

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**

Raport ratingowy

Aktualny rating kredytowy	Perspektywa ratingu
A+	stabilna

Agencja Ratingowa EuroRating

Warszawa

19.07.2013 r.

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	12
3.3 Analiza wskaźnikowa	16
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	23
3.5 Ocena czynników niefinansowych	25
4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego	30
5. Skala ratingów agencji ratingowej EuroRating	34
6. Warunki korzystania z ratingów	35

1. Informacje o przyznanym ratingu

1.1 Aktualny rating oraz historia ratingu Funduszu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data weryfikacji / nadania ratingu
A+	stabilna	19.07.2013
A+	stabilna	17.10.2012
A+	stabilna	25.07.2012
A+	stabilna	12.03.2012
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

Główny analityk ratingowy: dr Mirosław Bajda.

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	48,1%
2	Województwo Zachodniopomorskie	3 580	3 580	34,4%
3	Polska Fundacja Przedsiębiorczości	1 500	1 500	14,4%
4	Gospodarczy Bank Spółdzielczy w Barlinku	300	300	2,9%
5	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 82,5% 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).

Niewielką liczbę udziałów w Spółce posiadają także Gospodarczy Bank Spółdzielczy w Barlinku oraz 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. Kolejne 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.

W marcu 2013 r. kapitał zakładowy Spółki został podwyższony o 0,3 mln zł w wyniku objęcia nowych udziałów przez Gospodarczy Bank Spółdzielczy w Barlinku.

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.

W późniejszym czasie Fundusz otrzymał jeszcze kolejne dwa limity reporeczeń po 30 mln zł każdy (umowa na ostatni z nich została zawarta w kwietniu 2013 r.).

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 2010-2012 * oraz za I. kwartał 2013 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.

W pierwszej 2011 roku nastąpiło rozliczenie końcowe projektu POKL. Całość poniesionych kosztów (653 tys. zł) została zaksięgowana w pozycji „koszty wytworzenia produktów na własne potrzeby” (A.III) i została skorygowana w pozycji A.II „zmiana stanu produktów”.

* 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 2010-2012 i I. kwartał 2013 r. (tys. zł)**

Rachunek zysków i strat	Za rok 2010	Za rok 2011	Za rok 2012	Za okres I-III.2013
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY I ZRÓWN. Z NIMI	1 044,9	1 120,3	1 378,6	355,8
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	643,1	371,7	286,8	62,4
II. Zmiana stanu produktów	401,7	(540,2)	165,7	(54,2)
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	1 288,8	926,0	347,6
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	1 537,3	1 550,9	1 946,2	471,9
I. Amortyzacja	19,0	41,3	106,9	30,1
II. Zużycie materiałów i energii	24,8	26,8	33,9	5,9
III. Usługi obce	449,4	436,2	487,6	116,0
IV. Podatki i opłaty	1,9	1,0	6,5	0,1
V. Wynagrodzenia	775,4	727,4	862,7	234,0
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	127,3	132,0	156,7	48,6
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	139,5	186,3	291,9	37,2
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(492,4)	(430,6)	(567,6)	(116,0)
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	924,7	2 792,1	2 273,4	605,1
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	18,2	-
II. Dotacje	-	1 290,6	926,0	347,6
III. Inne przychody operacyjne	924,7	1 501,4	1 329,2	257,4
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	1 438,2	3 389,0	2 779,6	728,0
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	160,0	44,7	647,8	180,8
III. Inne koszty operacyjne	1 278,2	3 344,3	2 131,9	547,2
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(1 005,9)	(1 027,5)	(1 073,8)	(238,9)
G. PRZYCHODY FINANSOWE	1 338,1	1 433,6	1 653,0	374,9
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	1 321,6	1 307,9	1 579,9	374,9
III. Zysk ze zbycia inwestycji	9,4	25,8	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	7,1	100,0	73,0	-
V. Inne	-	-	-	-
H. KOSZTY FINANSOWE	111,5	61,5	146,6	0,3
I. Odsetki	111,5	22,3	146,6	0,3
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	39,2	-	-
IV. Inne	-	-	-	-
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	220,6	344,6	432,5	135,7
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	220,6	344,6	432,5	135,7
L. PODATEK DOCHODOWY	145,7	70,4	219,1	17,6
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIEJSZENIA ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	75,0	274,2	213,4	118,1

Od roku 2011 ZRFPK wykazuje w łącznych przychodach ze sprzedaży w poz. A.III otrzymane refundacje kosztów w ramach projektów JEREMIE, które stanowią w ostatnim czasie już większość łącznych przychodów netto ze sprzedaży wykazywanych w rachunku zysków i strat. Należy przy tym zwrócić uwagę na fakt, że w latach 2011-2012 – pomimo wzrostu wartości udzielanych poręczeń – miał miejsce znaczący spadek „przychodów ze sprzedaży produktów” (poz. A.I), gdzie ujmowane są przychody z tytułu prowizji i opłat od udzielanych poręczeń. Wynika to z faktu, że przytłaczająca większość (ponad 80%) udzielanych w ciągu ostatnich dwóch lat przez ZRFPK poręczeń stanowiły poręczenia w ramach JEREMIE, w przypadku których obowiązuje znacznie niższa prowizja (związana m.in. z niższym ryzykiem tego typu poręczeń dla Funduszu oraz otrzymywaną refundacją kosztów operacyjnych).

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 realizacją projektu szkoleniowego, a później także z pozyskaniem 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.

Ponoszone koszty rodzajowe stale przekraczają wartość łącznych przychodów ze sprzedaży, jednak z uwagi na specyficzne zasady ujmowania otrzymywanych refundacji kosztów projektu POKL oraz projektu JEREMIE (w poz. A.II i A.III RZiS), strata ze sprzedaży – pomimo stałego wzrostu kosztów – w ciągu ostatnich pięciu lat utrzymywała się na stosunkowo stabilnym poziomie ok. 400-550 tys. zł.

Stratę na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży traktujemy jako zjawisko typowe dla działalności funduszy poręczeniowych nienastawionych na maksymalizację zysku. Jej obecna wielkość (w przypadku ZRFPK w skali roku odpowiada ona równowartości ok. 2% 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 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.

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 2010 roku zmalały do 1,3 mln zł – głównie na skutek ogólnego spadku oprocentowania lokat bankowych. W ciągu kolejnych dwóch lat (2011-2012) miał miejsce ponowny nieznaczny wzrost wartości przychodów finansowych.

W latach 2010-2012 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 latach 2010 oraz 2012 Fundusz wykazał znacząco wyższe kwoty kosztów finansowych, które związane były z odsetkami od wypłaconych wówczas spornych poręczeń.

Łącznie saldo przychodów i kosztów finansowych osiągało w ostatnich latach stale dodatnie i wysokie wartości, istotnie wpływając na osiągnięty przez Spółkę ostateczny wynik finansowy.

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 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 (z pominięciem rachunku zysków i strat).

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 dotacje (poz. D.II.) wykazywane w RZiS począwszy od 2011 roku mają charakter refundacji poniesionych kosztów projektu POKL oraz projektu JEREMIE, co również nie zaburza prawidłowego obrazu wyniku finansowego jednostki. Stąd też wartość wykazywana w tabeli nr 3.2 w wierszu [1] jest równa wynikowi netto wykazywanemu w sprawozdaniach finansowych.

Na wartość księgowego 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 korygujemy więc 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, w roku 2011 było to 979,2 tys. zł, a w roku 2012 odpisy netto wyniosły 99,1 tys. zł. O powyższe kwoty korygowana jest (*in minus*) wartość wyniku netto wykazywana w wierszu [3] w tabeli nr 3.2.

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

Lp.	Wynik skorygowany	2010	2011	2012	I-III.2013
1	Wynik skorygowany o dotacje	75,0	274,2	213,4	118,1
2	Wynik skorygowany o dotacje i zmiany stanu rezerwy na ryzyko ogólne	-77,3	537,3	289,1	168,1
3	Wynik skorygowany o dotacje, zmiany stanu rezerwy na ryzyko ogólne oraz bezpośrednie odpisy w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia	-527,9	-441,8	189,9	239,7

ZRFPK w latach 2004-2008 generował stale dodatni, 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 latach 2010-2011, jednak wartość straty ulegała stopniowemu zmniejszaniu. W roku 2012 oraz w I. kwartale 2013 r. Fundusz osiągnął już ponownie dodatni skorygowany wynik finansowy.

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 2010-2012 oraz na koniec I. kwartału 2013 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 0,3-0,8% łącznej wartości aktywów i składały się na niego głównie rzeczowe aktywa trwałe oraz niewielkie kwoty wartości niematerialnych i prawnych (oprogramowanie komputerowe). Od 2009 roku w skład aktywów trwałych wchodzi 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).

Na **aktywa obrotowe** Funduszu składały się praktycznie wyłącznie „inwestycje krótkoterminowe” (B.III). Drobne kwoty „należności” (B.II) dotyczyły w większości należnych prowizji od udzielonych poręczeń, natomiast kwoty wykazywane w „rozliczeniach międzyokresowych” (B.IV) odnosiły się do poniesionych wydatków na koszty przyszłych okresów, związanych z realizacją refinansowanego ze środków unijnych projektu szkoleniowego „Ze stoczni do własnej firmy” (2009-2011) oraz w ostatnim czasie (2012 i I. kw. 2013 r.) z realizacją projektu JEREMIE.

**Tabela 3.3 Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– bilans (aktywa) na koniec lat 2010-2012 oraz I. kwartału 2013 r. (tys. zł)**

Bilans - Aktywa	Na dzień 31.12.2010	Na dzień 31.12.2011	Na dzień 31.12.2012	Na dzień 31.03.2013
A. AKTYWA TRWAŁE	140,8	144,5	252,7	235,3
I. Wartości niematerialne i prawne	0,6	24,7	48,4	37,9
II. Rzeczowe aktywa trwałe	90,1	69,8	152,8	145,9
III. Należności długoterminowe	-	-	1,5	1,5
IV. Inwestycje długoterminowe	50,0	50,0	50,0	50,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-
B. AKTYWA OBROTOWE	31 556,6	30 288,8	29 797,7	29 733,1
I. Zapasy	1,8	2,8	0,8	0,8
II. Należności krótkoterminowe	6,8	17,8	20,0	8,9
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	6,8	17,8	20,0	8,9
a) z tytułu dostaw i usług	6,6	7,0	14,7	8,2
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	-	10,7	5,2	-
c) inne	0,2	0,1	0,1	0,7
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	30 792,0	30 041,4	29 384,2	29 390,5
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	30 792,0	30 041,4	29 384,2	29 390,5
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	1 809,8	1 972,6	3 613,1	13 576,8
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	28 982,2	28 068,8	25 771,2	15 813,6
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	17,4	64,4	75,8	61,6
- inne środki pieniężne	28 959,6	28 004,4	25 695,4	15 752,0
- inne aktywa pieniężne	-	-	-	-
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	756,0	226,8	392,7	333,0
AKTYWA RAZEM	31 697,4	30 433,3	30 050,4	29 968,4

„Inwestycje krótkoterminowe”, stanowiące w całym analizowanym okresie niemal całość majątku Spółki, składały się ze „środków pieniężnych na rachunkach”, „innych środków pieniężnych” (głównie lokat bankowych) oraz z „inwestycji w pozostałych jednostkach” (B.III.1.b). W pozycji tej Fundusz wykazywał wartość zakupionych obligacji komunalnych oraz jednostek funduszu inwestycyjnego rynku pieniężnego (2010-2011) oraz lokaty bankowe o terminie zapadalności dłuższym niż trzy miesiące (2012 oraz I. kwartał 2013 r.).

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 dokonywanych w kolejnych okresach wypłat poręczeń.

Pasywa

**Tabela 3.4 Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– bilans (pasywa) na koniec lat 2010-2012 oraz I. kwartału 2013 r. (tys. zł)**

Bilans - Pasywa	Na dzień 31.12.2010	Na dzień 31.12.2011	Na dzień 31.12.2012	Na dzień 31.03.2013
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	27 132,3	26 431,1	27 093,2	27 282,9
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	1 160,1	1 235,1	1 513,0	1 513,0
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	-	-	-	-
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	3,7	547,9	761,3
VIII. Zysk (strata) netto	75,0	274,2	213,4	118,1
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
X. Kapitał specjalnego przeznaczenia	15 797,3	14 818,1	14 719,0	14 790,6
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	4 565,0	4 002,2	2 957,1	2 685,5
I. Rezerwy na zobowiązania	3 671,6	3 750,5	2 641,1	2 413,9
1. Rezerwa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	3 671,6	3 750,5	2 641,1	2 413,9
II. Zobowiązania długoterminowe	122,8	111,4	-	-
III. Zobowiązania krótkoterminowe	155,3	115,2	165,8	115,0
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	155,3	115,2	165,8	115,0
- kredyty i pożyczki	-	-	100,0	100,0
- z tytułu dostaw i usług	50,6	46,9	31,0	0,1
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	81,4	1,7	1,4	0,7
- z tytułu wynagrodzeń	12,4	3,9	14,3	-
- inne	10,9	62,7	7,7	5,9
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	615,3	25,1	150,2	156,5
PASYWA RAZEM	31 697,4	30 433,3	30 050,4	29 968,4

Struktura finansowania działalności ZRFPK nie odbiega od typowej dla funduszy poręczeniowych: przytłaczającą większość (obecnie 91%) 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 bezpośrednio w pozycji A.X pasywów – „kapitał specjalnego przeznaczenia”.

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 na ryzyko ogólne została w tym czasie zmniejszona). W latach 2010-2011 oraz w ciągu pierwszych trzech kwartałów 2012 roku wartość rezerw utrzymywała się na stabilnym, podwyższonym poziomie ok. 3,5-3,9 mln zł (z czego 3,0-3,4 mln zł stanowiły rezerwy celowe). W IV. kwartale 2012 roku wartość rezerw obniżyła się istotnie, głównie na skutek dokonanych wówczas stosunkowo wysokich wypłat poręczeń (w kwocie 1,2 mln zł), na które zostały wcześniej utworzone rezerwy celowe.

Od 2004 roku Fundusz wykazuje kwotę 100 tys. zł „pożyczek”, na którą składała się długoterminowa pożyczka, jaką ZRFPK otrzymał od Gminy Goleniów jako wkład tego samorządu na udzielanie poręczeń przedsiębiorcom z terenu gminy. W latach 2008-2011 wykazywana była ona w „zobowiązaniach długoterminowych” (B.II), natomiast na koniec roku 2012 oraz I. kwartału 2013 r., z uwagi na zbliżający się termin spłaty (o ile pożyczka nie zostanie ponownie przedłużona), została ona wykazana w „zobowiązaniach krótkoterminowych” (B.III.2).

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” (w latach 2009-2010) oraz dotacji projektu JEREMIE i umów leasingowych (od roku 2010 do I. kwartału 2013 r.).

Pozycje pozabilansowe

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

	2010	2011	2012	III.2013
Wartość aktywnych poręczeń na koniec okresu (tys. zł)	37 460,7	40 878,9	50 011,8	51 952,5
w tym poręczenia reporeczane w ramach JEREMIE razem	605,7	22 304,0	41 383,1	43 577,1
w tym kwota reporeczana razem	454,3	17 116,2	32 509,2	33 867,4
<i>Dynamika wartości poręczeń (r/r)</i>	-16%	9%	22%	10%*
Liczba aktywnych poręczeń na koniec okresu (szt.)	552	622	680	693
w tym poręczenia reporeczane w ramach JEREMIE	13	298	493	523
<i>Dynamika ilości poręczeń (r/r)</i>	10%	13%	9%	2%*

* Dynamika dla stanu na koniec I. kw. 2013 r. liczona w odniesieniu do stanu z końca I. kw. 2012 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 2011 r. W kolejnych kwartałach miał miejsce ponowny wzrost wartości portfela poręczeń, która (po pewnej stabilizacji w II. połowie 2012 roku) na koniec I. kwartału 2013 roku osiągnęła najwyższy poziom w dotychczasowej historii Funduszu 51,9 mln zł.

Należy przy tym zaznaczyć, że w ciągu ostatnich dwóch lat wzrostowi wartości całego portfela poręczeń ZRFPK towarzyszył również szybki wzrost udziału poręczeń reporeczanych w ramach JEREMIE. Ich udział w ciągu ostatnich kwartałów znacząco przekraczał już poziom 80%. Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu fakt ten należy ocenić pozytywnie, bowiem poręczenia reporeczane w ramach JEREMIE dla Funduszu wiążą się ze znacznie 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 metodologii 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).

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

Lp.		2010	2011	2012	III.2013
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	27 545	27 053	27 830	28 033
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	27 343	26 881	27 595	27 845
3	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	37 461	40 879	50 012	51 952
4	w tym poręczenia reporęczane w ramach JEREMIE (tys. zł)	606	22 304	41 383	43 577
5	w tym kwota reporęczana razem (tys. zł)	454	17 116	32 509	33 867
6	Akt. poręczenia na koniec okresu - na ryzyku Funduszu (tys. zł)	37 006	23 763	17 503	18 085
7	Mnożnik 1 = [3] / [1]	1,36	1,51	1,80	1,85
8	Mnożnik 2 (skorygowany) = [6] / [2] *	1,35	0,88	0,63	0,65
9	Liczba aktywnych poręczeń	552	622	680	693
10	w tym poręczenia reporęczane w ramach JEREMIE	13	298	493	523
11	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	68	66	74	75
12	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
13	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%
14	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	7 142	6 072	5 697	5 702
15	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	357	304	285	285
16	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	19,1%	14,9%	11,4%	11,0%
17	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	26,1%	22,6%	20,6%	20,5%
18	Przeciętne największe poręczenie / Kapitał poręczeniowy *	1,3%	1,1%	1,0%	1,0%
19	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	800	1 400	1 904	2 015
20	Wypłacone poręczenia brutto / Śr. stan aktywnych poręczeń	2,0%	3,6%	4,2%	4,1%
21	Wartość odzyskanych należn. z tyt.por. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	0	0	8	49
22	Wypłacone poręczenia netto / Średni kapitał poręczeniowy *	2,9%	5,2%	7,0%	7,1%
23	Skorygowany wynik za 4 kw. / Średni kapitał poręczeniowy *	-1,9%	-1,6%	0,7%	1,8%

* 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.

W przypadku Zachodniopomorskiego Regionalnego Funduszu Poręczeń Kredytowych wartość kapitału własnego służąca do obliczenia skorygowanej wartości kapitału poręczeniowego od połowy 2009 roku korygujemy (*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.

Wartość kapitału własnego korygowana jest także z analogicznego powodu o wykazywane od 2010 roku 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 I. kwartału 2013 r. wynosił 27.845 tys. zł** i był o 188 tys. zł niższy od wartości podawanej przez sam Fundusz (28.033 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 metodologią 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 r.

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 2011 wartość poręczeń aktywnych ponownie lekko wzrosła, jednak z uwagi na fakt, że zdecydowana większość (ponad 80%) poręczeń udzielonych w 2011 roku podlegała już reporeczeniom w ramach JEREMIE, skorygowany mnożnik (uwzględniający tylko ekspozycję własną Funduszu na ryzyko poręczeń – tj. bez kwot reporeczanych) uległ dalszemu obniżeniu do 0,88.

W roku 2012 wzrost wartości portfela poręczeń aktywnych był kontynuowany, jednak dzięki uzyskiwanym przez Fundusz reporeczeniom w ramach JEREMIE na przytłaczającą większość udzielanych poręczeń, poziom skorygowanego mnożnika uległ dalszemu obniżeniu – do 0,63 na koniec grudnia 2012 r. W I. kwartale 2013 r. wartość poręczeń aktywnych osiągnęła najwyższy w dotychczasowej historii Funduszu poziom 51,9 mln zł, natomiast mnożnik utrzymał się na poziomie 0,65.

Systematyczny spadek poziomu skorygowanego mnożnika, jaki miał miejsce w ciągu ostatnich 3-4 lat, przyczynił się do osiągnięcia przez ten wskaźnik w ostatnich kwartałach bardzo niskiego poziomu poniżej 0,7. Oznacza to, że **pokrycie płynnymi środkami własnymi ZRFPK przekracza obecnie o ponad 50 proc. całą wartość 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 i bezpieczną. Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego jest to zatem jeden z podstawowych czynników wpływających na wysoką wiarygodność finansową Funduszu.

Oczekujemy przy tym, że Fundusz będzie nadal zwiększał skalę prowadzonej akcji poręczeniowej. Ze względu jednak na fakt, że duża część poręczeń będzie podlegała reporeczeniom w ramach JEREMIE (ZRFPK posiada limity na reporeczenia w łącznej kwocie 90 mln zł), 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 systematycznie rosła. Przełożyło się to na spadek wartości przeciętnego aktywnego poręczenia w portfelu Funduszu: ze 113 tys. zł na koniec roku 2008 do 66-68 tys. zł w latach 2010-2011. Relacja wartości przeciętnego poręczenia do portfela poręczeń uległa więc dalszemu obniżeniu do bardzo niskiego i bezpiecznego poziomu ok. 0,16-0,18%,.

W roku 2012 wartość przeciętnego poręczenia [11] w portfelu nieco wzrosła (do 74 tys. zł), jednak z uwagi na jeszcze szybszy wzrost łącznej wartości portfela poręczeń [3], wskaźnik średniego poręczenia do sumy poręczeń [12] uległ dalszemu obniżeniu do 0,15%.

Dobłą dywersyfikację portfela poręczeń obrazuje także wskaźnik średniej wartości poręczenia do skorygowanego kapitału poręczeniowego [13], który w ciągu ostatnich trzech lat otrzymywał się na niskim i bezpiecznym poziomie 0,24-0,27%.

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 marca b.r. byłaby to wartość ok. 1,4 mln zł).

ZRFPK posiada dodatkowe ograniczenia maksymalnej wartości udzielanych poręczeń:

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

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

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

Wyплаты порęczeń

W zakresie udzielania poręczeń Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych współpracuje obecnie z 23 instytucjami finansowymi (wśród których znajduje się 18 banków oraz 5 funduszy pożyczkowych), przy czym zdecydowaną większość (ponad 70%) poręczeń Fundusz udziela na rzecz jednego banku.

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 w 2009 roku.

W kolejnych latach (2010-2012) wartość wypłacanych poręczeń rosła: 800 tys. zł w roku 2010, 1,4 mln zł w roku 2011 i 1,9 mln zł w roku 2012. W I. kwartale 2013 r. wartość wypłaconych poręczeń wyniosła 336,9 tys. zł, natomiast narastająco dla czterech ostatnich kwartałów było to 2,0 mln zł.

Wskaźnik relacji wartości wypłaconych poręczeń do średniorocznej wartości portfela poręczeń aktywnych [20] również rósł systematycznie: 2,0% w roku 2010, 3,6% w roku 2011 oraz 4,2% w roku 2012. W I. kwartale 2013 roku wskaźnik ten utrzymał się na zbliżonym poziomie 4,1%.

Biorąc pod uwagę praktycznie zerowy poziom odzyskanych w ostatnich latach należności z tytułu wypłaconych poręczeń [21] 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, 5,2% w roku 2011, 7,0% w roku 2012 oraz 7,1% na koniec I. kwartału 2013 r. (po uwzględnieniu kwoty 61 tys. zł reporeczanej w ramach JEREMIE dla dwóch poręczeń wypłaconych w I. kwartale 2013 r., wskaźnik ten obniżyłby się do 6,9%).

Podwyższoną w ostatnim czasie wartość wskaźników szkodowości portfela poręczeń [20] oraz utraty kapitału na poręczeniach [22] z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego należy ocenić negatywnie. Utrzymywanie się wartości wypłat poręczeń (w szczególności udzielanych w ramach kapitału własnego Funduszu) na podwyższonym poziomie, lub tym bardziej ich ewentualny dalszy wzrost, mogłoby już negatywnie rzutować na ogólną ocenę ryzyka kredytowego ZRFPK.

Przy ocenie szkodowości poręczeń bierzemy przy tym pod uwagę fakt, iż 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.

Być może z powyższego faktu wynika częściowo obserwowany w ciągu ostatnich dwóch lat wzrost liczby i wartości wypłacanych poręczeń. Należy także wziąć pod uwagę fakt, iż 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 ZRFPK zatrudnił w ostatnim czasie specjalistę ds. monitoringu i windykacji oraz podpisał umowę z firmą windykacyjną. Można zatem oczekiwać, że istotnemu wzrostowi powinny ulec w kolejnych kwartałach wartości poręczeń odzyskiwanych.

Przy ocenie wpływu bieżącej, podwyższonej wartości wskaźników szkodowości poręczeń na poziom ratingu ZRFPK bierzemy również pod uwagę fakt, że Fundusz istotnie zmniejszył w ostatnim czasie swoją realną ekspozycję na ryzyko poręczeń uzyskując reporeczenia w ramach JEREMIE dla przytłaczającej większości udzielanych poręczeń. Bierzemy także pod uwagę obowiązujące w ZRFPK stosunkowo restrykcyjne ograniczenia wartości poręczeń udzielanych na rzecz jednego klienta, co zmniejsza ryzyko występowania kolejnych dużych pojedynczych wypłat poręczeń (w tym w szczególności w ramach środków własnych Funduszu).

Rentowność kapitału

Ze względu na fakt, że ZRFPK nie księgował otrzymywanych dotacji w ramach SPO-WKP 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 utworzyć w tym czasie wysokie rezerwy celowe (wskaźnik pokrycia portfela aktywnych poręczeń rezerwami celowymi wzrósł z 1,6% w roku 2008 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 [23].

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. W roku 2011 skorygowany wynik pozostawał nadal ujemny (odpowiadał on -1,6% wartości kapitału poręczeniowego), po czym w roku ubiegłym Fundusz osiągnął już niewielki zysk na poziomie 189,9 tys. zł (tj. równowartość 0,7% kapitału poręczeniowego). W I. kwartale 2013 roku skorygowany wynik również był dodatni i wyniósł 239,7 tys. zł, w rezultacie czego wskaźnik rentowności kapitału liczony dla wyniku za cztery ostatnie kwartały wzrósł do 1,8%.

Znaczną poprawę osiągniętych przez ZRFPK wyników finansowych oceniamy pozytywnie. Bierzymy jednak pod uwagę fakt, że w dużym stopniu wynikało to ze spadku salda rezerw celowych, jaki nastąpił w ciągu kilku ostatnich kwartałów. Fundusz ma przy tym obecnie już relatywnie niski poziom rezerw celowych w relacji do wartości portfela poręczeń (3,4%), co sprawia, iż ewentualne ponowne pogorszenie jakości portfela poręczanych kredytów miałyby istotny wpływ na wynik finansowy Funduszu.

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 2012 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 2% 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 metodologii 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 2010-2012 oraz na koniec I. kwartału 2013 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.

Tabela 3.7 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	XII.2010	XII.2011	XII.2012	III.2013
Rezerwy celowe (tys. zł)	3 399,8	3 226,1	2 041,1	1 763,9
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	261,2	524,4	600,0	650,0
Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)	3 661,0	3 750,5	2 641,1	2 413,9
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia	9,1%	7,9%	4,1%	3,4%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Aktywne poręczenia	0,7%	1,3%	1,2%	1,3%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia	9,8%	9,2%	5,3%	4,6%
Rezerwy celowe / Skorygowany kapitał poręczeniowy	12,4%	12,0%	7,4%	6,3%
Rezerwa na ryz.ogólne / Skoryg. kapitał poręczeniowy	1,0%	2,0%	2,2%	2,3%
Rezerwy razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	13,4%	14,0%	9,6%	8,7%

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.

W roku 2010 wartość rezerw celowych jeszcze lekko wzrosła, osiągając równowartość 9,1% portfela poręczeń aktywnych. Na zbliżonym, wysokim poziomie rezerwy celowe utrzymywały się w roku 2011, po czym w roku 2012 oraz w I. kwartale 2013 r. stan rezerw celowych obniżył się niemal o połowę (do 1,8 mln zł), na skutek czego wskaźnik pokrycia rezerwami poręczeń aktywnych spadł na koniec marca b.r. do stosunkowo niskiego poziomu 3,4%.

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 umiarkowane. Realna dynamika PKB w roku 2011 wyniosła 4,5%. Na przełomie 2011 i 2012 roku gospodarka ponownie weszła w fazę spowolnienia, co skutkowało spadkiem realnej dynamiki PKB w 2012 roku do 1,9%.

Oczekujemy, że rok 2013 również będzie trudny dla polskiej gospodarki, a wzrost PKB w całym roku powinien ukształtować się na poziomie nieco niższym lub w najlepszym wypadku zbliżonym do ubiegłorocznego. Jest to tempo rozwoju gospodarki niższe od długoterminowego potencjalnego tempa wzrostu. 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 dalszego wzrostu), a realne płace oraz popyt wewnętrzny będą rosły w wolnym tempie.

Szacujemy jednak, iż spowolnienie gospodarcze swoją kulminację osiągnęło w I. połowie bieżącego roku i w kolejnych kwartałach koniunktura powinna ulegać stopniowej poprawie.

Bardzo istotnym czynnikiem ryzyka jest przy tym obecnie zagrożenie związane z kryzysem zadłużeniowym części państw Unii Europejskiej. Ewentualne nasilenie problemów z wypłacalnością poszczególnych krajów skutkować mogłoby wystąpieniem kryzysu w sektorze finansowym, co z pewnością przełożyłoby się na sferę realną i zagroziłoby oczekiwanemu ożywieniu gospodarczemu.

Podsumowując – bieżącą koniunkturę gospodarczą w Polsce należy określić jako słabą i pogarszającą się. W ciągu najbliższych kwartałów można jednakże oczekiwać odwracania negatywnych tendencji i stopniowej poprawy koniunktury. Sytuacja finansowa wielu przedsiębiorstw może być jednak nadal trudna, co z pewnością znajdzie swoje odzwierciedlenie w pogorszeniu jakości kredytów zaciągniętych przez mikro- i małe przedsiębiorstwa. Nadchodzące kwartały dla krajowych funduszy poręczeniowych mogą więc upłynąć pod znakiem podwyższonego 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.

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 do poziomu 0,63 na koniec 2012 roku (mnożnik nieskorygowany wyniósł natomiast 1,80).

Portfel udzielonych przez ZRFPK poręczeń charakteryzował się jak dotąd umiarkowaną szkodowością. Pewnemu pogorszeniu sytuacja Funduszu uległa w latach 2010-2012, kiedy nastąpił istotny wzrost wartości wypłacanych poręczeń, jednakże wskaźnik szkodowości portfela poręczeń nie przekroczył jak dotąd w żadnym momencie poziomu 5%. Ponadto wypłaty te nie miały w ostatnim czasie istotnego negatywnego wpływu na wynik finansowy Funduszu, z uwagi na fakt, iż ZRFPK utworzył na nie z wyprzedzeniem (w roku 2009) rezerwy celowe.

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. W latach 2010-2012 Fundusz inwestował 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.

Zgodnie ze wdrożonym w połowie 2010 roku regulaminem inwestowania środków pieniężnych, maksymalne łączne limity zaangażowania w poszczególne instrumenty finansowe

wynoszą: 100% dla papierów emitowanych przez Skarb Państwo oraz lokat bankowych, 25% dla jednostek funduszy rynku pieniężnego oraz 15% dla obligacji komunalnych.

W przypadku lokat bankowych nowy regulamin określa, iż ZRFPK lokuje środki wyłącznie w bankach o współczynnikach wypłacalności powyżej 10% i/lub posiadających rating kredytowy (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.

Określone w 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 dywersyfikacji portfela lokat Funduszu. Lokaty bankowe rozłożone były w ostatnich kwartałach pomiędzy 6-9 banków. Ponadto Fundusz okresowo inwestował kilka procent płynnych aktywów w jednostki funduszy rynku pieniężnego, a także przejściowo drobne kwoty w obligacje komunalne. Strukturę lokat ZRFPK na koniec I. 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 istotną (i w ostatnich kwartałach rosnącą) część środków w bankach, których ryzyko, zgodnie z oceną ratingową banków prowadzoną przez agencję ratingową EuroRating, jest podwyższone. Kompensowane jest to jednak częściowo stosunkowo dużą dywersyfikacją portfela inwestycji.

Tabela 3.8 Struktura inwestycji Funduszu na koniec I. kw. 2013 r.

	31.03.2013
Bank # 1	16,2%
Bank # 2	14,3%
Bank # 3	14,2%
Bank # 4	11,4%
Bank # 5	11,3%
Bank # 6	9,3%
Bank # 7	9,2%
Bank # 8	8,6%
Bank # 9	5,6%
Razem lokaty bankowe	100,0%

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 2013 roku ponad połowa środków ZRFPK była ulokowana w depozytach bankowych o terminach zapadalności do 3 miesięcy. Płynność portfela lokat Funduszu oceniamy 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 2010-2012 i na koniec I. kwartału 2013 roku przedstawia tabela nr 3.9.

Tabela 3.9 ZRFPK – struktura branżowa aktywnych poręczeń

Branża	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.03.2013
usługi (w tym transport)	43,5%	39,3%	40,2%	38,6%
handel	29,0%	30,8%	32,4%	35,3%
budownictwo	16,6%	21,0%	17,7%	16,7%
produkcja	10,8%	8,8%	9,7%	9,3%
inne	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%
RAZEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Dywersyfikację portfela poręczeń ZRFPK w ujęciu branżowym oceniamy generalnie jako wystarczającą. Jedynie okresowo Fundusz ma nieco zbyt wysoką ekspozycję na ryzyko sektora usługowego. Według metodologii stosowanej przez agencję ratingową EuroRating za maksymalny bezpieczny udział jednej branży w portfelu poręczeń uznaje się 40%. W przypadku ZRFPK przekroczenie bezpiecznego poziomu bywa 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 1 mln zł dla poręczeń reporeczanych 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.

Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

Struktura organizacyjna Spółki jest w naszej opinii dostosowana zarówno do rodzaju, jak też do skali prowadzonej przez nią działalności.

Według stanu na koniec 2012 roku w Spółce zatrudnionych było 11 osób (łącznie na 9,5 pełnych etatów). Oceniamy, że liczebność personelu dostosowana jest już w znacznym stopniu do planowanego dalszego zwiększenia (pod względem liczby i wartości udzielanych poręczeń) skali działalności Funduszu.

Nieco podwyższone ryzyko operacyjne dotyczące sprawności prowadzenia bieżącej działalności Funduszu może natomiast wiązać się z faktem funkcjonowania jednoosobowego Zarządu Spółki. Ryzyko to zostało jednak w ostatnim czasie zredukowane dzięki powołaniu w kwietniu 2013 r. Prokurenta 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 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. W 2013 roku Fundusz zawarł także umowę o współpracy z jedną z firm leasingowych, w zakresie udzielania poręczeń, w której ustalono górną granicę poręczeń wypłacanych na poziomie 6% portfela poręczeń. Ponadto ZRFPK podpisał umowę ze zrzeszeniem banków spółdzielczych w zakresie poręczeń wspólnie z BGK w ramach programu „de minimis” (60% gwarancji BGK, 20% poręczenia ZRFPK).

Na sytuację finansową Funduszu i jego możliwości dalszego zwiększania akcji poręczeniowej istotny wpływ ma uzyskanie począwszy od IV. kwartału 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 zarządaniu 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 70% w przypadku poręczeń o wartości od 200 do 500 tys. zł. Nie obowiązuje przy tym limit szkodowości reporeczanych poręczeń. ZRFPK uzyskał dotychczas trzy limity reporeczeń w wysokości po 30 mln zł.

Ponieważ ZRFPK przy udzielaniu poręczeń reporeczanych w ramach JEREMIE eksponowany jest na ryzyko odpowiadające tylko 20%-30% 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 dalsze powiększanie akcji poręczeniowej bez nadmiernego zwiększania własnego 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 stosunkowo 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, pomimo ponownego wzrostu wartości portfela poręczeń jaki nastąpił w 2011 roku skorygowany mnożnik (uwzględniający tylko ekspozycję własną Funduszu na ryzyko poręczeń – tj. bez kwot reporeczanych) uległ dalszemu obniżeniu do 0,88 (mnożnik nieskorygowany wzrósł do 1,51). W roku 2012 wzrost wartości portfela poręczeń aktywnych był kontynuowany, jednak dzięki reporeczeniom w ramach JEREMIE poziom skorygowanego mnożnika uległ dalszemu obniżeniu do 0,63 (mnożnik nieskorygowany wyniósł 1,80).

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 i bezpieczną. 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, ze względu na fakt, że duża część poręczeń będzie podlegała reporeczeniom w ramach JEREMIE, nie będzie przy tym 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. Okresowo nieco zbyt wysoka jest jedynie koncentracja portfela poręczeń w ujęciu branżowym, jednak przekroczenie poziomu uznawanego według metodologii stosowanej przez EuroRating za bezpieczny jest niewielkie.

Szkodowość portfela poręczeń ZRFPK oceniamy generalnie jako umiarkowaną. Pierwszych większych wypłat (0,2 mln zł, co odpowiadało 0,5% wartości całego portfela poręczeń) Fundusz dokonał w 2009 roku. Wartość wypłat rosła przy tym w kolejnych latach: 0,8 mln zł w roku 2010, 1,4 mln zł w roku 2011 i 1,9 mln zł w roku 2012. W I. kwartale 2013 r. wartość wypłaconych poręczeń wyniosła 336,9 tys. zł, natomiast narastająco dla czterech ostatnich kwartałów było to 2,0 mln zł. Wskaźnik relacji wartości wypłaconych poręczeń do średniorocznej wartości portfela poręczeń aktywnych wynosił: 2,0% w roku 2010, 3,6% w roku 2011 oraz 4,2% w roku 2012. W I. kwartale 2013 roku wskaźnik ten utrzymał się na zbliżonym poziomie 4,1%.

Podwyższoną w ostatnim czasie wartość wskaźników szkodowości portfela poręczeń z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego oceniamy negatywnie. Utrzymywanie się wartości wypłat poręczeń (w szczególności udzielanych w ramach kapitału własnego Funduszu) na podwyższonym poziomie, lub tym bardziej ich ewentualny dalszy wzrost, mogłoby już negatywnie rzutować na ogólną ocenę ryzyka kredytowego ZRFPK.

Pogorszenie jakości portfela i związana z tym konieczność utworzenia przez Fundusz wysokich nowych rezerw celowych skutkowałą 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). W roku 2011 skorygowany wynik pozostawał nadal ujemny (stanowił on -1,6% wartości kapitału poręczeniowego), po czym w roku ubiegłym Fundusz osiągnął już niewielki zysk na poziomie 189,9 tys. zł tj. równowartość 0,7% kapitału poręczeniowego). W I. kwartale 2013 roku skorygowany wynik również był dodatni i wyniósł 239,7 tys. zł, w rezultacie czego wskaźnik rentowności kapitału liczony dla wyniku za cztery ostatnie kwartały wzrósł do 1,8%. **Znaczną poprawę osiągniętych przez ZRFPK w ostatnim czasie wyników finansowych oceniamy pozytywnie.**

Oceniając sposób lokowania posiadanych przez Fundusz środków pieniężnych (stanowiących główne zabezpieczenie udzielanych poręczeń) stwierdzamy, iż **ZRFPK prowadzi stosunkowo bezpieczną politykę inwestycyjną**, jednakże do czynników ryzyka zaliczamy fakt, iż Fundusz w ostatnim czasie lokuje coraz większą część posiadanych środków w bankach, charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym. Kompensowane jest to jednak częściowo stosunkowo dużą dywersyfikacją 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 sporządzenia niniejszego raportu (tj. 19.07.2013 r.) rating Funduszu zostaje utrzymany na poziomie "A+". Perspektywa ratingu jest stabilna.**

5. Skala ratingów 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 agencji ratingowej EuroRating

Niniejsze warunki korzystania dotyczą ratingów kredytowych nadawanych przez agencję ratingową EuroRating (EuroRating Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie). 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** prezentowane są w sposób ciągły w serwisie internetowym Agencji (www.EuroRating.pl). EuroRating nie gwarantuje oraz nie bierze odpowiedzialności za prawdziwość oraz aktualność informacji o poziomie ratingów przekazywanych użytkownikom przez strony trzecie.