inwestycji”) osobna kwota 79,6 tys. zł, która związana była ze wzrostem wartości posiadanych przez DFG jednostek uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym. Pewien wpływ na wartość przychodów finansowych do roku 2008 miało także rozwiązywanie części rezerw celowych (po. G.V – „inne przychody finansowe”).

Najwyższy poziom (1,3 mln zł) wartość uzyskanych odsetek osiągnęła w roku 2009. W roku ubiegłym wystąpił natomiast istotny (o prawie 1/4) spadek dochodów z lokat, na co wpływ miało zarówno ogólne obniżenie oprocentowania depozytów w bankach, jak również kilkuprocentowy spadek wartości posiadanych przez Fundusz środków finansowych.

Na wykazywane przez DFG do 2008 roku koszty finansowe składały się kwoty tworzonych w latach 2006-2008 rezerw celowych oraz na ryzyko ogólne (od roku 2009 tworzenie rezerw na ryzyko księgowane jest już w „pozostałych kosztach operacyjnych”).

Wynik finansowy

Ze względu na fakt, że do roku 2009 Dolnośląski Fundusz Gospodarczy nie księgował otrzymywanych z PARP transz dofinansowania w ramach SPO-WKP poprzez rachunek zysków i strat, nie miały one wpływu na księgową wartość zysku netto. Korekty wyniku finansowego nie trzeba dokonywać również z tytułu kwot wykazywanych w latach 2005-2008 w pozycji D.II – „dotacje”, ponieważ dotyczyły one dochodów z lokat środków pieniężnych pochodzących z programu SPO-WKP i w ujęciu ekonomicznym mogły być traktowane jako dochody z lokat środków własnych Funduszu. Skorygowany wynik finansowy Funduszu wykazany w wierszu [1] w tabeli 3.2 jest zatem do roku 2009 równy wynikowi netto wykazywanemu w sprawozdaniach finansowych Funduszu.

W 2010 roku DFG przekształcał po zakończeniu projektu SPO-WKP otrzymane dofinansowanie (w kwocie pomniejszonej o wypłacone poręczenia) do kapitałów własnych poprzez rachunek zysków i strat (poz. D.II – „dotacje”). Ponieważ było to zdarzenie jednorazowe i dotyczyło otrzymanej przez Fundusz wcześniej dotacji na powiększenie kapitału poręczeniowego, wynik Funduszu dla 2010 roku przedstawiony w wierszu [1] został skorygowany o wysoką kwotę (11.485 tys. zł) dotacji i w konsekwencji osiągnął on mocno ujemną wartość (-4.813,8 tys. zł).

Ponieważ kwota „dotacji” (80,3 tys. zł) wykazana w RZiS w I. kwartale b.r. dotyczy otrzymywanego przez Fundusz począwszy od 2011 roku refinansowania kosztów związanych z realizacją projektu JEREMIE (nie jest to zatem dotacja na powiększenie kapitału poręczeniowego), nie należy korygować wyniku o tą pozycję. Wynik wykazany w wierszu [1] tabeli 3.2 jest zatem dla I. kwartału b.r. równy wynikowi netto wykazanemu w rachunku zysków i strat.

Oprócz rozliczonej w 2010 roku dotacji z SPO-WKP na wykazywaną w ostatnich latach księgową wartość wyniku netto DFG miały wpływ także dwa inne istotne czynniki. Pierwszym z nich było tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne (co do roku 2008 księgowanie było w „innych kosztach finansowych” – poz. H.IV, a od roku 2009 w „innych kosztach operacyjnych” – poz. E.III). W odróżnieniu od rezerw celowych, które również obniżają wynik finansowy Funduszu, jest to rezerwa nie związana z poręczeniami zagrożonymi, stąd też w celu oceny faktycznej bieżącej rentowności Funduszu w ujęciu ekonomicznym, a nie rachunkowym, należy do zysku netto wykazanego w sprawozdaniach finansowych dodać zmianę salda rezerwy na ryzyko ogólne [2].

Drugim czynnikiem „zniekształcającym” faktyczną rentowność Funduszu do roku 2010 włącznie były nie ujmowane w pełni w rachunku zysków i strat odpisy związane z wypłacanymi poręczeniami. W części przypadającej na udział dofinansowania w projekcie, w ramach którego poszczególne poręczenia zostały udzielone, odpisy te tworzone były bezpośrednio w ciężar kapitału powstałego z otrzymanego dofinansowania (księgowanego w pozycji B.IV pasywów). Dla potrzeb oceny rentowności Funduszu w ujęciu ekonomicznym konieczne jest zatem skorygowanie księgowej wartości wyniku netto (*in minus*) o wartość utworzonych w poszczególnych okresach odpisów w ciężar kapitału ujętego w „rozliczeniach międzyokresowych”. Z uwagi na dokonane przekształcanie w 2010 roku dofinansowania z SPO-WKP do kapitałów własnych, od roku 2011 wynik nie podlega już korektom z tego tytułu [3].

Skorygowane wyniki finansowe DFG (obliczone zgodnie z omówionymi wyżej zasadami) dla lat 2008-2010 i I. kwartału 2011 roku przedstawione zostały w tabeli 3.2.

Tabela 3.2 Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o. – wynik skorygowany po uwzględnieniu dotacji, zmiany stanu rezerwy ogólnej oraz odpisów na wypłacone poręczenia księgowanych poza RZiS

Lp.	Wynik skorygowany (tys. zł)	2008	2009	2010	I-III. 2011
1	Wynik bez dotacji	138,1	56,4	-4 813,8	89,5
2	Wynik bez dotacji i zmiany stanu rezerwy na ryzyko ogólne	280,6	130,0	-4 702,3	89,5
3	Wynik bez dotacji, zm. st. rezerwy na ryzyko ogólne minus odpisy w ciężar rozliczeń międzyokresowych	111,3	-1 050,0	-6 274,0	89,5

Po skorygowaniu wyniku Funduszu o wpływ tworzonych rezerw na ryzyko ogólne, odpisów na wypłacone poręczenia (księgowanych poza rachunkiem zysków i strat) oraz rozliczoną w 2010 roku dotację w ramach SPO-WKP, wynik Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego był w latach 2005-2008 stale dodatni. W roku 2009 skorygowany wynik finansowy osiągnął już jednak wartość ujemną (strata przekraczająca 1 mln zł), co było głównie rezultatem silnego wzrostu kwot wypłaconych wówczas poręczeń (z których większa część ujęta została jako bezpośrednie odpisy w ciężar rozliczeń międzyokresowych).

W roku 2010 skorygowana strata wyniosła już 6,3 mln zł, co związane było głównie z odliczeniem dotacji (w kwocie 11,5 mln zł) od księgowej wartości wyniku netto (na poziomie 6,7 mln zł). Należy przy tym zwrócić uwagę na fakt, że na osiągnięty przez DFG w 2010 roku wynik finansowy bardzo istotny wpływ miała również duża kwota (5,4 mln zł) utworzonych rezerw na poręczenia. Związane było to zarówno z dalszym wzrostem szkodowości portfela poręczeń (Fundusz wypłacił w 2010 roku poręczenia na kwotę 2,2 mln zł, wobec 1,6 mln zł w roku 2009), jak również ze zmianą zasad księgowania rezerw.

Po przeksięgowaniu w 2010 roku do kapitałów własnych (poprzez RZiS) kwoty dofinansowania z SPO-WKP konieczne było dotworzenie rezerw celowych na poręczenia zagrożone, odpowiadających około 3/4 wartości tych poręczeń (kwestia ta została omówiona wcześniej). Wpływ tej operacji (dokonanej w IV. kwartale 2010 roku) można oszacować na kwotę około 2 mln zł. Należy jednak podkreślić, że kolejne ok. 2 mln zł dotworzonych w IV. kwartale ub.r. rezerw celowych wiązać należy ze „zwykłym” ryzykiem portfela poręczeń.

Duży wzrost wygenerowanej przez Dolnośląski Fundusz Gospodarczy w ubiegłym roku skorygowanej straty (nawet biorąc pod uwagę zmiany zasad tworzenia rezerw związane z rozliczeniem dofinansowania z SPO-WKP) oceniamy zdecydowanie negatywnie. Jest to obecnie jeden z najistotniejszych czynników wpływających na wzrost ryzyka kredytowego Funduszu.

Zakładamy przy tym jednak, że sytuacja w zakresie osiąganego wyniku finansowego DFG powinna się w ciągu najbliższych kwartałów unormować. Wpływ na to ma m.in. fakt, że rezerwami celowymi objęty jest już wysoki odsetek aktywnych poręczeń, a ponadto sama wartość portfela poręczeń – stanowiąca *de facto* ekspozycję Funduszu na ryzyko – uległa (na skutek silnego ograniczenia przez DFG akcji poręczeniowej) w ciągu pięciu ostatnich kwartałów istotnemu zmniejszeniu. Pierwsze symptomy poprawy widać przy tym w wynikach za I. kwartał b.r., kiedy Fundusz osiągnął już dodatni wynik.

3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

Bilans Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego Sp. z o.o. zaprezentowany został w dwóch tabelach. Tabela nr 3.3 przedstawia aktywa, natomiast tabela nr 3.4 – pasywa Funduszu wg stanu na koniec lat 2008-2010 oraz na koniec I. kwartału 2011 roku.

Aktywa

Struktura aktywów DFG nie odbiega od typowej dla działalności funduszu poręczeniowego: majątek spółki stanowią niemal wyłącznie aktywa krótkoterminowe (obrotowe). Na **majątek trwały** Spółki do roku 2009 składały się głównie „wartości niematerialne i prawne” (A.I) oraz (jedynie w roku 2007) „inwestycje długoterminowe”.

Malejąca z roku na rok kwota wykazywana w pozycji „**wartości niematerialne i prawne**” dotyczyła „wartości firmy”, która powstała w wyniku przejęcia przez DFG w 2004 roku Wrocławskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych. Warto zaznaczyć, że była to pozycja wyłącznie rachunkowa i nie miała ona faktycznej wartości ekonomicznej. Jej stopniowo malejąca wartość związana była z tworzonymi odpisami amortyzacyjnymi. W 2010 roku Fundusz zdecydował się dokonać odpisu amortyzacyjnego na całą pozostałą część tego składnika aktywów, w związku z czym „wartości niematerialne i prawne” na koniec roku miały już wartość zerową.

**Tabela 3.3 Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o.
– bilans (aktywa) na koniec lat 2008-2010 oraz I. kw. 2011 r.**

Bilans – Aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2008	Na dzień 31.12.2009	Na dzień 31.12.2010	Na dzień 31.03.2011
A. AKTYWA TRWAŁE	281,1	239,4	50,5	50,3
I. Wartości niematerialne i prawne	279,2	232,7	-	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	1,8	1,2	0,5	0,3
III. Należności długoterminowe	-	-	-	-
IV. Inwestycje długoterminowe	-	-	50,0	50,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	5,6	-	-
B. AKTYWA OBROTOWE	23 714,8	23 174,9	21 180,5	21 123,6
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	22,7	30,3	10,1	86,2
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	22,7	30,3	10,1	86,2
a) z tytułu dostaw i usług	22,7	27,8	10,1	5,9
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	-	-	-	-
c) inne	-	2,5	-	80,3
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	23 597,7	22 056,6	21 129,1	20 919,6
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	23 597,7	22 056,6	21 129,1	20 919,6
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	5 274,9	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	18 322,8	22 056,6	21 129,1	20 919,6
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	18 322,8	22 056,6	21 129,1	20 919,6
- inne środki pieniężne	-	-	-	-
- inne aktywa pieniężne	-	-	-	-
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	94,4	1 088,1	41,2	117,8
AKTYWA RAZEM	23 995,8	23 414,3	21 230,9	21 173,9

W I. kwartale 2010 roku DFG objął nowe udziały w spółce Krajowa Grupa Poręczeńiowa Sp. z o.o. (będącej spółką celową powołaną do wspierania działalności funduszy poręczeńiowych, w których udziałowcem jest Bank Gospodarstwa Krajowego). Udziały te (o wartości nominalnej 50 tys. zł) zaksięgowane zostały jako „długoterminowe aktywa finansowe” w „inwestycjach długoterminowych” (poz. A.IV).

Aktywa obrotowe Funduszu w całym analizowanym okresie składały się praktycznie wyłącznie inwestycje krótkoterminowe (na koniec 2010 roku i I. kwartału b.r. stanowiły one ok. 99% sumy aktywów). Całość środków znajdujących się w bankach zarówno na rachunkach bieżących, jak i na depozytach terminowych, wykazywana była w pozycji B.III.1.c – „środki pieniężne w kasie i na rachunkach”. W latach 2005, 2006 oraz 2008 wykazywane były także „krótkoterminowe aktywa finansowe w pozostałych jednostkach”

(poz. B.III.1.b), które związane były z inwestycjami Funduszu w bony skarbowe i obligacje oraz – co dotyczy tylko roku 2008 – w fundusze inwestycyjne rynku pieniężnego.*

Pozostałe składniki aktywów obrotowych to niewielkie kwoty należności krótkoterminowych, a także „krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe”. Wykazywane w bilansie należności krótkoterminowe składały się przede wszystkim z należności z tytułu prowizji od udzielonych poręczeń. Wzrost wartości należności w I. kwartale b.r. związany jest z wystąpieniem „innych należności” (poz. B.II.2.c) w kwocie 80,3 tys. zł, na które składały się należne Funduszowi kwoty z tytułu refinansowania wydatków związanych z realizacją programu JEREMIE.

W pozycji „rozliczenia międzyokresowe” (B.IV) Fundusz księgował głównie narosłe odsetki od niezapadłych lokat bankowych (które z ekonomicznego punktu widzenia należałoby także zaliczyć do środków pieniężnych) oraz drobne koszty do rozliczenia w przyszłych okresach.

Suma bilansowa DFG rosła dynamicznie do roku 2007 – głównie dzięki otrzymywanym przez Fundusz transzom dofinansowania w ramach SPO-WKP. W roku 2008 wzrost wartości sumy bilansowej znacząco wyhamował, a od roku 2009 ma miejsce jej spadek. Jest to wynikiem zarówno dokonywanych przez Fundusz wypłat poręczeń (skutkujących zmniejszaniem się kwoty posiadanych środków pieniężnych – o 6,5% w roku 2009 i o 4,2% w roku 2010), jak też dokonanego w roku ubiegłym jednorazowego odpisu na „wartości niematerialne i prawne”.

Pasywa

Analizując strukturę pasywów Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego należy wziąć pod uwagę fakt, że Fundusz (począwszy od roku 2005) otrzymywane transze dofinansowania w ramach programu SPO-WKP księgował bezpośrednio w pasywach bilansu w pozycji B.IV – „rozliczenia międzyokresowe”.

W IV. kwartale 2010 roku, po zakończeniu 5-letniego okresu trwania projektu, Fundusz przeksięgował dotację z SPO-WKP (poprzez rachunek zysków i strat) do kapitału własnego. Z ekonomicznego punktu widzenia już wcześniej można jednak było traktować otrzymane przez Fundusz dofinansowanie jako element kapitału własnego. Tak liczony kapitał własny stanowił do 2009 roku niemal całość (95-99%) pasywów Funduszu.

* Kwestia bezpieczeństwa, płynności i efektywności lokat środków pieniężnych Funduszu omówiona została szerzej w punkcie 3.5.

Tabela 3.4 Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o.
– bilans (pasywa) na koniec lat 2008-2010 oraz I. kw. 2011 r.

Bilans – Pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2008	Na dzień 31.12.2009	Na dzień 31.12.2010	Na dzień 31.03.2011
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	9 120,7	9 177,0	15 848,5	15 938,0
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	8 300,5	8 300,5	8 300,5	8 300,5
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	682,0	820,2	876,5	876,5
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	-	-	-	-
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-	6 671,5
VIII. Zysk (strata) netto	138,1	56,4	6 671,5	89,5
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	14 875,2	14 237,3	5 382,4	5 235,9
I. Rezerwy na zobowiązania	500,9	1 028,3	5 306,6	5 217,3
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	-	206,7	6,6	21,8
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	500,9	821,6	5 300,0	5 195,5
II. Zobowiązania długoterminowe	-	-	-	-
III. Zobowiązania krótkoterminowe	22,8	37,6	75,8	18,5
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	22,8	37,6	75,8	18,5
- kredyty i pożyczki	-	-	-	-
- z tytułu dostaw i usług	-	3,4	3,2	-
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	22,8	34,2	72,6	18,5
- z tytułu wynagrodzeń	-	-	-	-
- inne	-	-	-	-
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	14 351,4	13 171,4	-	-
PASYWA RAZEM	23 995,8	23 414,3	21 230,9	21 173,9

Liczona w omówiony wyżej sposób wartość kapitału własnego DFG systematycznie rosła do roku 2008. Wzrost ten związany był głównie z otrzymywanymi przez Fundusz kolejnymi transzami dofinansowania w ramach programu SPO-WKP. Łącznie Fundusz otrzymał dofinansowanie w kwocie 15 mln zł. Nieco niższa wartość wykazywana w „rozliczeniach międzyokresowych” w latach 2008-2009 wynikała z dokonanych w ciężar dofinansowania wypłat poręczeń oraz rozliczenia części kosztów związanych z realizacją projektu (do 2% kwoty dofinansowania jako wynagrodzenie na zarządzanie projektem). W latach 2009 i 2010, na skutek poniesionych przez Fundusz strat (liczonych w ujęciu ekonomicznym), wartość kapitału obniżyła się znacznie: o 4,8% w roku 2009 oraz aż o 29% w roku 2010.

Na „**zobowiązania i rezerwy na zobowiązania**” (bez uwzględniania rozliczeń międzyokresowych) składały się niewielkie kwoty bieżących zobowiązań z tytułu podatków (B.I.1 i B.III.2), a także „pozostałe rezerwy” (B.I.3). Były to przy tym głównie rezerwy na ryzyko z tytułu udzielanych poręczeń – w tym w przytłaczającej większości rezerwy celowe na poręczenia zagrożone. W IV. kwartale 2010 roku nastąpił przy tym bardzo duży wzrost rezerw na poręczenia (do 5,3 mln zł, wobec 0,8 mln zł na koniec III. kwartału 2010 r.), co związane było w dużej części z prześięgowaniem dofinansowania SPO-WKP do kapitałów własnych i koniecznością dotworzenia rezerw celowych do pełnej wysokości (kwestia ta została omówiona szerzej w punkcie 3.1), a także ze wzrostem ryzyka portfela poręczeń.

Na skutek dużego wzrostu rezerw, udział kapitału własnego w sumie pasywów zmniejszył się na koniec 2010 roku do 75%. Udział ten utrzymał się na takim samym poziomie w I. kwartale b.r.

Pozycje pozabilansowe

Tabela 3.5 DFG Sp. z o.o. – wartość i liczba aktywnych poręczeń

	2008	2009	2010	VI.2011
Wartość aktywnych poręczeń na koniec okresu (tys.zł)	34 257	51 447	44 000	41 112
<i>Dynamika wartości aktywnych poręczeń (r/r)</i>	110%	50%	-14%	-18%
Liczba aktywnych poręczeń na koniec okresu (szt.)	306	438	424	393
<i>Dynamika ilości aktywnych poręczeń (r/r)</i>	41%	43%	-3%	-15%

Udzielane przez Fundusz poręczenia księgowane są jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe. Wartość portfela aktywnych poręczeń DFG rosła bardzo dynamicznie do I. kwartału 2010 roku, kiedy to osiągnęła dotychczasowy rekord na poziomie 53,2 mln zł. Kolejne kwartały upłynęły już jednak pod znakiem znaczącego ograniczania przez Fundusz akcji poręczeniowej, na co wpływ miała m.in. rosnąca szkodowość portfela poręczeń. W rezultacie wartość aktywnych poręczeń zmniejszyła się od maksymalnego poziomu do końca II. kwartału b.r. o 23%.

Liczba aktywnych poręczeń także zmniejszała się w w/w okresie, jednak jej spadek był mniejszy i wyniósł 16%. Było to efektem udzielania przez Fundusz w ostatnich kwartałach poręczeń o niższej przeciętnej wartości.

Obserwowany do początku 2010 roku dynamiczny wzrost wartości portfela poręczeń w ujęciu nominalnym, jak również w ujęciu relatywnym (w stosunku do kapitału poręczeniowego) był korzystny pod względem efektywności wykorzystania posiadanych przez Fundusz środków. Oznaczało to jednak również zwiększającą się ekspozycję na ryzyko udzielanych poręczeń. Ryzyko to zmaterializowało się przy tym w latach 2009-2010 (tj. po okresie silnego spowolnienia gospodarczego) w postaci znacznego wzrostu wskaźnika wypłat poręczeń.

W tym kontekście ograniczenie przez DFG w ciągu ostatnich kwartałów akcji poręczeniowej, skutkujące spadkiem wartości portfela poręczeń aktywnych, należy z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu zaliczyć do czynników pozytywnych.

Spadkowa tendencja wartości udzielonych poręczeń ma przy tym szansę ulec odwróceniu w kolejnych kwartałach, ze względu na fakt, że Fundusz ma od lutego b.r. możliwość uzyskiwania reporeczeń w ramach programu JEREMIE. Wzrost wartości portfela poręczeń będzie zatem przekładał się w mniejszym stopniu na jego ryzyko.

3.3 Analiza wskaźnikowa

Wartości najważniejszych parametrów finansowych oraz analizę wskaźnikową Funduszu przedstawia tabela nr 3.6.

Skorygowany kapitał poręczeniowy

Ponieważ wartość kapitału poręczeniowego podawana przez sam Fundusz [1] różni się od rzeczywistej wartości kapitału (majątku), jaki stanowi zabezpieczenie udzielanych przez Fundusz poręczeń, dla potrzeb analizy ryzyka dokonaliśmy korekty wartości kapitału poręczeniowego.

Według metodyki przyjętej przez Agencję Ratingową EuroRating aktualna wartość kapitału poręczeniowego obliczana jest według formuły: kapitał własny (z uwzględnieniem ewentualnych niezbędnych korekt) + otrzymane dofinansowanie (jeśli zostało zaksięgowane w pozycjach pasywów innych niż kapitał własny oraz w ujęciu ekonomicznym może być traktowane jako składnik kapitału poręczeniowego) + rezerwa na ryzyko ogólne (rezerwa ta nie ma bezpośredniego związku z poręczeniami zagrożonymi).

W przypadku Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego wartość kapitału własnego służąca do obliczania skorygowanej wartości kapitału poręczeniowego została skorygowana dla lat

2004-2009 (*in minus*) o „wartość firmy” wykazywaną w pozycji A.I. aktywów. Jak zostało to już omówione wcześniej, wartość ta (powstała w wyniku przejęcia przez DFG w 2004 roku Wrocławskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych) była pozycją o charakterze wyłącznie rachunkowym i nie wiązała się z nią żadna faktyczna wartość ekonomiczna, która mogłaby zostać spieniężona na pokrycie ewentualnych zobowiązań Funduszu. Ponieważ w roku 2010 Fundusz dokonał odpisu amortyzacyjnego na całą pozostałą wartość tego składnika aktywów, nie ma już obecnie konieczności dokonywania korekty z tego tytułu.

Dla danych według stanu na koniec 2010 roku oraz I. kwartału 2011 roku dokonaliśmy także korekty wartości kapitału poręczeniowego Funduszu związanej z ekonomiczną wartością innego składnika aktywów. Ponieważ DFG objął na początku bieżącego roku udziały w spółce specjalnego przeznaczenia Krajowa Grupa Poręczeniowa Sp. z o.o. o wartości nominalnej 50 tys. zł, zgodnie z przyjętą przez EuroRating metodyką wartość kapitału własnego korygowana jest *in minus* o powyższą kwotę. Przyjmujemy bowiem konserwatywne założenie, iż (ponieważ spółka ta nie będzie działała w celu maksymalizacji zysku dla udziałowców) udziały w KGP Sp. z o.o. nie będą miały faktycznej wartości ekonomicznej, która mogłaby w razie potrzeby zostać spieniężona na pokrycie ewentualnych zobowiązań Funduszu z tytułu udzielonych poręczeń.

Oprócz skorygowanego kapitału własnego do kapitału poręczeniowego w latach 2005-2009 zaliczyliśmy także kwoty ujęte w pasywach w „rozliczeniach międzyokresowych”. W pozycji tej wykazywane było bowiem otrzymane przez Fundusz dofinansowanie z PARP w ramach programu SPO-WKP. W IV. kwartale 2010 roku Fundusz przeksięgował (poprzez rachunek zysków i strat) otrzymane dofinansowanie do kapitału własnego, stąd też nie występuje już konieczność doliczania tej pozycji do skorygowanego kapitału poręczeniowego.

Zgodnie z przyjętą przez EuroRating metodyką, do kapitału poręczeniowego w poszczególnych okresach zaliczana została także kwota utworzonej przez Fundusz rezerwy na ryzyko ogólne.

Tak obliczony skorygowany kapitał poręczeniowy [2] na koniec I. kwartału b.r. wynosił 16.216 tys. zł i był o 278 tys. zł wyższy od wartości podawanej przez sam Fundusz (15.938 tys. zł). Kapitał poręczeniowy (w ujęciu ekonomicznym stanowiący zabezpieczenie udzielanych przez Fundusz poręczeń) wyliczony zgodnie z metodyką Agencji Ratingowej EuroRating odpowiada wartości aktywów Funduszu (na które składają się niemal wyłącznie środki pieniężne), pomniejszonych o „wartość firmy” (co zostało omówione wyżej), wartość udziałów w KGP Sp. z o.o. oraz o bieżące zobowiązania i rezerwy celowe

(na poręczenia zagrożone). Tymczasem Fundusz począwszy od 2011 roku wylicza kapitał poręczeniowy jako równy kapitałowi własnemu spółki.

Do dalszych obliczeń wskaźników opartych na wartości kapitału poręczeniowego (zaprezentowanych w tabeli 3.6) wykorzystane zostały wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego.

Tabela 3.6 DFG Sp. z o.o. – najważniejsze dane i wskaźniki finansowe

Lp.		2008	2009	2010	VI. 2011
1	Kapitał poręczeniowy wyliczony przez Fundusz (tys. zł)	19 135	18 882	16 780	16 299
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	23 335	22 332	16 126	16 627
3	Aktywne poręczenia na koniec okresu razem (tys. zł)	34 257	51 447	44 000	41 112
4	w tym poręczenia reporczone w ramach JEREMIE (tys. zł)	-	-	-	2 642
5	w tym kwota reporczana razem (tys. zł)	-	-	-	1 933
6	Ekspozycja netto Funduszu na ryzyko poręczeń = [3] – [5] (tys. zł)	34 257	51 447	44 000	39 179
7	Mnożnik 1 = [3] / [1]	1,79	2,72	2,62	2,52
8	Mnożnik 2 (skorygowany) = [6] / [2] *	1,47	2,30	2,73	2,36
9	Liczba aktywnych poręczeń	306	438	424	393
10	w tym liczba poręczeń reporcanych w ramach JEREMIE	-	-	-	24
11	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	112	117	104	105
12	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%
13	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%
14	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	7 585	12 470	11 745	b.d.
15	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	379	624	587	b.d.
16	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	22,1%	24,2%	26,7%	b.d.
17	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	32,5%	55,8%	72,8%	b.d.
18	Przeciętne największe poręczenie / Kap. poręczeniowy *	1,6%	2,8%	3,6%	b.d.
19	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	226	1 573	2 180	1 860
20	Wypłacone poręczenia brutto / Śr.stan akt. poręczeń	0,9%	3,7%	4,6%	4,1%
21	Wartość odzyskanych należn. z tyt.por. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	0	0	86	78
22	Wypłacone poręczenia netto / Śr. kapitał poręczeniowy *	1,0%	6,9%	10,9%	9,4%
23	Wynik bez dotacji za 4 kwartały / Śr. kapitał poręczeniowy *	0,6%	0,2%	-25,0%	-24,8%
24	Wynik (bez dot. i zm.st.rez.og.) za 4 kw. / Śr. kapitał poręczeniowy *	0,5%	-4,6%	-32,6%	-27,8%

* Wskaźniki wyliczone zostały w oparciu o kapitał poręczeniowy skorygowany, obliczany według formuły:
skorygowany kapitał własny + otrzymane dofinansowanie (jeśli było księgowane poza kapitałem własnym)
+ rezerwa na ryzyko ogólne

Skala zaangażowania w akcję poręczeniową

Skala zaangażowania funduszu poręczeniowego w akcję poręczeniową [3 ; 6] w relacji do posiadanego kapitału [2] jest jednym z najważniejszych czynników wpływających na (obecną i przyszłą) sytuację finansową funduszu oraz poziom jego ryzyka kredytowego.

Dolnośląski Fundusz Gospodarczy od początku działalności do początku 2010 roku stale zwiększał liczbę i wartość udzielanych poręczeń, a co za tym idzie – także wartość portfela poręczeń aktywnych na koniec poszczególnych lat [3]. Szczególnie dynamiczny wzrost wartości portfela nastąpił od roku 2006. Od tego też czasu przyrost wartości aktywnych poręczeń był szybszy niż wzrost wartości kapitału poręczeniowego będącego w dyspozycji Funduszu [2]. W rezultacie **systematycznie rosła także wartość mnożnika [8]: z poziomu 0,49 w roku 2005 do 2,42 na koniec I. kwartału 2010 roku.**

Sytuacja, w której wartość zobowiązań warunkowych (z tytułu udzielonych poręczeń) przekracza wartość kapitałów Funduszu jest nie tylko zupełnie normalna, lecz także (z punktu widzenia celu dla którego Fundusz został powołany) pożądana. Fundusz poręczeniowy nie udziela bowiem pożyczek, lecz (zachowując środki pieniężne na własnych rachunkach) jedynie gwarantuje innym instytucjom finansowym wypłatę zobowiązań kredytobiorców, którzy okażą się niewypłacalni. Wypłacie podlega przy tym zwykle jedynie bardzo niewielka część udzielonych poręczeń, stąd też Fundusz wykorzystuje posiadany kapitał efektywnie jedynie wówczas, kiedy udziela poręczeń o łącznej wartości znacznie przekraczającej kapitał jakim dysponuje.

Ponieważ jednak w II. połowie 2009 roku miał miejsce znaczący wzrost szkodowości portfela poręczeń (wskaźnik wypłaty poręczeń [20] wzrósł z poziomu 0,0-2,0% obserwowanego w poprzednich latach do 3,7% na koniec 2009 roku), Fundusz od początku 2010 roku zaczął ograniczać skalę prowadzonej akcji poręczeniowej. Wartość udzielonych poręczeń zmalała z 48,0 mln zł w 2009 roku do 28,2 mln zł w roku ubiegłym. W rezultacie obniżyła się także wartość portfela poręczeń aktywnych – z maksymalnej wartości 53,2 mln zł w I. kwartale 2010 r. do 44,0 mln zł na koniec 2010 roku. Spadkowa tendencja w tym zakresie kontynuowana była przy tym w I. półroczu bieżącego roku – wartość poręczeń na koniec czerwca 2011 r. wynosiła 41,1 mln zł.

Ze względu na fakt, że DFG w 2010 roku oraz w I. półroczu b.r. nadal dokonywał stosunkowo wysokich wypłat poręczeń [21], systematycznemu zmniejszaniu ulegała także wartość posiadanego przez wskaźnik kapitału poręczeniowego. Skokowy spadek wartości kapitału miał przy tym miejsce w IV. kwartale 2010 r., ze względu na wysoką wartość utworzonych wówczas rezerw celowych (kwestia ta została omówiona szerzej w punkcie 3.1

w części poświęconej omówieniu wyniku finansowego). W rezultacie wartość mnożnika kapitałowego [8], po lekkim spadku do 2,33 w III. kwartale 2010 r., wzrosła do nowego rekordowego poziomu 2,73 na koniec IV. kwartału 2010 r.

W I. półroczu 2011 r. miał miejsce ponowny spadek poziomu skorygowanego mnożnika do 2,64 w I. kwartale oraz 2,36 w II. kwartale b.r. Wpływ na to miał zarówno dalszy spadek wartości portfela aktywnych poręczeń, jak również (od II. kwartału b.r.) rozpoczęcie przez DFG udzielania poręczeń reporeczanych w ramach tzw. inicjatywy JEREMIE (programu unijnego w ramach Dolnośląskiego Regionalnego Programu Operacyjnego na lata 2007-2013). Program ten w województwie dolnośląskim polega m.in. na udzielaniu funduszom poręczeniowym reporeczeń z puli środków pieniężnych będących w zarządzaniu tzw. menedżera projektu (którym jest Bank Gospodarstwa Krajowego). Reporeczenia udzielane są w wysokości do 80% kwoty kredytu oraz do wartości 200 tys. zł. Nie obowiązuje przy tym limit szkodowości reporeczanych poręczeń.

Ponieważ przy udzielaniu poręczeń w ramach środków z programu JEREMIE ryzyko znacznej części udzielanego poręczenia transferowane jest na środki będące w dyspozycji menedżera projektu, Dolnośląski Fundusz Gospodarczy jest eksponowany tylko na ryzyko części poręczenia niepodlegającej reporeczeniu.

W związku z rozpoczęciem przez DFG udzielania poręczeń reporeczanych w ramach JEREMIE **istotnej korekcie podlega formuła wyliczania skorygowanego mnożnika kapitałowego**, obliczanego przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu. Ze względu na fakt, że DFG ryzykuje tylko częścią kwoty wartości poręczeń reporeczanych, licznik formuły skorygowanego mnożnika składa się ze 100% sumy poręczeń udzielonych ze środków własnych Funduszu ([3]-[4]) oraz z części poręczeń reporeczanych niepodlegającej reporeczeniu ([4]-[5]). Według stanu na koniec czerwca 2011 r. licznik [6] do skorygowanego mnożnika [8] obliczany był więc w następujący sposób: $(41.112 \text{ tys. zł} - 2.642 \text{ tys. zł}) + (2.642 \text{ tys. zł} - 1.933 \text{ tys. zł}) = 39.179 \text{ tys. zł}$. Odnosząc tą kwotę do wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego [2] uzyskujemy ostateczną **wartość skorygowanego mnożnika na koniec II. kwartału 2011 roku na poziomie 2,36.**

Należy spodziewać się, że DFG będzie zwiększać w kolejnych kwartałach wartość poręczeń reporeczanych w ramach JEREMIE, co może skutkować (pomimo ewentualnego wzrostu wartości portfela poręczeń) nawet obniżeniem skorygowanego mnożnika kapitałowego Funduszu, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu – w szczególności

w kontekście wciąż relatywnie wysokiej szkodowości portfela poręczeń – jest czynnikiem pozytywnym.

Obecną wartość portfela poręczeń w relacji do kapitału Funduszu można określić jako stosunkowo bezpieczną. Bierzemy jednak pod uwagę również możliwość utrzymania się wskaźnika wypłat poręczeń na podwyższonym poziomie, co może skutkować dalszym obniżaniem wartości kapitału poręczeniowego Funduszu i wzrostem poziomu mnożnika. Ryzyko to wydaje się przy tym obecnie w dużym stopniu uwzględnione w wysokim poziomie utworzonych przez Fundusz rezerw celowych.

Koncentracja portfela poręczeń

Przeciętna wartość aktywnych poręczeń [11] rosła systematycznie do połowy 2009 roku (z poziomu ok. 31 tys. zł w roku 2004 do 118 tys. zł w III. kw. 2009 r.). Jednocześnie jednak w jeszcze szybszym tempie rosła ogólna wartość portfela aktywnych poręczeń. W rezultacie średnia wartość poręczenia w relacji do portfela aktywnych poręczeń [12] malała systematycznie (z ok. 1,1% w roku 2005 do 0,2% w roku 2009). W I. połowie 2010 roku średnia wartość aktywnego poręczenia zmniejszyła się (wraz ze spadkiem ogólnej wartości portfela poręczeń) do ok. 105 tys. zł i na tym poziomie utrzymuje się do chwili obecnej. Wskaźnik średniego poręczenia do łącznej wartości poręczeń aktywnych [12] utrzymuje się więc na stabilnym i bezpiecznym poziomie 0,2-0,3.

Dobłą ogólną dywersyfikację portfela poręczeń obrazuje także wskaźnik średniej wartości poręczenia do kapitału poręczeniowego [13], który w ostatnich latach był stabilny i utrzymywał się na bezpiecznym poziomie 0,5-0,6%.

Ekspozycję Funduszu na największe udzielane poręczenia (licząc według łącznej ekspozycji na ryzyko poszczególnych klientów) do 2008 roku można było określić jako stosunkowo niską i bezpieczną. Pomimo tego, iż przeciętna ekspozycja na największych klientów [14] rosła w dość szybkim tempie, to wzrost ten był dostosowany do tempa przyrostu wartości kapitału poręczeniowego [2], a łączny udział 20 największych klientów w portfelu poręczeń [16] malał.

W roku 2009, na skutek dalszego silnego wzrostu wartości największych poręczeń (wzrost średniej wartości [14] o 64% r/r), przy jednoczesnej stabilnej wartości kapitału poręczeniowego, nastąpił duży wzrost relacji ekspozycji Funduszu na ryzyko 20 największych klientów w stosunku do kapitału poręczeniowego [18]. Wskaźnik ten wzrósł do poziomu 2,8%, podczas gdy metodyka oceny ryzyka funduszy poręczeniowych stosowana przez

EuroRating określa maksymalną bezpieczną wartość relacji przeciętnego największego poręczenia do kapitału poręczeniowego na poziomie 2,5%.

W roku 2010 oraz w I. kwartale 2011 roku (dane dotyczące II. kwartału na dzień sporządzania raportu nie były jeszcze dostępne) wartość sumy poręczeń aktywnych udzielonych na rzecz 20 największych klientów [14] utrzymywała się na stosunkowo stabilnym poziomie ok. 11-12 mln zł.

Wskaźnik relacji sumy poręczeń na rzecz 20 największych klientów do portfela poręczeń [16], jak i do kapitału poręczeniowego [17], pozostawał stabilny. W IV. kwartale 2010 roku sytuacja uległa jednak istotnemu pogorszeniu – głównie na skutek spadku wartości portfela poręczeń oraz wartości kapitału poręczeniowego. Relacja sumy poręczeń na rzecz 20 największych klientów do łącznej wartości portfela poręczeń aktywnych wzrosła z 22,4% do 26,7%, a wskaźnik przeciętnego największego poręczenia do kapitału poręczeniowego wzrósł z 2,6% do 3,6%. Oznacza to, że **obecnie ponad 1/4 wszystkich aktywnych poręczeń udzielonych została na rzecz niewielkiej grupy 20 przedsiębiorstw. Poręczenia te odpowiadają przy tym równowartości aż prawie 3/4 wartości kapitału poręczeniowego DFG, co według metodyki stosowanej przez EuroRating należy uznać za wartość zdecydowanie zbyt wysoką**, bowiem ewentualne wystąpienie niewypłacalności zaledwie kilku z największych klientów Funduszu może obecnie skutkować bardzo dużym spadkiem wartości kapitału poręczeniowego.

Przepisy określają maksymalną wartość poręczenia w relacji do kapitału poręczeniowego na poziomie 5%. Taką też maksymalną wartość poręczeń udzielonych jednemu klientowi określa regulamin udzielania poręczeń DFG. Wewnętrzne regulacje wprowadzone przez Zarząd ograniczają dodatkowo maksymalną wartość jednostkowego poręczenia do 700 tys. zł. Kwota ta odpowiada obecnie ok. 4,2% skorygowanego kapitału poręczeniowego. Ze względu na zamiar ograniczenia ryzyka udzielanych poręczeń Zarząd DFG w 2010 roku wprowadził dodatkowe ograniczenie dotyczące maksymalnej wartości kredytów obrotowych. Limit poręczeń dla tego typu kredytów wynosi 500 tys. zł (tj. ok. 3,3% skorygowanego kapitału poręczeniowego), a ponadto poręczeniem może być objęte maksymalnie 50% kwoty kredytu.

Generalnie **dywersyfikację całego portfela poręczeń oceniamy jako dobrą, jednak w ciągu ostatnich dwóch lat zbyt wysoka w naszej opinii była ekspozycja Funduszu na ryzyko największych klientów**. Zmniejszenie od połowy 2010 roku przez Zarząd Funduszu maksymalnej wartości poręczenia należy ocenić pozytywnie. Ze względu jednak na fakt, że w portfelu znajdują się jeszcze udzielone wcześniej poręczenia o wartości

znacząco przekraczającej kwotę 500 tys. zł, ekspozycja DFG na ryzyko największych klientów nadal pozostaje zdecydowanie zbyt wysoka, co jest istotnym czynnikiem wpływającym na podwyższenie ryzyka kredytowego Funduszu.

Wypłaty poręczeń

Obowiązujące dotychczas zasady współpracy DFG z bankami określały, że banki mogły występować do Funduszu o wypłatę zobowiązania z tytułu poręczonego kredytu po rozpoczęciu we własnym zakresie procesu windykacji należności z majątku dłużnika. Zasada ta była relatywnie korzystna dla Funduszu.

Do roku 2006 Fundusz nie dokonywał praktycznie żadnych wypłat, natomiast w latach 2007-2008 roczna wartość wypłacanych poręczeń [19] wynosiła ok. 230-250 tys. zł, co odpowiadało 0,9-2,0% średniej wartości portfela aktywnych poręczeń [20].

Sytuacja uległa jednak istotnemu pogorszeniu w roku 2009. Silne osłabienie koniunktury gospodarczej, jakie miało miejsce na przełomie lat 2008/2009, znalazło swoje odbicie w znaczącym pogorszeniu jakości portfela poręczanych przez DFG kredytów. W rezultacie **wartość wypłaconych poręczeń wzrosła w 2009 roku do 1,6 mln zł, co odpowiadało 3,7% średniorocznej wartości portfela.**

Jednocześnie, ze względu na znaczący wzrost poziomu mnożnika, jaki miał miejsce w 2009 roku (do 2,30, wobec 1,47 na koniec 2008 roku), istotny wzrost szkodowości portfela poręczeń miała znacznie silniejsze przełożenie na relację wypłaconych poręczeń netto (tj. po uwzględnieniu ewentualnych poręczeń odzyskanych) do wartości kapitału poręczeniowego [22]. Wskaźnik ten wzrósł w 2009 roku gwałtownie do 6,9% (z ok. 1,0-1,3% w ciągu poprzednich dwóch lat).

Negatywna tendencja utrzymała się przy tym w 2010 roku – łączna wartość poręczeń wypłaconych w ciągu ostatnich czterech kwartałów [19] maksymalny poziom 2,4 mln zł osiągnęła na koniec II. kwartału 2010 roku, przy czym w kolejnych kwartałach wartość wypłaconych poręczeń, pomimo lekkiego spadku, nadal utrzymywała się na podwyższonym poziomie ok. 2 mln zł. **Wskaźnik szkodowości portfela [20] po osiągnięciu maksimum na poziomie 5,1% w II. kwartale 2010 roku, obniżył się nieznacznie do ok. 4,0% w ciągu ostatnich dwóch kwartałów.**

Ze względu na fakt, że mnożnik kapitałowy DFG od III. kwartału 2009 roku przekracza poziom 2, podwyższony wskaźnik szkodowości portfela poręczeń miał w ciągu ostatnich dwóch lat dużo większe przełożenie na wskaźnik utraty kapitału z tytułu wypłat poręczeń.

Po odliczeniu niewielkich kwot poręczeń odzyskanych, **wskaźnik wypłat poręczeń netto w relacji do średniorocznej wartości kapitału poręczeniowego [22] wzrósł gwałtownie z ok. 1,0-1,3% w latach 2007-2008 do 6,9% w 2009 roku oraz 10,9% w 2010 roku.** Na koniec II. kwartału b.r. wskaźnik ten utrzymywał się przy tym wciąż na wysokim poziomie 9,4%.

Utrzymująca się podwyższona szkodowość portfela poręczeń w połączeniu z wartością mnożnika kapitałowego znacząco przekraczającą poziom 2 jest obecnie czynnikiem zwiększającym ryzyko kredytowe Funduszu.

Rentowność kapitału

W celu oceny faktycznej rentowności DFG ujęciu ekonomicznym, dokonaliśmy korekt księgowej wartości wyniku finansowego Funduszu, uwzględniających wartość tworzonej rezerwy na ryzyko ogólne, odpisy związane z wypłacanymi poręczeniami (księgowane bezpośrednio w ciężar kapitału ujętego w „rozliczeniach międzyokresowych”), oraz dotację w ramach SPO-KWP, rozliczoną poprzez RZiS w 2010 roku (kwestia ta została omówiona szerzej w punkcie 3.1).

Wskaźnik skorygowanego wyniku finansowego w relacji do średniej wartości kapitału poręczeniowego [24] osiągał w latach 2005-2008 dodatnie (choć bardzo niskie) wartości. DFG wykazał dodatni księgowy wynik netto również w roku 2009, jednak wynik skorygowany (uwzględniający wypłaty poręczeń księgowane z pominięciem RZiS) był już mocno ujemny. **Skorygowana strata w 2009 roku przekroczyła -1,0 mln zł, co odpowiadało -4,6% średniorocznej wartości kapitału poręczeniowego.**

Ze względu na wzrost wypłat poręczeń oraz jednocześnie obniżenie wartości dochodów z lokat środków pieniężnych negatywna tendencja w tym zakresie kontynuowana była w 2010 roku: na koniec III. kwartału skorygowana strata za cztery ostatnie kwartały przekroczyła poziom 2,0 mln zł, co odpowiadało -9,3% średniorocznej wartości kapitału poręczeniowego.

W IV. kwartale 2010 roku, głównie na skutek utworzenia przez DFG wysokich rezerw celowych (na kwotę 4,4 mln zł), wartość straty (po uwzględnieniu wpływu rozliczonej wówczas dotacji w ramach SPO-WKP) liczonej za ostatnie cztery kwartały wzrosła do poziomu 6,3 mln zł (patrz tabela nr 3.2, wiersz 3). **Skorygowana strata na koniec 2010 roku osiągnęła zatem równowartość aż 32,6% średniorocznego kapitału poręczeniowego.**

Należy przy tym zaznaczyć, że znacząca część wzrostu ujemnego wyniku finansowego w 2010 roku wynikała z czynników jednorazowych. W związku z przebiegiem dofinansowania w ramach SPO-WKP do kapitałów własnych wystąpiła konieczność utworzenia dodatkowych rezerw celowych na poręczenia zagrożone. Nawet jednak biorąc pod uwagę powyższy fakt (po uwzględnieniu wpływu w/w czynnika skorygowana strata odpowiadałaby ok. 20% wartości kapitału poręczeniowego), **wysoka strata wygenerowana przez DFG w 2010 roku jest czynnikiem istotnie wpływającym na wzrost ryzyka kredytowego Funduszu.**

Ze względu na zmniejszający się w ciągu pierwszego półrocza 2011 roku poziom rezerw celowych skorygowany wynik DFG uległ już poprawie. W I. kwartale b.r. po raz pierwszy od siedmiu kwartałów Fundusz osiągnął dodatni skorygowany wynik finansowy. Wskaźnik wypłat poręczeń utrzymuje się jednak nadal na podwyższonym poziomie, a straty z poprzednich kwartałów ciążą na wskaźniku wyniku za ostatnie cztery kwartały do kapitału poręczeniowego, który na koniec marca b.r. utrzymał się na wysokim poziomie -30,8%.

3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń

Polityka tworzenia rezerw

Pierwszy regulamin określający zasady tworzenia rezerw przez Dolnośląski Fundusz Gospodarczy został wdrożony w 2006 roku. Określał on jednak tylko zasady tworzenia rezerw celowych. Regulamin ten został zmodyfikowany w roku 2008. Zgodnie z nowym regulaminem utworzona została wówczas po raz pierwszy także rezerwa na ryzyko ogólne. Kolejna zmiana regulaminu tworzenia rezerw miała miejsce w marcu 2010 roku.

Aktualne zasady tworzenia rezerw celowych w DFG określają, że zmiana poziomu rezerw celowych następuje co najmniej raz na kwartał (co należy ocenić pozytywnie), na podstawie oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej kredytobiorców oraz terminowości obsługi kredytów (informacje te Fundusz otrzymuje od instytucji finansowych, na rzecz których kredyty zostały poręczone).

Fundusz przy tworzeniu rezerw celowych wykorzystuje metodologię ustalania wartości wskaźnika rezerwy (zawierającego się w przedziale od 1,5% do 100%) uzależniającą wartość tworzonej rezerwy nie tylko od terminu zaległości w spłacie kredytu, lecz także od rodzaju samego kredytu (kredyt ratalny lub spłacany jednorazowo).

Generalnie metodologię tą oceniamy pozytywnie, choć pewne zastrzeżenia może budzić zapis mówiący, iż rezerwa w wysokości 100% wartości poręczenia tworzona jest dopiero w momencie otrzymania przez DFG od banku wezwania do zapłaty.

Regulamin określa także zasady tworzenia rezerwy na ryzyko ogólne. Odpis na tą rezerwę tworzony ma być raz w roku, a jego wartość uzależniona jest od wartości portfela poręczeń aktywnych oraz od współczynnika wypłat poręczeń z ostatnich pięciu lat.

Wartość utworzonych rezerw

Wartość utworzonych przez Dolnośląski Fundusz Gospodarczy rezerw według stanu na koniec lat 2008-2010 oraz na koniec II. kwartału 2011 roku, w podziale na rezerwy celowe oraz rezerwę na ryzyko ogólne, przedstawia tabela nr 3.7.

Tabela 3.7 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	XII.2008	XII.2009	XII.2010	VI.2011
Rezerwy celowe (tys. zł)	322,4	576,2	4 961,8	3 998,3
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	142,5	216,1	327,6	327,6
Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)	464,8	792,3	5 289,3	4 325,9
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia	0,9%	1,1%	11,3%	9,7%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Aktywne poręczenia	0,4%	0,4%	0,7%	0,8%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia	1,4%	1,5%	12,0%	10,5%
Rezerwy celowe / Skorygow. kapitał poręczeniowy	1,4%	2,6%	30,8%	24,0%
Rezerwa na ryz.ogólne / Skoryg. kapitał poręczeniowy	0,6%	1,0%	2,0%	2,0%
Rezerwy razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	2,0%	3,5%	32,8%	26,0%

Wartość rezerw na ryzyko rosła systematycznie do połowy 2010 roku wraz ze wzrostem wartości portfela poręczeń Funduszu. Od roku 2008 do III. kwartału 2010 roku rezerwy celowe pozostawały przy tym na relatywnie stabilnym poziomie w stosunku do sumy aktywnych poręczeń, wynoszącym 0,9-1,3%. Nawet biorąc pod uwagę fakt, że rezerwy te (w związku z zasadami księgowania dotacji z SPO-WKP) były tworzone tylko na część (ok. 1/4) wartości aktywnych poręczeń, stan rezerw należało uznać za stosunkowo niski – co potwierdza silny wzrost wartości wypłaconych poręczeń, jaki nastąpił od 2009 roku.

W IV. kwartale 2010 roku saldo rezerw celowych wzrosło niemal ośmiokrotnie, na co istotny wpływ miała zmiana zasad tworzenia rezerw związana z przeksięgowaniem środków z SPO-KWP do kapitału własnego. **Na koniec 2010 roku rezerwy celowe odpowiadały równowartości aż 11,3% portfela aktywnych poręczeń.** Ze względu na rozwiązanie

części rezerw w I. i II. kwartale 2011 r. relacja rezerw celowych do sumy aktywnych poręczeń zmniejszyła się na koniec czerwca b.r. do 9,7%.

Gwałtowny wzrost rezerw celowych z jednej strony oznacza znacznie wyższe pokrycie portfela poręczeń rezerwami i uwzględnienie w dotychczasowych wynikach finansowych potencjalnego ryzyka, jednak z drugiej strony wysoki obecnie wskaźnik rezerw celowych oznacza również stosunkowo niską jakość portfela poręczanych kredytów. Zapowiadać to może utrzymywanie się w kolejnych kwartałach wskaźnika wypłat poręczeń na podwyższonym poziomie.

DFG od 2008 roku tworzy także rezerwę na ryzyko ogólne. Na koniec II. kwartału b.r. odpowiadała ona równowartości 0,9% portfela poręczeń aktywnych (pomniejszonego o wartość utworzonych rezerw celowych). Tworzenie tej rezerwy w praktyce służyć ma łagodzeniu w przyszłości w pewnym stopniu wpływu wahań jakości portfela poręczeń na bieżącą księgową wartość wyniku netto. Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne jest neutralne, bowiem według metodyki stosowanej przez EuroRating wpływ tej rezerwy na wynik finansowy oraz na wartość kapitału poręczeniowego podlega odpowiednim korektom w procesie analizy ryzyka.

3.5 Ocena czynników niefinansowych

Koniunktura gospodarcza

Na przełomie lat 2008/2009 w polskiej gospodarce obserwowane było silne spowolnienie wzrostu gospodarczego, będące w dużej mierze skutkiem kryzysu finansowego i ekonomicznego, jaki rozpoczął się w światowej gospodarce w roku 2007. Pomimo tego, że sytuacja Polski na tle innych państw europejskich wyglądała w tym czasie relatywnie korzystnie, to gwałtowny spadek dynamiki wzrostu PKB i osłabienie koniunktury w większości sektorów gospodarki przyczyniły się do pogorszenia sytuacji ekonomiczno-finansowej wielu przedsiębiorstw.

Sytuacja pod względem koniunktury gospodarczej poprawiała się od połowy 2009 roku do pierwszej połowy 2011 roku, jednak tempo wzrostu gospodarczego (m.in. ze względu na trudną sytuację w wielu krajach europejskich) było w ostatnich kwartałach umiarkowane. Prognozy realnej dynamiki PKB na rok 2011 mówią obecnie najczęściej o wzroście

na poziomie około 4,0%. Istnieje przy tym jednak zagrożenie, że w 2012 roku może nastąpić ponowne spowolnienie dynamiki PKB do ok. 3,0-3,5%.

Jest to tempo rozwoju gospodarki zbliżone do długoterminowego potencjalnego tempa wzrostu polskiej gospodarki. Oznacza to, że większość firm nadal nie będzie w stanie wykorzystywać w pełni mocy produkcyjnych, bezrobocie nie będzie się w sposób istotny zmniejszać (a wręcz mogą wystąpić tendencje do jego wzrostu), a realne płace oraz popyt wewnętrzny będą rosły w wolnym tempie.

Istotnym czynnikiem ryzyka jest przy tym obecnie również zagrożenie związane z kryzysem zadłużeniowym części państw Unii Europejskiej. Ewentualne nasilenie problemów z wypłacalnością poszczególnych krajów skutkować mogłoby wystąpieniem kryzysu w sektorze finansowym, co z pewnością przełożyłoby się na sferę realną i zagroziłoby wejściem światowej gospodarki w kolejną recesję.

Podsumowując – bieżącą i prognozowaną na najbliższe kilka kwartałów koniunkturę gospodarczą w Polsce należy określić jako umiarkowanie korzystną, jednak z tendencją do pogarszania się sytuacji w przyszłości. Po okresie poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw, jaka następowała od połowy 2009 roku, w poszczególnych branżach i regionach kraju sytuacja może zatem ulec pogorszeniu. Nadchodzące kwartały dla krajowych funduszy poręczeniowych mogą więc upłynąć pod znakiem ponownego wzrostu ryzyka portfela poręczeń.

Historia kredytowa i stabilność sytuacji finansowej Funduszu

Od momentu rozpoczęcia przez Dolnośląski Fundusz Gospodarczy działalności operacyjnej (tj. od roku 2002) do roku 2008 sytuacja finansowa Funduszu była bardzo dobra i stabilna. Wskaźnik wypłaty poręczeń był niski (w tym do 2006 roku praktycznie zerowy), a generowane dochody z lokat środków pieniężnych pozwalały na osiągnięcie przez Fundusz dodatniego (choć bardzo niskiego) wyniku finansowego.

Pewnemu pogorszeniu sytuacja Funduszu uległa jednak w roku 2009, kiedy to (głównie na skutek silnego pogorszenia koniunktury gospodarczej) wyraźnie wzrosła szkodowość portfela poręczeń (do 3,7%). Wpłynęło to jednocześnie na wygenerowanie przez Fundusz po raz pierwszy od pięciu lat ujemnego skorygowanego wyniku finansowego, odpowiadającego równowartości 4,6% średniorocznego kapitału poręczeniowego. Sytuacja uległa dalszemu pogorszeniu w roku 2010, kiedy to wskaźnik wypłat poręczeń wzrósł do 4,6%, a ujemny skorygowany wynik finansowy osiągnął równowartość aż 1/3 średniorocznej

wartości kapitału poręczeniowego (wpływ na to miały przy tym jednak również czynniki jednorazowe).

W wyniku dynamicznie zwiększającej się akcji poręczeniowej (przewyższającej tempo wzrostu kapitału poręczeniowego) systematycznym wzrostem charakteryzował się wskaźnik mnożnika kapitałowego, który na koniec 2009 roku osiągnął poziom 2,30. Od 2010 roku Fundusz, ze względu na wzrost ryzyka portfela poręczeń, ograniczył akcję poręczeniową. Ze względu na zmniejszającą się wartość kapitału poręczeniowego poziom mnożnika wzrósł na koniec IV. kwartału 2010 roku do 2,73. W ciągu pierwszego półrocza b.r. miał już miejsce jego spadek do poziomu 2,36. Bieżącą wartość mnożnika oceniamy jako stosunkowo bezpieczną.

Fundusz nie miał dotychczas żadnych problemów z wywiązywaniem się ze zobowiązań wynikających z udzielonych poręczeń. Nie występowały także okresy podwyższonego ryzyka kredytowego, jednak w kontekście tym do czynników negatywnych zaliczyć należy zmniejszenie się w ciągu ostatnich kwartałów stabilności części wskaźników finansowych DFG.

Bezpieczeństwo i efektywność lokat środków pieniężnych

Ponieważ posiadane przez fundusz poręczeniowy środki pieniężne stanowią główne (a często jedyne) zabezpieczenie udzielanych przez niego poręczeń, kwestia bezpieczeństwa inwestycji aktywów funduszu należy do najważniejszych elementów oceny jego ryzyka kredytowego.

Dolnośląski Fundusz Gospodarczy lokował dotychczas posiadane środki pieniężne w depozytach bankowych, bonach skarbowych, obligacjach korporacyjnych (gwarantowanych przez bank) oraz funduszach inwestycyjnych rynku pieniężnego. Inwestycje tego typu należą do kategorii bezpiecznych i generujących stabilny dochód, stąd z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu nie wnosimy zastrzeżeń odnośnie rodzaju dokonywanych przez Fundusz inwestycji.

W przypadku depozytów bankowych DFG lokował środki dotychczas w trzech bankach, przy czym okresowo (ostatnio na koniec 2009 roku) Fundusz lokował całość posiadanych środków w jednym banku.

Na koniec 2010 roku oraz I. kwartału 2011 roku struktura lokat pozostawała taka sama – całość płynnych aktywów Funduszu ulokowana była w dwóch bankach w proporcji 60:40

(co przedstawione zostało w tabeli nr 3.8).

W kontekście dokonywanych przez Fundusz inwestycji środków pieniężnych uważamy za konieczne zgłoszenie zastrzeżenia odnośnie faktu, że DFG nie

posiada procedury określającej zasady polityki inwestycyjnej oraz metodologii oceny wiarygodności finansowej instytucji (banków) którym Fundusz powierza środki.

Ryzyko związane z okresowo niską dywersyfikacją inwestycji Funduszu w znacznej mierze neutralizowane jest przez fakt, że Fundusz lokował dotychczas środki w bankach, których wiarygodność finansową oceniamy jako wysoką. Niemniej jednak uważamy, iż celowe byłoby większe zdywersyfikowanie portfela lokat i/lub zmniejszenie zależności bezpieczeństwa Funduszu od kondycji sektora bankowego (np. poprzez lokowanie stałe pewnej części środków w instrumenty dłużne emitowane przez Skarb Państwa i/lub w jednostki funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego – choć inwestycje takie należałoby rozpatrzyć także w kontekście oczekiwanej stopy zwrotu).

Strukturę terminową lokat Fundusz dostosowuje do spodziewanych tendencji rynkowych odnośnie zmian stóp procentowych, oprocentowania lokat bankowych oraz stóp zwrotu z innych bezpiecznych instrumentów finansowych. Na koniec I. kwartału b.r. DFG całość środków miał ulokowane w depozytach o terminie zapadalności do 3 miesięcy.

Struktura branżowa udzielonych poręczeń

Zestawienie portfela aktywnych poręczeń Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego w podziale na główne sektory gospodarki, według stanu na koniec lat 2009 i 2010 oraz na koniec I. kwartału 2011 roku przedstawia tabela nr 3.9.

Tabela 3.9 DFG – struktura branżowa aktywnych poręczeń

Branża	XII.2009		XII.2010		III.2011	
	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%
usługi	16 897	32,8%	15 018	34,1%	16 065	37,6%
handel	16 376	31,8%	14 806	33,6%	12 657	29,6%
budownictwo	10 498	20,4%	6 082	13,8%	6 122	14,3%
produkcja	6 399	12,4%	5 622	12,8%	4 800	11,2%
inne	1 278	2,5%	2 472	5,6%	3 087	7,2%
RAZEM	51 447	100,0%	44 000	100,0%	42 731	100,0%

Dywersyfikację portfela poręczeń DFG w ujęciu branżowym oceniamy jako dobrą. Fundusz nie ma nadmiernie zwiększonej ekspozycji na ryzyko żadnego z sektorów gospodarki.

Stosowane procedury wewnętrzne

Istniejące w Dolnośląskim Funduszu Gospodarczym procedury wewnętrzne regulują większość najważniejszych obszarów działalności tej instytucji:

- „Regulamin poręczeń kredytowych” (zmieniony ostatnio w lutym 2011 r.) szczegółowo określa ogólne zasady i procedury dotyczące udzielania poręczeń; precyzuje grono podmiotów uprawnionych do ubiegania się o poręczenie; ogranicza maksymalną wartość udzielanych poręczeń do wysokości 80% kwoty poręczanego kredytu lub pożyczki, przy czym łączne zaangażowanie na rzecz jednego klienta nie może przekroczyć 5% kapitału poręczeniowego Funduszu (dodatkowo uchwała Zarządu ogranicza wartość jednostkowego poręczenia do kwoty 700 tys. zł w przypadku kredytów inwestycyjnych oraz do 500 tys. zł dla kredytów obrotowych, w przypadku których dodatkowo obowiązuje ograniczenie wartości poręczenia do 50% kwoty kredytu)
- „Regulamin organizacyjny” określa strukturę organizacyjną Funduszu, podział obowiązków pomiędzy członków Zarządu, oraz zakres obowiązków i kompetencji poszczególnych stanowisk pracy;
- „Procedura udzielania poręczeń” wraz z załącznikami reguluje tryb postępowania z wnioskami kredytowymi, sposób analizy wniosku oraz ryzyka kredytowego wnioskodawcy (m.in. przy wykorzystaniu systemu scoringowego), a także późniejszy monitoring i sprawozdawczość dotyczącą udzielonych poręczeń
- „Regulamin tworzenia rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń” szczegółowo określa sposób, częstotliwość i wysokość tworzenia rezerw celowych oraz rezerw na ryzyko ogólne.

Generalnie obowiązujące w Dolnośląskim Funduszu Gospodarczym procedury wewnętrzne oceniamy pozytywnie, poza dość istotnym zastrzeżeniem dotyczącym braku procedury określającej zasady polityki inwestycyjnej Funduszu.

Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

Struktura organizacyjna Spółki jest w naszej opinii dostosowana zarówno do rodzaju, jak też do skali prowadzonej przez nią działalności. Według stanu na koniec I. kwartału b.r.

w Spółce zatrudnionych było 8 osób. Taka liczebność personelu, biorąc także pod uwagę fakt funkcjonowania dwuosobowego Zarządu, powinna zapewniać sprawne działanie Funduszu przy obecnej skali prowadzonej akcji poręczeniowej. Pewnym wyzwaniem dla DFG może jednak być przeprowadzanie sprawnej i skutecznej windykacji należności z tytułu wypłaconych poręczeń.

Perspektywy rozwoju i plan finansowy

Dotychczasowy długoterminowy plan strategiczny Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego zakładał systematyczne zwiększanie liczby i wartości udzielanych poręczeń oraz wzrost wartości mnożnika kapitałowego do poziomu około 3,0-3,5.

Istotny wzrost szkodowości portfela poręczeń, jaki wystąpił w 2009 roku i który kontynuowany był w ciągu ostatnich kwartałów, spowodował konieczność ograniczenia skali akcji poręczeniowej. Z uwagi na spadek wartości kapitału poręczeniowego (na skutek dokonanych wypłat poręczeń i wzrostu wartości rezerw celowych) **mnożnik kapitałowy nadal przy tym utrzymywał się w ostatnim czasie na podwyższonym poziomie 2,4-2,7. Taką wartość mnożnika można wciąż uznać za bezpieczną.**

Na sytuację finansową Funduszu i jego możliwości dalszego zwiększania akcji poręczeniowej istotny wpływ ma otrzymanie począwszy od I. kwartału b.r. wsparcia ze środków unijnych w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego na lata 2007-2013, który w województwie dolnośląskim realizowany jest na zasadach określonych przez tzw. inicjatywę JEREMIE.

Program ten polega na udzielaniu funduszom poręczeniowym reporeczeń z puli środków pieniężnych będących w zarządzaniu tzw. menedżera projektu (którym został Bank Gospodarstwa Krajowego). Reporeczenia są udzielane w wysokości do 80% kwoty kredytu oraz do wartości 200 tys. zł. Nie obowiązuje przy tym limit szkodowości reporeczanych poręczeń. Dolnośląski Fundusz Gospodarczy otrzymał dotychczas limit reporeczeń w kwocie 30 mln zł. Kwota ta odpowiada ok. 2/3 średniej wartości portfela poręczeń Funduszu z ostatnich dwóch lat.

Zarząd DFG zamierza w ciągu najbliższych kwartałów skupić się na efektywnym wykorzystaniu otrzymanego wsparcia w ramach JEREMIE, co umożliwi Funduszowi zaktywizowanie akcji poręczeniowej przy ograniczonym ryzyku. DFG przy udzielaniu poręczeń w ramach środków z programu JEREMIE będzie bowiem eksponowany na ryzyko odpowiadające tylko ok. 20% kwoty tych poręczeń.

Istotnej korekcie podlegać będzie zatem formuła wyliczania skorygowanego mnożnika kapitałowego, obliczanego przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu. Ze względu na fakt, że DFG ryzykować będzie tylko częścią kwoty wartości poręczeń reporeczanych, licznik formuły skorygowanego mnożnika składać się będzie ze 100% sumy poręczeń udzielonych ze środków własnych DFG oraz z niewielkiej części (niepodlegającej reporeczeniu) sumy poręczeń reporeczanych.

Pewnym ograniczeniem przy korzystaniu z reporeczeń w ramach JEREMIE może być zasada stanowiąca, iż kredyty objęte reporeczeniem muszą być przeznaczone na finansowanie działalności gospodarczej przedsiębiorcy w zakresie budowy, rozbudowy lub rozszerzania działalności gospodarczej (a więc muszą przynajmniej w części mieć charakter inwestycyjny). Oznacza to, że reporeczeniu nie będzie mogła podlegać znaczna część kredytów obrotowych. Według szacunków Zarządu Funduszu w dłuższej perspektywie reporeczeniami będzie mogło zostać objęte ok. 2/3 wszystkich udzielanych poręczeń.

Z uzyskanych przez nas informacji wynika także, iż przyznany Funduszowi obecny limit reporeczeń w kwocie 30 mln zł nie jest ostateczny i po jego wykorzystaniu DFG będzie mógł ubiegać się o przyznanie dodatkowego limitu reporeczeń (województwo dolnośląskie przeznaczyło w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego na lata 2007-2013 na realizację inicjatywy JEREMIE kwotę aż 405,7 mln zł – w kwotę tą wlicza się jednak oprócz wsparcia funduszy poręczeniowych również inne instrumenty finansowego wsparcia przedsiębiorców). **W perspektywie długoterminowej umożliwi to Funduszowi bezpieczne zwiększanie liczby i łącznej wartości udzielanych poręczeń.** Dokładniejsza ocena wpływu, jaki program JEREMIE będzie miał na sytuację finansową i ryzyko Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego będzie przy tym możliwa dopiero za kilka kwartałów. Zależać przy tym ona będzie głównie od dynamiki przyrostu wartości całego portfela poręczeń oraz od faktycznego udziału poręczeń podlegających reporeczeniu.

Zarząd Funduszu będzie również nadal czynił starania mające na celu podwyższenie kapitału zakładowego DFG przez dotychczasowych udziałowców. Pozyskanie nowego kapitału oznaczałoby zwiększenie wartości kapitału poręczeniowego i tym samym wpłynęłoby na zmniejszenie poziomu mnożnika, co w dłuższym horyzoncie czasu pozwoliłoby Funduszowi w sposób bezpieczny zwiększać liczbę i wartość udzielanych poręczeń. Nie ma jednak obecnie jeszcze żadnych konkretnych ustaleń dotyczących perspektywy uzyskania takiego dokapitalizowania.

4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

Dolnośląski Fundusz Gospodarczy we Wrocławiu należy do grupy funduszy stosunkowo dużych pod względem wartości posiadanego kapitału poręczeniowego i jest jednym z większych funduszy wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej skupionej wokół Banku Gospodarstwa Krajowego. Jest to przy tym fundusz o zasięgu regionalnym, udzielający poręczeń przedsiębiorstwom z terenu całego województwa dolnośląskiego.

Fundusz prowadzi działalność operacyjną od roku 2002. Do roku 2009 DFG systematycznie powiększał zarówno wartość kapitału poręczeniowego (do roku 2005 dzięki podnoszeniu kapitału zakładowego i połączeniu z Wrocławskim Funduszem Poręczeń Kredytowych, a w późniejszym okresie dzięki pozyskaniu dofinansowania z PARP w ramach programu SPO-WKP), jak i – w jeszcze szybszym tempie – liczbę i wartość udzielanych poręczeń.

Wysoka aktywność DFG w zakresie realizacji podstawowego celu, dla którego Fundusz działa (tj. wspierania lokalnych mikro-, małych i średnich przedsiębiorców poprzez udzielanie im poręczeń kredytów i pożyczek), oznaczała także stosunkowo wysoką ekspozycję na ryzyko udzielanych poręczeń (DFG należy do funduszy o najwyższej wartości mnożnika kapitałowego wśród funduszy z Krajowej Grupy Poręczeniowej). **Ryzyko to zmaterializowało się przy tym w roku 2009 i 2010 w postaci istotnego wzrostu wskaźnika wypłat poręczeń (do poziomu 4-5%). Przy mnożniku kapitałowym na poziomie 2,3-2,6 przełożyło się to na znaczący spadek wartości kapitału poręczeniowego.** Obecna wartość mnożnika nadal można przy tym jednak określić jako stosunkowo bezpieczną. Nie powinna ona przy tym w ciągu najbliższych kwartałów rosnąć (nawet przy założeniu ponownego wzrostu wartości portfela poręczeń), ze względu na fakt, że DFG rozpoczął w ostatnim czasie udzielania poręczeń reporcowanych w ramach JEREMIE. Udzielanie tego typu poręczeń „obciąża” mnożnik kapitałowy Funduszu tylko w niewielkiej części w stosunku do wartości udzielanych poręczeń.

Rentowność kapitału Funduszu do 2008 utrzymywała się na poziomie dodatnim (choć była bardzo niska). Znaczące pogorszenie jakości poręczanych kredytów oraz duży wzrost wypłat poręczeń, jaki miał miejsce w 2009 i 2010 roku, wpłynęły bardzo negatywnie na wynik finansowy Funduszu. **Skorygowana strata za 2009 rok przekroczyła -1,0 mln zł, co odpowiadało 4,6% średniorocznej wartości kapitału poręczeniowego. W roku 2010 skorygowana strata (po uwzględnieniu przebieganego wówczas dofinansowania w ramach SPO-WKP) powiększyła się do 6,3 mln zł, co odpowiadało aż -32,6% średniorocznej wartości kapitału poręczeniowego.** Należy jednak wziąć tu pod uwagę fakt, że częściowo wynikało to z czynników

jednorazowych. Oczekujemy przy tym, że (m.in. ze względu na fakt, że Fundusz ma obecnie już wysokie pokrycie aktywnych poręczeń rezerwami celowymi, a także ze względu na rozpoczęcie udzielania poręczeń reporęczanych w ramach JEREMIE) sytuacja pod względem rentowności kapitału powinna się poprawiać w ciągu kolejnych kwartałów. Pierwszym pozytywnym sygnałem w tym kontekście jest osiągnięcie przez DFG w I. kwartale b.r. (po raz pierwszy od siedmiu kwartałów) dodatniego skorygowanego wyniku finansowego.

Portfel aktywnych poręczeń Funduszu oceniamy ogólnie jako dobrze zdywersyfikowany pod względem średniej wielkości poręczenia, a także pod względem struktury branżowej i obszaru geograficznego. **W ostatnim czasie (m.in. na skutek spadku wartości kapitału poręczeniowego) zdecydowanie zbyt wysoka była jednak ekspozycja Funduszu na ryzyko największych klientów.** W tym kontekście korzystnie oceniamy obniżenie przez Zarząd DFG limitu maksymalnego poręczenia z 700 do 500 tys. zł, co powinno skutkować pewną poprawą w tym zakresie.

Oceniając sposób lokowania posiadanych przez DFG środków pieniężnych (stanowiących główne zabezpieczenie udzielanych poręczeń) stwierdzamy, iż Fundusz prowadzi stosunkowo bezpieczną politykę inwestycyjną. Nie zgłaszając zastrzeżeń co do rodzaju inwestycji Funduszu, a także wyboru banków w których DFG lokuje swoje aktywa, uważamy za konieczne zgłoszenie zastrzeżenia odnośnie utrzymywania okresowo zbyt dużej koncentracji portfela lokat, a także braku formalnej procedury regulującej politykę inwestycyjną Funduszu oraz sposób dokonywania oceny ryzyka podmiotów, którym Fundusz powierza środki.

Podsumowując, sytuacja finansowa Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego we Wrocławiu jest w naszej opinii dobra, a jego ryzyko kredytowe nadal oceniamy jako niskie. Ze względu jednak na pewne pogorszenie profilu ryzyka Funduszu, jakie nastąpiło w ciągu ostatnich kilku kwartałów, **rating Funduszu zostaje obniżony do poziomu „A-” (z dotychczasowego poziomu „A”). Perspektywa ratingu zostaje zmieniona z negatywnej na stabilną.**

5. Skala ratingowa Agencji Ratingowej EuroRating

Opis ryzyka kredytowego związanego z poszczególnymi klasami ratingów nadawanych przez EuroRating zawiera poniższa tabela:

Grupa	Rating	Opis ryzyka
Poziom inwestycyjny	AAA	Znikomy poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na najwyższym poziomie. Rating nadawany wyłącznie w przypadku wyjątkowo wysokiej zdolności do obsługi zobowiązań finansowych.
	AA+ AA AA-	Bardzo niski poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na bardzo wysokim poziomie. Bardzo wysoka zdolność do obsługi zobowiązań. Niska podatność na niekorzystne warunki gospodarcze.
	A+ A A-	Niski poziom ryzyka kredytowego. Wysoka wiarygodność finansowa i zdolność do obsługi zobowiązań. Przeciętna odporność na wpływ niekorzystnych warunków gospodarczych utrzymujących się przez dłuższy czas.
	BBB+ BBB BBB-	Ryzyko kredytowe na średnim poziomie. Dobra wiarygodność finansowa i wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w dłuższym terminie. Podwyższona podatność na utrzymujące się przez dłuższy czas niekorzystne warunki gospodarcze.
Poziom spekulacyjny	BB+ BB BB-	Podwyższone ryzyko kredytowe. Relatywnie niższa wiarygodność finansowa. Wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w przeciętnych lub sprzyjających warunkach gospodarczych. Wysoki lub średni poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
	B+ B B-	Wysokie ryzyko kredytowe. Zdolność do obsługi zobowiązań jedynie przy sprzyjających warunkach zewnętrznych. Średni lub niski poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
	CCC CC C	Bardzo wysokie ryzyko kredytowe. Bardzo niska zdolność do obsługi zobowiązań nawet w przypadku sprzyjających warunków gospodarczych. Niski lub bardzo niski poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
	D	Ekstremalnie wysokie ryzyko kredytowe. Całkowity brak zdolności do obsługi zobowiązań. Bez dodatkowego wsparcia z zewnątrz poziom odzyskania wierzytelności bardzo niski lub bliski zeru.

6. Warunki korzystania z ratingów

Niniejsze warunki korzystania dotyczą ratingów kredytowych nadawanych przez Agencję Ratingową EuroRating. Wykorzystanie w jakikolwiek sposób tychże ratingów oznacza **potwierdzenie zapoznania się** z niniejszymi warunkami oraz ich **akceptację**.

Ratingi kredytowe nadawane przez Agencję Ratingową EuroRating stanowią wyłącznie **własną opinię** Agencji na temat kondycji finansowo-ekonomicznej i ryzyka kredytowego (ryzyka niewypłacalności) podmiotów podlegających ocenie i nie mogą być traktowane w inny sposób.

Agencja Ratingowa EuroRating nie zajmuje się doradztwem inwestycyjnym, a przyznawane przez EuroRating ratingi **nie stanowią rekomendacji** kupna, trzymania, bądź też sprzedaży jakichkolwiek papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych, jak również nie stanowią rekomendacji utrzymywania bądź zaprzestania innych form współpracy biznesowej z ocenianymi podmiotami. Osoby podejmujące decyzje w oparciu o przyznane przez EuroRating ratingi robią to wyłącznie **na własne ryzyko**. Agencja Ratingowa EuroRating nie ponosi żadnej odpowiedzialności za ewentualne straty użytkowników lub stron trzecich, jakie mogą wyniknąć w związku z korzystaniem z nadawanych przez Agencję ratingów.

Raporty ratingowe z ratingami Agencji Ratingowej EuroRating nie są prospektami, ani też nie mogą zastępować informacji i dokumentów prezentowanych inwestorom przez emitenta lub jego przedstawicieli w związku ze sprzedażą papierów wartościowych. EuroRating przeprowadza analizy i dokonuje ocen sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw w oparciu o informacje ze źródeł, które uważa za wiarygodne (w tym również od ocenianych przedsiębiorstw). Agencja nie ma jednak możliwości weryfikacji prawdziwości, ścisłości i aktualności wszystkich pozyskiwanych informacji. EuroRating nie bierze więc odpowiedzialności za prawdziwość i aktualność informacji zawartych w raportach.

Za świadczone usługi oceny wiarygodności finansowej wyrażonej ratingami kredytowymi (z wyłączeniem specjalnie oznaczonych ratingów niekomercyjnych) Agencja Ratingowa EuroRating pobiera **opłaty** od ocenianych podmiotów. Opłata taka może mieć charakter jednorazowy, bądź też może mieć formę rocznego abonamentu za przyznanie ratingu i późniejszy bieżący monitoring ryzyka kredytowego. Wysokość tych opłat uzależniona jest przede wszystkim od skali i stopnia skomplikowania działalności ocenianego podmiotu. Jednocześnie **poziom nadanego ratingu nie jest uzależniony od formy i wysokości wnoszonych przez oceniany podmiot opłat**.

Ratingi mogą podlegać zmianie, bądź też wycofaniu w dowolnym momencie i z jakiegokolwiek powodu – decyzja o tym leży wyłącznie w gestii Agencji EuroRating. **Informacje o aktualnych poziomach ratingów** zamieszczone są w witrynie internetowej Agencji (www.EuroRating.pl). EuroRating nie gwarantuje oraz nie bierze odpowiedzialności za prawdziwość oraz aktualność informacji o poziomie ratingów przekazywanych użytkownikom przez strony trzecie.