

Agencja Ratingowa

EuroRating

www.EuroRating.pl

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

e-mail: agencja@eurorating.pl

**Zachodniopomorski
Regionalny Fundusz
Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
z siedzibą w Szczecinie**

**Ratingowa ocena
ryzyka kredytowego**

Agencja Ratingowa EuroRating

Warszawa

15.06.2010 r.

SPIS TREŚCI

1. Informacje o przyznanym ratingu	3
1.1 Aktualny rating oraz historia ratingów 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	12
3.3 Analiza wskaźnikowa	16
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	24
3.5 Ocena czynników niefinansowych	26
4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego	33
5. Skala ratingów Agencji Ratingowej EuroRating	36
6. Warunki korzystania z ratingów	37

1. Informacje o przyznanym ratingu

1.1 Aktualny rating oraz historia ratingów Funduszu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data
A+	stabilna	15.06.2010 r.
A+	stabilna	29.03.2010 r.
A+	stabilna	06.01.2010 r.
A+	stabilna	06.10.2009 r.

1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

Rating przyznany Zachodniopomorskiemu Regionalnemu Funduszowi Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. z siedzibą w Szczecinie 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 Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. zarejestrowane jest w Rejestrze Przedsiębiorstw Sądu Rejonowego w Szczecinie XIII Wydział Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000126048; numer REGON 812525808; numer NIP 851-27-98-979. Kapitał zakładowy spółki według stanu na dzień sporządzania niniejszego raportu wynosił 10.100.000 zł (opłacony w całości) i dzielił się na 10.100 udziałów o wartości nominalnej 1.000 zł każdy. Spółka została utworzona na czas nieograniczony.

Siedziba Funduszu mieści się w Szczecinie, przy ul. Św. Ducha 5A. Zarząd Spółki od momentu jej powstania jest jednoosobowy – od lipca 2004 roku funkcję Prezesa Zarządu pełni Pan Adam Badach.

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

Tabela 2.1 ZRFPK Sp. z o.o. – struktura udziałowa

Lp.	Udziałowcy	Liczba udziałów (szt.)	Kapitał (tys. zł)	Udział
1	Bank Gospodarstwa Krajowego	5 000	5 000	49,5%
2	Województwo Zachodniopomorskie	3 580	3 580	35,4%
3	Polska Fundacja Przedsiębiorczości	1 500	1 500	14,9%
4	Koszalińska Agencja Rozwoju Regionalnego	20	20	0,2%
RAZEM		10 100	10 100	100,0%

Dominującą rolę w działalności Spółki pełni dwóch udziałowców: Samorząd Województwa Zachodniopomorskiego oraz Bank Gospodarstwa Krajowego, posiadający razem 84,9% udziałów.

Prawie 15-procentowy udział w kapitale Funduszu ma Polska Fundacja Przedsiębiorczości, będąca kontynuatorem działalności Kanadyjsko-Polskiej Fundacji Przedsiębiorczości. Fundacja ta ukierunkowana jest na pomoc w tworzeniu i rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w całej Polsce (m.in. poprzez prowadzenie funduszy pożyczkowych oraz wspieranie kapitałowe funduszy poręczeniowych).

Symboliczny udział w kapitale Funduszu ma także Koszalińska Agencja Rozwoju Regionalnego, w której 81,7% udziałów posiada Samorząd Województwa Zachodniopomorskiego.

2.2 Historia i przedmiot działalności

Zachodniopomorski Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. powstał w czerwcu 2002 roku z inicjatywy Urzędu Marszałkowskiego Województwa Zachodniopomorskiego oraz Koszalińskiej Agencji Rozwoju Regionalnego S.A. Kapitał założycielski Spółki wynosił 100 tys. zł.

Kolejne udziały objął samorząd województwa podwyższając kapitał do kwoty 1,1 mln zł. W październiku 2004 r. kapitał zakładowy Spółki został podwyższony o udziały Polskiej Fundacji Przedsiębiorczości w kwocie 1,5 mln zł, natomiast w 2005 roku udziały Funduszu objął Bank Gospodarstwa Krajowego w kwocie 2,5 mln zł. We wrześniu 2007 roku

odbyło się podwyższenie kapitału założycielskiego poprzez objęcie nowych udziałów o wartości 2,5 mln zł przez Województwo Zachodniopomorskie. Ostatnie podwyższenie kapitału założycielskiego nastąpiło w lipcu 2008 roku poprzez objęcie nowych udziałów o wartości 2,5 mln zł przez Bank Gospodarstwa Krajowego.

Dzięki objęciu przez Bank Gospodarstwa Krajowego dużego pakietu udziałów w Spółce, Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych dołączył 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.

Kapitał poręczeniowy ZRFPK, oprócz wpłat wnoszonych przez udziałowców na podwyższanie kapitału zakładowego spółki, zwiększany był także dzięki pozyskiwanym przez Fundusz dotacjom. W 2002 roku Fundusz pozyskał subwencję w kwocie 2 mln zł z Agencji Nieruchomości Rolnych na poręczanie przedsięwzięć służących aktywizacji zawodowej byłych pracowników państwowych przedsiębiorstw gospodarki rolnej i ich rodzin. Rok później ZRFPK uzyskał dotację w wysokości 1 mln zł z Polskiej Fundacji Przedsiębiorczości.

W 2005 i 2006 r. Fundusz rozpoczął realizację projektów, na które uzyskał dotacje z PARP w ramach „Sektorowego Programu Operacyjnego Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw na lata 2004 – 2006” (SPO-WKP), w łącznej kwocie 15 mln zł.

Podstawowym celem Funduszu jest wspieranie rozwoju sektora mikro, małych i średnich przedsiębiorstw z terenu województwa zachodniopomorskiego poprzez ułatwianie im dostępu do zewnętrznego finansowania dzięki udzielanym przez Fundusz poręczeniom kredytów i pożyczek. Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych nie jest przedsiębiorstwem nastawionym na maksymalizację zysku.

3. Analiza ekonomiczno-finansowa

3.1 Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat Zachodniopomorskiego Regionalnego Funduszu Poręczeń Kredytowych za lata 2007-2009 * oraz za I. kwartał 2010 roku przedstawia tabela nr 3.1.

Przychody ze sprzedaży

Do połowy 2009 roku ZRFPK generował przychody niemal wyłącznie z prowizji i opłat z tytułu udzielanych poręczeń (incydentalnie osiągnęte były niewielkie przychody z tytułu organizacji szkoleń). W II. połowie 2009 roku Fundusz, w konsorcjum z Koszalińską Agencją Rozwoju Regionalnego (liderem projektu), rozpoczął realizację projektu szkoleniowego „Ze stoczni do własnej firmy”. Projekt ten polega na doradztwie i prowadzeniu szkoleń dla byłych pracowników branży stoczniowej. Wartość projektu wynosi 4,9 mln zł i jest on w całości finansowany ze środków unijnych w ramach Programu Operacyjnego Kapitał Ludzki. Zakończenie projektu ma nastąpić w kwietniu 2011 roku.

Do roku 2007 przychody ze sprzedaży ZRFPK dynamicznie rosły, na co wpływ miał przede wszystkim szybki rozwój akcji poręczeniowej Funduszu. W roku 2008 wartość udzielonych poręczeń ustabilizowała się na poziomie zbliżonym do osiągniętego na koniec 2007 roku, co skutkowało także zbliżoną wartością przychodów ze sprzedaży.

W 2009 roku liczba udzielonych poręczeń zwiększyła się o ok. 8%, przy czym łączna wartość udzielonych poręczeń zmalała o ok. 10%. Wyższa liczba udzielonych poręczeń pozwoliła jednak Funduszowi na nieznaczne (+8%) zwiększenie wartości osiągniętych w 2009 roku przychodów ze sprzedaży produktów (składają się na nie prowizje od udzielanych poręczeń). Lekko wzrostowa tendencja wartości przychodów z tego tytułu kontynuowana była także w I. kwartale b.r.

Łączną wartość przychodów ze sprzedaży powiększyły w 2009 roku w sposób istotny przychody z tytułu realizacji programu „Ze stoczni do własnej firmy” (księgowane w poz. A.II – „zmiana stanu produktów”). Przychody te dotyczą refundacji kosztów związanych z realizacją tego projektu ponoszonych przez Fundusz.

* Roczne sprawozdania finansowe ZRFPK Sp. z o.o. podlegają badaniu przez biegłego rewidenta.

Tabela 3.1 Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– rachunek zysków i strat za lata 2007-2009 i I. kwartał 2010 r. (tys. zł)

Rachunek zysków i strat	Za rok 2007	Za rok 2008	Za rok 2009	Za okres I-III.2010
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY I ZRÓWN. Z NIMI	573,6	554,2	946,7	225,3
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	573,6	554,2	599,7	172,7
II. Zmiana stanu produktów	-	-	349,0	52,7
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	753,7	996,5	1 355,5	278,1
I. Amortyzacja	64,7	39,0	25,5	6,0
II. Zużycie materiałów i energii	19,0	16,5	34,1	7,5
III. Usługi obce	179,0	264,3	381,7	66,7
IV. Podatki i opłaty	2,4	29,9	2,9	0,2
V. Wynagrodzenia	359,9	457,7	733,8	160,6
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	67,9	116,7	132,4	30,7
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	60,7	72,5	45,3	6,4
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(180,1)	(442,3)	(406,8)	(52,8)
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	192,2	676,1	1 032,9	76,8
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	-	-	-	-
III. Inne przychody operacyjne	192,2	676,1	1 032,9	76,8
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	519,2	1 429,2	1 854,3	267,3
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	-	-	-
III. Inne koszty operacyjne	519,2	1 429,2	1 854,3	267,3
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(507,1)	(1 195,5)	(1 228,2)	(243,3)
G. PRZYCHODY FINANSOWE	831,7	1 622,1	1 709,9	394,8
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	831,7	1 622,1	1 709,9	394,8
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	-	-	-	-
H. KOSZTY FINANSOWE	-	4,8	6,7	-
I. Odsetki	-	4,8	6,7	-
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	-	-	-	-
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	324,6	421,9	475,1	151,6
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	324,6	421,9	475,1	151,6
L. PODATEK DOCHODOWY	121,9	218,3	216,7	47,1
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIEJSZENIA ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	202,7	203,6	258,4	104,5

Koszty operacyjne

Głównym składnikiem kosztów rodzajowych ZRFPK są wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne, stanowiące łącznie ok. 55-70% łącznych kosztów. Drugim istotnym składnikiem kosztów są usługi obce, z udziałem na poziomie dwudziestu kilku procent.

Wartość kosztów rodzajowych Funduszu rosła w ciągu ostatnich lat systematycznie – głównie w wyniku zwiększającej się liczby personelu. Wzrost ten następował przy tym także w roku 2008 – pomimo ustabilizowania się przychodów na poziomie z roku poprzedniego. Dalszy wzrost zatrudnienia związany był jednak głównie z planowanym uruchomieniem projektu szkoleniowego, a także z perspektywą pozyskania wsparcia ze środków unijnych, jakie Fundusz planuje uzyskać w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego.

W 2009 roku ZRFPK uruchomił Punkt Obsługi Klienta w Koszalinie, mający służyć aktywizacji działalności Funduszu w tej części województwa oraz usprawnieniu współpracy z tamtejszymi oddziałami banków. Według stanu na maj 2010 r. Fundusz zatrudniał łącznie 11 osób (razem na 9 i 9/10 etatu).

W latach 2004-2007 koszty działalności operacyjnej ZRFPK przekraczały o około 100-190 tys. zł wartość osiągniętych przychodów ze sprzedaży. W rezultacie dalszego wzrostu kosztów, przy jednoczesnej stabilizacji przychodów, w 2008 roku Fundusz wygenerował najwyższą jak dotychczas stratę ze sprzedaży w wysokości 442 tys. zł. Dzięki przychodom związanym z refundacją kosztów realizacji projektu szkoleniowego „Ze stoczni do własnej firmy”, pomimo dalszego istotnego wzrostu wartości kosztów rodzajowych, strata ze sprzedaży brutto była w 2009 roku nieco niższa niż w roku poprzednim. Pozytywna tendencja w tym zakresie obserwowana była także w I. kwartale b.r.

Stratę na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży traktujemy jako zjawisko typowe dla działalności funduszy poręczeniowych nie nastawionych na maksymalizację zysku. Jej obecna wielkość (w przypadku ZRFPK odpowiada ona równowartości ok. 1,5% kapitału poręczeniowego Funduszu) nie budzi przy tym jeszcze naszych obaw.

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

Wykazywane w rachunku zysków i strat ZRFPK pozostałe przychody i koszty operacyjne dotyczyły zasadniczo niemal wyłącznie zawiązywanych i rozwiązywanych rezerw z tytułu ryzyka związanego z udzielanymi poręczeniami.

W pozycji E.III – „inne koszty operacyjne” księgowane jest zawiązywanie rezerw celowych na ryzyko poszczególnych poręczeń, a także tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne.

Z kolei w pozycji D.III – „inne przychody operacyjne” ujmowane jest rozwiązywanie rezerw celowych i (co miało miejsce w I. półroczu 2009 roku) rezerwy ogólnej, a także księgowane są kwoty odzyskanych należności z tytułu wypłaconych poręczeń.

Warto przy tym zaznaczyć, że wykazywane w pozycji D.III kwoty związane z rozwiązywaniem rezerw celowych dotyczą wyłącznie rezerw celowych nie związanych z wypłatą poręczeń (tj. np. w sytuacji spłaty kredytu i wygaśnięcia poręczenia, na które wcześniej została utworzona rezerwa). Przyjęte przez Fundusz zasady rachunkowości określają bowiem, iż rozwiązywanie rezerw celowych na wypłacane poręczenia (oraz równoległe księgowanie 100% odpisu na utratę wartości należności związanej z wypłaconym poręczeniem) nie jest wykazywane w rachunku zysków i strat (księgowane jest poza sprawozdaniem finansowym).

Z punktu widzenia oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej oraz oceny ryzyka kredytowego Funduszu (pod kątem wpływu wypłacanych poręczeń na wynik finansowy oraz bilansową wartość kapitału własnego Spółki) taki sposób księgowania wypłat poręczeń nie ma większego znaczenia, bowiem na wszystkie wypłaty poręczeń tworzona jest rezerwa celowa w pełnej wysokości, która obniża wynik finansowy Funduszu (w okresie kiedy zaistniały przesłanki do utworzenia tej rezerwy – najpóźniej w momencie wypłaty poręczenia) oraz tym samym wpływa na wartość kapitału własnego.

Istotny wpływ na ocenę faktycznej sytuacji ZRFPK ma jednak rozpoczęcie przez Fundusz w 2009 roku tworzenia odpisów bezpośrednio w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia (poz. A.X pasywów). Odpisy te dotyczą tworzenia rezerw celowych na poręczenia zagrożone, udzielone w ramach środków pochodzących z dotacji SPO-WKP. Rezerwy te nie są przy tym wykazywane w rachunku zysków i strat (w pozostałych przychodach i kosztach operacyjnych), w związku z czym nie obciążają księgowego wyniku netto Funduszu, lecz bezpośrednio kapitał specjalnego przeznaczenia w pasywach bilansu. Kwestia dokonywania korekt wyniku Funduszu w ujęciu ekonomicznym, związanych z tymi odpisami, została omówiona bardziej szczegółowo w części dotyczącej omówienia wyniku finansowego.

Przychody i koszty finansowe

Na przychody finansowe Spółki w całym analizowanym okresie składały się dochody z lokat środków pieniężnych. Ich wartość rosła dynamicznie do roku 2008, wraz ze wzrostem stanu środków pieniężnych posiadanych przez Fundusz (co związane było z kolejnymi

dokapitalizowaniami Spółki przez udziałowców, oraz z otrzymywaniem przez Fundusz kolejnych transzy dotacji w ramach programu SPO-WKP). W 2009 roku, wraz ze znacznym zmniejszeniem tempa przyrostu wartości środków pieniężnych (+3% r/r), znacznie spadła także dynamika wzrostu przychodów finansowych (+5,4% r/r).

W całym analizowanym okresie Fundusz wykazywał znikome wartości kosztów finansowych. W roku 2008 zapłacona została niewielka kwota 4,8 tys. zł związana z odsetkami od zobowiązań budżetowych, natomiast w roku 2009 kwota 6,7 tys. zł dotyczyła odsetek od pożyczki celowej (o wartości 100 tys. zł) otrzymanej od Gminy Goleniów.

Łącznie saldo przychodów i kosztów finansowych było stale dodatnie i osiągało w ostatnich latach coraz wyższe wartości, istotnie przyczyniając się do osiąganego przez spółkę wyniku finansowego brutto i netto.

Wynik brutto i netto

W ciągu ostatnich lat osiągnane przez Fundusz przychody z odsetek pozwalały na pokrycie ujemnego wyniku na działalności operacyjnej i wykazywanie przez Fundusz niewielkiego dodatniego księgowego wyniku finansowego brutto i netto.

Przyjęta przez Agencję Ratingową EuroRating metodologia oceny ryzyka funduszy poręczeniowych zakłada jednak, iż w celu oceny faktycznego wyniku finansowego w ujęciu ekonomicznym i rzeczywistej rentowności Funduszu dokonuje się korekt księgowej wartości wyniku netto o ewentualne kwoty otrzymanych dotacji (jeśli były księgowane poprzez RZiS), zmiany salda rezerwy na ryzyko ogólne oraz ewentualne bezpośrednie odpisy kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych.

Ponieważ ZRFPK nie księgował otrzymywanych dotacji poprzez rachunek zysków i strat (lecz bezpośrednio w bilansie – w pozycji A.X „kapitał specjalnego przeznaczenia”), dotacje nie miały wpływu na księgową wartość wyniku Funduszu. Stąd też wartość wykazywana w tabeli nr 3.2 w wierszu [1] jest równa wynikowi netto wykazywanemu w sprawozdaniach finansowych.

Na wartość skorygowanego wyniku netto wpływały natomiast zmiany rezerwy na ryzyko ogólne. Rezerwa ta, w odróżnieniu od rezerw celowych, które również obciążają wynik finansowy Funduszu, nie jest bowiem związana bezpośrednio z poręczeniami zagrożonymi. W praktyce służy ona łagodzeniu wahań jakości portfela poręczeń na księgowy wynik netto Funduszu. Wynik finansowy w ujęciu ekonomicznym powinien być więc korygowany o zmiany salda rezerwy na ryzyko ogólnej w poszczególnych okresach [2].

Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych rozpoczął tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne już w roku 2004. W kolejnych latach rezerwa ta była powiększana, osiągając na koniec 2008 roku wartość 747 tys. zł (dodatnie salda rezerwy powiększały skorygowany wynik Funduszu). W I. półroczu roku 2009 rezerwa ta została jednak w całości rozwiązana, po czym w IV. kwartale została ponownie utworzona na kwotę 413,5 tys. zł. Saldo roku 2009 jest jednak ujemne (-333,5 tys. zł) i obciążało ono skorygowany wynik finansowy Funduszu. W I. kwartale b.r. wartość rezerwy na ryzyko ogólnej nie uległa zmianie.

Kolejną istotną korekta, jakiej należy dokonać w celu wyliczenia faktycznego wyniku finansowego ZRFPK w ujęciu ekonomicznym, dotyczy odpisywania części tworzonych rezerw celowych bezpośrednio w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia. Dotyczy to rezerw na poręczenia udzielone w ramach środków z dotacji w programie SPO-WKP. Przyjęte przez ZRFPK zasady rachunkowości zakładają bowiem, iż dotacje otrzymywane przez Fundusz* powiększały kapitał własny spółki (pozycja A.X – „kapitał specjalnego przeznaczenia”) w sposób bezpośredni (z pominięciem rachunku zysków i strat).

Konsekwentnie ZRFPK przyjął zasadę, że koszty ryzyka (w postaci rezerw na poręczenia zagrożone) związane z poręczeniami udzielanymi w ramach środków z dotacji nie obciążają kosztów oraz wyniku finansowego Funduszu, lecz są księgowane bezpośrednio w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia. Pierwszych odpisów w ciężar KSP Fundusz dokonał w roku ubiegłym – na kwotę 1.752,2 tys. zł. W I. kwartale b.r. Fundusz dokonał odpis w kwocie 132,4 tys. zł i jednocześnie zmniejszenie wcześniej utworzonego odpisu na kwotę 299,2 tys. zł. Łączne saldo odpisów dokonanych w I. kwartale 2010 r. jest ujemne -166,9 tys. zł – co oznacza, że kapitał specjalnego przeznaczenia wzrósł (korekta wyniku finansowego za I. kwartał b.r. jest więc dokonywana *in plus*) [3].

Skorygowany wynik finansowy ZRFPK za lata 2007-2009 i I. kwartał 2010 roku przedstawiony został w tabeli 3.2.

ZRFPK w latach 2004-2008 generował stale dodatni i ogólnie rosnący (choć stosunkowo niski) wynik netto. Po skorygowaniu wyniku roku 2008 o wpływ powiększonej wówczas po raz kolejny rezerwy na ryzyko ogólne Fundusz wygenerował najwyższy jak dotąd wynik w wysokości 450 tys. zł, na co największy wpływ miał znaczny wzrost dochodów z lokat środków pieniężnych.

* Oprócz kwoty 15 mln zł z PARP w ramach programu SPO-WKP, Fundusz otrzymał także 2 mln zł z Agencji Nieruchomości Rolnych oraz 1 mln zł z Polskiej Fundacji Przedsiębiorczości.

Tabela 3.2 Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. – skorygowany wynik finansowy (tys. zł)

Lp.	Wynik skorygowany	2007	2008	2009	I-III. 2010
1	Wynik skorygowany o dotacje	202,7	203,6	258,4	104,5
2	Wynik skorygowany o dotacje i zmiany stanu rezerwy na ryzyko ogólne	236,7	450,4	-75,1	104,5
3	Wynik skorygowany o dotacje, zmiany stanu rezerwy na ryzyko ogólne oraz bezpośrednie odpisy w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia	236,7	450,4	-1 827,3	271,4

W 2009 rok ZRFPK, w związku ze znacznym pogorszeniem jakości portfela poręczeń, musiał utworzyć wysokie rezerwy celowe na poręczenia zagrożone, w rezultacie czego (po skorygowaniu wyniku o wpływ salda rezerwy na ryzyko ogólne oraz bezpośrednich odpisów w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia) wynik finansowy Funduszu w ujęciu ekonomicznym osiągnął wysoką wartość ujemną (-1,8 mln zł), która przekracza łączną wartość skorygowanych zysków ZRFPK za poprzednie pięć lat.

Warto jednak nadmienić, że w I. kwartale b.r. Fundusz (głównie dzięki zmniejszeniu odpisu na kapitał specjalnego przeznaczenia) wypracował zysk w wysokości 271,4 tys. zł, a skorygowana strata liczona dla ostatnich czterech kwartałów zmniejszyła się do 1,0 mln zł.

3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

Bilans Zachodniopomorskiego Regionalnego Funduszu Poręczeń Kredytowych 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 2007-2009 oraz I. kwartału 2010 roku.

Aktywa

Struktura aktywów ZRFPK jest typowa dla działalności funduszu poręczeniowego: majątek spółki stanowią niemal wyłącznie aktywa krótkoterminowe (obrotowe).

Majątek trwały spółki stanowił w ostatnich latach zaledwie 0,1-0,3% łącznej wartości aktywów i składały się na niego głównie rzeczowe aktywa trwałe. W II. kwartale 2009 roku w skład aktywów trwałych weszła także kwota 50 tys. zł wykazana w pozycji A.IV – „inwestycje długoterminowe”, która związana jest z objęciem przez ZRFPK udziałów

w nowopowstałej spółce Krajowa Grupa Poręczeniowa Sp. z o.o. (będącej spółką celową powołaną do wspierania działalności funduszy poręczeniowych, których udziałowcem jest Bank Gospodarstwa Krajowego).

Tabela 3.3 Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. – bilans (aktywa) na koniec lat 2007-2009 oraz I. kw. 2010 r. (tys. zł)

Bilans - Aktywa	Na dzień 31.12.2007	Na dzień 31.12.2008	Na dzień 31.12.2009	Na dzień 31.03.2010
A. AKTYWA TRWAŁE	53,4	29,9	79,4	82,1
I. Wartości niematerialne i prawne	2,7	-	-	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	50,5	29,9	29,3	32,0
III. Należności długoterminowe	0,1	0,1	0,1	0,1
IV. Inwestycje długoterminowe	-	-	50,0	50,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-
B. AKTYWA OBROTOWE	26 147,8	30 410,4	31 659,4	31 810,2
I. Zapasy	1,2	1,0	0,5	0,7
II. Należności krótkoterminowe	55,1	25,7	8,6	879,9
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	55,1	25,7	8,6	879,9
a) z tytułu dostaw i usług	32,3	15,5	7,3	22,9
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	-	-	-	-
c) inne	22,8	10,2	1,3	0,5
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	856,4
III. Inwestycje krótkoterminowe	26 088,7	30 381,2	31 299,0	30 526,1
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	26 088,7	30 381,2	31 299,0	30 526,1
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	26 088,7	30 381,2	31 299,0	30 526,1
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	49,6	38,9	20,9	1 521,7
- inne środki pieniężne	26 039,1	30 342,3	31 278,1	29 004,4
- inne aktywa pieniężne	-	-	-	-
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	2,7	2,4	351,3	403,5
AKTYWA RAZEM	26 201,1	30 440,3	31 738,7	31 892,3

Na **aktywa obrotowe** Funduszu składały się praktycznie wyłącznie „inwestycje krótkoterminowe” (B.III). Bardzo drobne kwoty „zapasów” wykazywane w bilansie dotyczyły wpłaconych kaucji i zaliczek na poczet dostaw.

Do końca 2009 roku na „należności krótkoterminowe” składały się głównie „należności z tytułu dostaw i usług” (należne prowizje i opłaty związane z udzielanymi poręczeniami). W I. kwartale 2010 roku Fundusz wykazał jednak w tej pozycji (B.II.d – „należności dochodzone na drodze sądowej”) stosunkowo wysoką kwotę (856,4 tys. zł, stanowiącą

równowartość 2,7% łącznych aktywów spółki) należności związanej ze sporną wypłatą poręczenia na podstawie sądowego nakazu zapłaty (otrzymanego w lutym b.r.) na rzecz jednego z banków (kwota 800 tys. zł powiększona o odsetki i koszty postępowania sądowego). ZRFPK wniósł do sądu zarzuty do nakazu zapłaty. Sprawa ta jest obecnie rozpatrywana przez Sąd Okręgowy w Szczecinie, a w/w kwota dotyczy depozytu złożonego w sądzie do czasu rozstrzygnięcia sprawy.

„Inwestycje krótkoterminowe”, stanowiące w całym analizowanym okresie niemal całość majątku Spółki, składały się ze „środków pieniężnych na rachunkach” oraz „innych środków pieniężnych” (głównie lokat bankowych).

Kwoty „rozliczeń międzyokresowych” wykazane na koniec 2009 roku (351,3 tys. zł) oraz na koniec I. kwartału b.r. (403,5 zł) dotyczą głównie poniesionych wydatków na koszty przyszłych okresów, związanych z realizacją refinansowanego ze środków unijnych projektu szkoleniowego „Ze stoczni do własnej firmy”.

Suma bilansowa Funduszu rosła w ciągu ostatnich lat dynamicznie, na co największy wpływ miało podnoszenie kapitału zakładowego Spółki przez udziałowców oraz (w znacznie większym stopniu) otrzymywanie przez Fundusz kolejnych transzy dotacji z PARP w ramach programu SPO-WKP.

Pasywa

Struktura finansowania działalności ZRFPK nie odbiega od typowej dla funduszy poręczeniowych: większość (87-97%) pasywów stanowi **kapitał własny**. Warto przy tym zaznaczyć, że na podstawie przyjętych przez Fundusz zasad rachunkowości otrzymywane przez Fundusz dotacje z PARP (a wcześniej także dotacja z Polskiej Fundacji Przedsiębiorczości i subwencja z Agencji Nieruchomości Rolnych) księgowane były od razu (nawet przed zakończeniem programu SPO-WKP) bezpośrednio w pozycji A.X pasywów – „kapitał specjalnego przeznaczenia”.

W kontekście zaksięgowania otrzymanych przez ZRFPK dotacji z programu SPO-WKP do kapitałów własnych pozytywnie oceniamy fakt, że program ten został już zakończony, a Fundusz przeszedł w 2008 roku z wynikiem pozytywnym kontrolę PARP, w wyniku czego może traktować otrzymane dotacje jako rozliczone (co oznacza, że nie ma ryzyka wystąpienia w przyszłości konieczności ich zwrotu).

Tabela 3.4 Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. – bilans (pasywa) na koniec lat 2007-2009 oraz I. kw. 2010 r. (tys. zł)

Bilans - Pasywa	Na dzień 31.12.2007	Na dzień 31.12.2008	Na dzień 31.12.2009	Na dzień 31.03.2010
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	25 205,2	28 658,8	27 507,9	27 779,3
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	7 600,0	10 100,0	10 100,0	10 100,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	152,6	355,2	558,8	558,8
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	-	-	-	-
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	342,9	601,3
VIII. Zysk (strata) netto	202,7	203,6	258,4	104,5
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
X. Kapitał specjalnego przeznaczenia	17 250,0	18 000,0	16 247,8	16 414,7
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	995,9	1 781,5	4 230,8	4 113,0
I. Rezerwy na zobowiązania	795,3	1 556,1	3 612,9	3 607,2
1. Rezerwa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	795,3	1 556,1	3 612,9	3 607,2
II. Zobowiązania długoterminowe	-	100,0	100,0	100,0
III. Zobowiązania krótkoterminowe	200,6	125,4	146,6	34,6
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	200,6	125,4	146,6	34,6
- kredyty i pożyczki	100,0	-	-	-
- z tytułu dostaw i usług	22,1	23,6	15,8	1,0
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	73,4	80,9	124,7	33,6
- z tytułu wynagrodzeń	4,8	20,8	5,8	-
- inne	0,2	-	0,4	-
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	-	-	371,2	371,2
PASYWA RAZEM	26 201,1	30 440,3	31 738,7	31 892,3

Wzrost udziału „Zobowiązań i rezerw na zobowiązania” (z ok. 4% w latach 2006-2007 do 6% w roku 2008 i 13% obecnie) jaki miał miejsce w ciągu ostatnich dwóch lat związany był przede wszystkim ze wzrostem wartości rezerw na ryzyko związane z udzielanym poręczeniami (przy czym w roku 2009 wzrost ten dotyczył już tylko rezerw celowych; rezerwa ogólna została w tym czasie zmniejszona).

W latach 2004-2006 oraz 2008-2009 i w I. kw. 2010 r. Fundusz wykazywał kwotę 100 tys. zł „zobowiązań długoterminowych” (B.II), na którą składała się długoterminowa pożyczka, jaką ZRFPK otrzymał od Gminy Goleniów jako wkład tego samorządu na udzielanie poręczeń przedsiębiorcom z terenu gminy. W bilansie na koniec roku 2007 kwota ta została

wykazana jako zobowiązanie krótkoterminowe (w pozycji B.III.2), ponieważ zbliżał się wówczas termin spłaty pożyczki. Termin ten został jednak w roku 2008 przedłużony, w związku z czym pożyczka została ponownie zaksięgowana jako zobowiązanie długoterminowe.

Pozostałe zobowiązania Funduszu to stosunkowo drobne kwoty bieżących zobowiązań z tytułu dostaw i usług, podatku oraz wynagrodzeń.

Kwota „rozliczeń międzyokresowych” (poz. B.IV) wykazana na koniec 2009 roku i I. kwartału b.r. (371,2 tys. zł) dotyczy głównie dotacji do rozliczenia, związanej z projektem szkoleniowym „Ze stoczni do własnej firmy”.

Pozycje pozabilansowe

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

	2007	2008	2009	III.2010
Wartość aktywnych poręczeń na koniec okresu (tys. zł)	45 041	50 601	44 551	43 540
<i>Dynamika wartości poręczeń (r/r)</i>	70%	12%	-12%	-10%
Liczba aktywnych poręczeń na koniec okresu (szt.)	419	447	503	516
<i>Dynamika ilości poręczeń (r/r)</i>	33%	7%	13%	12%

Udzielane przez Fundusz poręczenia księgowane są jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe. Wartość portfela aktywnych poręczeń udzielonych przez ZRFPK rosła dynamicznie do roku 2007, po czym w roku 2008 wzrost ten uległ spowolnieniu, a w roku 2009 nastąpił spadek wartości aktywnych poręczeń (przy jednoczesnym lekkim wzroście ich liczby). Spadkowa tendencja kontynuowana była przy tym także w I. kwartale b.r.

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 nieco od rzeczywistej wartości kapitału (majątku), jaki stanowi zabezpieczenie udzielanych

przez Fundusz poręczeń, dla potrzeb analizy ryzyka dokonaliśmy korekty wartości kapitału poręczeniowego.

Według metodologii przyjętej przez Agencję Ratingową EuroRating aktualną wartość kapitału poręczeniowego oblicza się według formuły: (skorygowany) kapitał własny + otrzymane dotacje (jeśli zostały zaksięgowane w pozycjach pasywów innych niż kapitał własny oraz w ujęciu ekonomicznym mogą być traktowane jako składnik kapitału poręczeniowego) + rezerwa na ryzyko ogólne (rezerwa ta nie ma bezpośredniego związku z poręczeniami zagrożonymi).

W przypadku Zachodniopomorskiego Regionalnego Funduszu Poręczeń Kredytowych wartość kapitału własnego służąca do obliczenia skorygowanej wartości kapitału poręczeniowego na koniec 2009 roku i I. kwartału b.r. skorygowana została (*in minus*) o kwotę 50 tys. zł (księgowaną w aktywach w pozycji A.IV – „inwestycje długoterminowe”). Dotyczy ona objętych przez Fundusz udziałów w spółce specjalnego przeznaczenia Krajowa Grupa Poręczeniowa Sp. z o.o. 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.

Nie dokonaliśmy przy tym korekty wartości kapitału własnego o wartość „należności krótkoterminowych dochodzonych na drodze sądowej” (poz. B.II.2.d) występujących na koniec I. kwartału b.r. (kwota 856,4 tys. zł), ponieważ według uzyskanych przez nas informacji kwota ta nie stanowi na razie poręczenia wypłaconego (jest to depozyt złożony w sądzie do czasu rozstrzygnięcia sprawy). Ponadto w/w kwocie odpowiada rezerwa celowa utworzona jeszcze w 2009 roku. Rezerwa ta wpłynęła już zatem na obniżenie wartości kapitału własnego Funduszu.

Z uwagi na fakt, że ZRFPK księgował otrzymywane dotacje bezpośrednio w kapitale własnym nie ma potrzeby dokonywania korekt wartości kapitału poręczeniowego z tego tytułu. Zgodnie z podaną wcześniej formułą w skład kapitału poręczeniowego wchodzi przy tym również rezerwy na ryzyko ogólne według stanu na koniec poszczególnych okresów.

Tak obliczony skorygowany kapitał poręczeniowy [2] na koniec I. kwartału 2010 r. wynosił 28.143 tys. zł i był o 150 tys. zł niższy od wartości podawanej przez sam Fundusz (28.293 tys. zł). Do obliczeń wskaźników opartych na wartości kapitału poręczeniowego

(zaprezentowanych w tabeli 3.6) wykorzystane zostały wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego.

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

Lp.		2007	2008	2009	I-III. 2010
1	Kapitał poręczeniowy wyliczony przez Fundusz (tys. zł)	24 950	28 200	28 036	28 293
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	25 705	29 406	27 871	28 143
3	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	45 041	50 601	44 551	43 540
4	Mnożnik 1 = [3] / [1]	1,81	1,79	1,59	1,54
5	Mnożnik 2 (skorygowany) = [3] / [2] *	1,75	1,72	1,60	1,55
6	Liczba aktywnych poręczeń	419	447	503	516
7	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	107	113	89	84
8	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
9	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
10	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	13 332	12 578	9 525	9 167
11	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	667	629	476	458
12	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	29,6%	24,9%	21,4%	21,1%
13	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	51,9%	42,8%	34,2%	32,6%
14	Przeciętne największe poręczenie / Kap. poręczeniowy *	2,6%	2,1%	1,7%	1,6%
15	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	0	0	234	0
16	Wypłacone poręczenia brutto / Śr.stan akt. poręczeń	0,0%	0,0%	0,5%	0,0%
17	Wartość odzyskanych należn. z tyt.por. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	12	13	66	56
18	Wypłacone poręczenia netto / Śr. kapitał poręczeniowy *	-0,1%	0,0%	0,6%	-0,2%
19	Zysk (bez dotacji) za 4 kw. / Śr. kap. poręczeniowy *	1,0%	0,7%	0,9%	1,0%
20	Zysk (bez dot., zm.st.r.og. i odpisów) za 4 kw. / Śr.kap.por. *	1,1%	1,6%	-6,4%	-3,7%

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

Skala zaangażowania w akcję poręczeniową

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

Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych praktycznie od początku swojej działalności wykazywał stosunkowo wysoką aktywność w zakresie prowadzenia akcji poręczeniowej, efektywnie wykorzystując posiadany kapitał. Wartość portfela poręczeń udzielonych przez Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych już w roku 2005 przekroczyła wartość posiadanego przez Fundusz kapitału

poręczeniowego, po czym od końca 2006 roku wartość mnożnika [5] wzrosła do poziomu ok. 1,7.

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.

W latach 2007-2008 mnożnik utrzymywał się na poziomie zbliżonym do osiągniętego na koniec 2006 roku, przy jednocześnie nadal szybko rosnącej wartości kapitału poręczeniowego. Rok 2009 upłynął już jednak pod znakiem spadku łącznej wartości udzielonych poręczeń (mimo, iż liczba poręczeń udzielonych wzrosła w stosunku do poprzedniego roku). Przy relatywnie krótkiej przeciętnej zapadalności poręczeń znajdujących się w portfelu (70% poręczeń według ilości oraz 80% według wartości to poręczenia o zapadalności do 12 miesięcy), skutkowało to spadkiem wartości portfela poręczeń aktywnych na koniec roku o 12%. Przy stabilnej wartości kapitału poręczeniowego przełożyło się to na **obniżenie się poziomu skorygowanego mnożnika kapitałowego z 1,72 na koniec 2008 roku do 1,60 na koniec roku 2009**. Spadkowa tendencja wartości portfela poręczeń kontynuowana była przy tym także w I. kwartale b.r.

Wartość portfela poręczeń w relacji do kapitału Funduszu w ciągu ostatnich lat można było określić jako relatywnie niską i bezpieczną. Spadek wartości aktywnych poręczeń aktywnych, jaki miał miejsce w ciągu ostatnich kilku kwartałów oraz wynikające z tego nieznaczne obniżenie się poziomu mnożnika kapitałowego z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego oznacza zwiększenie (i tak dotychczas dość wysokiego) bezpieczeństwa Funduszu.

Władze Funduszu planują jednak zwiększenie liczby i wartości udzielanych poręczeń w dłuższym horyzoncie czasu. Przy założeniu utrzymania obecnej, stabilnej wartości kapitału poręczeniowego oznaczałoby to wzrost poziomu mnożnika, co jednak (ze względu na jego bezpieczny poziom) nie powinno przez dłuższy czas oznaczać nadmiernego zwiększenia ryzyka kredytowego Funduszu.

Ponadto należy wziąć pod uwagę fakt, że ZRFPK złożył w ostatnim czasie wniosek w konkursie na reporeczenia udzielane ze środków unijnych w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego na lata 2007-2013 (tzw. inicjatywa JEREMIE). W przypadku otrzymania przez Fundusz wsparcia w ramach tego programu może przełożyć się to na obniżenie poziomu skorygowanego mnożnika i tym samym umożliwi Funduszowi dalszy bezpieczny rozwój akcji poręczeniowej.

Koncentracja portfela poręczeń

Przeciętna wartość aktywnych poręczeń [7] znajdujących się w portfelu ZRFPK rosła systematycznie do roku 2008 (z poziomu ok. 46 tys. zł w roku 2004 do 113 tys. zł na koniec roku 2008). W jeszcze szybszym tempie rosła jednak także ogólna wartość portfela aktywnych poręczeń [3]. W rezultacie czego średnia wartość poręczenia w relacji do portfela aktywnych poręczeń [8] systematycznie spadała (z poziomu 0,9% w roku 2004 do 0,22% w roku 2008).

W 2009 roku ZRFPK udzielił większej liczby poręczeń niż rok wcześniej, lecz ich łączna wartość była niższa. Oznacza to, iż Fundusz udzielał w ostatnim czasie poręczeń o przeciętnie niższej wartości. Skutkowało to obniżeniem się wartości średniego aktywnego poręczenia zarówno w ujęciu nominalnym [7], jak i w relacji do sumy aktywnych poręczeń [8]. Tendencja ta była przy tym kontynuowana w I. kwartale b.r.

Zwiększając się stale dywersyfikację portfela (z i tak już wysokiego poziomu) z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu należy ocenić pozytywnie.

Dobrą dywersyfikację portfela poręczeń obrazuje także wskaźnik średniej wartości poręczenia do skorygowanego kapitału poręczeniowego [9], który w ostatnich latach charakteryzował się tendencją malejącą (z poziomu 0,5% w roku 2006 do 0,3% na koniec I. kwartału b.r.).

Również ekspozycję Funduszu na największe udzielane poręczenia [11] (licząc według zsumowanych łącznych ekspozycji na ryzyko poszczególnych klientów) można obecnie określić jako bezpieczną. Przepisy określają maksymalną wartość poręczenia w relacji do kapitału własnego funduszu poręczeniowego na poziomie 5% (według stanu na koniec marca b.r. byłaby to wartość ok. 1,4 mln zł). Taką też maksymalną wartość poręczeń udzielonych jednemu klientowi określa regulamin udzielania poręczeń ZRFPK.

W roku 2008 Zarząd Funduszu wprowadził przy tym dodatkowe ograniczenie maksymalnej ekspozycji na ryzyko jednego klienta w wysokości 600 tys. zł (w tym limit na poręczenia kredytów obrotowych wynosi 300 tys. zł), co odpowiada obecnie 2,1% kapitału poręczeniowego ZRFPK (w tym 1,1% w przypadku poręczeń kredytów obrotowych). Limity te należy w naszej opinii uznać za dość konserwatywne i zapewniające dużą dywersyfikację portfela poręczeń.

Dywersyfikację portfela poręczeń (liczoną według średniej wartości poręczenia oraz według największych udzielanych poręczeń) określamy jako bardzo dobrą. W kontekście analizy ryzyka portfela poręczeń korzystnie oceniamy także fakt, że pomimo iż Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych udziela poręczeń kredytów w walutach obcych (poręczenia tego typu kredytów mogą charakteryzować się wyższym ryzykiem z uwagi na istotny wpływ wahań kursów walut na sytuację finansową kredytobiorców), to jest ich w portfelu Funduszu bardzo mało.

Wyплаты poręczeń

W zakresie udzielania poręczeń Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych współpracuje obecnie z dwunastoma instytucjami finansowymi (wśród których znajdują się zarówno banki, jak i fundusze pożyczkowe), przy czym zdecydowaną większość poręczeń Fundusz udziela na rzecz jednego banku – PKO BP.

Obowiązujące zasady współpracy ZRFPK z bankami określają, że banki mogą 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. Można przypuszczać, że m.in. z tym faktem wiąże się dotychczasowa niska szkodowość portfela poręczeń ZRFPK.

Fundusz wypłacał dotychczas z tytułu poręczeń jedynie niewielkie kwoty w latach 2005-2006, a pierwszych większych wypłat (3 poręczenia na łączną kwotę 234 tys. zł, co odpowiadało 0,5% wartości całego portfela poręczeń) ZRFPK dokonał dopiero w I. kwartale 2009 roku. W późniejszym czasie Fundusz nie dokonywał wypłat, jednak należy wziąć pod uwagę, że w sądzie rozpatrywana jest obecnie sporna wypłata dużego poręczenia (na kwotę 800 tys. zł, która może być powiększona o odsetki karne oraz koszty sądowe) na rzecz jednego z banków. Kwota ta stanowi równowartość ok. 1,8% całego portfela poręczeń oraz 2,8% kapitału poręczeniowego Funduszu.

Dotychczasową niską szkodowość portfela poręczeń ZRFPK oceniamy pozytywnie. Bierzymy jednak pod uwagę wysokie prawdopodobieństwo pogorszenia sytuacji w tym zakresie, bowiem biorąc pod uwagę gwałtowny wzrost wartości utworzonych przez Fundusz w ciągu ostatnich kwartałów rezerw celowych, można spodziewać się, że pogorszenie jakości poręczanych kredytów (będące z pewnością w dużym stopniu efektem obserwowanego na przełomie 2008 i 2009 roku silnego pogorszenia koniunktury gospodarczej) może skutkować w kolejnych kwartałach podwyższonym wskaźnikiem wypłat poręczeń.

Ponadto należy wziąć pod uwagę fakt, że w przypadku współpracy funduszy poręczeniowych z bankami standardem rynkowym w zakresie zasad dotyczących wypłat poręczeń staje się obecnie regulacja zawarta w rekomendacji wydanej przez Związek Banków Polskich. Określa ona, iż banki będą miały prawo do występowania o wypłatę poręczenia już w momencie wypowiedzenia umowy kredytu i stwierdzeniu utraty zdolności kredytowej przez kredytobiorcę. Oznacza to zatem, że **Fundusz zobowiązany byłby do wypłaty kwoty poręczenia na żądanie banku i po jej dokonaniu przejąłby należność z tytułu udzielonego przez bank kredytu oraz musiałby przeprowadzać jej windykację we własnym zakresie.**

Jakkolwiek wprowadzenie w życie nowych zasad współpracy z bankami będzie dla ZRFPK wiązało się najprawdopodobniej ze wzrostem liczby wypłacanych poręczeń, to jednocześnie powinno (dzięki implementacji procedur i zasad działania, które stają się obecnie rynkowym standardem) zwiększyć transparentność działalności Funduszu, a także umożliwić Funduszowi nawiązanie współpracy z nowymi bankami. Skutkować to będzie możliwością dalszego zwiększania akcji poręczeniowej, a także zwiększeniem dywersyfikacji portfela poręczeń także w podziale na poszczególne instytucje finansowe.

Nowe zasady współpracy z bankami oznaczać będą przerwienie na Fundusz w znacznie szerszym zakresie obowiązku przeprowadzania windykacji nie spłacanych kredytów. W zakresie odzyskiwania należności z tytułu wypłaconych poręczeń ZRFPK współpracuje z zewnętrzną kancelarią prawną. Dotychczasową skuteczność windykacji poręczeń wypłaconych (wskaźnik sumy poręczeń odzyskanych do sumy poręczeń wypłaconych wynosił na koniec I. kwartału b.r. 32%) można ocenić jako relatywnie dobrą. Ze względu jednak na jeszcze dość krótki czas, jaki upłynął od wypłaty przez ZRFPK pierwszych większych poręczeń (I. kwartał 2009 r.) oraz niewielką liczbę i wartość wypłaconych poręczeń, ocena tego obszaru działalności Funduszu nie może być jeszcze zbyt wiarygodna.

Rentowność kapitału

Ze względu na fakt, że ZRFPK nie księgował otrzymywanych dotacji poprzez rachunek zysków i strat, nie miały one wpływu na księgową wartość zysku netto. W celu oceny faktycznej rentowności Funduszu w ujęciu ekonomicznym, należy jednak dokonać korekty księgowej wartości zysku netto o kwoty utworzonej (bądź też rozwiązanej) rezerwy na ryzyko ogólne (która, w odróżnieniu od rezerw celowych, nie jest związana z poręczeniami zagrożonymi). Ponadto konieczne jest dokonanie korekt związanych z faktem dokonywania przez Fundusz odpisów na rezerwy celowe na poręczenia zagrożone bezpośrednio (tj. z pominięciem RZiS) w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia. Kwestie te zostały omówione wcześniej w punkcie 3.1 (patrz: tabela nr 3.2).

ZRFPK w latach 2004-2008 generował stale dodatni skorygowany wynik netto. W 2009 roku nastąpiło jednak (głównie na skutek silnego pogorszenia sytuacji gospodarczej) istotne pogorszenie jakości poręczanych przez Fundusz kredytów. Fundusz musiał zatem utworzyć w tym czasie wysokie rezerwy celowe (wskaźnik pokrycia portfela aktywnych poręczeń rezerwami celowymi wzrósł z 1,6% na koniec 2008 roku do aż 7,2% na koniec 2009 roku), co w sposób znaczący obciążało wynik finansowy ubiegłego roku. Po skorygowaniu księgowej wartości wyniku netto o saldo rozwiązanej w tym czasie rezerwy na ryzyko ogólne oraz wartość utworzonych odpisów w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia, **Fundusz wygenerował w 2009 roku stratę w wysokości 1,8 mln zł, odpowiadającą aż 6,4% średniorocznej wartości kapitału poręczeniowego.**

Utworzenie wysokich rezerw celowych na poręczenia zagrożone nie musi jednak oznaczać, że należy spodziewać się w najbliższym czasie wypłat kwot poręczeń w pełni odpowiadających utworzonym rezerwom. Według uzyskanych przez nas informacji od kierownictwa Funduszu część dodatkowych rezerw wynika bowiem nie tyle ze zwiększających się opóźnień w spłacie kredytów, co z zaostrzenia w ostatnim czasie przez banki kryteriów oceny ryzyka kredytobiorców.

Ponadto negatywny wydzźwięk wysokiej straty wygenerowanej w roku ubiegłym łagodzi nieco fakt, że w I. kwartale b.r. Fundusz (głównie dzięki zmniejszeniu odpisu na kapitał specjalnego przeznaczenia) wypracował dodatni skorygowany wynik finansowy w wysokości 271,4 tys. zł, a skorygowana strata liczona dla ostatnich czterech kwartałów zmniejszyła się do 1,0 mln zł.

Gwałtowny wzrost wartości rezerw celowych i związany z tym stosunkowo wysoki ujemny wynik finansowy wygenerowany w roku 2009 oceniamy negatywnie. Bierzemy jednak pod uwagę fakt, że strata ta ma na razie tylko „papierowy”

charakter (nie towarzyszył jej jak dotąd duży wzrost wartości wypłat poręczeń), a ponadto sytuacja w tym zakresie uległa poprawie w I. kwartale bieżącego roku.

3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń

Polityka tworzenia rezerw

Pierwszy regulamin określający zasady tworzenia rezerw przez Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych został wdrożony w 2006 roku. Po zmianach dokonanych w grudniu 2007 roku, obecne zasady tworzenia rezerw określają, że zmiana poziomu rezerw następuje co najmniej raz na kwartał (co oceniamy 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).

Nasze zastrzeżenia budzi fakt, że **Fundusz nie tworzy rezerw celowych na poręczenia kredytów zaklasyfikowanych jako „pod obserwacją” (opóźnienie w spłacie kapitału lub odsetek od 1 do 3 miesięcy) oraz „poniżej standardu” (opóźnienie w spłacie od 3 do 6 miesięcy)**. Dopiero dla kategorii „wątpliwe” (opóźnienie w spłacie od 6 do 12 miesięcy) tworzona jest rezerwa w wysokości 50%, a dla poręczeń kredytów „straconych” (opóźnienie powyżej 12 miesięcy) tworzona jest rezerwa na poziomie 100%. W naszej opinii tworzenie pierwszych rezerw dopiero dla poręczeń kredytów, których opóźnienia spłaty przekraczają pół roku może nie być wystarczająco konserwatywne i w pewnych wypadkach może nie zapewniać prawidłowego odzwierciedlenia w rachunku zysków i strat (oraz bilansie) ryzyka z tytułu udzielonych poręczeń.

Regulamin określa także zasady tworzenia rezerwy na ryzyko ogólne. Warto w tym miejscu podkreślić, że Fundusz rozpoczął tworzenie tej rezerwy już w roku 2004. Według zapisów obecnego regulaminu rezerwa na ryzyko ogólne powinna wynosić maksymalnie 1,5% wartości portfela aktywnych poręczeń. O dokładnej wysokości tego współczynnika decyduje Zarząd funduszu.

Taki **wskaźnik rezerwy ogólnej można naszym zdaniem określić jako minimalny wymagany**, jakkolwiek (co miało miejsce w I. półroczu 2009 roku) w sytuacji wystąpienia konieczności utworzenia znaczących rezerw celowych, rezerwa ogólna w tej wysokości może nie zapewniać Funduszowi w sposób wystarczający możliwości łagodzenia

wpływu wahań jakości portfela poręczeń na księgową wartość wyniku finansowego. Z punktu widzenia dokonywanej przez nas oceny ryzyka kredytowego nie ma to jednak większego znaczenia, bowiem zgodnie z przyjętą przez EuroRating metodologią wartość wyniku finansowego oraz kapitału poręczeniowego Funduszu jest i tak korygowana o saldo zmian wartości rezerwy na ryzyko ogólne.

Wartość utworzonych rezerw

Wartość utworzonych przez Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych rezerw według stanu na koniec lat 2007-2009 oraz na koniec I. kwartału 2010 roku, w podziale na rezerwę na ryzyko ogólne i rezerwy celowe, w odniesieniu do sumy aktywnych poręczeń oraz do skorygowanego kapitału poręczeniowego, przedstawia tabela nr 3.7.

Tabela 3.7 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	XII.2007	XII.2008	XII.2009	III.2010
Rezerwy celowe (tys. zł)	295,2	809,1	3 198,7	3 190,2
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	500,2	747,0	413,5	413,5
Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)	795,3	1 556,1	3 612,2	3 603,7
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia	0,7%	1,6%	7,2%	7,3%
Rezerwa na ryz.ogólne / Aktywne poręczenia	1,1%	1,5%	0,9%	0,9%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia	1,8%	3,1%	8,1%	8,3%
Rezerwy celowe / Skorygow. kapitał poręczeniowy	1,1%	2,8%	11,5%	11,3%
Rezerwa na ryz.ogólne / Skoryg. kapitał poręczeniowy	1,9%	2,5%	1,5%	1,5%
Rezerwy razem / Skorygow. kapitał poręczeniowy	3,1%	5,3%	13,0%	12,8%

Wartość rezerw celowych wzrosła w ostatnim czasie bardzo silnie, przy czym większość tego wzrostu miała miejsce w ubiegłym roku (rezerwy celowe wzrosły wówczas czterokrotnie, do kwoty 3,2 mln zł, stanowiącej równowartość 7,2% portfela aktywnych poręczeń).

W celu złagodzenia wpływu utworzonych rezerw celowych na księgowy wynik finansowy kierownictwo Funduszu zdecydowało o rozwiązaniu w I. półroczu 2009 roku całej rezerwy na ryzyko ogólne (która na koniec 2008 roku – zgodnie z zapisami regulaminu tworzenia rezerw – odpowiadała 1,5% wartości portfela aktywnych poręczeń).

Poprawa księgowej wartości wyniku finansowego netto Funduszu w IV. kwartale ub.r. (co nastąpiło głównie dzięki przeniesieniu części rezerw celowych w ciężar bezpośrednich

odpisów w kapitał specjalnego przeznaczenia) pozwoliła Funduszowi na częściowe odbudowanie rezerwy na ryzyko ogólne, która na koniec roku odpowiadała 0,9% wartości portfela poręczeń.

Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu duży wzrost rezerw celowych należy zaliczyć do czynników negatywnych. Może on być bowiem zapowiedzią silnego wzrostu wartości wypłat poręczeń w ciągu najbliższych kilku kwartałów. O ostatecznym wpływie tego czynnika na ryzyko Funduszu zdecyduje faktyczna szkodowość portfela oraz przyszła tendencja w zakresie wartości rezerw celowych.

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 ostatnim 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.

Choć sytuacja pod względem koniunktury i wzrostu PKB poprawia się już od połowy 2009 roku, to jednak nie należy raczej oczekiwać szybkiego powrotu do dynamicznego wzrostu gospodarczego, jaki miał miejsce w latach 2006-2007. Prognozy realnej dynamiki PKB mówią obecnie najczęściej o wzroście w latach 2010-2011 o około 3,0-3,5%. Takie tempo rozwoju gospodarki jest poniżej tzw. długoterminowego potencjalnego wzrostu i oznaczać będzie ono, że firmy nadal nie będą w stanie wykorzystywać w pełni mocy produkcyjnych, bezrobocie nie będzie spadało, a realne płace (oraz popyt wewnętrzny) nie będą wyraźnie rosły.

Należy zatem oczekiwać, że sytuacja finansowa znacznej części przedsiębiorstw będzie nadal dość trudna, a ponadto poprawa w tym obszarze będzie następować ze znacznym opóźnieniem w stosunku do ogólnej koniunktury gospodarczej.

Podsumowując – bieżącą i prognozowaną na najbliższe kilka kwartałów koniunkturę gospodarczą w Polsce należy określić jako umiarkowanie korzystną. Nie musi ona jednak

automatycznie przekładać się na poprawę sytuacji firm znajdujących się w złej kondycji finansowej – co dotyczy w szczególności przedsiębiorstw z sektora MŚP. Nadchodzące kwartały dla krajowych funduszy poręczeniowych mogą więc upłynąć pod znakiem utrzymywania się ryzyka portfela poręczeń na podwyższonym poziomie.

Historia kredytowa i stabilność sytuacji finansowej Funduszu

Od momentu rozpoczęcia przez Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych działalności operacyjnej (tj. od roku 2003) sytuacja finansowa Funduszu była bardzo dobra i stabilna. W całym analizowanym okresie portfel udzielonych przez ZRFPK poręczeń charakteryzował się jak dotąd bardzo niską szkodowością. Dochody uzyskiwane z lokat środków pieniężnych pozwalały przy tym do roku 2008 włącznie na osiągnięcie przez Fundusz dodatniego wyniku finansowego.

Pewnemu pogorszeniu sytuacja Funduszu uległa jednak w roku 2009, kiedy to (głównie na skutek silnego pogorszenia koniunktury gospodarczej), miało miejsce istotne pogorszenie jakości portfela poręczeń, w rezultacie czego Fundusz zmuszony był do utworzenia wysokich rezerw celowych. Wpłynęło to jednocześnie na wygenerowanie przez Fundusz po raz pierwszy ujemnego skorygowanego wyniku finansowego, odpowiadającego równowartości 6,4% średniorocznego kapitału poręczeniowego. Sytuacja uległa jednak pewnej poprawie w I. kwartale bieżącego roku, kiedy to (głównie dzięki ustabilizowaniu się wartości rezerw celowych oraz spadkowi odpisu w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia) ZRFPK osiągnął już dodatni wynik finansowy.

ZRFPK od początku swojej działalności wykorzystywał posiadany kapitał poręczeniowy w sposób stosunkowo efektywny. Mnożnik kapitałowy przekroczył poziom 1,0 już w roku 2005, po czym w roku 2006 wzrósł do ok. 1,7. W latach 2007-2008 mnożnik utrzymywał się na zbliżonym poziomie (przy nadal rosnącej wartości kapitału poręczeniowego). W roku ubiegłym wartość portfela poręczeń po raz pierwszy jednak obniżyła się, co przełożyło się na spadek mnożnika do poziomu 1,6 (spadkowa tendencja była przy tym kontynuowana w I. kwartale b.r.). Wartość mnożnika ZRFPK w ostatnich latach oceniamy jako relatywnie niską i bezpieczną. Jej lekki spadek, jaki miał miejsce w ciągu ostatnich kilku kwartałów, oznacza dodatkowo zwiększenie bezpieczeństwa Funduszu w tym obszarze oceny ryzyka.

Fundusz nie miał dotychczas żadnych problemów z wywiązywaniem się ze zobowiązań wynikających z udzielonych poręczeń (nie zaliczamy przy tym do tej kategorii spornej wypłaty poręczenia z I. kwartału b.r., która jest obecnie rozpatrywana przez sąd – problem

z realizacją tej wypłaty ma bowiem wyłącznie charakter prawny). Nie występowały także okresy podwyższonego ryzyka kredytowego.

Do oceny dotychczasowej sytuacji finansowej Funduszu należy jednak podchodzić ostrożnie. Wiąże się to m.in. z silnym pogorszeniem w ciągu ostatnich kilku kwartałów jakości portfela poręczeń, co może skutkować istotnym wzrostem wartości wypłat poręczeń. Na szkodowość portfela w perspektywie długoterminowej istotny wpływ może mieć przy tym także nowa rekomendacja Związku Banków Polskich w zakresie zasad współpracy banków z funduszami poręczeniowymi, która może oznaczać konieczność dokonania zmian warunków współpracy Funduszu z bankami (głównie w zakresie wypłat poręczeń).

Bezpieczeństwo i efektywność lokat środków pieniężnych

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

Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych lokował dotychczas posiadane środki pieniężne wyłącznie w depozytach bankowych oraz bonach skarbowych. Co do zasady 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.

ZRFPK inwestował w bony skarbowe do roku 2007. W późniejszym czasie (ze względu na pogorszenie opłacalności zakupu bonów skarbowych) środki lokowane były już tylko w bankowych depozytach terminowych.

W przypadku depozytów bankowych ZRFPK lokował środki dotychczas w sześciu bankach. Strukturę lokat ZRFPK na koniec I. kwartału b.r. przedstawia tabela nr 3.8.

W kontekście dokonywanych przez Fundusz inwestycji pozytywnie oceniamy fakt, że ZRFPK posiada regulamin inwestowania środków pieniężnych. Regulamin ten określa m.in. zakres instrumentów finansowych, w które Fundusz może inwestować.

W obecnym regulaminie nie ma jednak żadnych ograniczeń dotyczące koncentracji portfela lokat. W rezultacie Fundusz

Tabela 3.8 Struktura inwestycji Funduszu na koniec I. kwartału 2010 r.

	31.03.2010
Bank # 1	35,9%
Bank # 2	26,8%
Bank # 3	24,6%
Bank # 4	12,7%
Razem lokaty bankowe	100,0%

okresowo urzymywał nawet 2/3 posiadanych środków pieniężnych w jednym banku. Pozytywnie oceniamy w tym kontekście istotne zmniejszenie przez Fundusz w ciągu ostatnich trzech kwartałów koncentracji portfela lokat. Obecną dywersyfikację środków pieniężnych pomiędzy poszczególne banki oceniamy jako wystarczającą.

Z uzyskanych przez nas informacji wynika, iż ZRFPK planuje wprowadzić w najbliższym czasie nowe regulacje wewnętrzne dotyczące koncentracji portfela lokat oraz kryteriów wyboru banków, którym Fundusz powierza środki. Maksymalna wartość lokat w jednym banku ma stanowić 35% środków finansowych Funduszu, a wiarygodność finansowa banków ma być oceniana na podstawie wartości współczynnika wypłacalności oraz ocen ratingowych nadawanych poszczególnym bankom przez agencje ratingowe. Plan wprowadzenia tej procedury przez ZRFPK oceniamy pozytywnie, bowiem zapewni to utrzymanie odpowiedniej dywersyfikacji portfela lokat Funduszu oraz dokonywanie wyboru banków na podstawie wiarygodnych kryteriów.

Jakkolwiek ogólne ryzyko kredytowe portfela lokat Funduszu oceniamy obecnie jako stosunkowo niskie, uważamy, iż można rozważyć, czy Fundusz nie powinien zmniejszyć uzależnienia bezpieczeństwa (obecnie całości) swoich aktywów od kondycji sektora bankowego, lokując stale pewną część środków w instrumenty dłużne emitowane przez Skarb Państwa i/lub w jednostki funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego. Celowość takich inwestycji należałoby jednak 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. Według stanu na koniec I. kwartału 2010 roku około połowy środków ZRFPK miał ulokowane w depozytach bankowych o terminach zapadalności od 6 do 12 miesięcy. Płynność portfela lokat Funduszu oceniamy obecnie jako wystarczającą.

Struktura branżowa udzielonych poręczeń

Prezentację struktury portfela aktywnych poręczeń Zachodniopomorskiego Regionalnego Funduszu Poręczeń Kredytowych w podziale na główne sektory gospodarki, według stanu na koniec lat 2008 i 2009 oraz na koniec I. kwartału 2010 roku przedstawia tabela nr 3.9.

Tabela 3.9 ZRFPK – struktura branżowa aktywnych poręczeń

Branża	XII.2008	XII.2009	III.2010
usługi (w tym transport)	40,2%	37,7%	39,3%
handel	29,7%	35,2%	34,5%
budownictwo	15,6%	13,1%	13,3%
produkcja	13,8%	13,3%	12,1%
inne	0,7%	0,7%	0,7%
RAZEM	100,0%	100,0%	100,0%

Dywersyfikację udzielonych przez ZRFPK poręczeń w ujęciu branżowym oceniamy jako wystarczającą, jednakże należy zastrzec, iż w przypadku ewentualnego zwiększenia udziału sektora usług w portfelu poręczeń, będzie już można mówić o nieco nadmiernej ekspozycji Funduszu na ten segment gospodarki.

Stosowane procedury wewnętrzne

Istniejące w Zachodniopomorskim Regionalnym Funduszu Poręczeń Kredytowych procedury wewnętrzne regulują większość najważniejszych obszarów działalności tej instytucji:

- „Regulamin poręczeń kredytowych” określa ogólne zasady i procedury dotyczące udzielania poręczeń; precyzuje grono podmiotów uprawnionych do ubiegania się o poręczenie; ogranicza maksymalną wartość udzielanych poręczeń do wysokości 70% kwoty poręczanego kredytu (60% w przypadku pożyczek) oraz łączne zaangażowanie na rzecz jednego przedsiębiorcy do wysokości 5% kapitału poręczycielskiego Funduszu (dodatkowo rozporządzenie Zarządu ogranicza łączną ekspozycję na ryzyko jednego przedsiębiorcy do kwoty 600 tys. zł);
- „Regulamin organizacyjny” szczegółowo opisuje strukturę organizacyjną spółki oraz zakres odpowiedzialności poszczególnych komórek organizacyjnych;
- „Procedury udzielania poręczeń” wraz z załącznikami szczegółowo określają tryb postępowania z wnioskami kredytowymi (oraz w terminie późniejszym z udzielonymi poręczeniami), a także – wraz z obowiązującą w Funduszu metodologią oceny ryzyka poręczeniowego (zgodną ze zunifikowaną metodologią oceny ryzyka opracowaną w ramach Krajowej Grupy Poręczeniowej) – opisują sposób przeprowadzania analizy ryzyka kredytowego wnioskodawców (w oparciu o system scoringowy);

- „Zasady tworzenia rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń” szczegółowo określają sposób, częstotliwość i wysokość tworzenia rezerw celowych oraz rezerwy na ryzyko ogólne;
- „Regulamin kapitału specjalnego przeznaczenia” opisuje zasady dokonywania odpisów w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia, związanych z kosztami ryzyka poręczeń udzielanych w ramach środków pochodzących z dotacji.
- „Ramowy regulamin inwestowania własnych środków finansowych” ogranicza listę instrumentów finansowych, w które Fundusz może lokować środki pieniężne wyłącznie do depozytów bankowych, papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski oraz jednostek uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego.

Planowane jest przy tym zastąpienie wymienionego na pierwszej pozycji „Regulaminu poręczeń kredytowych” nowym regulaminem, zgodnym ze wzorcowym regulaminem funduszy wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej. W przypadku ZRFPK najistotniejszymi zmianami wprowadzanymi przez nowy regulamin będą: zwiększenie maksymalnej wartości poręczenia do 80% kwoty kredytu (z obecnych 70%), a także możliwość zwracania się przez banki o wypłaty poręczeń bez konieczności przeprowadzenia wcześniejszej egzekucji należności z majątku dłużnika.

Dodatkowo Fundusz planuje wdrożyć także nowy „Regulamin udzielania poręczeń portfela transakcji wystandaryzowanych” (czyli tzw. poręczeń portfelowych), a także wprowadzić nową procedurę lokowania środków pieniężnych, ograniczającą koncentrację portfela lokat i określającą kryteria wyboru instytucji finansowych, którym Fundusz powierza posiadaną gotówkę.

Generalnie obowiązujące (lub planowane do wprowadzenia) w Zachodniopomorskim Regionalnym Funduszu Poręczeń Kredytowych procedury wewnętrzne oceniamy pozytywnie.

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 maj 2010 roku w spółce zatrudnionych było 11 osób (łącznie na 9 i 9/10 etatu). Oceniamy, że liczebność personelu dostosowana jest już w znacznym stopniu do planowanego zwiększenia (pod względem liczby i wartości udzielanych poręczeń) skali działalności Funduszu po pozyskaniu wsparcia w ramach RPO, a także do prowadzenia realizowanego obecnie projektu szkoleniowego.

Nieco podwyższone ryzyko operacyjne dotyczące sprawności prowadzenia bieżącej działalności Funduszu może wiązać się z faktem funkcjonowania jednoosobowego Zarządu Spółki. Z uzyskanych przez nas informacji wynika, że planowane jest udzielenie jednemu z pracowników prokury, dzięki czemu w przypadku wystąpienia konieczności czasowego zastępstwa Prezesa Zarządu bieżące działania Funduszu mogłyby być wspierane przez osobę pełniącą funkcję prokurenta spółki. Na dzień sporządzania niniejszego raportu decyzja w tej sprawie nie została jednak jeszcze podjęta.

Perspektywy rozwoju i plan finansowy

Długoterminowy plan strategiczny Zachodniopomorskiego Regionalnego Funduszu Poręczeń Kredytowych zakłada zwiększanie liczby i wartości udzielanych poręczeń. Wewnętrzne regulacje Funduszu nie narzucają maksymalnego poziomu mnożnika, jednak z uzyskanych przez nas informacji wynika, że **władze Funduszu w perspektywie średnioterminowej planują osiągnięcie maksymalnego mnożnika na poziomie 3,0**. W naszej ocenie taką docelową wartość mnożnika nadal będzie można uznać za bezpieczną.

W celu zwiększenia akcji poręczeniowej ZRFPK zamierza w niedługim czasie uruchomić także udzielanie **poręczeń portfelowych**. Docelowa wartość tego typu poręczeń ma wynieść 10 mln zł.

Na sytuację finansową Funduszu i jego możliwości dalszego zwiększania akcji poręczeniowej dość istotny wpływ może mieć perspektywa otrzymania w ciągu kilku najbliższych kwartałów wsparcia ze środków unijnych w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego na lata 2007-2013, który w województwie zachodniopomorskim 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 będą udzielane w wysokości do 80% w przypadku poręczeń o wartości do 200 tys. zł, oraz do 50% w przypadku poręczeń o wartości od 200 do 500 tys. zł. Nie będzie przy tym obowiązywał limit szkodowości reporeczanych poręczeń.

Przy założeniu, że ZRFPK przy udzielaniu poręczeń w ramach środków z programu JEREMIE będzie ekspozycyjny na ryzyko odpowiadające tylko 20%-50% kwoty tych poręczeń, **istotnej korekcie podlegać będzie formuła wyliczania skorygowanego mnożnika kapitałowego**, obliczanego przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka

kredytowego Funduszu. Ze względu na fakt, że ZRFPK ryzykować będzie tylko częścią kwoty wartości poręczeń reporeczanych, licznik formuły skorygowanego mnożnika składać się będzie ze 100% sumy poręczeń udzielonych ze środków własnych ZRFPK oraz z odpowiedniego odsetka (w zależności od wartości poszczególnych poręczeń będzie to 20% lub 50%) sumy poręczeń reporeczanych.

Reporeczenia otrzymywane przez Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych w ramach programu JEREMIE pozwoliłyby Funduszowi na dalsze zwiększenie możliwości udzielania nowych poręczeń. Wzrost wartości portfela aktywnych poręczeń poprzez udzielanie kolejnym przedsiębiorcom poręczeń reporeczanych w ramach środków z inicjatywy JEREMIE będzie bowiem „obciążał” kapitały (i skorygowany mnożnik kapitałowy) jedynie w niewielkiej części kwot tych poręczeń. Istotne znaczenie może mieć przy tym także możliwość stopniowego „przesunięcia” części klientów Funduszu, których poręczenia będą odnawiane (w ciągu kolejnych kilku kwartałów po uzyskaniu przez Fundusz możliwości reporeczania udzielanych poręczeń) do portfela poręczeń udzielonych w ramach środków z JEREMIE. Dzięki temu **istniałaby nawet możliwość obniżenia poziomu skorygowanego mnożnika przy jednoczesnym zwiększaniu portfela poręczeń.**

Z uzyskanych przez nas informacji wynika, że ZRFPK złożył już wniosek o wsparcie Funduszu w ramach inicjatywy JEREMIE kwotą reporeczeń w wysokości 30 mln zł. Rozstrzygnięcie konkursu ma nastąpić w czerwcu b.r.

4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych w Szczecinie należy do grupy funduszy stosunkowo dużych pod względem wartości posiadanego kapitału poręczeniowego i jest jednym z największych 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 zachodniopomorskiego. Dywersyfikację portfela poręczeń pod względem geograficznym można więc ocenić jako dobrą.

Fundusz prowadzi działalność operacyjną od roku 2003. Do 2008 roku ZRFPK systematycznie powiększał zarówno wartość kapitału poręczeniowego (dzięki podnoszeniu kapitału zakładowego, jak również dzięki pozyskiwaniu dotacji – głównie z PARP w ramach programu SPO-WKP), jak i liczbę oraz wartość udzielanych poręczeń. Mnożnik kapitałowy

przekroczył poziom 1,0 już w roku 2005, po czym w latach 2007-2008 ustabilizował się (przy nadal rosnącej wartości kapitału poręczeniowego) na poziomie ok. 1,7. Rok 2009 upłynął jednak po raz pierwszy pod znakiem spadku (o 12% r/r) wartości portfela poręczeń aktywnych, co skutkowało lekkim obniżeniem się poziomu mnożnika (z 1,7 w roku 2008 do 1,6 na koniec 2009). Spadkowa tendencja wartości portfela poręczeń kontynuowana była przy tym w I. kwartale b.r.

Poziom mnożnika kapitału poręczeniowego w ciągu ostatnich lat można było określić jako relatywnie niski i bezpieczny. Spadek wartości aktywnej poręczeń aktywnych, jaki miał miejsce w ciągu ostatnich kilku kwartałów oraz wynikające z tego nieznaczne obniżenie się wartości mnożnika kapitałowego z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego oznacza zwiększenie (i tak dotychczas dość wysokiego) bezpieczeństwa Funduszu.

Dywersyfikację portfela poręczeń oceniamy jako bardzo dobrą, zarówno pod względem średniej wartości poręczenia, ekspozycji na ryzyko największych klientów, jak również (choć w nieco mniejszym stopniu) pod względem struktury branżowej. Korzystnie oceniamy także minimalny udział poręczeń kredytów denominowanych w walutach obcych.

W ciągu ostatnich lat szkodowość portfela poręczeń Funduszu była bardzo niska, co należy ocenić pozytywnie. Należy jednak liczyć się z pogorszeniem się sytuacji w tym zakresie, bowiem biorąc pod uwagę gwałtowny wzrost wartości utworzonych przez Fundusz w ciągu ostatnich kwartałów rezerw celowych, można spodziewać się, że spadek jakości poręczanych kredytów (będący w dużym stopniu efektem obserwowanego na przełomie 2008 i 2009 roku silnego pogorszenia koniunktury gospodarczej) może skutkować w kolejnych kwartałach podwyższonym wskaźnikiem wypłat poręczeń.

Pogorszenie jakości portfela i związana z tym konieczność utworzenia w ostatnim czasie wysokich nowych rezerw celowych skutkowały, po kilkuletnim okresie osiągnięcia dodatniego wyniku finansowego netto, wygenerowaniem przez ZRFPK w 2009 roku skorygowanej straty w wysokości 1,8 mln zł, odpowiadającej 6,4% średniorocznej wartości kapitału poręczeniowego.

Gwałtowny wzrost wartości rezerw celowych i związany z tym stosunkowo wysoki ujemny wynik finansowy wygenerowany w roku 2009 oceniamy negatywnie. Bierzemy jednak pod uwagę fakt, że strata ta ma na razie tylko „papierowy”

charakter (nie towarzyszył jej jak dotąd duży wzrost wartości wypłat poręczeń), a ponadto sytuacja w tym zakresie uległa poprawie w I. kwartale bieżącego roku.

Oceniając sposób lokowania posiadanych przez ZRFPK środków pieniężnych (stanowiących główne zabezpieczenie udzielanych poręczeń) stwierdzamy, iż Fundusz prowadzi stosunkowo bezpieczną politykę inwestycyjną. Pozytywnie oceniamy zmniejszenie w ciągu ostatnich kilku kwartałów (wcześniej zbyt wysokiej) koncentracji portfela lokat w podziale na poszczególne banki.

Na sytuację finansową i ryzyko ZFPK istotny wpływ może mieć perspektywa uzyskania przez Fundusz w niedługim czasie wsparcia ze środków unijnych w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego (tzw. inicjatywa JEREMIE). Polegać ma ono na uzyskiwaniu przez Fundusz reporeczeń do równowartości 80% kwot poręczeń udzielanych przez ZRFPK w ramach tego programu. Umożliwi to Funduszowi dalsze zwiększanie akcji poręczeniowej, a także skutkować może jednoczesnym zmniejszeniem poziomu skorygowanego mnożnika kapitałowego.

Podsumowując, sytuacja finansowa Zachodniopomorskiego Regionalnego Funduszu Poręczeń Kredytowych w Szczecinie jest w naszej opinii dobra i stabilna, a jego ryzyko kredytowe oceniamy jako niskie. Według przyjętej przez Agencję Ratingową EuroRating metodologii **na dzień sporządzania niniejszego raportu rating Funduszu zostaje podtrzymany na poziomie "A+". Perspektywa ratingu jest stabilna.**

5. Skala ratingów Agencji Ratingowej EuroRating

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

Grupa	Rating	Opis ryzyka
Poziom inwestycyjny	AAA	Najniższy 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-	Niskie prawdopodobieństwo wystąpienia niewypłacalności. 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 płynnej obsługi zobowiązań nawet w przypadku sprzyjających warunków gospodarczych. Niski lub bardzo niski poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
	D	Niewypłacalność lub toczące się postępowanie upadłościowe. Bez dodatkowego wsparcia z zewnątrz poziom odzyskania wierzytelności bardzo niski lub bliski zeru.

6. Warunki korzystania z ratingów

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

Ratingi kredytowe przyznawane 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 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 wynikać 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 przyznanego 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.