

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

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

**Ratingowa ocena
ryzyka kredytowego**

Agencja Ratingowa EuroRating

Warszawa

18.11.2011 r.

Główny analityk ratingowy: dr Mirosław Bajda

SPIS TREŚCI

1. Informacje o przyznanym 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	13
3.3 Analiza wskaźnikowa	18
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	25
3.5 Ocena czynników niefinansowych	28
4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego	34
5. Skala ratingów Agencji Ratingowej EuroRating	38
6. Warunki korzystania z ratingów	39

1. Informacje o przyznanym ratingu

1.1 Aktualny rating oraz historia ratingu Funduszu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data
A+	stabilna	18.11.2011
A+	stabilna	21.06.2011
A+	stabilna	10.03.2011
A+	stabilna	15.12.2010
A+	stabilna	27.09.2010
A+	stabilna	15.06.2010
A+	stabilna	29.03.2010
A+	stabilna	06.01.2010
A+	stabilna	06.10.2009

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 Regionalny 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.

W październiku 2010 roku ZRFPK podpisał z menedżerem projektu umowę operacyjną na wsparcie działalności poręczeniowej prowadzonej przez Fundusz ze środków unijnych w ramach tzw. inicjatywy JEREMIE, w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Zachodniopomorskiego na lata 2007-2013 (RPO). Wsparcie udzielone Funduszowi polega na udzielaniu przez menedżera projektu reporeczeń dla poręczeń udzielanych przez Fundusz. Limit reporeczeń przyznany Zachodniopomorskiemu RFPK wynosi 30 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 2008-2010 * oraz za okres I-IX.2011 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 polegał na doradztwie i prowadzeniu szkoleń dla byłych pracowników branży stoczniowej. Wartość projektu wynosiła 4,9 mln zł i było on w całości finansowany ze środków unijnych w ramach Programu Operacyjnego Kapitał Ludzki (POKL). Zakończenie projektu nastąpiło w kwietniu 2011 roku.

Przychody z tytułu realizacji projektu „Ze stoczni do własnej firmy” (księgowane w poz. A.II – „zmiana stanu produktów”) powiększały w sposób istotny łączną wartość przychodów ze sprzedaży w latach 2009-2010. Przychody te dotyczyły refundacji kosztów związanych z realizacją 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 2008-2010 i I-III. kw. 2011 r. (tys. zł)**

Rachunek zysków i strat	Za rok 2008	Za rok 2009	Za rok 2010	Za okres I-IX.2011
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY I ZRÓWN. Z NIMI	554,2	946,7	1 044,9	769,8
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	554,2	599,7	643,1	235,8
II. Zmiana stanu produktów	-	349,0	401,7	(596,5)
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	1 130,5
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	996,5	1 355,5	1 537,3	1 189,2
I. Amortyzacja	39,0	25,5	19,0	33,1
II. Zużycie materiałów i energii	16,5	34,1	24,8	19,4
III. Usługi obce	264,3	381,7	449,4	307,3
IV. Podatki i opłaty	29,9	2,9	1,9	0,4
V. Wynagrodzenia	457,7	733,8	775,4	563,4
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	116,7	132,4	127,3	106,2
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	72,5	45,3	139,5	159,3
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(442,3)	(406,8)	(492,4)	(419,3)
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	676,1	1 032,9	924,7	2 464,3
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	-	-	-	653,0
III. Inne przychody operacyjne	676,1	1 032,9	924,7	1 811,3
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	1 429,2	1 854,3	1 438,2	2 677,1
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	-	160,0	10,0
III. Inne koszty operacyjne	1 429,2	1 854,3	1 278,2	2 667,1
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(1 195,5)	(1 228,2)	(1 005,9)	(632,1)
G. PRZYCHODY FINANSOWE	1 622,1	1 709,9	1 338,1	1 007,2
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	1 622,1	1 709,9	1 321,6	949,3
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	9,4	25,8
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	7,1	32,1
V. Inne	-	-	-	-
H. KOSZTY FINANSOWE	4,8	6,7	111,5	22,2
I. Odsetki	4,8	6,7	111,5	15,1
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	7,1
IV. Inne	-	-	-	-
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	421,9	475,1	220,6	352,9
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	421,9	475,1	220,6	352,9
L. PODATEK DOCHODOWY	218,3	216,7	145,7	55,5
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIEJSZENIA ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	203,6	258,4	75,0	297,3

W pierwszej połowie roku 2011 nastąpiło rozliczenie końcowe projektu POKL. Całość poniesionych kosztów (648,4 tys. zł) została zaksięgowana w pozycji „koszty wytworzenia produktów na własne potrzeby” i została skorygowana w pozycji A.II „zmiana stanu produktów”. W pozycji A.III Fundusz od początku bieżącego roku księguje również otrzymywaną refundację kosztów operacyjnych ponoszonych w związku z realizacją projektu JEREMIE.

W ciągu pierwszych trzech kwartałów bieżącego roku miał miejsce istotny (ok. połowę w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego) spadek wartości „przychodów ze sprzedaży produktów” (poz. A.I). Wynikało to głównie z udzielania przez ZRFPK w ostatnim czasie głównie poręczeń w programie JEREMIE w ramach pomocy de minimis (Fundusz pobiera od tego typu poręczeń niższe prowizje).

Koszty operacyjne

Głównymi składnikami kosztów rodzajowych Funduszu są wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne (razem stanowiące w ostatnich latach ok. 55-60% łącznych kosztów działalności operacyjnej) oraz usługi obce (udział na poziomie 25-30%).

Wartość kosztów rodzajowych Funduszu rosła systematycznie w ciągu ostatnich lat. Zwiększenie liczby pracowników związane było głównie z planowanym uruchomieniem projektu szkoleniowego, a także z perspektywą pozyskania wsparcia ze środków unijnych w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego (inicjatywa JEREMIE). Ponadto 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 październik 2011 roku Fundusz zatrudniał łącznie 10 osób (na 10 pełnych etatów).

W latach 2004-2007 koszty działalności operacyjnej ZRFPK przekraczały o około 100-190 tys. zł wartość osiągniętych przychodów ze sprzedaży. W ciągu kolejnych trzech lat (2008-2010) wzrost kosztów w ujęciu nominalnym był nieco szybszy niż wzrost przychodów ze sprzedaży (wliczając w to refundację kosztów projektu POKL), w rezultacie czego wzrosła ujemna wartość wyniku brutto ze sprzedaży. Najwyższą jak dotychczas stratę ze sprzedaży (w wysokości 492,4 tys. zł) Fundusz osiągnął przy tym w roku ubiegłym.

W ciągu trzech kwartałów 2011 roku zarówno wartość poniesionych kosztów operacyjnych, jak również wartość straty brutto ze sprzedaży (m.in. dzięki przychodom

związanym z rozliczeniem kosztów realizacji projektu szkoleniowego „Ze stoczni do własnej firmy”), ustabilizowały się na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego.

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 w skali roku odpowiada ona równowartości ok. 1,9% kapitału poręczeniowego Funduszu) nie budzi przy tym jeszcze naszych obaw.

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

Do 2010 roku 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” Fundusz wykazywał zawiązywane rezerwy celowe na ryzyko poszczególnych poręczeń (pomniejszone o bezpośrednie odpisy w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia) oraz odpisy na tworzoną rezerwę na ryzyko ogólne.

Z kolei w pozycji D.III – „inne przychody operacyjne” ujmowane były rozwiązywane rezerwy, refundacja kosztów JEREMIE, a także 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 niezwiązanych 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 otrzymanej od PARP, dotacji w ramach SPO-WKP oraz subwencji z ANR. 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.

W okresie I-III. kw. 2011 roku wartość pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych wzrosła znacząco w porównaniu do roku poprzedniego. Związane było to m.in. z rozliczeniem całości kosztów i przychodów zakończonego projektu szkoleniowego POKL (koszty wykazane zostały w „innych kosztach operacyjnych”, a ich refundacja w poz. D.II – „dotacje”), a także z rozpoczęciem realizacji projektu JEREMIE. ZRFPK wykazuje w poz. E.III koszty prowizji od udzielanych poręczeń należne menadżerowi projektu JEREMIE (funkcję tą pełni Bank Gospodarstwa Krajowego), a w poz. D.III przychody z tytułu refundacji kosztów operacyjnych związanych z realizacją projektu.

Wynik z działalności operacyjnej Funduszu jest stale ujemny. Od 2008 strata na tym poziomie RZiS utrzymuje się przy tym na stabilnym poziomie ok. 1,0-1,2 mln zł.

Przychody i koszty finansowe

Na przychody finansowe Spółki w całym analizowanym okresie składały się niemal wyłącznie odsetki z lokat środków pieniężnych (poz. G.II). 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 przychody z odsetek wzrosły jeszcze nieznacznie, osiągając dotychczas najwyższy poziom 1,7 mln zł, po czym w roku ubiegłym zmalały o ok. 1/5 – głównie na skutek ogólnego spadku oprocentowania lokat bankowych. W ciągu trzech pierwszych kwartałów roku 2011 wartość przychodów finansowych ustabilizowała się na poziomie zbliżonym do osiągniętego w poprzednim roku.

W latach 2010-2011 Fundusz w łącznych przychodach finansowych wykazywał oprócz „odsetek” (poz. G.II) także niewielkie kwoty „zysku ze zbycia inwestycji” (poz. G.III) oraz

„aktualizacji wartości inwestycji” (poz. G.IV). Dotyczyły one aktualizacji wartości nabywanych przez ZRFPK obligacji komunalnych oraz jednostek funduszy inwestycyjnych.

Do roku 2009 Fundusz wykazywał znikome wartości kosztów finansowych, na które składały się głównie odsetki od zobowiązań budżetowych (rok 2008) oraz odsetki od pożyczki celowej (o wartości 100 tys. zł) otrzymanej od Gminy Goleniów (lata 2009-2010).

W roku 2010 na łączną kwotę 111,5 tys. zł kosztów finansowych składały się głównie odsetki (w wysokości 105,1 tys. zł) od wypłaconego spornego poręczenia.

W okresie I-III. kw. 2011 roku Fundusz wykazał koszty finansowe na kwotę 22,2 tys. zł, na którą składały się odsetki (w tym 12,8 tys. zł odsetek od wypłaconego poręczenia oraz 2,1 tys. zł odsetek dotyczących leasingu samochodu osobowego) oraz „aktualizacja wartości inwestycji” (7,1 tys. zł), dotycząca wyceny obligacji oraz jednostek funduszu inwestycyjnego.

Łącznie saldo przychodów i kosztów finansowych osiągało w ostatnich latach stale dodatnie i wysokie wartości (choć w roku 2010 miał miejsce znaczący spadek), istotnie przyczyniając się do osiąganego przez Spółkę ostatecznego wyniku finansowego.

Wynik brutto i netto

W ciągu ostatnich lat osiągnięte przez ZRFPK 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 metodyka 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 w latach 2004-2008 dotacji (z ANR, PFP, oraz w ramach programu SPO-WKP) poprzez rachunek zysków i strat, lecz bezpośrednio w bilansie (w pozycji A.X – „kapitał specjalnego przeznaczenia”), dotacje te nie miały wpływu na księgową wartość wyniku Funduszu.

Z kolei dotacja (poz. D.II.) wykazana w RZiS w roku bieżącym ma charakter refundacji poniesionych kosztów projektu POKL, co również nie wpłynęło na wynik finansowy jednostki. 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 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].

Kolejna istotna 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 otrzymanych z PARP, ANR oraz 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 2009 roku – na kwotę 1.752,2 tys. zł. W roku 2010 odpisy netto w ciężar KSP (pomniejszone o kwoty zmniejszające odpisy aktualizujące należności) wyniosły 450,6 tys. zł, a w ciągu pierwszych trzech kwartałów 2011 roku kwota odpisów netto wyniosła 578,7 tys. zł. O powyższe kwoty korygowana jest (*in minus*) wartość wyniku netto wykazywana w wierszu [3] w tabeli nr 3.2.

* 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	2008	2009	2010	I-IX.2011
1	Wynik skorygowany o dotacje	203,6	258,4	75,0	297,3
2	Wynik skorygowany o dotacje i zmiany stanu rezerwy na ryzyko ogólne	450,4	-75,1	-77,3	439,0
3	Wynik skorygowany o dotacje, zmiany stanu rezerwy na ryzyko ogólne oraz bezpośrednie odpisy w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia	450,4	-1 827,3	-527,9	-139,7

ZRFPK w latach 2004-2008 generował stale dodatni i ogólnie rosnący (choć stosunkowo niski) skorygowany wynik finansowy.

W roku 2009, głównie na skutek dużego wzrostu wartości utworzonych rezerw celowych na poręczenia zagrożone (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).

Ujemny poziom skorygowanego wyniku utrzymywał się przy tym także w roku 2010 oraz w ciągu pierwszych trzech kwartałów roku bieżącego, jednak wartość straty jest już znacznie niższa niż w roku 2009.

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 2008-2010 oraz na koniec III. kwartału 2011 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 0,1-0,4% 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 wykazywana 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 2008-2010 oraz III. kw. 2011 r. (tys. zł)

Bilans - Aktywa	Na dzień 31.12.2008	Na dzień 31.12.2009	Na dzień 31.12.2010	Na dzień 30.09.2011
A. AKTYWA TRWAŁE	29,9	79,4	140,8	133,6
I. Wartości niematerialne i prawne	-	-	0,6	7,6
II. Rzeczowe aktywa trwałe	29,9	29,3	90,1	76,0
III. Należności długoterminowe	0,1	0,1	-	-
IV. Inwestycje długoterminowe	-	50,0	50,0	50,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-
B. AKTYWA OBROTOWE	30 410,4	31 659,4	31 556,6	30 246,9
I. Zapasy	1,0	0,5	1,8	1,4
II. Należności krótkoterminowe	25,7	8,6	6,8	5,7
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	25,7	8,6	6,8	5,7
a) z tytułu dostaw i usług	15,5	7,3	6,6	5,6
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	-	-	-	-
c) inne	10,2	1,3	0,2	0,1
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	30 381,2	31 299,0	30 792,0	30 080,4
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	30 381,2	31 299,0	30 792,0	30 080,4
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	1 809,8	1 904,7
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	30 381,2	31 299,0	28 982,2	28 175,7
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	38,9	20,9	17,4	262,6
- inne środki pieniężne	30 342,3	31 278,1	28 959,6	27 880,9
- inne aktywa pieniężne	-	-	-	32,1
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	2,4	351,3	756,0	159,4
AKTYWA RAZEM	30 440,3	31 738,7	31 697,4	30 380,5

W ciągu ostatnich kilku kwartałów w skład aktywów trwałych wchodziła także niewielka kwota „wartości niematerialnych i prawnych” (A.I), na którą składała się zakupiona przez Fundusz aplikacja do obsługi wniosków o poręczenia oraz oprogramowanie biurowe.

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, a niewielkie „należności” dotyczą w większości należnych prowizji od udzielonych poręczeń.

„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), a od 2010 roku również z „inwestycji w pozostałych jednostkach” (B.III.1.b). W pozycji tej Fundusz wykazywał wartość zakupionych obligacji komunalnych oraz jednostek funduszu inwestycyjnego rynku pieniężnego.

Stosunkowo wysokie kwoty „rozliczeń międzyokresowych” wykazane na koniec 2009 roku (351,3 tys. zł) oraz na koniec 2010 roku (756 tys. zł) dotyczyły głównie poniesionych wydatków na koszty przyszłych okresów, związanych z realizacją refinansowanego ze środków unijnych projektu szkoleniowego „Ze stoczni do własnej firmy”. Koszty te w kwocie 648,4 tys. zł zostały rozliczone poprzez rachunek wyników w II. kwartale 2011 roku w związku z końcowym rozliczeniem projektu POKL.

Suma bilansowa Funduszu rosła dynamicznie do roku 2008, 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. Najwyższą do tej pory wartość sumy bilansowej 32,3 mln zł ZRFPK osiągnął w III. kwartale 2009 roku. Od tego momentu wartość ta zmniejsza się, głównie na skutek następujących w kolejnych okresach wypłat poręczeń.

Pasywa

Struktura finansowania działalności ZRFPK nie odbiega od typowej dla funduszy poręczeniowych: przytłaczającą większość (obecnie 88%) 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”.

Tabela 3.4 Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. – bilans (pasywa) na koniec lat 2008-2010 oraz III. kw. 2011 r. (tys. zł)

Bilans - Pasywa	Na dzień 31.12.2008	Na dzień 31.12.2009	Na dzień 31.12.2010	Na dzień 30.09.2011
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	28 658,8	27 507,9	27 132,3	26 665,3
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	10 100,0	10 100,0	10 100,0	10 100,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	355,2	558,8	1 160,1	1 160,1
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	-	-	-	-
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	342,9	-	75,0
VIII. Zysk (strata) netto	203,6	258,4	75,0	297,3
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
X. Kapitał specjalnego przeznaczenia	18 000,0	16 247,8	15 797,3	15 032,9
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	1 781,5	4 230,8	4 565,0	3 715,2
I. Rezerwy na zobowiązania	1 556,1	3 612,9	3 671,6	3 543,0
1. Rezerwa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	1 556,1	3 612,9	3 671,6	3 543,0
II. Zobowiązania długoterminowe	100,0	100,0	122,8	122,8
III. Zobowiązania krótkoterminowe	125,4	146,6	155,3	30,0
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	125,4	146,6	155,3	30,0
- kredyty i pożyczki	-	-	-	-
- z tytułu dostaw i usług	23,6	15,8	50,6	8,0
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	80,9	124,7	81,4	19,3
- z tytułu wynagrodzeń	20,8	5,8	12,4	-
- inne	-	0,4	10,9	2,7
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	-	371,2	615,3	19,5
PASYWA RAZEM	30 440,3	31 738,7	31 697,4	30 380,5

W latach 2008-2009 miał miejsce dość wyraźny wzrost udziału „Zobowiązań i rezerw na zobowiązania” w sumie pasywów (z ok. 4% w latach 2006-2007 do 6% w roku 2008 i 13% w roku 2009). Wynikało to przede wszystkim ze wzrostu 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 ciągu ostatnich dwóch lat wartość rezerw na poręczenia oraz ich udział w pasywach pozostaje na stabilnym poziomie, zbliżonym do osiągniętego na koniec 2009 roku.

Od 2004 roku Fundusz wykazuje 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. Według stanu na koniec roku 2010 i III. kwartału 2011 roku wartość „zobowiązań długoterminowych” powiększała dodatkowo kwota 22,8 tys. zł, dotycząca zobowiązania z tytułu leasingu finansowego zakupionego przez ZRFPK samochodu osobowego.

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

Wykazywane w pasywach bilansu „rozliczenia międzyokresowe” (poz. B.IV) dotyczyły głównie dotacji do rozliczenia, związanej z projektem szkoleniowym „Ze stoczni do własnej firmy” (od końca 2009 roku do I. kwartału 2011 roku) oraz dotacji projektu JEREMIE i umów leasingowych (od roku 2010 do III. kwartału b.r.).

Pozycje pozabilansowe

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

	2008	2009	2010	IX.2011
Wartość aktywnych poręczeń na koniec okresu (tys. zł)	50 601	44 551	37 461	37 555
w tym poręczenia reporeczane w ramach JEREMIE razem				14 633
w tym kwota reporeczana razem				10 910
<i>Dynamika wartości poręczeń (r/r)</i>	12%	-12%	-16%	-8%*
Liczba aktywnych poręczeń na koniec okresu (szt.)	447	503	552	584
w tym poręczenia reporeczane w ramach JEREMIE				209
<i>Dynamika ilości poręczeń (r/r)</i>	7%	13%	10%	9%*

* Dynamika dla stanu na koniec III. kw. 2011 r. liczona w odniesieniu do stanu z końca III. kw. 2010 r.

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. W latach 2009-2010 miał już miejsce systematyczny spadek wartości portfela poręczeń. Tendencja spadkowa była przy tym kontynuowana jeszcze w I. kwartale b.r. Łącznie wartość aktywnych poręczeń spadła z najwyższego dotychczas poziomu 50,6 mln zł, osiągniętego na koniec 2008 roku, do najniższego w ostatnim czasie poziomu 34,5 mln zł na koniec I. kwartału 2011 roku, tj. o 32%.

Warto przy tym zaznaczyć, że spadkowi wartości portfela poręczeń towarzyszył systematyczny wzrost liczby poręczeń aktywnych. Oznacza to, że ZRFPK udzielał w ostatnich latach większej liczby poręczeń, ale o mniejszej przeciętnej wartości jednostkowej.

W II. i III. kwartale b.r. miał już przy tym miejsce wzrost zarówno ilości, jak i wartości portfela poręczeń aktywnych, na co istotny wpływ miał fakt, iż ZRFPK rozpoczął wówczas na większą skalę udzielanie poręczeń reporeczanych w ramach JEREMIE (które dla Funduszu wiążą się z dużo niższym ryzykiem własnym).

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 metodyki oceny ryzyka funduszy poręczeniowych stosowanej przez Agencję Ratingową EuroRating **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 Zachodniopomorskiego Regionalnego Funduszu Poręczeń Kredytowych wartość kapitału własnego służąca do obliczenia skorygowanej wartości kapitału poręczeniowego od połowy 2009 roku korygowana jest (*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.

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

Lp.		2008	2009	2010	IX. 2011
1	Kapitał poręczeniowy wyliczony przez Fundusz (tys. zł)	28 200	28 036	27 545	27 168
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	29 406	27 871	27 344	27 011
3	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	50 601	44 551	37 461	37 555
4	w tym poręczenia reporęczane w ramach JEREMIE (tys. zł)				14 633
5	w tym kwota reporęczana razem (tys. zł)				10 910
6	Akt. poręczenia na koniec okresu - na ryzyku Funduszu (tys. zł)	50 601	44 551	37 461	26 645
7	Mnożnik 1 = [3] / [1]	1,79	1,59	1,36	1,38
8	Mnożnik 2 (skorygowany) = [6] / [2] *	1,72	1,60	1,37	0,99
9	Liczba aktywnych poręczeń	447	503	552	584
10	w tym poręczenia reporęczane w ramach JEREMIE				209
11	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	113	89	68	64
12	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
13	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,4%	0,3%	0,2%	0,24%
14	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	12 578	9 525	7 142	6 734
15	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	629	476	357	337
16	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	24,9%	21,4%	19,1%	17,9%
17	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	42,8%	34,2%	26,1%	24,9%
18	Przeciętne największe poręczenie / Kap. poręczeniowy *	2,1%	1,7%	1,3%	1,2%
19	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	0	234	800	1 872
20	Wypłacone poręczenia brutto / Śr.stan akt. poręczeń	0,0%	0,5%	2,0%	4,8%
21	Wartość odzyskanych należn. z tyt.por. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	13	66	0	0
22	Wypłacone poręczenia netto / Śr. kapitał poręczeniowy *	0,0%	0,6%	2,9%	6,8%
23	Wynik (bez dotacji) za 4 kw. / Śr. kap. poręczeniowy *	0,7%	0,9%	0,3%	0,8%
24	Wynik (bez dot., zm.st.r.og. i odpisów) za 4 kw. / Śr.kap.por. *	1,6%	-6,4%	-1,9%	-3,5%

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

Wartość kapitału własnego skorygowana została także na koniec roku 2010 oraz III. kwartału b.r. z analogicznego powodu o wykazywane wówczas drobne kwoty „wartości niematerialnych i prawnych”.

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 wyżej formułą w skład kapitału poręczeniowego wchodzi przy tym również rezerwa na ryzyko ogólne według stanu na koniec poszczególnych okresów.

Tak obliczony **skorygowany kapitał poręczeniowy [2] na koniec III. kwartału 2011 r. wynosił 27.011 tys. zł** i był o 158 tys. zł niższy od wartości podawanej przez sam Fundusz (27.168 tys. zł). Do obliczeń wskaźników opartych na wartości kapitału poręczeniowego (zaprezentowanych w tabeli 3.6) wykorzystane zostały wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego.

Skala zaangażowania w akcję poręczeniową

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

Jednym z najważniejszych wskaźników obrazujących ekspozycję funduszu poręczeniowego na ryzyko udzielonych poręczeń jest mnożnik kapitałowy. Zgodnie z metodyką przyjętą przez EuroRating, w przypadku funduszy poręczeniowych korzystających ze wsparcia w ramach programu JEREMIE skorygowany mnożnik oblicza się jako relację poręczeń aktywnych będących na ryzyku własnym funduszu [6] do wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego [2]. Wartość poręczeń na ryzyku własnym funduszu oblicza się natomiast odejmując od sumy wartości wszystkich aktywnych poręczeń [3] kwotę podlegającą reporeczeniu w ramach JEREMIE [5]. Jest to bowiem kwota, którą menedżer projektu JEREMIE zwraca Funduszowi w przypadku konieczności dokonania wypłat poręczeń reporeczonych w ramach tego programu.

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 [8] wzrosła do poziomu ok. 1,7. Wartość poręczeń aktywnych rosła w kolejnych latach w tempie zbliżonym do przyrostu wartości kapitału poręczeniowego, w rezultacie czego mnożnik utrzymywał się na stabilnym, stosunkowo wysokim poziomie 1,7-1,8 do połowy 2009 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.

Od III. kwartału 2009 roku poziom mnożnika ulegał jednak systematycznemu obniżaniu, na co do końca 2010 roku wpływ miał spadek wartości portfela poręczeń. W roku bieżącym wartość poręczeń zaczęła ponownie rosnąć, jednak z uwagi na fakt, że zdecydowana większość (ok. 80%) poręczeń udzielonych w okresie I-III. kw. 2011 roku podlegała reporeczeniom w ramach JEREMIE, skorygowany mnożnik (uwzględniający tylko ekspozycję własną Funduszu na ryzyko poręczeń – tj. bez kwot reporeczanych) uległ dalszemu obniżeniu i wynosi obecnie 0,99.

Spadek poziomu skorygowanego mnożnika do poziomu zbliżonego do 1,0 oznacza, że ZRFPK posiada obecnie pokrycie płynnymi środkami własnymi całej wartości warunkowych zobowiązań obciążających ryzyko własne Funduszu.

Ekspozycję Zachodniopomorskiego Regionalnego Funduszu Poręczeń Kredytowych na ryzyko udzielonych poręczeń mierzoną relacją poręczeń aktywnych na ryzyku Funduszu do posiadanego kapitału poręczeniowego można obecnie określić jako bardzo niską. Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego jest to zatem jeden z podstawowych czynników wpływających na wysoką wiarygodność finansową Funduszu.

Plan finansowy ZRFPK na lata 2011-2013 zakłada przy tym istotne zwiększenie akcji poręczeniowej Funduszu w najbliższym czasie. Ze względu na fakt, że duża część poręczeń będzie podlegała reporeczeniom w ramach JEREMIE, spodziewany wzrost wartości portfela poręczeń nie będzie najprawdopodobniej przekładał się na proporcjonalny wzrost poziomu mnożnika kapitałowego. Biorąc dodatkowo pod uwagę jego obecnie bardzo niski poziom, wzrost wartości portfela poręczeń przez dłuższy czas nie powinien oznaczać nadmiernego zwiększenia ryzyka kredytowego Funduszu.

Koncentracja portfela poręczeń

Przeciętna wartość aktywnych poręczeń [11] 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 [12] systematycznie spadała (z poziomu 0,9% w roku 2004 do 0,2% w latach 2007-2008).

Od roku 2009 ZRFPK udzielał już coraz mniej poręczeń w ujęciu wartościowym, jednak liczba udzielanych poręczeń utrzymywała się na relatywnie wysokim poziomie. Przełożyło się to na systematyczny spadek wartości przeciętnego aktywnego poręczenia w portfelu Funduszu: ze 113 tys. zł na koniec roku 2008 do 62-64 tys. zł w roku bieżącym. Relacja wartości przeciętnego poręczenia do portfela poręczeń utrzymywała się więc w ostatnich latach na bardzo niskim i bezpiecznym poziomie 0,2%.

Dobrą dywersyfikację portfela poręczeń obrazuje także wskaźnik średniej wartości poręczenia do skorygowanego kapitału poręczeniowego [13], który w ostatnich latach charakteryzował się tendencją malejącą (z poziomu 0,5% w roku 2006 do 0,23-0,24% w roku bieżącym).

Również ekspozycję Funduszu na największe udzielane poręczenia [14] (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 września b.r. byłaby to wartość ok. 1,3 mln zł). Taką też maksymalną wartość poręczeń udzielonych jednemu klientowi określa regulamin udzielania poręczeń ZRFPK.

Obecnie Fundusz posiada również dodatkowe ograniczenia maksymalnej wartości udzielanych poręczeń:

- 1) do 300 tys. zł dla poręczeń z własnych środków Funduszu
- 2) do 500 tys. zł dla poręczeń reporęczanych w ramach JEREMIE
- 3) do 700 tys. zł dla krótkoterminowych poręczeń pomostowych (udzielanych do momentu ustanowienia docelowego zabezpieczenia).

Limity te należy w naszej opinii uznać za konserwatywne i zapewniające dużą dywersyfikację portfela poręczeń.

Dywersyfikację portfela poręczeń (liczoną według średniej wartości poręczenia oraz według największych udzielanych poręczeń) określamy jako bardzo dobrą.

Wypłaty poręczeń

W zakresie udzielania poręczeń Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych współpracuje obecnie z siedemnastoma instytucjami finansowymi (wśród których znajduje się 12 banków oraz 5 funduszy pożyczkowych), przy czym zdecydowaną większość (ok. 3/4) poręczeń Fundusz udziela na rzecz jednego banku – PKO BP.

Do roku 2008 Fundusz wypłacał z tytułu poręczeń jedynie niewielkie kwoty w latach 2005-2006. Pierwszych większych wypłat (3 poręczenia na łączną kwotę 234 tys. zł [19], co odpowiadało 0,5% wartości całego portfela poręczeń [20]) ZRFPK dokonał dopiero w 2009 roku.

Wypłata w IV. kwartale 2010 roku spornego poręczenia na kwotę 800 tys. zł oraz kolejnych poręczeń w ciągu pierwszych trzech kwartałów 2011 roku sprawiła, że wartość wypłaconych poręczeń w ciągu czterech kwartałów (według stanu na koniec III. kwartału 2011 r.) wyniosła 1,87 mln zł. Kwota ta stanowi 4,8% średniorocznej wartości portfela poręczeń aktywnych [20].

Biorąc pod uwagę zerowy poziom odzyskanych w ostatnim czasie należności z tytułu wypłaconych poręczeń [21] (na co wpływ może mieć fakt, że większość wypłat była dokonywana niedawno) wskaźnik wypłat poręczeń netto (tj. po uwzględnieniu kwot odzyskiwanych) do średniorocznej wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego [22] wzrósł z 0,6% w roku 2009, do 2,9% w roku 2010 oraz 6,8% na koniec III. kwartału b.r.

Rosnącą wartość wskaźników szkodowości portfela poręczeń [20] oraz utraty kapitału na poręczeniach [22] z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego należy ocenić negatywnie. Przy ocenie wpływu bieżącej, podwyższonej wartości tych wskaźników na poziom ratingu ZRFPK bierzemy jednak pod uwagę fakt, że Fundusz istotnie zmniejszył w ostatnim czasie swoją ekspozycję na ryzyko poręczeń – zarówno poprzez znaczne zmniejszenie w latach 2009-2010 wartości portfela poręczeń, jak również uzyskując reporeczenia w ramach JEREMIE dla większości poręczeń udzielanych w ciągu ostatnich trzech kwartałów.

Ponadto bierzemy również pod uwagę wprowadzenie przez ZRFPK stosunkowo restrykcyjnych ograniczeń wartości poręczeń udzielanych na rzecz jednego klienta, co zmniejszy ryzyko występowania kolejnych dużych pojedynczych wypłat poręczeń.

W IV. kwartale 2010 roku w Funduszu wdrożony został nowy regulamin udzielania poręczeń zmieniający zasady dotyczące wypłat poręczeń. Regulamin określa obecnie, iż banki mają 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 jest do wypłaty kwoty poręczenia na żądanie banku i po jej dokonaniu przejmuje należność z tytułu udzielonego przez bank kredytu oraz musi przeprowadzać jej windykację we własnym zakresie.**

Wprowadzenie w życie nowych zasad współpracy z bankami będzie dla ZRFPK najprawdopodobniej wiązało się ze wzrostem liczby wypłacanych poręczeń. Z drugiej jednak strony, zgodnie z obowiązującą zasadą *pari passu*, w przypadku odzyskania przez bank od dłużnika części należności przed wystąpieniem o wypłatę poręczenia, odzyskane kwoty będą dzielone pomiędzy bank oraz Fundusz. Ponadto implementacja procedur i zasad działania zgodnych z rekomendacją Związku Banków Polskich (które stają się obecnie rynkowym standardem) powinna zwiększyć transparentność działalności Funduszu, a także umożliwić ZRFPK 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.

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 utworzył w tym czasie wysokie rezerwy celowe (wskaźnik pokrycia portfela aktywnych poręczeń rezerwami celowymi wzrósł z 1,6% na koniec 2008 roku do 8,1% na koniec roku 2009), co w sposób znaczący obciążało wynik finansowy. 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 skorygowaną stratę w wysokości 1,8 mln zł, odpowiadającą 6,4% średniorocznej wartości kapitału poręczeniowego [24].

Sytuacja uległa pod tym względem istotnej poprawie w roku 2010, kiedy wartość skorygowanej straty zmalała do 527,9 tys. zł, co odpowiadało 1,9% średniorocznej wartości kapitału poręczeniowego. Wskaźnik rentowności kapitału (liczony dla skorygowanego wyniku za cztery ostatnie kwartały) uległ pewnemu pogorszeniu na koniec III. kwartału 2011 roku, jednak było to głównie skutkiem straty wygenerowanej jeszcze w IV. kwartale 2010 roku.

Pogorszenie rentowności kapitału i osiągnięcie ujemnego skorygowanego wyniku finansowego w ciągu ostatnich 2-3 lat oceniamy negatywnie. Skala generowanych strat nie jest jednak jeszcze niepokojąca, a na rentowność Funduszu w przyszłości pozytywnie wpływać powinien fakt, że rezerwami celowymi objętych jest już stosunkowo duża część aktywnych poręczeń, a ponadto od 2011 roku ryzyko tytułu udzielonych poręczeń powinno ulec istotnemu zmniejszeniu, ze względu na uzyskiwane reporeczenia w ramach JEREMIE.

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. 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.

Tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne może umożliwić Funduszowi łagodzenie w pewnym stopniu wpływu wahań jakości portfela poręczeń na bieżące wyniki finansowe. Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne jest jednak neutralne, bowiem według metodyki stosowanej przez EuroRating wpływ tej rezerwy na wynik finansowy oraz wartość kapitału poręczeniowego podlega odpowiednim korektom w procesie analizy ryzyka.

Wartość utworzonych rezerw

Wartość utworzonych przez Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych rezerw według stanu na koniec lat 2008-2010 oraz na koniec III. kwartału 2011 roku, w podziale na rezerwy celowe oraz na rezerwę na ryzyko ogólne, w odniesieniu do sumy aktywnych poręczeń oraz do skorygowanego kapitału poręczeniowego, przedstawia tabela nr 3.7.

Wartość rezerw celowych wzrosła bardzo silnie w roku 2009. Rezerwy celowe wzrosły wówczas czterokrotnie, do kwoty 3,2 mln zł, stanowiącej równowartość 7,2% portfela aktywnych poręczeń oraz 11,5% skorygowanego kapitału poręczeniowego.

Tabela 3.7 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	XII.2008	XII.2009	XII.2010	IX.2011
Rezerwy celowe (tys. zł)	809,1	3 198,7	3 399,8	3 140,1
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	747,0	413,5	261,2	402,9
Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)	1 556,1	3 612,2	3 661,0	3 543,0
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia	1,6%	7,2%	9,1%	8,4%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Aktywne poręczenia	1,5%	0,9%	0,7%	1,1%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia	3,1%	8,1%	9,8%	9,4%
Rezerwy celowe / Skorygow. kapitał poręczeniowy	2,8%	11,5%	12,4%	11,6%
Rezerwa na ryz.ogólne / Skoryg. kapitał poręczeniowy	2,5%	1,5%	1,0%	1,5%
Rezerwy razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	5,3%	13,0%	13,4%	13,1%

Wartość rezerw celowych utrzymuje się od tego czasu na zbliżonym, wysokim poziomie. Z uwagi na spadek wartości portfela aktywnych poręczeń relacja wartości rezerw do sumy poręczeń aktywnych nieco przy tym wzrosła w roku 2010. Wskaźnik wartości rezerw celowych w stosunku do kapitału poręczeniowego pozostaje natomiast stabilny i oscyluje w granicach 11,0-12,5%.

W celu złagodzenia wpływu utworzonych w 2009 roku wysokich 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).

Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu duży wzrost rezerw celowych oraz utrzymywanie się ich stanu na wysokim poziomie należy zaliczyć do czynników negatywnych. Mogą być one bowiem zapowiedzią utrzymywania się wskaźnika wypłat poręczeń w kolejnych kwartałach na podwyższonym poziomie. Z drugiej jednak strony utworzenie wysokich rezerw celowych oznacza, że ryzyko z tym związane zostało już w dużym stopniu uwzględnione w skorygowanych wynikach finansowych Funduszu oraz tym samym w bieżącej wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego.

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.

Koniunktura gospodarcza 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 poniżej poziomu 3,0%.

Jest to tempo rozwoju gospodarki zbliżone, lub nawet nieco niższe od 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.

Bardzo istotnym czynnikiem ryzyka jest przy tym obecnie również zagrożenie związane z narastającym 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 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 Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych działalności operacyjnej (tj. od roku 2003) sytuacja finansowa Funduszu była bardzo dobra i stabilna.

Portfel udzielonych przez ZRFPK poręczeń charakteryzował się jak dotąd generalnie niską szkodowością. 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 w tym zakresie uległa pewnej poprawie w roku 2010 i w ciągu pierwszych trzech kwartałów 2011 roku.

Część poręczeń, na które Fundusz utworzył wcześniej rezerwy, została przy tym ostatecznie wypłacona, co wpłynęło na istotny wzrost wskaźnika szkodowości portfela poręczeń w roku 2010 (do 2,0%) i w roku bieżącym (do 4,8% – licząc dla czterech ostatnich kwartałów).

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 latach 2009-2010 Fundusz ograniczył jednak znacząco akcję poręczeniową, co skutkowało spadkiem poziomu mnożnika do ok. 1,3. Na skutek rozpoczęcia realizacji projektu JEREMIE i uzyskiwania reporeczeń dla większości udzielanych w bieżącym roku przez ZRFPK poręczeń, skorygowany mnożnik spadł na koniec III. kwartału do poziomu ok. 1,0 (mnożnik nieskorygowany wyniósł natomiast 1,38).

Wartość mnożnika ZRFPK w całym analizowanym okresie oceniamy jako relatywnie niską i bezpieczną. Jej spadek, jaki miał miejsce w ciągu ostatnich 2-3 lat, oznacza dodatkowe zwiększenie bezpieczeństwa Funduszu w tym obszarze oceny ryzyka.

Fundusz nie miał dotychczas żadnych problemów z wywiązywaniem się ze zobowiązań wynikających z udzielonych poręczeń. Nie występowały także okresy podwyższonego ryzyka kredytowego.

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 posiadane środki pieniężne do 2009 roku wyłącznie w depozytach bankowych oraz bonach skarbowych. Od roku 2010 Fundusz inwestuje także w jednostki funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego oraz w obligacje komunalne.

Co do zasady inwestycje powyższego 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 kontekście dokonywanych przez Fundusz inwestycji **pozytywnie oceniamy wdrożenie w połowie 2010 roku nowego regulaminu inwestowania środków pieniężnych**. Regulamin ten określa obecnie m.in. zakres instrumentów finansowych, w które Fundusz może inwestować, a także maksymalne łączne limity zaangażowania w poszczególne instrumenty finansowe (dla papierów emitowanych przez Skarb Państwa oraz lokat bankowych jest to 100%, dla jednostek funduszy rynku pieniężnego 25%, a dla obligacji komunalnych 15%).

W przypadku lokat bankowych nowy regulamin określa, iż ZRFPK lokuje środki wyłącznie w bankach o współczynnikach wypłacalności powyżej 10% i/lub posiadających rating (nadany przez agencję ratingową) na poziomie inwestycyjnym. Maksymalny poziom koncentracji środków pieniężnych Funduszu w jednym banku wynosi 20-35% i uzależniony jest od współczynnika wypłacalności i/lub ratingu banku.

Wprowadzone w nowym regulaminie kryteria wyboru banków oceniamy jako właściwe, a maksymalne limity zaangażowania jako zapewniające odpowiednią dywersyfikację portfela inwestycji Funduszu.

W kontekście wprowadzonych w zmian w polityce inwestycyjnej ZRFPK pozytywnie oceniamy rzeczywiste zwiększenie w ostatnich kwartałach dywersyfikacji portfela lokat Funduszu. Lokaty bankowe rozłożone były pomiędzy co najmniej 4 różne banki, a w ostatnich kwartałach nawet pomiędzy 7-8 banków. Ponadto Fundusz zainwestował kilka procent płynnych aktywów w jednostki funduszy rynku pieniężnego, a także przejściowo drobne kwoty w obligacje komunalne. Strukturę lokat ZRFPK na koniec III. kwartału b.r. przedstawia tabela nr 3.8.

Jakkolwiek ogólne ryzyko kredytowe portfela lokat Funduszu oceniamy obecnie jako stosunkowo niskie, to należy nadmienić, iż ZRFPK lokuje nadal część środków w bankach, których ryzyko, zgodnie z oceną ratingową banków prowadzoną przez Agencję Ratingową EuroRating, jest lekko podwyższone. Kompensowane jest to jednak stosunkowo dużą dywersyfikacją portfela inwestycji.

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 III. kwartału 2011 roku około 2/3 środków ZRFPK miał ulokowane w depozytach bankowych o terminach zapadalności powyżej 3 miesięcy. Płynność portfela lokat Funduszu oceniamy obecnie jako wystarczającą.

Tabela 3.8 Struktura inwestycji Funduszu na koniec III. kw. 2011 r.

	30.09.2011
Bank # 1	28,0%
Bank # 2	24,3%
Bank # 3	14,1%
Bank # 4	11,1%
Bank # 5	9,2%
Bank # 6	3,4%
Bank # 7	3,4%
Razem lokaty bankowe	93,6%
Fundusz r. pieniężnego # 1	6,4%
Razem fundusze inwestycyjne	6,4%
INWESTYCJE RAZEM	100,0%

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 2009 i 2010 oraz na koniec III. kwartału 2011 roku przedstawia tabela nr 3.9.

Tabela 3.9 ZRFPK – struktura branżowa aktywnych poręczeń

Branża	XII.2009	XII.2010	IX.2011
usługi (w tym transport)	37,7%	43,5%	40,3%
handel	35,2%	29,0%	28,6%
budownictwo	13,1%	16,6%	20,7%
produkcja	13,3%	10,8%	10,3%
inne	0,7%	0,1%	0,1%
RAZEM	100,0%	100,0%	100,0%

Dywersyfikację portfela poręczeń ZRFPK w ujęciu branżowym oceniamy w ostatnim czasie jako niewystarczającą. Okresowo Fundusz ma bowiem nieco zbyt wysoką ekspozycję

na ryzyko sektora usługowego. Według metodyki stosowanej przez Agencję Ratingową EuroRating za maksymalny bezpieczny udział jednej branży w portfelu poręczeń uznaje się 40%. W przypadku ZRFPK przekroczenie bezpiecznego poziomu jest jednak niewielkie, stąd też nie ma ono istotnego wpływu na ocenę ryzyka kredytowego Funduszu.

Stosowane procedury wewnętrzne

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

- „Regulamin poręczeń indywidualnych” 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 oraz łączne zaangażowanie na rzecz jednego przedsiębiorcy do wysokości 5% kapitału poręczycielskiego Funduszu (dodatkowo uchwała Zarządu ogranicza łączną ekspozycję na ryzyko jednego przedsiębiorcy do kwoty 300 tys. zł dla poręczeń udzielanych ze środków własnych Funduszu, oraz do 500 tys. zł dla poręczeń reporęczanych w ramach JEREMIE);
- „Regulamin udzielania poręczeń portfela transakcji wystandaryzowanych” określa zasady udzielania poręczeń portfelowych; ogranicza maksymalną wartość jednostkowego poręczenia do kwoty 200 tys. zł oraz do wysokości 70% poręczanego kredytu/pożyczki;
- „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.
- „Regulamin inwestowania własnych środków finansowych” ogranicza listę instrumentów finansowych, w które Fundusz może lokować środki pieniężne oraz określa limity koncentracji dla poszczególnych instrumentów oraz instytucji finansowych.

Generalnie obowiązujące w Zachodniopomorskim Regionalnym Funduszu Poręczeń Kredytowych procedury wewnętrzne oceniamy pozytywnie.

Korzystnie oceniamy doprecyzowanie w nowym „Regulaminie inwestowania środków finansowych” zasad polityki inwestycyjnej (m.in. w zakresie ograniczenia koncentracji portfela lokat oraz określenia kryteriów wyboru instytucji finansowych), co powinno wpłynąć na zwiększenie bezpieczeństwa portfela lokat 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 październik 2011 roku w Spółce zatrudnionych było 10 osób (łącznie na 10 pełnych etatów). Oceniamy, że liczebność personelu dostosowana jest już w znacznym stopniu do planowanego ponownego zwiększenia (pod względem liczby i wartości udzielanych poręczeń) skali działalności Funduszu po uzyskaniu wsparcia w ramach RPO.

Nieco podwyższone ryzyko operacyjne dotyczące sprawności prowadzenia bieżącej działalności Funduszu może natomiast wiązać się z faktem funkcjonowania jednoosobowego Zarządu Spółki.

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 (nie korygowanego o reporeczenia w ramach JEREMIE) na poziomie 3,0.** W naszej ocenie taką docelową wartość mnożnika nadal będzie można uznać za bezpieczną.

W celu zwiększenia akcji poręczeniowej ZRFPK wdrożył nowy regulamin udzielania **poręczeń portfelowych** i podpisał już z jednym z banków umowę na udzielanie tego typu poręczeń na łączną kwotę do 3 mln zł. Docelowa wartość tego typu poręczeń ma wynieść 10 mln zł.

Na sytuację finansową Funduszu i jego możliwości dalszego zwiększania akcji poręczeniowej istotny wpływ ma uzyskanie w IV. kwartale 2010 roku **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 jest Bank Gospodarstwa Krajowego). Reporeczenia udzielane są 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 obowiązuje przy tym limit szkodowości reporeczanych poręczeń. ZRFPK uzyskał limit reporeczeń w wysokości 30 mln zł.

Ponieważ ZRFPK przy udzielaniu poręczeń reporeczanych w ramach JEREMIE eksponowany jest na ryzyko odpowiadające tylko 20%-50% kwoty tych poręczeń, istotnej korekcie podlega formuła wyliczania skorygowanego mnożnika kapitałowego, obliczanego przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu (co zostało już omówione bardziej szczegółowo w punkcie 3.3). **Wzrost portfela aktywnych poręczeń dzięki uzyskiwanym w ramach JEREMIE reporeczeniom nie będzie więc oznaczał proporcjonalnego wzrostu ekspozycji na ryzyko poręczeń** (obrazowane skorygowanym mnożnikiem kapitałowym). Pozwoli to Funduszowi na ponowne zdynamizowanie akcji poręczeniowej bez nadmiernego zwiększania ogólnego ryzyka.

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.

ZRFPK prowadzi działalność operacyjną od roku 2003. Do 2008 roku Fundusz 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. W latach 2009-2010 Fundusz zmniejszył jednak znacząco skalę prowadzonej akcji poręczeniowej, co skutkowało spadkiem skorygowanego mnożnika do poziomu 1,35 na koniec 2010 roku.

Pod koniec roku 2010 ZRFPK podpisał umowę na wsparcie działalności poręczeniowej 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. Dzięki uzyskiwanym w ramach tego programu reporeczeniom dla poręczeń udzielanych w bieżącym roku, pomimo ponownego wzrostu wartości portfela poręczeń jaki nastąpił w II. i III. kwartale b.r., poziom skorygowanego mnożnika uległ dalszemu obniżeniu do ok. 1,0.

Ekspozycję ZRFPK na ryzyko udzielonych poręczeń mierzoną relacją poręczeń aktywnych na ryzyku Funduszu do posiadanego kapitału poręczeniowego można obecnie określić jako bardzo niską. Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego jest to zatem jeden z podstawowych czynników wpływających na niskie ryzyko i wysoką wiarygodność finansową Funduszu. Planowane przez Fundusz dalsze zwiększanie wartości portfela poręczeń nie będzie przy tym jeszcze przez pewien czas najprawdopodobniej przekładało się na proporcjonalny wzrost poziomu mnożnika kapitałowego, co oznacza, **Fundusz ma dużą swobodę w zakresie bezpiecznego zwiększania akcji poręczeniowej.**

Dywersyfikację portfela poręczeń oceniamy jako bardzo dobrą, zarówno pod względem średniej wartości poręczenia, jak i ekspozycji na ryzyko największych klientów. Nieco zbyt wysoka jest jedynie okresowo ekspozycja portfela poręczeń na ryzyko branży usługowej, jednak przekroczenie poziomu uznawanego według metodyki stosowanej przez EuroRating za bezpieczny jest niewielkie.

W ciągu ostatnich dwóch lat pogorszeniu uległa szkodowość portfela poręczeń Funduszu. Wartość wypłaconych w 2010 roku poręczeń odpowiadała 2% średniorocznej wartości portfela poręczeń, a wypłaty dokonane w ciągu pierwszych trzech kwartałów b.r. odpowiadały 2,9% sumy aktywnych poręczeń. Możliwość pogorszenia sytuacji w tym zakresie zapowiadał przy tym już w roku 2009 gwałtowny wzrost wartości utworzonych przez Fundusz rezerw celowych.

Jakkolwiek rosnącą wartość wskaźników szkodowości portfela poręczeń z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego należy ocenić negatywnie, to o ile wartość wypłacanych poręczeń nie będzie nadal rosła, nie powinno to (szczególnie biorąc pod uwagę obecną bardzo niską ekspozycję ZRFPK na ryzyko poręczeń oraz uzyskiwanie reporeczeń w ramach JEREMIE) oznaczać istotnego wzrostu ogólnego ryzyka kredytowego Funduszu.

W kontekście ryzyka przyszłych wypłat poręczeń jako niekorzystną dla Funduszu oceniamy wprowadzoną w IV. kwartale 2010 roku w nowym regulaminie udzielania poręczeń zmianę zasad dotyczących wypłat poręczeń. Regulamin określa obecnie, iż **banki mają prawo do występowania o wypłatę poręczenia już w momencie wypowiedzenia umowy kredytu i stwierdzeniu utraty zdolności kredytowej przez kredytobiorcę (bez przeprowadzania wcześniej windykacji należności z majątku dłużnika).** Może to zatem wiązać się ze wzrostem liczby wypłacanych przez ZRFPK poręczeń.

Pogorszenie jakości portfela i związana z tym konieczność utworzenia przez Fundusz 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. Wartość straty w roku 2010 zmalała do 528 tys. zł (1,9% kapitału poręczeniowego), a w ciągu pierwszych trzech kwartałów bieżącego roku wyniosła już tylko 140 tys. zł.

Gwałtowny wzrost wartości rezerw celowych i związany z tym stosunkowo wysoki ujemny skorygowany wynik finansowy wygenerowany w roku 2009 oceniamy negatywnie. Bierzemy jednak pod uwagę poprawę w obszarze rentowności, jaka następuje od 2010 roku.

Oceniając sposób lokowania posiadanych przez Fundusz środków pieniężnych (stanowiących główne zabezpieczenie udzielanych poręczeń) stwierdzamy, iż **ZRFPK prowadzi stosunkowo bezpieczną politykę inwestycyjną.** Pozytywnie oceniamy

przy tym wprowadzone w 2010 roku w nowym regulaminie inwestycji środków pieniężnych zmiany m.in. w zakresie kryteriów wyboru banków oraz dywersyfikacji portfela inwestycji.

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 (tj. 18.11.2011 r.) rating Funduszu zostaje utrzymany na poziomie "A+". Perspektywa ratingu jest stabilna.**

5. Skala ratingowa Agencji Ratingowej EuroRating

Poniższa tabela zawiera opis ryzyka kredytowego związanego z poszczególnymi klasami ratingów nadawanych przez Agencję Ratingową EuroRating:

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.