

Agencja Ratingowa

EuroRating

www.EuroRating.pl

tel.: 022 349 24 89 fax: 022 349 28 43

e-mail: info@eurorating.pl

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

Ocena ryzyka kredytowego**

Warszawa

06.10.2009 r.

SPIS TREŚCI

1. Informacje o przyznanym ratingu	3
1.1 Poziom i data przyznania ratingu	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	5
3.1 Rachunek zysków i strat	5
3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe	10
3.3 Analiza wskaźnikowa	14
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	20
3.5 Ocena czynników niefinansowych	22
4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego	28
5. Skala ratingów Agencji Ratingowej EuroRating	31
6. Warunki korzystania z ratingów	32

1. Informacje o przyznanym ratingu

1.1 Poziom i data przyznania ratingu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data przyznania
A+	stabilna	06.10.2009 r.

1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

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

2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie

2.1 Dane rejestrowe

Przedsiębiorstwo Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. zarejestrowane jest w Rejestrze Przedsiębiorstw Sądu Rejonowego w Szczecinie XIII Wydział Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000126048; numer REGON 812525808; numer NIP 851-27-98-979. Kapitał zakładowy spółki według stanu na wrzesień 2009 r. 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 wrzesień 2009 roku przedstawia tabela nr 2.1.

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

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

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

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

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

2.2 Historia i przedmiot działalności

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

Kolejne udziały objął samorząd województwa podwyższając kapitał do kwoty 1,1 mln zł. W październiku 2004 r. kapitał zakładowy Spółki został podwyższony o udziały Polskiej Fundacji Przedsiębiorczości w kwocie 1,5 mln zł, natomiast w 2005 roku udziały Funduszu objął Bank Gospodarstwa Krajowego w kwocie 2,5 mln zł. We wrześniu 2007 roku odbyło się podwyższenie kapitału założycielskiego poprzez objęcie nowych udziałów o wartości 2,5 mln zł przez Województwo Zachodniopomorskie. Ostatnie podwyższenie

kapitału założycielskiego nastąpiło w lipcu 2008 roku poprzez objęcie nowych udziałów o wartości 2,5 mln zł przez Bank Gospodarstwa Krajowego.

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.

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

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. Fundusz 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 2006-2008 * oraz za pierwsze półrocze 2009 roku przedstawia tabela nr 3.1.

* 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 2006-2008 i okres I-VI.2009 (tys. zł)**

Rachunek zysków i strat (wariant porównawczy)	Za rok 2006	Za rok 2007	Za rok 2008	Za okres I-VI.2009
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY I ZRÓWN. Z NIMI	394,7	573,6	554,2	319,6
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	394,7	573,6	554,2	319,6
II. Zmiana stanu produktów	-	-	-	-
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	529,0	753,7	996,5	497,4
I. Amortyzacja	15,2	64,7	39,0	14,2
II. Zużycie materiałów i energii	14,5	19,0	16,5	8,1
III. Usługi obce	93,0	179,0	264,3	137,1
IV. Podatki i opłaty	14,7	2,4	29,9	2,8
V. Wynagrodzenia	302,2	359,9	457,7	253,8
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	51,2	67,9	116,7	61,4
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	38,2	60,7	72,5	20,0
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(134,3)	(180,1)	(442,3)	(177,8)
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	14,6	192,2	676,1	865,1
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	-	-	-	-
III. Inne przychody operacyjne	14,6	192,2	676,1	865,1
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	240,7	519,2	1 429,2	1 867,7
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	-	-	-
III. Inne koszty operacyjne	240,7	519,2	1 429,2	1 867,7
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(360,4)	(507,1)	(1 195,5)	(1 180,4)
G. PRZYCHODY FINANSOWE	523,7	831,7	1 622,1	918,6
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	413,3	831,7	1 622,1	918,6
III. Zysk ze zbycia inwestycji	109,5	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	0,9	-	-	-
H. KOSZTY FINANSOWE	-	-	4,8	-
I. Odsetki	-	-	4,8	-
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	-	-	-	-
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	163,3	324,6	421,9	(261,8)
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	163,3	324,6	421,9	(261,8)
L. PODATEK DOCHODOWY	77,8	121,9	218,3	93,6
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIEJSZENIA ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	85,4	202,7	203,6	(355,4)

Przychody ze sprzedaży

Fundusz generuje przychody ze sprzedaży niemal wyłącznie z prowizji i opłat z tytułu udzielanych poręczeń. Incydentalnie osiągane są niewielkie przychody z tytułu organizacji szkoleń. ZRFPK planuje jednak w latach 2009-2011 przeprowadzenie dofinansowywanego ze środków unijnych projektu, polegającego na szkoleniach i doradztwie dla byłych pracowników branży stoczniowej. Według uzyskanych przez nas informacji przychody z tego tytułu mają jednak jedynie zrekompensować Funduszowi koszty związane z realizacją projektu.

Do roku 2007 przychody ze sprzedaży ZRFPK dynamicznie rosły, na co wpływ miał przede wszystkim szybki rozwój akcji poręczeniowej Funduszu. W roku 2008 wartość portfela poręczeń ustabilizowała się na poziomie zbliżonym do osiągniętego na koniec 2007 roku. Na podobnym poziomie pozostawała przy tym także w ciągu pierwszych dwóch kwartałów 2009 roku. W rezultacie przychody (w ujęciu rocznym) także ustabilizowały się na poziomie zbliżonym do osiągniętego w roku 2007.

Koszty operacyjne

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

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

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

W latach 2004-2007 koszty działalności operacyjnej ZRFPK przekraczały o około 100-190 tys. zł wartość osiąganych przychodów ze sprzedaży. W rezultacie dalszego wzrostu kosztów, przy jednoczesnej stabilizacji przychodów, w 2008 roku Fundusz wygenerował najwyższą jak dotychczas stratę ze sprzedaży w wysokości 442 tys. zł. W tym kontekście

pozytywnie oceniamy fakt, że wzrostowa tendencja kosztów rodzajowych została wyhamowana w ciągu pierwszego półrocza b.r., co przy jednoczesnym nieznacznym wzroście przychodów pozwoliło na ustabilizowanie wartości wyniku na sprzedaży. Zarząd Funduszu zamierza przy tym podjąć działania mające na celu optymalizację stanu zatrudnienia.

Stratę na poziomie wyniku ze sprzedaży traktujemy jako zjawisko typowe dla działalności funduszy poręczeniowych. Jej wielkość, nawet biorąc pod uwagę wzrost w roku 2008, nie budzi przy tym jeszcze naszych obaw.

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

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

W pozycji E.III – „inne koszty operacyjne” księgowane jest zawiązywanie rezerw celowych na ryzyko poszczególnych poręczeń, a także tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne. Z kolei w pozycji D.III – „inne przychody operacyjne” ujmowane jest rozwiązywanie rezerw celowych i (co miało miejsce w I. półroczu b.r.) rezerwy ogólnej, a także księgowane są kwoty odzyskanych należności z tytułu wypłaconych poręczeń.

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

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.

Przychody i koszty finansowe

Na przychody finansowe Spółki w całym analizowanym okresie składały się dochody z lokat środków pieniężnych. Ich wartość rosła dynamicznie, 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).

Generowane przez Fundusz dochody z lokat wykazywane były w większości w pozycji G.II („odsetki”). Wykazana w 2006 roku w pozycji G.III („zysk ze zbycia inwestycji) kwota 109,5 tys. zł dotyczyła przy tym dochodów uzyskanych ze sprzedaży bonów skarbowych.

Niemal w całym analizowanym okresie Fundusz wykazywał zerowe koszty finansowe. Jedynie w roku 2008 zapłacona została niewielka kwota 4,8 tys. zł związana z odsetkami od zobowiązań budżetowych.

Łącznie saldo przychodów i kosztów finansowych było stale dodatnie i osiągało w ostatnich latach coraz wyższe wartości, stanowiąc główne źródło przychodów Spółki.

Wynik brutto i netto

W latach 2004-2008 osiąmane przez Fundusz przychody z odsetek pozwalały na pokrycie ujemnego wyniku na działalności operacyjnej i wykazywanie przez Fundusz niewielkiego dodatniego wyniku finansowego brutto i netto.

W ciągu pierwszych dwóch kwartałów b.r. ZRPFK w musiał jednak znacznie zwiększyć wartość rezerw celowych (co związane było ze znaczącym pogorszeniem się jakości portfela poręczonych kredytów) i pomimo rozwiązania w tym okresie całej utworzonej wcześniej rezerwy ogólnej Fundusz wykazał na koniec I. półrocza b.r. stratę brutto i netto.

W celu oceny rzeczywistej rentowności Funduszu należy jednak skorygować wykazywaną przez Fundusz księgową wartość wyniku netto o kwoty tworzonej w poszczególnych okresach (oraz w ostatnim czasie rozwiązanej) rezerwy na ryzyko ogólne. W odróżnieniu od rezerw celowych, które również obciążają wynik finansowy Funduszu, jest to bowiem rezerwa nie związana bezpośrednio z poręczeniami zagrożonymi.

Warto zaznaczyć, że Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych rozpoczął tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne już w roku 2004. W kolejnych latach rezerwa ta była powiększana, osiągając na koniec 2008 roku wartość 747 tys. zł. W ciągu pierwszego

i drugiego kwartału b.r. została ona jednak w całości rozwiązana, w celu neutralizacji ujemnego wpływu dużego wzrostu wartości rezerw celowych, jaki wystąpił w tym okresie.

Skorygowany wynik netto ZRFPK za lata 2006-2008 i I. półrocze 2009 roku przedstawiony został w tabeli 3.2. Ponieważ ZRFPK nie księgował otrzymywanych dotacji poprzez rachunek zysków i strat (lecz bezpośrednio w bilansie – w pozycji A.X „kapitał specjalnego przeznaczenia”), dotacje nie miały wpływu na księgową wartość wyniku Funduszu. Stąd też wartość wykazywana w tabeli nr 3.2 w wierszu [1] jest równa wynikowi netto wykazywanemu w sprawozdaniach finansowych. Natomiast wynik netto skorygowany o wpływ rezerwy na ryzyko ogólne wyliczony został w wierszu [2].

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

Lp.	Wynik skorygowany	2006	2007	2008	I-VI. 2009
1	Wynik netto bez dotacji	85,4	202,7	203,6	-355,4
2	Wynik netto bez dotacji i zm. stanu rez. na ryzyko ogólne	319,6	236,7	450,4	-1.102,4

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

W ciągu pierwszych dwóch kwartałów b.r. Fundusz musiał utworzyć wysokie rezerwy celowe związane z poręczeniami zagrożonymi, w rezultacie czego (po skorygowaniu wyniku o wpływ rozwiązanej w całości rezerwy ogólnej) na koniec I. półrocza b.r. wygenerowana została strata w wysokości 1,1 mln zł (odpowiadająca łącznym zyskom z trzech poprzednich lat).

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 2006-2008 oraz II. kwartału 2009 roku.

Tabela 3.3 Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. – bilans (aktywa) na koniec lat 2006-2008 oraz II. kw. 2009 r. (tys. zł)

Bilans - Aktywa	Na dzień 31.12.2006	Na dzień 31.12.2007	Na dzień 31.12.2008	Na dzień 30.06.2009
A. AKTYWA TRWAŁE	31,7	53,4	29,9	79,4
I. Wartości niematerialne i prawne	6,0	2,7	-	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	25,7	50,5	29,9	29,3
III. Należności długoterminowe	0,1	0,1	0,1	0,1
IV. Inwestycje długoterminowe	-	-	-	50,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-
B. AKTYWA OBROTOWE	15 588,8	26 147,8	30 410,4	30 745,9
I. Zapasy	-	1,2	1,0	3,0
II. Należności krótkoterminowe	48,6	55,1	25,7	32,9
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	48,6	55,1	25,7	32,9
a) z tytułu dostaw i usług	14,0	32,3	15,5	28,5
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	-	-	-	-
c) inne	34,6	22,8	10,2	4,4
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	15 539,5	26 088,7	30 381,2	30 705,9
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	72,4	26 088,7	30 381,2	30 705,9
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	72,4	26 088,7	30 381,2	30 705,9
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	72,4	49,6	38,9	114,1
- inne środki pieniężne	-	26 039,1	30 342,3	30 591,8
- inne aktywa pieniężne	-	-	-	-
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	15 467,1	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,7	2,7	2,4	4,1
AKTYWA RAZEM	15 620,6	26 201,1	30 440,3	30 825,3

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 0,1-0,2% łącznej wartości aktywów i składały się na niego głównie rzeczowe aktywa trwałe. W II. kwartale 2009 roku w skład aktywów trwałych weszła także kwota 50 tys. zł wykazana w pozycji A.IV – „inwestycje długoterminowe”, która związana jest z objęciem przez ZRFPK udziałów w nowopowstałej spółce Krajowa Grupa Poręczeniowa Sp. z o.o. (będącej spółką celową powołaną do wspierania działalności funduszy poręczeniowych, w których udziałowcem jest Bank Gospodarstwa Krajowego).

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. Na „należności krótkoterminowe” składały się głównie „należności z tytułu dostaw i usług” (należne prowizje i opłaty związane z udzielanymi poręczeniami).

„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). Kwota 15,5 mln zł wykazana w roku 2006 w pozycji B.III.2 „inne inwestycje krótkoterminowe” dotyczyła inwestycji w bony skarbowe.

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

Pasywa

Struktura finansowania działalności ZRFPK nie odbiega od typowej dla funduszy poręczeniowych: większość (92-97%) pasywów stanowi **kapitał własny**. Warto przy tym zaznaczyć, że na podstawie przyjętych przez Fundusz zasad rachunkowości otrzymywane przez Fundusz dotacje z PARP (a wcześniej także dotacje z Polskiej Fundacji Przedsiębiorczości i subwencje z Agencji Nieruchomości Rolnych) księgowane były od razu (nawet przed zakończeniem programu SPO-WKP) bezpośrednio w pozycji A.X pasywów – „kapitał specjalnego przeznaczenia”.

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

**Tabela 3.4 Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– bilans (pasywa) na koniec lat 2006-2008 oraz II. kw. 2009 r. (tys. zł)**

Bilans - Pasywa	Na dzień 31.12.2006	Na dzień 31.12.2007	Na dzień 31.12.2008	Na dzień 30.06.2009
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	15 002,6	25 205,2	28 658,8	28 303,4
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	5 100,0	7 600,0	10 100,0	10 100,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	68,4	152,6	355,2	558,8
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	-	-	-	-
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	(1,2)	-	-	-
VIII. Zysk (strata) netto	85,4	202,7	203,6	(355,4)
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
X. Kapitał specjalnego przeznaczenia	9 750,0	17 250,0	18 000,0	18 000,0
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	618,0	995,9	1 781,5	2 521,8
I. Rezerwy na zobowiązania	476,1	795,3	1 556,1	2 334,5
1. Rezerwa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	476,1	795,3	1 556,1	2 334,5
II. Zobowiązania długoterminowe	100,0	-	100,0	100,0
III. Zobowiązania krótkoterminowe	41,8	200,6	125,4	87,4
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	41,8	200,6	125,4	87,4
- kredyty i pożyczki	-	100,0	-	-
- z tytułu dostaw i usług	7,6	22,1	23,6	6,2
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	33,8	73,4	80,9	77,3
- z tytułu wynagrodzeń	0,0	4,8	20,8	3,9
- inne	0,4	0,2	-	0,0
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-
PASYWA RAZEM	15 620,6	26 201,1	30 440,3	30 825,3

Wzrost udziału „Zobowiązań i rezerw na zobowiązania” (z ok. 3-4% do 6-8%) jaki miał miejsce w roku 2008 oraz w I. półroczu 2009 roku związany był przede wszystkim ze wzrostem wartości rezerw na ryzyko związane z udzielanym poręczeniami (przy czym w I. półroczu b.r. wzrost ten dotyczył już tylko rezerw celowych; rezerwa ogólna została w tym czasie rozwiązana).

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

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

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

Pozycje pozabilansowe

Tabela 3.5 ZRFPK Sp. z o.o. – wartość aktywnych poręczeń (tys. zł)

	2006	2007	2008	VI.2009
Wartość aktywnych poręczeń na koniec okresu	26 464,3	45 041,5	50 600,8	50 292,4

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 i w ciągu ostatnich dwóch kwartałów wartość aktywnych poręczeń ustabilizowała się na poziomie około 50 mln zł.

Wartość portfela poręczeń udzielonych przez Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych już w roku 2005 przekroczyła wartość posiadanego przez Fundusz kapitału poręczeniowego, po czym w ciągu kolejnych dwóch lat nadal rosła w tempie przekraczającym przyrost kapitału. Z punktu widzenia efektywności wykorzystania środków posiadanych przez Fundusz tendencję tą należy ocenić pozytywnie.

Jakkolwiek wzrost wartości portfela poręczeń w ujęciu nominalnym, jak również w ujęciu relatywnym (w stosunku do kapitału poręczeniowego) oznacza co prawda także zwiększającą się ekspozycję na ryzyko udzielanych poręczeń, to zarówno obecna, jak i planowana na najbliższą przyszłość wartość udzielanych przez ZRFPK poręczeń nie stanowi w naszej ocenie zagrożenia dla wypłacalności Funduszu.

3.3 Analiza wskaźnikowa

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

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

Lp		2006	2007	2008	I-VI. 2009
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	14 950	24 950	28 200	28 200
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	15 469	25 705	29 406	28 253
3	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	26 464	45 041	50 601	50 292
4	Mnożnik 1 = [3] / [1]	1,77	1,81	1,79	1,78
5	Mnożnik 2 (skorygowany) = [3] / [2] *	1,71	1,75	1,72	1,78
6	Liczba aktywnych poręczeń	315	419	447	490
7	Wartość średniego poręczenia aktywnego (tys. zł)	84	107	113	103
8	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
9	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%
10	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	7 105	13 332	12 578	11 642
11	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	26,8%	29,6%	24,9%	23,1%
12	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	45,9%	51,9%	42,8%	41,2%
13	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	34	0	0	234
14	Wypłacone poręczenia brutto / Śr.stan akt.poręczeń	0,2%	0,0%	0,0%	0,5%
15	Wartość odzyskanych należn. z tyt.por. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	8	12	13	19
16	Wypłacone poręczenia netto / Śr.kapitał poręczeniowy *	0,2%	-0,1%	0,0%	0,7%
17	Zysk netto (bez dotacji) / Śr. kapitał poręczeniowy *	0,6%	1,0%	0,7%	-1,2%
18	Zysk netto (bez dotacji i zm.st.rez.og.) / Śr.kapit.poręcz. *	2,3%	1,1%	1,6%	-3,8%

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

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

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

W przypadku Zachodniopomorskiego Regionalnego Funduszu Poręczeń Kredytowych wartość kapitału własnego służąca do obliczenia skorygowanej wartości kapitału poręczeniowego na koniec I. półrocza 2009 r. skorygowana została (*in minus*) o kwotę 50 tys. zł (księgowaną w aktywach w pozycji A.IV – „inwestycje długoterminowe”), która dotyczy 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.

Tak obliczony skorygowany kapitał poręczeniowy [2] na koniec I. półrocza b.r. wynosił 28.253 tys. zł i był o 53 tys. zł wyższy od wartości podawanej przez sam Fundusz (28.200 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 [3] w relacji do posiadanego kapitału [2] jest jednym z najważniejszych czynników wpływających na (obecną i przyszłą) sytuację finansową funduszu oraz poziom jego ryzyka kredytowego.

Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych praktycznie od początku swojej działalności wykazywał wysoką aktywność w zakresie prowadzenia akcji poręczeniowej, efektywnie wykorzystując posiadany kapitał. Wartość portfela aktywnych poręczeń już w roku 2004 zbliżyła się do wartości kapitału poręczeniowego, a w roku 2005 portfel poręczeń był już większy od (również dynamicznie rosnącego) kapitału.

Duży wzrost wartości poręczeń miał miejsce także w ciągu kolejnych trzech lat (2006-2008), jednak począwszy od roku 2006 relacja sumy aktywnych poręczeń do wartości kapitału poręczeniowego [5] ustabilizowała się w zakresie 1,7-1,8.

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.

Obecną wartość portfela poręczeń w relacji do kapitału Funduszu nadal można określić jako relatywnie niską i bezpieczną. Władze Funduszu planują przy tym

dalsze zwiększanie liczby i wartości udzielanych poręczeń w dłuższym horyzoncie czasu. Przy założeniu utrzymania obecnej, stabilnej wartości kapitału poręczeniowego oznaczałoby to dalszy wzrost poziomu mnożnika, co jednak (ze względu na jego wciąż bezpieczny poziom) nie powinno jeszcze oznaczać nadmiernego zwiększenia ryzyka kredytowego Funduszu.

Istnieje przy tym także wysokie prawdopodobieństwo dokapitalizowania ZRFPK przez udziałowców (najprawdopodobniej w przyszłym roku) oraz otrzymania przez Fundusz reporeczeń na udzielane poręczenia w ramach programu JEREMIE, co może przełożyć się na obniżenie wartości mnożnika i tym samym umożliwi Funduszowi dalszy bezpieczny rozwój akcji poręczeniowej.

Koncentracja portfela poręczeń

W ciągu ostatnich lat przeciętna wartość udzielonych przez ZRFPK poręczeń [7] rosła systematycznie (z poziomu ok. 46 tys. zł w roku 2004 do 113 tys. zł na koniec roku 2008). W podobnym tempie rosła jednak także ogólna wartość portfela aktywnych poręczeń. W rezultacie średnia wartość poręczenia w relacji do portfela aktywnych poręczeń pozostawała na stabilnym i bezpiecznym poziomie 0,2-0,3%.

Dobrą dywersyfikację portfela poręczeń obrazuje także wskaźnik średniej wartości poręczenia do kapitału poręczeniowego [9], który w ostatnich latach był bardzo stabilny i utrzymywał się na bezpiecznym poziomie 0,4-0,5%.

Również ekspozycję Funduszu na największe udzielane poręczenia [12] (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 czerwca b.r. byłaby to wartość 1,4 mln zł). Taką też maksymalną wartość poręczeń udzielonych jednemu klientowi określa regulamin udzielania poręczeń ZRFPK.

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

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

Wyплаты poręczeń

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

Obowiązujące zasady współpracy ZRFPK z bankami określają, że banki mogą występować do Funduszu o wypłatę zobowiązania z tytułu poręczonego kredytu po rozpoczęciu we własnym zakresie procesu windykacji należności z majątku dłużnika. Zasada ta była relatywnie korzystna dla Funduszu. Można przypuszczać, że m.in. z tym faktem wiąże się dotychczasowa niska szkodowość portfela poręczeń ZRFPK.

Fundusz wypłacał dotychczas z tytułu poręczeń jedynie niewielkie kwoty w latach 2005-2006, a pierwszych większych wypłat (3 poręczenia na łączną kwotę 234 tys. zł, co odpowiadało 0,5% wartości całego portfela poręczeń) miały miejsce dopiero w I. kwartale b.r.

Dotychczasową niską szkodowość portfela poręczeń ZRFPK oceniamy pozytywnie. Należy jednak przypuszczać, że sytuacja ta może w niedługim czasie ulec pewnemu pogorszeniu, bowiem biorąc pod uwagę gwałtowny wzrost wartości utworzonych przez Fundusz w ciągu ostatnich kwartałów rezerw celowych, można spodziewać się, że obserwowane od dłuższego czasu silne pogorszenie koniunktury gospodarczej może skutkować podwyższonym wskaźnikiem wypłat poręczeń.

W dłuższej perspektywie czasu na współczynnik wypłaty poręczeń Funduszu wpływ może mieć także realizowane ujednocianie procedur w funduszach wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej. Jakkolwiek ostateczny kształt wzorcowego regulaminu jest jeszcze w trakcie opracowywania, to znane są już główne zasady współpracy funduszy poręczeniowych z bankami. Dla ZRFPK najważniejsze zmiany (w kontekście oceny

dotychczasowej oraz oczekiwanej szkodowości portfela poręczeń), jakie wiązać się będą z wprowadzeniem w życie nowego regulaminu, polegać będą na zwiększeniu maksymalnej wartości poręczenia do 80% kwoty kredytu (z obecnych 70% dla kredytów i 60% w przypadku pożyczek), a także na możliwości występowania przez banki o wypłatę należności z tytułu poręczenia już w momencie wypowiedzenia umowy kredytu i stwierdzeniu utraty zdolności kredytowej przez kredytobiorcę. Oznacza to zatem, że **Fundusz zobowiązany będzie do wypłaty kwoty poręczenia i po jej dokonaniu przejmie należność z tytułu udzielonego przez bank kredytu oraz będzie musiał przeprowadzać jej windykację.**

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

Nowe zasady współpracy z bankami oznaczać będą przerzucenie na Fundusz w znacznie szerszym zakresie obowiązku przeprowadzania windykacji nie spłacanych kredytów. W zakresie windykacji należności ZRFPK współpracuje z zewnętrzną kancelarią prawną. Ze względu na jeszcze krótki czas, jaki upłynął od wypłaty przez ZRFPK pierwszych większych poręczeń (I. kwartał b.r.), oceny tego obszaru działalności Funduszu będzie można dokonać najwcześniej w przyszłym roku.

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). Kwestia ta została już omówiona w punkcie 3.1 (patrz: tabela nr 3.2).

ZRFPK w latach 2004-2008 generował stale dodatni wynik netto. W I. i II. kwartale b.r. nastąpiło jednak (głównie na skutek silnego pogorszenia sytuacji gospodarczej) istotne pogorszenie jakości poręczanych przez Fundusz kredytów. Fundusz musiał zatem utworzyć w tym czasie wysokie rezerwy celowe, co w sposób znaczący obciążyło wynik finansowy

pierwszego półrocza. Po skorygowaniu księgowej wartości wyniku netto o wartość rozwiązanej w tym czasie rezerwy na ryzyko ogólne, Fundusz wygenerował w I. półroczu stratę odpowiadającą 3,8% kapitału poręczeniowego.

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

Jakkolwiek utrzymywanie się do końca ubiegłego roku dotychczasowej długoterminowej dodatniej rentowności kapitału ZRFPK oceniamy pozytywnie, to należy przypuszczać, że obecne spowolnienie gospodarcze będzie w dalszym ciągu wywierało negatywną presję na wyniki 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 grudniu 2007 roku, obecne zasady tworzenia rezerw określają, że zmiana poziomu rezerw następuje co najmniej raz na kwartał (co należy ocenić pozytywnie), na podstawie oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej kredytobiorców oraz terminowości obsługi kredytów (informacje te Fundusz otrzymuje od instytucji finansowych, na rzecz których kredyty zostały poręczone).

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

i w pewnych wypadkach może nie zapewniać prawidłowego odzwierciedlenia w rachunku zysków i strat (oraz bilansie) ryzyka z tytułu udzielonych poręczeń.

Regulamin określa także zasady tworzenia rezerwy na ryzyko ogólne. Warto w tym miejscu podkreślić, że Fundusz rozpoczął tworzenie tej rezerwy już w roku 2004. Według zapisów obecnego regulaminu rezerwa na ryzyko ogólne powinna wynosić maksymalnie 1,5% wartości portfela aktywnych poręczeń. O dokładnej wysokości tego współczynnika decyduje Zarząd funduszu. Taki **wskaźnik rezerwy ogólnej można naszym zdaniem określić jako minimalny wymagany**, jakkolwiek (co miało właśnie miejsce w I. półroczu b.r.) w sytuacji wystąpienia konieczności utworzenia znaczących rezerw celowych, rezerwa ogólna w tej wysokości może nie zapewniać Funduszowi w sposób wystarczający możliwości łagodzenia wpływu wahań jakości portfela poręczeń na wynik finansowy.

Wartość utworzonych rezerw

Wartość utworzonych przez Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych rezerw według stanu na koniec roku 2008 oraz koniec I. i II. kwartału 2009 roku, w podziale na rezerwy na ryzyko ogólne i rezerwy celowe, przedstawia tabela nr 3.7.

Utworzona przez ZRFPK na koniec 2008 roku rezerwa na ryzyko ogólne odpowiadała (zgodnie z zapisami regulaminu tworzenia rezerw) 1,5% wartości portfela aktywnych poręczeń. Podobną wartość miała przy tym wówczas także suma rezerw celowych.

Tabela 3.7 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	31.12.2008		31.03.2009		30.06.2009	
	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%
Rezerwy celowe	809,1	52,0%	1 699,5	91,0%	2 334,5	100,0%
Rezerwa na ryzyko ogólne	747,0	48,0%	168,7	9,0%	0,0	0,0%
Razem rezerwy na ryzyko	1 556,1	100,0%	1 868,3	100,0%	2 334,5	100,0%
Rezerwa celowe / Aktywne poręczenia		1,6%		3,5%		4,6%
Rezerwa na ryz.ogólne / Aktywne poręczenia		1,5%		0,3%		0,0%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia		3,1%		3,9%		4,6%

W ciągu I. półrocza b.r. wartość rezerw celowych została zwiększona niemal trzykrotnie, do poziomu odpowiadającego 4,6% portfela poręczeń. Kierownictwo Funduszu zdecydowało przy tym o jednoczesnym rozwiązaniu całej rezerwy na ryzyko ogólne.

Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu duży wzrost rezerw celowych należy zaliczyć do czynników negatywnych. Natomiast fakt rozwiązania rezerwy ogólnej

oceniaamy neutralnie (co do zasady rezerwa ta tworzona jest właśnie po to, żeby umożliwiła Funduszowi łagodzenie wpływu wahań jakości portfela poręczeń na wynik finansowy).

3.5 Ocena czynników niefinansowych

Koniunktura gospodarcza

Od kilku kwartałów obserwujemy w światowej gospodarce szereg negatywnych zjawisk ekonomicznych, które określa się zbiorczo mianem kryzysu finansowego i gospodarczego. Pomimo tego, że sytuacja Polski na tym tle wygląda relatywnie korzystnie, to należy podkreślić że również w krajowej gospodarce mamy do czynienia z silnym pogorszeniem koniunktury gospodarczej.

Chociaż prognozy dynamiki realnego PKB Polski na cały rok 2009 korygowane są w ostatnim czasie przez ekonomistów *in plus* (z często ujemnych wartości jeszcze kilka miesięcy temu) i oscylują obecnie najczęściej wokół wartości +1%, to jednak pomimo, że Polsce udało się uniknąć recesji, nadal można mówić co najwyżej o stagnacji gospodarczej. Przekładać się to będzie z pewnością na dalsze pogarszanie sytuacji finansowej wielu przedsiębiorstw, wzrost wartości nie spłacanych kredytów i w konsekwencji wzrost liczby niewypłacalności i bankructw w krajowej gospodarce – co ma szczególnie istotne znaczenie dla sytuacji finansowej instytucji udzielających i poręczających kredyty.

Czynnikiem pozytywnym jest fakt, że prognozy na przyszły rok zakładają powolną poprawę sytuacji i stopniowe powracanie polskiej gospodarki na ścieżkę wzrostu. Należy jednak oczekiwać, że sytuacja finansowa znacznej części przedsiębiorstw będzie nadal trudna, a poprawa w tym obszarze będzie następować ze znacznym opóźnieniem w stosunku do ogólnej koniunktury gospodarczej.

Podsumowując – bieżącą i prognozowaną na najbliższe kilka kwartałów koniunkturę gospodarczą w Polsce należy określić jako bardzo słabą, z czym wiązało się będzie znaczące pogorszenie sytuacji finansowej wielu przedsiębiorstw. Należy zatem oczekiwać, że nadchodzące kwartały dla krajowych funduszy poręczeniowych upłyną pod znakiem znacznego wzrostu liczby i wartości wypłacanych 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. W całym analizowanym okresie portfel udzielonych przez ZRFPK poręczeń charakteryzował się jak dotąd bardzo niską szkodowością. Dochody uzyskiwane z lokat środków pieniężnych pozwalały przy tym do roku 2008 włącznie na osiągnięcie przez Fundusz dodatniego wyniku finansowego. Dopiero w ciągu ostatnich kwartałów, głównie na skutek silnego pogorszenia koniunktury gospodarczej, miało miejsce istotne pogorszenie jakości portfela poręczeń, w rezultacie czego Fundusz zmuszony był do utworzenia stosunkowo wysokich rezerw celowych. Wpłynęło to jednocześnie na znaczące pogorszenie wyniku finansowego Funduszu za I. półrocze b.r.

ZRFPK od początku swojej działalności wykorzystywał posiadany kapitał poręczeniowy w sposób efektywny. Mnożnik kapitałowy przekroczył poziom 1,0 już w roku 2005, po czym do roku 2007 wzrósł do wartości 1,75 i od tego czasu utrzymuje się na zbliżonym poziomie. Obecna wartość mnożnika nadal można jednak ocenić jako stosunkowo niską i bezpieczną. Stabilność większości pozostałych wskaźników finansowych Funduszu była wysoka, co należy ocenić pozytywnie. Fundusz nie miał dotychczas żadnych problemów z wywiązywaniem się ze zobowiązań wynikających z udzielonych poręczeń. Nie występowały także okresy podwyższonego ryzyka kredytowego.

Do oceny dotychczasowej sytuacji finansowej Funduszu należy jednak podchodzić ostrożnie, ze względu na fakt, że poprzednie lata upłynęły generalnie pod znakiem dobrej koniunktury gospodarczej, co przekładało się na niską szkodowość portfela poręczeń. Spodziewany wzrost liczby i wartości wypłacanych poręczeń, przy jednoczesnym planowanym przez Fundusz dalszym zwiększaniu akcji poręczeniowej, może wpłynąć na zmianę wartości części wskaźników finansowych Funduszu.

Bezpieczeństwo i efektywność lokat środków pieniężnych

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

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

Co do zasady inwestycje tego typu należą do kategorii bezpiecznych i generujących stabilny dochód, stąd z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu nie wnosimy zastrzeżeń odnośnie rodzaju dokonywanych przez Fundusz inwestycji.

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

W przypadku depozytów bankowych ZRFPK lokował środki dotychczas w sześciu bankach, wśród których znajdowały się BGK oraz PKO BP. Zarówno na koniec roku 2008, jak też I. i II. kwartału b.r. około 2/3 środków Fundusz miał ulokowane w banku PKO BP. Strukturę lokat ZRFPK na koniec 2008 roku oraz II. kwartału b.r. przedstawia tabela nr 3.8.

W kontekście dokonywanych przez Fundusz inwestycji pozytywnie oceniamy fakt, że ZRFPK posiada regulamin inwestowania środków pieniężnych. Regulamin ten określa m.in. zakres instrumentów finansowych, w które Fundusz może inwestować. Pewne zastrzeżenia budzić może jednak fakt, że w regulaminie tym nie zostały zawarte żadne ograniczenia dotyczące koncentracji portfela lokat.

Tabela 3.8 Struktura inwestycji Funduszu na koniec roku 2008 oraz II. kwartału 2009 r.

	31.12.2008	30.06.2009
PKO BP	66,2%	62,8%
Bank # 2	12,6%	27,1%
Bank # 3	3,3%	6,7%
Bank # 4	3,3%	3,4%
Bank # 5	11,2%	0,0%
Bank # 6	3,4%	0,0%
Razem lokaty bankowe	100,0%	100,0%

W rezultacie Fundusz ok. 2/3 środków lokuje obecnie w jednym tylko banku – PKO BP. Ryzyko z tym związane jest co prawda częściowo neutralizowane przez fakt, że wiarygodność finansową banku PKO BP oceniamy jako dobrą (bank ten według stanu na wrzesień 2009 r. miał rating Agencji Ratingowej EuroRating na poziomie A-), jednakże procedura inwestowania środków nie wyklucza także możliwości ulokowania większości (lub nawet całości) środków w instytucjach o znacznie niższej wiarygodności finansowej.

Uważamy także za konieczne zgłoszenie zastrzeżenia odnośnie faktu, że ZRFPK nie posiada procedury określającej metodologię oceny wiarygodności finansowej (lub też podstawowe kryteria wyboru) banków, którym Fundusz powierza środki. Także w tym przypadku ryzyko z tym związane oceniamy jednak jako relatywnie niskie, ponieważ w praktyce Fundusz lokował dotychczas przytłaczającą większość środków w bankach, których ryzyko kredytowe oceniamy jako niskie lub przeciętne.

Niemniej jednak uważamy, iż celowe byłoby większe zdywersyfikowanie portfela lokat i/lub zmniejszenie zależności bezpieczeństwa Funduszu od kondycji sektora bankowego (np. poprzez lokowanie stale pewnej części środków w instrumenty dłużne emitowane przez Skarb Państwa – choć inwestycję taką należałoby rozpatrzyć także w kontekście oczekiwanej stopy zwrotu).

Strukturę terminową lokat Fundusz dostosowuje do spodziewanych tendencji rynkowych odnośnie zmian stóp procentowych, oprocentowania lokat bankowych oraz stóp zwrotu z innych bezpiecznych instrumentów finansowych. Według stanu na połowę 2009 roku większość środków ZRFPK miał ulokowane w depozytach bankowych o terminach zapadalności od 3 do 6 miesięcy.

Struktura branżowa udzielonych poręczeń

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

Tabela 3.9 ZRFPK – struktura branżowa aktywnych poręczeń

Branża	31.12.2008	30.06.2009
	%	%
Usługi	40,2%	39,1%
Handel	29,7%	33,6%
Budownictwo	15,6%	13,2%
Produkcja	13,8%	12,8%
Inne	0,7%	1,3%
RAZEM	100,0%	100,0%

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

Stosowane procedury wewnętrzne

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

- „Regulamin poręczeń kredytowych” określa ogólne zasady i procedury dotyczące udzielania poręczeń; precyzuje grono podmiotów uprawnionych do ubiegania się o poręczenie; ogranicza maksymalną wartość udzielanych poręczeń do wysokości 70% kwoty poręczanego kredytu (60% w przypadku pożyczek) oraz łączne zaangażowanie na rzecz jednego przedsiębiorcy do wysokości 5% kapitału poręczycielskiego Funduszu (dodatkowo rozporządzenie Zarządu ogranicza łączną ekspozycję na ryzyko jednego przedsiębiorcy do kwoty 600 tys. zł)
- „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 – opisują sposób przeprowadzania analizy ryzyka kredytowego wnioskodawców;
- „Zasady tworzenia rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń” szczegółowo określają sposób, częstotliwość i wysokość tworzenia rezerw celowych oraz rezerwy na ryzyko ogólne
- „Ramowy regulamin inwestowania własnych środków finansowych” ogranicza listę instrumentów finansowych, w które Fundusz może lokować środki pieniężne wyłącznie do depozytów bankowych, papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski oraz jednostek uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego.

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

Dodatkowo Fundusz planuje wdrożyć wkrótce nowy „Regulamin udzielania poręczeń portfela transakcji wystandaryzowanych” (czyli tzw. poręczeń portfelowych) i uruchomić udzielanie tego typu poręczeń.

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

Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

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

Według stanu na wrzesień 2009 roku w spółce zatrudnionych było 11 osób (łącznie na 9 i 9/10 etatu). Oceniamy, że liczebność personelu dostosowana jest już w znacznym stopniu do planowanego zwiększenia (pod względem liczby i wartości udzielanych poręczeń) skali działalności Funduszu po pozyskaniu nowych dotacji w ramach RPO, a także do planowanego uruchomienia programu szkoleniowego.

Jedynę większe ryzyko operacyjne związane z trudnościami w prowadzeniu działalności operacyjnej Funduszu może wiązać się z faktem funkcjonowania jednoosobowego Zarządu Spółki. Z uzyskanych przez nas informacji wynika jednak, że planowane jest udzielenie prokury, w związku z czym w przypadku wystąpienia konieczności czasowego zastępstwa Prezesa Zarządu bieżące działania Funduszu będą wspierane przez osobę pełniącą funkcję prokurenta Spółki.

Perspektywy rozwoju i plan finansowy

Długoterminowy plan strategiczny Zachodniopomorskiego Regionalnego Funduszu Poręczeń Kredytowych zakłada dalsze systematyczne zwiększanie liczby i wartości udzielanych poręczeń.

Wewnętrzne regulacje Funduszu nie narzucają maksymalnego poziomu mnożnika, jednak z uzyskanych przez nas informacji wynika, że **władze Funduszu w perspektywie średnioterminowej planują osiągnięcie maksymalnego mnożnika na poziomie 3,0**. W naszej ocenie taką docelową wartość mnożnika nadal będzie można uznać za bezpieczną.

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

W perspektywie średnioterminowej Fundusz zamierza także uzyskać w Banku Gospodarstwa Krajowego **reporęczenia na udzielane przez Fundusz poręczenia indywidualne** (szczególnie te o największej wartości). Uzyskanie przez ZRFPK możliwości występowania o tego typu regwarancje do wiarygodnego podmiotu zewnętrznego wpłynęłoby z pewnością na obniżenie ogólnego ryzyka portfela poręczeń Funduszu. Nie jest jednak na razie jasne na jakich dokładnie zasadach reporęczenia mogłyby być udzielane, ani kiedy można spodziewać się ich udostępnienia przez BGK.

Na sytuację finansową Funduszu i jego możliwości dalszego zwiększania akcji poręczeniowej dość istotny wpływ może mieć fakt, że według uzyskanych przez nas informacji **planowane jest dokapitalizowanie ZRFPK przez udziałowców**. Miałoby ono nastąpić w przyszłym roku na kwotę około 5 mln zł. Podniesienie kapitału zakładowego Funduszu powiększyłoby kapitał poręczeniowy i tym samym wpłynęłoby na zmniejszenie poziomu mnożnika, co w dłuższym horyzoncie czasu pozwoliłoby Funduszowi w sposób bezpieczny zwiększać liczbę i wartość udzielanych poręczeń.

Istotnym wydarzeniem dla Zachodniopomorskiego Regionalnego Funduszu Poręczeń Kredytowych będzie także **uruchomienie nowych dotacji unijnych w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego**, który w województwie zachodniopomorskim realizowany będzie na zasadach określonych przez tzw. „inicjatywę JEREMIE”. Z uzyskanych przez nas informacji wynika, że został już wybrany menedżer (administrator) programu, którym został Bank Gospodarstwa Krajowego.

Wsparcie dla funduszy poręczeniowych najprawdopodobniej polegać będzie przy tym na udzielaniu reporęczeń, a nie na bezpośrednich dotacjach zwiększających kapitał poręczeniowy funduszy. Wpływ na ryzyko ZRFPK, jaki będzie miało wsparcie uzyskane w ramach tego programu, będzie można oszacować jednak dopiero w momencie ustalenia szczegółowych zasad jego udzielania oraz ustalenia kwoty, na jaką Fundusz będzie mógł liczyć (ma się to przy tym wyjaśnić już w ciągu najbliższych miesięcy).

4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych w Szczecinie należy do grupy funduszy stosunkowo dużych pod względem wartości posiadanego kapitału poręczeniowego i jest jednym z największych funduszy wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej skupionej wokół Banku Gospodarstwa Krajowego. Jest to przy tym fundusz o zasięgu regionalnym, udzielający poręczeń przedsiębiorstwom z terenu całego województwa zachodniopomorskiego. Dywersyfikację portfela poręczeń pod względem geograficznym można więc ocenić jako dobrą.

Fundusz prowadzi działalność operacyjną od roku 2003. ZRFPK systematycznie powiększał w ostatnich latach zarówno wartość kapitału poręczeniowego (dzięki podnoszeniu kapitału zakładowego, jak również dzięki pozyskiwaniu dotacji – głównie z PARP w ramach programu SPO-WKP), jak i (w jeszcze szybszym tempie) liczbę i wartość udzielanych

poręczeń. W rezultacie już w roku 2005 mnożnik kapitałowy przekroczył poziom 1,0, do roku 2007 dochodząc do wartości 1,75. Od tego czasu zarówno wartość portfela aktywnych poręczeń Funduszu, jak i wartość mnożnika pozostają na stabilnym poziomie.

Obecną wartość mnożnika kapitału poręczeniowego (wynoszącą ok. 1,7-1,8) określić należy jako wciąż stosunkowo niską i bezpieczną. Także planowane dalsze jego zwiększanie docelowo do poziomu ok. 3,0 (przy założeniu utrzymania wartości kapitału poręczeniowego na obecnym poziomie) nie będzie przy tym naszym zdaniem powodowało nadmiernego zwiększenia ryzyka kredytowego Funduszu.

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

W ciągu ostatnich lat szkodowość portfela poręczeń Funduszu była bardzo niska, co należy ocenić pozytywnie. W ciągu najbliższych kilku kwartałów można się jednak spodziewać istotnego wzrostu wskaźnika wypłat poręczeń, na co największy wpływ ma obserwowane silne pogorszenie koniunktury gospodarczej i w konsekwencji także sytuacji finansowej wielu przedsiębiorców.

Pogorszenie jakości portfela poręczanych kredytów znalazło już zresztą swoje odzwierciedlenie w postaci konieczności utworzenia w ostatnim czasie wysokich nowych rezerw celowych. W rezultacie, po kilkuletnim okresie osiągania dodatniego wyniku finansowego netto, Fundusz wygenerował w I. półroczu b.r. stratę.

Oceniając sposób lokowania posiadanych przez ZRFPK środków pieniężnych (stanowiących główne zabezpieczenie udzielanych poręczeń) stwierdzamy, iż Fundusz prowadzi bezpieczną politykę inwestycyjną, lokując obecnie środki wyłącznie na lokatach bankowych w instytucjach, które w zdecydowanej większości oceniamy jako bezpieczne. Uważamy jednak za konieczne zgłoszenie zastrzeżenia odnośnie zbyt wysokiej naszym zdaniem koncentracji portfela lokat.

Na sytuację finansową i ryzyko kredytowe ZRFPK istotny (i pozytywny) wpływ może mieć zaplanowane na przyszły rok podniesienie kapitału zakładowego przez udziałowców, a także perspektywa pozyskania przez Fundusz wsparcia ze środków unijnych – w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego. Oceny wpływu, jaki program ten będzie miał na sytuację finansową i ryzyko kredytowe Funduszu, będzie można dokonać jednak dopiero w momencie, kiedy znane będą szczegółowe warunki przyznawania wsparcia.

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

5. Skala ratingów Agencji Ratingowej EuroRating

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

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

6. Warunki korzystania z ratingów

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

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

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

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

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

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