

**SPRAWOZDANIE ZARZĄDU  
Z DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI  
GIEŁDA PRAW MAJĄTKOWYCH „VINDEXUS” S.A.  
W 2011 ROKU**



## Spis treści

### Sprawozdanie z działalności Spółki w 2011 roku

<b>I.</b>	<b>PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE GIEŁDA PRAW MAJĄTKOWYCH „VINDEXUS” S.A.</b>	<b>5</b>
<b>II.</b>	<b>ORGANY SPÓŁKI</b>	<b>6</b>
II.1.	ZARZĄD	6
II.2.	RADA NADZORCZA	8
II.3.	AKCJONARIAT SPÓŁKI	9
II.3.1.	<i>Stan na 31 grudnia 2011 r.</i>	9
II.4.	WALNE ZGROMADZENIE AKCJONARIUSZY	10
II.5.	PRAWA I OBOWIĄZKI AKCJONARIUSZY	11
II.6.	ZMIANY W STATUCIE SPÓŁKI	12
II.7.	INFORMACJE O AUDYTORZE	12
II.8.	OŚWIADCZENIE O STOSOWANIU ŁADU KORPORACYJNEGO	12
II.8.1.	<i>Wskazanie zbioru zasad ładu korporacyjnego, któremu podlega emitent oraz miejsca gdzie tekst zbioru zasad jest publicznie dostępny.</i>	12
II.8.2.	<i>Wskazanie zbioru zasad ładu korporacyjnego, od stosowania których emitent odstąpił oraz wyjaśnienie przyczyn tego odstąpienia.</i>	13
II.8.3.	<i>Opis głównych cech stosowanych w przedsiębiorstwie emitenta systemów kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem w odniesieniu do procesu sporządzania sprawozdań i skonsolidowanych sprawozdań finansowych.</i>	13
II.8.4.	<i>Akcjonariusze posiadający bezpośrednio lub pośrednio znaczne pakiety akcji wraz ze wskazaniem liczby posiadanych przez te podmioty akcji, ich procentowego udziału w kapitale zakładowym, liczby głosów z nich wynikających i ich procentowego udziału w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu.</i>	13
II.8.5.	<i>Wskazanie posiadaczy wszelkich papierów wartościowych, które dają specjalne uprawnienia kontrolne, wraz z opisem tych uprawnień.</i>	14
II.8.6.	<i>Wskazanie wszelkich ograniczeń odnośnie do wykonywania prawa głosu.</i>	14
II.8.7.	<i>Wskazanie wszelkich ograniczeń dotyczących przenoszenia prawa własności papierów wartościowych Giełdy Praw Majątkowych „Vindexus” S.A.</i>	14
II.8.8.	<i>Zasady powoływania i odwoływania osób zarządzających oraz ich uprawnienia, w szczególności prawo do podjęcia decyzji o emisji lub wykupie akcji.</i>	14
<b>III.</b>	<b>CHARAKTERYSTYKA DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI</b>	<b>16</b>
III.1.	INFORMACJA O PODSTAWOWYCH PRODUKTACH, TOWARACH I USŁUGACH, BĘDĄCYCH PRZEDMIOTEM SPRZEDAŻY SPÓŁKI.	16
III.2.	INFORMACJE O RYNKACH ZBYTU	19
III.2.1.	<i>Najwięksi dostawcy przekraczający 10 % przychodów Spółki za 2011 r.</i>	20
<b>IV.</b>	<b>ISTOTNE INFORMACJE Z DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI W ROKU 2011</b>	<b>23</b>
IV.1.	INFORMACJE O ZAWARTYCH UMOWACH ZNACZĄCYCH DLA DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI W OKRESIE SPRAWOZDAWCZYM I DO DNIA SPORZĄDZENIA NINIEJSZEGO RAPORTU.	23
IV.2.	OPIS ZDARZEŃ ISTOTNIE WPŁYWAJĄCYCH NA DZIAŁALNOŚĆ SPÓŁKI, JAKIE NASTĄPIŁY W 2011 ROKU ORAZ DO DNIA PUBLIKACJI SPRAWOZDANIA.	23
IV.3.	GŁÓWNE INWESTYCJE KRAJOWE I ZAGRANICZNE	25

IV.4.	OPIS WYKORZYSTANIA PRZEZ SPÓŁKĘ WPŁYWÓW Z EMISJI PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W OKRESIE OBJĘTYM RAPORTEM DO CHWILI SPORZĄDZENIA SPRAWOZDANIA Z DZIAŁALNOŚCI -----	26
IV.5.	WSKAZANIE POSTĘPOWAŃ TOCZĄCYCH SIĘ PRZED SĄDEM, ORGANEM WŁAŚCIWYM DLA POSTĘPOWANIA ARBITRAŻOWEGO LUB ORGANEM ADMINISTRACJI PUBLICZNEJ -----	29
IV.5.1.	<i>Postępowanie dotyczące zobowiązań albo wiarytelności emitenta lub jednostki od niego zależnej, których wartość stanowi co najmniej 10% kapitałów własnych emitenta.</i> -----	29
IV.5.2.	<i>Wskazanie dwóch lub więcej postępowań dotyczących zobowiązań oraz wiarytelności, których łączna wartość stanowi odpowiednio co najmniej 10 % kapitałów własnych emitenta.</i> -----	30
IV.6.	ZATRUDNIENIE -----	30
IV.7.	ZASADY ZARZĄDZANIA SPÓŁKĄ -----	30
IV.8.	WARTOŚĆ WYNAGRODZEŃ, NAGRÓD LUB KORZYŚCI OSÓB ZARZĄDZAJĄCYCH I NADZORUJĄCYCH -----	30
IV.9.	UMOWY ZAWARTE POMIĘDZY SPÓŁKĄ A OSOBAMI ZARZĄDZAJĄCYMI, PRZEWIDUJĄCE REKOMPENSATĘ W PRZYPADKU ICH REZYGNACJI LUB ZWOLNIENIA -----	31
IV.10.	INFORMACJE O SYSTEMIE KONTROLI PROGRAMÓW AKCJI PRACOWNICZYCH -----	31
IV.11.	INFORMACJE O ZNANYCH SPÓŁCE UMOWACH (W TYM RÓWNIEŻ ZAWARTYCH PO DNIU BILANSOWYM), W WYNIKU KTÓRYCH MOGĄ W PRZYSZŁOŚCI NASTĄPIĆ ZMIANY W PROPORCJACH POSIADANYCH AKCJI PRZEZ DOTYCHCZASOWYCH AKCJONARIUSZY I OBLIGATARIUSZY -----	31
IV.12.	INFORMACJE O NABYCIE UDZIAŁÓW (AKCJI) WŁASNYCH -----	31
IV.13.	INFORMACJE O WAŻNIEJSZYCH OSIĄGNIĘCIACH W DZIEDZINIE BADAŃ I ROZWOJU W SPÓŁCE -----	31
<b>V.</b>	<b>POWIĄZANIA KAPITAŁOWE -----</b>	<b>32</b>
V.1.	INFORMACJE O POWIĄZANIACH ORGANIZACYJNYCH LUB KAPITAŁOWYCH SPÓŁKI. -----	32
V.2.	INFORMACJE O ISTOTNYCH TRANSAKCJACH ZAWARTYCH PRZEZ SPÓŁKĘ Z PODMIOTAMI POWIĄZANYMI NA WARUNKACH INNYCH NIŻ RYNKOWE -----	33
<b>VI.</b>	<b>AKTUALNA SYTUACJA FINANSOWA I MAJĄTKOWA SPÓŁKI. -----</b>	<b>34</b>
VI.1.	OMÓWIENIE PODSTAWOWYCH WIELKOŚCI EKONOMICZNO – FINANSOWYCH UJAWNIONYCH W ROCZNYM SPRAWOZDANIU FINANSOWYM -----	34
VI.2.	CHARAKTERYSTYKA WYBRANYCH SKŁADNIKÓW MAJĄTKU ORAZ PASYWÓW SPÓŁKI -----	35
VI.2.1.	<i>Fundusz sekurytyzacyjny</i> -----	35
VI.2.2.	<i>Portfele wiarytelności w księgach Spółki.</i> -----	36
VI.2.3.	<i>Kapitały własne.</i> -----	37
VI.2.4.	<i>Zobowiązania.</i> -----	37
VI.3.	PRZYCHODY I KOSZTY -----	38
VI.4.	OCENA RENTOWNOŚCI -----	39
VI.5.	OCENA ZARZĄDZANIA ZASOBAMI FINANSOWYMI, ZE SZCZEGÓLNYM UWZGLĘDNIENIEM ZDOLNOŚCI WYWIĄZYWANIA SIĘ Z ZACIĄGNIĘTYCH ZOBOWIĄZAŃ -----	41
VI.5.1.	<i>Ocena płynności finansowej przedsiębiorstwa.</i> -----	41
VI.5.2.	<i>Ocena zadłużenia.</i> -----	42
VI.5.3.	<i>Zarządzanie kapitałem.</i> -----	43
VI.6.	OBJAŚNIENIE RÓŻNIC POMIĘDZY WYNIKAMI FINANSOWYMI, WYKAZANYMI W RAPORCIE ROCZNYM A WCZEŚNIEJ PUBLIKOWANYMI PROGNOZAMI WYNIKÓW ZA ROK 2009 ORAZ W RAPORCIE KWARTALNYM ZA IV KWARTAŁ 2010 R. -----	44
VI.7.	OPIS CZYNNIKÓW I ZDARZEŃ, W TYM O NIETYPOWYM CHARAKTERZE, MAJĄCYCH ZNACZĄCY WPŁYW NA DZIAŁALNOŚĆ SPÓŁKI I OSIĄGNIĘTE PRZEZ NIĄ ZYSKI LUB PONIESIONE STRATY ROKU 2011. -----	44

VI.8.	OCENA MOŻLIWOŚCI REALIZACJI ZAMIERZEŃ INWESTYCYJNYCH, W TYM INWESTYCJI KAPITAŁOWYCH, W PORÓWNANIU DO WIELKOŚCI POSIADANYCH ŚRODKÓW, Z UWZGLĘDNIENIEM MOŻLIWYCH ZMIAN W STRUKTURZE FINANSOWANIA TEJ DZIAŁALNOŚCI. -----	44
VI.9.	INFORMACJE O ZACIĄGNIĘTYCH POŻYCZKACH I WYPOWIEDZIANYCH W DANYM ROKU OBROTOWYM UMOWACH DOTYCZĄCYCH KREDYTÓW I POŻYCZEK, Z PODANIEM CO NAJMNIEJ ICH KWOTY, RODZAJU I WYSOKOŚCI STOPY PROCENTOWEJ, WALUTY I TERMINU WYMAGALNOŚCI. -----	45
VI.10.	INFORMACJE O UDZIELONYCH W DANYM ROKU OBROTOWYM POŻYCZKACH, ZE SZCZEGÓLNYM UWZGLĘDNIENIEM POŻYCZEK UDZIELONYCH JEDNOSTKOM POWIĄZANYM EMITENTA, Z PODANIEM CO NAJMNIEJ ICH KWOTY, RODZAJU I WYSOKOŚCI STOPY PROCENTOWEJ, WALUTY I TERMINU WYMAGALNOŚCI. -----	45
VI.11.	INFORMACJE O UDZIELONYCH I OTRZYMANÝCH W DANYM ROKU OBROTOWYM PORĘCZENIACH I GWARANCJACH, ZE SZCZEGÓLNYM UWZGLĘDNIENIEM PORĘCZEŃ I GWARANCJI UDZIELONYCH JEDNOSTKOM POWIĄZANYM SPÓŁKI. -----	45
VI.12.	INFORMACJE O INSTRUMENTACH FINANSOWYCH W ZAKRESIE RYZYKA: ZMIANY CEN, KREDYTOWEGO, ISTOTNYCH ZAKŁÓCEŃ PRZEPŁYWÓW ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH ORAZ UTRATY PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ, NA JAKIE NARAŻONA JEST JEDNOSTKA ORAZ PRZYJĘTYCH PRZEZ JEDNOSTKĘ CELACH I METODACH ZARZĄDZANIA RYZYKIEM FINANSOWYM, ŁĄCZNIE Z METODAMI ZABEZPIECZENIA ISTOTNYCH RODZAJÓW PLANOWANYCH TRANSAKCI, DLA KTÓRYCH STOSOWANA JEST RACHUNKOWOŚĆ ZABEZPIECZEŃ. -----	45
<b>VII.</b>	<b>RYZYKA I ZAGROŻENIA ORAZ PERSPEKTYWY ROZWOJU SPÓŁKI -----</b>	<b>49</b>
VII.1.	OPIS ISTOTNYCH CZYNNIKÓW RYZYKA I ZAGROŻEŃ -----	49
VII.2.	CZYNNIKI ISTOTNE ORAZ PERSPEKTYWY ROZWOJU DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI -----	51
<b>VIII.</b>	<b>INFORMACJE DLA INWESTORÓW -----</b>	<b>53</b>
VIII.1.	KURS AKCJI W 2011 ROKU -----	53
VIII.2.	KURS AKCJI GPM „VINDEXUS” S.A. NA TLE INDEKSU WIG -----	54
VIII.3.	POLITYKA DYWIDENDY -----	54

## I. Podstawowe informacje o Spółce Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A.

Firma:	Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A.
Siedziba	Warszawa
Adres	ul. Serocka 3 lok. B 2, 04-333 Warszawa
Sąd rejestrowy	Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy
Nr KRS	0000057576
Nr telefonu	(022) 740 26 50 do 61
Nr fax.	(022) 740 26 50 do 61
e-mail	<a href="mailto:kontakt@gpm-vindexus.pl">kontakt@gpm-vindexus.pl</a>
Adres internetowy	<a href="http://www.gpm-vindexus.pl">www.gpm-vindexus.pl</a>

Głównym przedmiotem działalności Spółki Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. jest obrót wierzytelnościami oraz świadczenie usług windykacyjnych ujęte w Polskiej Klasyfikacji Działalności jako „Pozostała finansowa działalność usługowa, gdzie indziej nie sklasyfikowana, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszy emerytalnych” 64.99.Z.

Akcje Spółki Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. są notowane od 15 kwietnia 2009 roku na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Według klasyfikacji GPW Spółka należy do sektora „Finanse-Inne”.

## II. Organy Spółki

### II.1. Zarząd

Zarząd Spółki GPM „Vindexus” S.A. sprawuje swoje obowiązki na podstawie przepisów Kodeksu Spółek Handlowych, Statutu Spółki oraz Regulaminu Zarządu. Składa się on z od jednej do trzech osób, a jego skład powoływany jest przez Radę Nadzorczą. Wspólna kadencja Zarządu trwa 3 lata, Rada Nadzorcza może w każdej chwili odwołać lub zawiesić Członków Zarządu.

Do obowiązków Zarządu należy prowadzenie spraw Spółki oraz reprezentowanie jej na zewnątrz. Zarząd Spółki obowiązany jest zarządzać majątkiem Spółki i prowadzić sprawy Spółki oraz wykonywać obowiązki ze starannością wymaganą w działalności gospodarczej. Wszystkie sprawy, za wyjątkiem zastrzeżonych dla Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy i Rady Nadzorczej, podlegają Zarządowi Spółki. Jeżeli Zarząd jest wieloosobowy, do składania oświadczeń woli w imieniu Spółki uprawnieni są: Prezes Zarządu samodzielnie, dwóch Członków Zarządu łącznie, Członek Zarządu łącznie z Prokurentem, dwóch Prokurentów łącznie. Jeżeli Zarząd jest jednoosobowy do składania oświadczeń woli w imieniu Spółki uprawniony jest Członek Zarządu samodzielnie.

Zarząd może udzielać prokury, do jej ustanowienia wymagana jest zgoda wszystkich Członków Zarządu. Do odwołania prokury uprawniony jest każdy z Członków Zarządu jednoosobowo.

- Mandat Członka Zarządu wygasa:
  - z chwilą odwołania go ze składu Zarządu,
  - z dniem odbycia Walnego Zgromadzenia zatwierdzającego sprawozdanie finansowe za ostatni pełny rok obrotowy pełnienia funkcji Członka Zarządu,
  - z chwilą śmierci,
  - z chwilą złożenia rezygnacji.

W przypadku rezygnacji z pełnienia funkcji, rezygnacja powinna być doręczona Radzie Nadzorczej, z kopią skierowaną do Zarządu.

- Członek Zarządu nie może bez zgody Rady Nadzorczej:
  - zajmować się interesami konkurencyjnymi w stosunku do Spółki,
  - uczestniczyć w spółce konkurencyjnej jako wspólnik spółki cywilnej, spółki osobowej lub jako członek organu spółki kapitałowej bądź uczestniczyć w innej konkurencyjnej osobie prawnej jako członek organu,
  - uczestniczyć w konkurencyjnej spółce kapitałowej, w przypadku posiadania w niej co najmniej 10% udziałów albo akcji bądź prawa do powoływania co najmniej jednego Członka Zarządu.
- W 2011 r. i do dnia opublikowania raportu rocznego Zarząd Spółki działał w składzie:

Osoba	Funkcja	Wykształcenie
Jerzy Kulesza	Prezes Zarządu	Politechnika Warszawska: Studia magisterskie Doktor nauk technicznych (1987)
Grażyna Jankowska-Kuchno	Członek Zarządu	SGPIS: Studia magisterskie Podyplomowe studium Rachunkowości (SGH) Świadectwo kwalifikacyjne Ministerstwa Finansów nr 20768/00

- Kompetencje Zarządu:
  - Do składania oświadczeń woli, w przypadku Zarządu wieloosobowego, upoważniony jest Prezes Zarządu samodzielnie, dwóch Członków Zarządu łącznie, członek Zarządu łącznie z prokurentem lub dwóch prokurentów łącznie,
  - Zarząd ustanawia schemat organizacyjny Spółki oraz wyznacza dyrektorów, kierowników poszczególnych działów i jednostek,
  - Wewnętrzny podział kompetencji pomiędzy poszczególnych Członków Zarządu może być dokonany stosowną uchwałą Zarządu,
  - W celu podejmowania wewnętrznych decyzji w Spółce, każdemu Członkowi Zarządu przyporządkowane są poszczególne jednostki organizacyjne Spółki. Możliwe jest podporządkowanie określonych jednostek organizacyjnych Spółki całemu Zarządowi,
  - Zarząd wykonuje funkcje przełożonego wobec kierowników poszczególnych działów i jednostek organizacyjnych Spółki. W razie wątpliwości przyjmuje się, że przełożonym pracownika jest Prezes Zarządu,
  - Członka Zarządu bezpośrednio właściwego i odpowiedzialnego za poszczególna jednostkę organizacyjną, może w przypadku nieobecności zastępować inny Członek Zarządu (zwany dalej „Zastępcą”),
  - Bezpośrednio właściwy i odpowiedzialny Członek Zarządu zobowiązany jest dołożyć starań w celu bieżącego informowania Zastępcy, w miarę możliwości i konieczności, o istotnych sprawach jednostek organizacyjnych. Bezpośrednio odpowiedzialny Członek Zarządu omawia sprawy jednostki organizacyjnej z Zastępcą, dążąc przy tym do uzyskania zgodnego stanowiska. Jeśli osiągnięcie zgodnego stanowiska nie jest możliwe, sprawę należy przedstawić całemu Zarządowi w celu podjęcia uchwały,
  - Przyporządkowanie jednostek organizacyjnych poszczególnym Członkom Zarządu nie narusza odpowiedzialności członków Zarządu określonej Statutem Spółki, Kodeksem Spółek Handlowych lub pozostałymi przepisami prawnymi,
  - Zarząd może powierzyć poszczególnym Członkom Zarządu realizację lub nadzór nad sprawami będącymi w kompetencji Zarządu w ściśle określonym zakresie. Członek Zarządu odpowiedzialny za powierzone zadania składa Zarządowi sprawozdanie z wykonywanych zadań,
- Do obowiązków Zarządu Spółki należy w szczególności:
  - zwoływanie Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia co najmniej raz w roku, nie później niż do końca czerwca każdego roku,
  - zwoływanie Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia z inicjatywy własnej, na wniosek Rady Nadzorczej lub akcjonariusza lub akcjonariuszy reprezentujących co najmniej 1/10 (jedna dziesiąta) część kapitału zakładowego,
  - prowadzenie rachunkowości Spółki zgodnie z obowiązującymi przepisami,
  - przekazywanie informacji i okresowych raportów Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., Komisji Nadzoru Finansowego oraz agencjom informacyjnym w terminach i zakresie określonym przepisami prawa,
  - udzielanie i odwoływanie pełnomocnictw.

Szczegółowy zakres praw i obowiązków Zarządu, a także tryb jego działania określa Regulamin Zarządu dostępny na stronie internetowej <http://www.gpm-vindexus.pl> w zakładce „Relacje inwestorskie – ład korporacyjny”.

## II.2. Rada Nadzorcza

Rada Nadzorcza GPM Vindexus S.A. działa w oparciu o Statut Spółki, Regulamin Rady Nadzorczej oraz powszechne przepisy prawa. Do jej obowiązków należy sprawowanie stałego nadzoru nad działalnością Spółki we wszystkich dziedzinach jej działalności. Liczy ona co najmniej 5 członków, powoływanych na 3 letnią kadencję przez WZA.

- W 2011 r. i do dnia opublikowania raportu skład Rady Nadzorczej przedstawiał się następująco:

Osoba	Funkcja	Wykształcenie
Jan Kuchno	Przewodniczący Rady Nadzorczej	Politechnika Warszawska: Studia magisterskie SGH: Studia podyplomowe: Rachunkowość i Finanse
Piotr Kuchno	Sekretarz Rady Nadzorczej	Uniwersytet Warszawski: Studia magisterskie SGH: Studia magisterskie
Wojciech Litwin	Członek Rady Nadzorczej	Uniwersytet Warszawski: Studia magisterskie
Lech Fronckiel	Członek Rady Nadzorczej	SGPiS: Studia magisterskie
Grzegorz Leszczyński	Członek Rady Nadzorczej	SGH: Studia magisterskie

- Szczegółowe uprawnienia i obowiązki Rady Nadzorczej prezentują się następująco:
  - ustalanie zasad i warunków wynagradzania członków Zarządu Spółki oraz postanowień umów łączących Członków Zarządu ze Spółką,
  - zatwierdzenie Regulaminu Zarządu Spółki,
  - ocena z końcem każdego roku obrotowego sprawozdania finansowego Spółki, w tym bilansu oraz rachunku zysków i strat, zarówno co do zgodności z księgami i dokumentami, jak i ze stanem faktycznym,
  - ocena sprawozdania Zarządu z działalności Spółki oraz wniosków Zarządu co do podziału zysku albo pokryciu straty,
  - składanie Walnemu Zgromadzeniu rocznego pisemnego sprawozdania z wyników czynności, o których mowa w punktach 3-4,
  - ustalanie, w granicach dopuszczalnych przez Statut, liczby Członków Zarządu oraz ich powoływanie i odwoływanie, a także zawieszanie, z ważnych powodów, w czynnościach poszczególnych lub wszystkich Członków Zarządu,
  - delegowanie Członków Rady Nadzorczej, na okres nie dłuższy niż trzy miesiące, do czasowego wykonywania czynności Członków Zarządu nie mogących sprawować swoich czynności. W przypadku delegowania członka Rady Nadzorczej do wykonywania funkcji Członka Zarządu, zawieszeniu ulega jego mandat w Radzie Nadzorczej i prawo do wynagrodzenia z tytułu pełnienia funkcji Członka Rady Nadzorczej. Członkowi Rady Nadzorczej oddelegowanemu do wykonywania funkcji Członka Zarządu przysługuje odrębne wynagrodzenie określone w uchwale Rady. Delegowany Członek Rady Nadzorczej pisemne sprawozdanie z wykonywania czynności Członka Zarządu,
  - udzielanie zgody Członkom Zarządu na prowadzenie działalności konkurencyjnej w stosunku do działalności Spółki,



- wyrażanie zgody na nabycie lub objęcie przez Spółkę udziałów lub akcji, których wartość przekracza 100.000 euro, w innych spółkach handlowych,
- wyrażanie zgody na nabycie lub zbycie przez Spółkę nieruchomości, użytkownika wieczystego lub oddziału nieruchomości,
- wyrażanie zgody na otwarcie przez Spółkę oddziałów,
- wyrażanie zgody na zawarcie lub zmianę umowy zawartej przez Spółkę z innym podmiotem, w tym podmiotem zależnym od Spółki (innym niż podmiot, którego jedynym udziałowcem jest Spółka), która będzie skutkować powstaniem obowiązku dokonania przez Spółkę płatności, bądź dostarczenia przez nią dóbr lub usług o wartości przekraczającej równowartość 200.000 euro,
- wybór, na wniosek Zarządu, podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych Spółki,
- inne sprawy wnioskowane przez Zarząd.

W celu wykonywania swoich zadań Rada może przeglądać każdy dział czynności Spółki, żądać od Zarządu i pracowników sprawozdań i wyjaśnień, dokonywać rewizji majątku, oraz sprawdzać księgi i dokumenty. Członkowie Rady powinni otrzymywać od Zarządu regularne i wyczerpujące informacje o wszystkich istotnych sprawach dotyczących działalności oraz o ryzyku związanym z prowadzoną działalnością i sposobach zarządzania tym ryzykiem.

### II.3. Akcjonariat Spółki

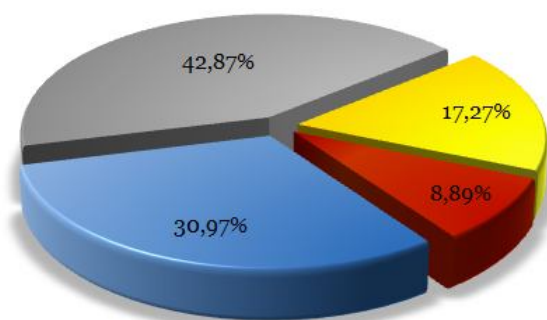
#### II.3.1. Stan na 31 grudnia 2011 r.

Głównymi akcjonariuszami Spółki GPM „Vindexus” S.A. na dzień 31 grudnia 2011 r. oraz do dnia publikacji raportu byli członkowie Rady Nadzorczej. Łącznie w posiadaniu Jana Kuchno (Przewodniczący Rady Nadzorczej), Wojciecha Litwina (Członka Rady Nadzorczej) oraz Piotra Kuchno (Sekretarz Rady Nadzorczej) znajdowało się 69,03% akcji Spółki. W posiadaniu Członków Zarządu znajdowało się odpowiednio 2,19% akcji (Jerzy Kulesza – Prezes Zarządu) oraz 0,02% akcji (Grażyna Jankowska-Kuchno – Członek Zarządu). Pozostali Członkowie Rady Nadzorczej nie posiadają akcji Spółki. Żaden inny podmiot nie posiada powyżej 5% głosów i akcji. W roku 2011 nie zachodziły także zmiany w stanie posiadania akcji wśród członków Zarządu oraz Rady Nadzorczej.

Spółka GPM „Vindexus” S.A. nie wyemitowała żadnych papierów wartościowych dających ich właścicielom dodatkowe uprawnienia. Jednocześnie Spółka nie wprowadziła żadnych ograniczeń w obrocie akcjami lub w wykonywaniu z nich prawa głosu. Członkowie Zarządu oraz Rady Nadzorczej nie posiadają opcji na akcje Spółki.

Akcjonariat	Liczba akcji	Udział w akcjonariacie	Głosy na WZA
Jan Kuchno	4 970 000	42,87%	42,87%
Wojciech Litwin	2 002 498	17,27%	17,27%
Piotr Kuchno	1 030 000	8,89%	8,89%
Jerzy Kulesza	254 000	2,19%	2,19%
Grażyna Jankowska-Kuchno	2 000	0,02%	0,02%
Pozostali	3 333 440	28,76%	28,76%
Łącznie	11 591 938	100%	100%

Wykres 1 Akcjonariat Spółki na dzień 31.12.2011 r.



Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy KRS w dniu 7 marca 2011 r. zarejestrował podwyższenie kapitału zakładowego Spółki o 100 000 złotych. Podwyższenie kapitału zakładowego odbyło się na mocy uchwały Zarządu z dnia 9 lutego 2011 roku (Raport bieżący 16/2011). Spółka przeprowadziła emisję imiennych warrantów subskrypcyjnych uprawniających do objęcia łącznej liczby akcji serii J w wysokości 1 000 000 szt. Akcje zostały objęte w całości, co doprowadziło do zmiany struktury akcjonariatu – udziały dotychczasowych akcjonariuszy spadły proporcjonalnie do przyrostu liczby akcji. Jednocześnie nadal żaden podmiot poza wymienionymi powyżej nie przekracza progów 5% głosów lub udziałów.

#### II.4. **Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy**

Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy (dalej WZA) to najwyższy organ Spółki mający na celu wykonywanie uprawnień akcjonariuszy oraz kierowanie działalnością Spółki. WZA jest zwoływane przez Zarząd co najmniej raz do roku, najpóźniej 6 miesięcy po zakończeniu roku obrotowego. Ogłoszenie zostaje dokonane przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, w tym strony internetowej Spółki. Jeśli WZA nie zostanie zwołane w terminie przez Zarząd, może dokonać tego Rada Nadzorcza Spółki. Ogłoszenie o zwołaniu WZA następuje co najmniej na 26 dni przed jego terminem. Dodatkowo Rada Nadzorcza lub akcjonariusze posiadający łącznie więcej niż 5% kapitału zakładowego mogą wnioskować o zwołanie tzw. Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy.

- WZA posiada szereg kompetencji. Do najważniejszych z nich należą:
- rozpatrzenie i zatwierdzenie Sprawozdania Zarządu oraz Sprawozdania Finansowego Spółki za ubiegły rok obrotowy,
- powzięcie uchwały o podziale zysku lub pokryciu straty,
- udzielenie absolutorium członkom organów Spółki z wykonanych obowiązków,
- zmiana przedmiotu działalności Spółki,
- zmiana Statutu Spółki,
- podwyższenie lub obniżenie kapitału zakładowego,
- połączenie, podział i przekształcenie Spółki,
- rozwiązanie i likwidacja Spółki,
- emisja obligacji zamiennych lub z prawem pierwszeństwa,
- wyrażenie zgody na zbycie i wydzierżawienie przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części oraz ustanowienie na nich ograniczonego prawa rzeczowego,
- wszelkie postanowienia dotyczące roszczeń o naprawienie szkody wyrządzonej przy zawiązaniu Spółki lub sprawowaniu zarządu lub nadzoru,
- nabycie akcji własnych Spółki, które mają być zaoferowane do nabycia pracownikom lub osobom, które były zatrudnione w spółce lub spółce z nią powiązanej przez okres co najmniej 3 lat.

Do udziału w WZA uprawnione są wszystkie osoby będące akcjonariuszami Spółki na 16 dni przed datą WZA (dzień rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu). Aby móc wziąć w nim udział należy zarejestrować swój udział w WZA na podstawie odpowiednich przepisów k.s.h. (art. 406). Dodatkowo prawo do uczestnictwa w WZA mają Członkowie Zarządu, Rady Nadzorczej, Biegły Rewident Spółki oraz inne osoby zaproszone przez organ zwołujący Zgromadzenie, jeśli tylko akcjonariusze zwykłą większością głosów nie zdecydują inaczej. Polskie prawodawstwo umożliwia wykonywanie praw z akcji za pośrednictwem pełnomocnika. Wystarczy wystawienie dokumentu pełnomocnictwa, aby wskazana osoba mogła reprezentować akcjonariusza na WZA. Każdy akcjonariusz obecny na WZA potwierdza swoją obecność własnoręcznym podpisem, pełnomocnicy muszą złożyć oryginalny dokument pełnomocnictwa oraz składają własny podpis obok nazwiska osoby, którą reprezentują.

Podstawowymi dokumentami, regulującymi przebieg WZA jest Regulamin WZA uchwalony przez Spółkę, na podstawie i uzupełniony przez przepisy wynikające ze Statutu Spółki oraz przepisów k.s.h.

- Standardowy przebieg WZA przedstawia się następująco:
  - Przewodniczący Rady Nadzorczej lub osoba przez niego wskazana, otwiera obrady WZA oraz zarządza wybór przewodniczącego zgromadzenia spośród osób uprawnionych do głosowania,
  - Przewodniczący stwierdza prawidłowość zwołania WZA, zdolność do podejmowania uchwał oraz zarządza przyjęcie porządku obrad,
  - Przewodniczący czuwa nad przebiegiem obrad, mając szczególnie na uwadze zgodność z przepisami k.s.h., Statutem Spółki i Regulaminem WZA,
  - Przewodniczący udziela i odbiera głos członkom Zgromadzenia, zarządza przerwy w obradach, zarządza uchwałami Zgromadzenia oraz stwierdza prawidłowość przebiegu i wyników.

Uchwały WZA zapadają większością głosów zgodnie z zasadami określonymi w Statucie Spółki oraz k.s.h. Głosowanie jest jawne, tajne głosowanie przeprowadza się tylko w wypadku wniosków o odwołanie członków organów spółki, pociągnięcia ich do odpowiedzialności lub w sprawach osobowych. Dodatkowo głosowanie tajne zostaje zarządzone w wypadku żądania jednego z członków Zgromadzenia. WZA zostaje zakończone w momencie wyczerpania się porządku obrad, zamyka je Przewodniczący Zgromadzenia.

Notariusz sporządza protokół z przebiegu Zgromadzenia. Zarząd dołącza do księgi protokołów wypis z protokołu, dowód zwołania WZA i pełnomocnictwa udzielone przez akcjonariuszy. Księga protokołów może być przeglądana przez akcjonariuszy, którzy mogą żądać wydania odpisów uchwał, poświadczonych przez Zarząd.

## II.5. **Prawa i obowiązki akcjonariuszy**

- Prawa i obowiązki akcjonariuszy przedstawiają się następująco:
  - Akcjonariusz ma prawo uczestnictwa w WZA oraz wykonania prawa głosu ze swoich akcji osobiście, przez pełnomocnika lub innego przedstawiciela,
  - Akcjonariusz ma prawo do złożenia wniosku w sprawie porządkowej oraz zgłaszania zmian do porządku obrad WZA i projektów uchwał. Zasady tych działań są regulowane przez k.s.h.,
  - Akcjonariusz może zażądać przeprowadzenia głosowania w trybie tajnym,
  - Akcjonariusz może zażądać zaprotokołowania oświadczeń, w tym sprzeciwów,
  - Akcjonariusz jest uprawniony do zadawania pytań Członkom Zarządu oraz Rady Nadzorczej,
  - Akcjonariusz winien przestrzegać porządku obrad, przepisów prawa, Statutu Spółki, Regulaminu WZA a także dobrych obyczajów.

## II.6. Zmiany w Statucie Spółki

- Zmiana Statutu Spółki wymaga:
  - uchwały Walnego Zgromadzenia, podjętej większością 3/4 głosów oddanych (art. 415 k.s.h.), w formie aktu notarialnego (uchwała dotycząca istotnej zmiany przedmiotu działalności wymaga uchwały podjętej większością 2/3 głosów (art. 416 k.s.h.),
  - wpisu do Krajowego Rejestru Sądowego (art. 430 k.s.h).

Zgodnie z raportem nr 28/2011 z dnia 22.03.2011 r. Statut Spółki uległ zmianie. W dniu 21 marca 2011 roku Spółka otrzymała informację o wydaniu przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy KRS postanowienia z dnia 7 marca 2011 roku na podstawie którego nastąpiła rejestracja zmian Statutu Spółki dokonanych w związku z podwyższeniem kapitału zakładowego Spółki poprzez emisję akcji serii J (raport bieżący nr 16/2011)

## II.7. Informacje o audytorze

W dniu 16 stycznia 2012 r. Rada Nadzorcza Spółki Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. zgodnie z § 16 pkt. g Statutu Spółki i § 4 pkt 2 podpunkt 13 Regulaminu Rady Nadzorczej na wniosek Zarządu podjęła uchwałę w sprawie wyboru biegłego rewidenta do badania sprawozdania finansowego Spółki za rok 2011 (Raport bieżący nr 4/2012). Zgodnie z uchwałą badanie sprawozdania finansowego Spółki przeprowadzi **Capital Audit Sp. z o.o. Sp. K.** z siedzibą w Warszawie przy ul. E. J. Osmańczyka 10/2, wpisana na listę podmiotów uprawnionych do badania sprawozdań finansowych pod numerem 3626.

Capital Audit Sp. z o.o. Sp. K.	
Adres	Ul. E.J. Osmańczyka 10/2, Warszawa 01-494
NIP	522-29-55-802
REGON	142448124
Nr w odpowiednim rejestrze	3626
KRS	00000358890

Umowę z Capital Audit Sp. z o.o. Sp. K. zawarto w dniu 03 lutego 2012 roku. Wynagrodzenie z tytułu badania sprawozdania ustalono na kwotę 35 000 zł. + 23% VAT, co daje łączną kwotę w wysokości 43 050 zł.

## II.8. Oświadczenie o stosowaniu ładu korporacyjnego

II.8.1. Wskazanie zbioru zasad ładu korporacyjnego, któremu podlega emitent oraz miejsca gdzie tekst zbioru zasad jest publicznie dostępny.

Zbiór zasad ładu korporacyjnego, którym podlega Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. (dalej Spółka) zawarty jest w dokumencie „Dobre praktyki spółek notowanych na GPW” stanowiącym załącznik do Uchwały NR 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19 maja 2010 roku. Tekst powyższego zbioru zasad jest publicznie dostępny pod adresem strony internetowej <http://corp-gov.gpw.pl>.

Dokładny adres pliku na dzień sporządzania sprawozdania to:

<http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/publikacje/dpsn2010.pdf>.

#### II.8.2. Wskazanie zbioru zasad ładu korporacyjnego, od stosowania których emitent odstąpił oraz wyjaśnienie przyczyn tego odstąpienia.

Zarząd Spółki oświadcza, że stosuje zasady ładu korporacyjnego zawarte w dokumencie „Dobre praktyki Spółek notowanych na GPW” w całości, z zastrzeżeniem, że Spółka w sposób trwały nie stosuje:

- Zasady II.2: „Spółka zapewnia funkcjonowanie swojej strony internetowej również w języku angielskim, przynajmniej w zakresie wskazanym w części II. pkt. 1.” Ze względu na koszty związane z tłumaczeniami, Zarząd zdecydował w chwili obecnej o odstąpieniu od stosowania powyższej zasady Dobrych Praktyk. Rozważa się możliwość częściowego tłumaczenia strony internetowej na język angielski. Nie wyklucza się stosowania powyższej zasady w pełnym zakresie w przyszłości.
- Zasady III.6: „Przynajmniej dwóch członków Rady Nadzorczej powinno spełniać kryteria niezależności od Spółki i podmiotów pozostających w istotnym powiązaniu ze Spółką”. Według Zarządu akcjonariusze Spółki posiadają wystarczającą wiedzę i doświadczenie w sprawowaniu skutecznego i prawidłowego nadzoru właścicielskiego przez własnych przedstawicieli, do których wiedzy i kwalifikacji mają pełne zaufanie. Skład osobowy Rady Nadzorczej Spółki, według opinii Zarządu, właściwie zabezpiecza interesy wszystkich grup akcjonariuszy.

Zarząd Spółki nie widzi na dzień dzisiejszy negatywnych skutków - dla akcjonariuszy i potencjalnych inwestorów – związanych z niestosowaniem powyższych zasad DPSN.

#### II.8.3. Opis głównych cech stosowanych w przedsiębiorstwie emitenta systemów kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem w odniesieniu do procesu sporządzania sprawozdań i skonsolidowanych sprawozdań finansowych.

W Spółce Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. funkcjonuje system kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem w procesie sporządzania sprawozdań finansowych Spółki. Sprawozdania finansowe są sporządzane przez wykwalifikowanych pracowników pionu finansowego pod nadzorem Członka Zarządu – Dyrektora Finansowego. Podstawą sporządzenia jednostkowego sprawozdania finansowego są księgi rachunkowe. W trakcie sporządzania sprawozdania finansowego oceniane są istotne transakcje pod kątem ich wpływu na sytuację finansową Spółki. Następuje również weryfikacja przyjmowanych założeń w odniesieniu do wyceny wartości szacunkowych. Weryfikowana jest prawidłowość przekazywanych danych oraz ich kompletność. Sporządzone sprawozdanie finansowe przekazywane jest do weryfikacji Członkowi Zarządu – Dyrektorowi Finansowemu, a następnie do akceptacji całemu Zarządowi. Roczne sprawozdania finansowe podlegają badaniu przez biegłego rewidenta, który po zakończeniu badania przedstawia swoje wnioski i spostrzeżenia Zarządowi, a następnie Radzie Nadzorczej.

#### II.8.4. Akcjonariusze posiadający bezpośrednio lub pośrednio znaczne pakiety akcji wraz ze wskazaniem liczby posiadanych przez te podmioty akcji, ich procentowego udziału w kapitale zakładowym, liczby głosów z nich wynikających i ich procentowego udziału w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu.

W dniu 7 marca 2011 r. zostało dokonane podwyższenie kapitału zakładowego poprzez emisję miliona akcji serii J.

Na dzień 31 grudnia 2011 r. oraz na dzień publikacji raportu kapitał zakładowy dzielił się na 11 591 938 akcji. Żaden inny podmiot nie przekroczył 5% udziałów i głosów w kapitale zakładowym.

Więcej informacji dotyczących akcjonariatu zamieszczono w **podrozdziale II.3.**

Po zarejestrowaniu podwyższenia kapitału zakładowego akcjonariat Spółki przedstawiał się następująco:

Akcjonariat	Liczba akcji	Udział w akcjonariacie	Głosy na WZA
Jan Kuchno	4 970 000	42,87%	42,87%
Wojciech Litwin	2 002 498	17,27%	17,27%
Piotr Kuchno	1 030 000	8,89%	8,89%
Pozostali	3 589 440	30,97%	30,97%
<b>Łącznie</b>	<b>11 591 938</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

#### II.8.5. Wskazanie posiadaczy wszelkich papierów wartościowych, które dają specjalne uprawnienia kontrolne, wraz z opisem tych uprawnień.

Spółka nie emitowała papierów wartościowych dających specjalne uprawnienia kontrolne.

#### II.8.6. Wskazanie wszelkich ograniczeń odnośnie do wykonywania prawa głosu.

Nie istnieją żadne ograniczenia w wykonywaniu prawa głosu.

#### II.8.7. Wskazanie wszelkich ograniczeń dotyczących przenoszenia prawa własności papierów wartościowych Giełdy Praw Majątkowych „Vindexus” S.A.

Nie istnieją żadne ograniczenia w przenoszeniu prawa własności papierów wartościowych Giełdy Praw Majątkowych „Vindexus” S.A.

#### II.8.8. Zasady powoływania i odwoływania osób zarządzających oraz ich uprawnienia, w szczególności prawo do podjęcia decyzji o emisji lub wykupie akcji.

Zarząd składa się z jednego do trzech Członków, powoływanych na wspólną, trzyletnią kadencję. Skład Zarządu każdorazowo określa Rada Nadzorcza. Członków Zarządu, w tym Prezesa Zarządu, powołuje i odwołuje Rada Nadzorcza. Zarząd Spółki zarządza Spółką i reprezentuje ją na zewnątrz. Jeżeli Zarząd jest wieloosobowy, do składania oświadczeń woli w imieniu Spółki uprawnieni są: Prezes Zarządu samodzielnie, dwóch Członków Zarządu łącznie, Członek Zarządu łącznie z Prokurentem, dwóch Prokurentów łącznie. Jeżeli Zarząd jest jednoosobowy do składania oświadczeń woli w imieniu Spółki uprawniony jest członek Zarządu samodzielnie. W umowach między Spółką a członkiem Zarządu, jak również w sporach z nim, Spółkę reprezentuje Rada Nadzorcza albo pełnomocnik powołany uchwałą Walnego Zgromadzenia lub Rady Nadzorczej.

Szczegółowy zakres praw i obowiązków Zarządu, a także tryb jego działania określa Regulamin Zarządu dostępny na stronie internetowej [www.gpm-vindexus.pl](http://www.gpm-vindexus.pl) w zakładce „Relacje inwestorskie – Władze Spółki”. Odpowiednie informacje umieszczono także w **podrozdziale II.1.** Regulamin Zarządu zatwierdza Rada Nadzorcza Spółki. Zgodnie z uchwalonym w dniu 6 lipca 2007 r. Regulaminem Zarządu, posiedzenia Zarządu odbywają się zwyczajowo, w miarę potrzeby. Posiedzenia Zarządu zwołuje, ustala ich porządek i miejsce oraz przewodniczy im Prezes Zarządu. Członek Zarządu Spółki nie może bez zgody Spółki zajmować się interesami konkurencyjnymi, ani uczestniczyć w spółce konkurencyjnej jako wspólnik spółki cywilnej, spółki osobowej lub jako członek organu spółki kapitałowej, bądź uczestniczyć w innej konkurencyjnej osobie prawnej jako członek organu. Zakaz ten obejmuje również udział w konkurencyjnej spółce kapitałowej, w przypadku posiadania w niej przez Członka Zarządu co najmniej 10% udziałów albo akcji, bądź prawa do powołania co najmniej jednego Członka Zarządu. Zasady wynagradzania Członków Zarządu określa Rada Nadzorcza. Członkowie Zarządu mogą brać udział w posiedzeniach Rady Nadzorczej za wyjątkiem posiedzeń, na których omawiane są sprawy dotyczące bezpośrednio Zarządu lub jego Członków, w szczególności: odwołania, odpowiedzialności lub ustalania wynagrodzenia.

- Opis zasad zmiany Statutu Spółki

Zmiany Statutu dokonuje Walne Zgromadzenie Spółki podejmując stosowną uchwałę. Uchwały Walnego Zgromadzenia podejmowane są zwykłą większością głosów, jeżeli Statut lub bezwzględnie obowiązujące przepisy prawa nie stanowią inaczej. Przez zwykłą większość głosów rozumie się, że liczba głosów oddanych „za” jest większa od liczby głosów „przeciw”, a głosy wstrzymujące się nie są brane pod uwagę.

- Opis sposobu działania Walnego Zgromadzenia i jego zasadniczych uprawnień oraz praw akcjonariuszy i sposobu ich wykonywania

Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Spółki działa w oparciu o Statut Spółki, Regulamin WZA z dnia 29 czerwca 2010 r. oraz przepisy bezwzględnie obowiązujące. Kompetencje oraz sposób działania WZA zostały opisane **w podrozdziale II.4** niniejszego Sprawozdania.

- Skład osobowy i zmiany, które w nim zaszły w ciągu ostatniego roku obrotowego oraz opis działania organów zarządzających i nadzorujących Spółkę oraz ich komitetów

Skład osobowy Zarządu oraz Rady Nadzorczej, ich sposób działania oraz obowiązki zostały omówione **w podrozdziałach II.1 oraz II.2** niniejszego Sprawozdania.

W dniu 27 stycznia 2010 r. Rada Nadzorcza Spółki podjęła uchwałę w sprawie włączenia obowiązków komitetu audytu do zakresu kompetencyjnego Rady Nadzorczej Spółki GPM „Vindexus” S.A. Mając na uwadze, iż Rada Nadzorcza składa się z 5 członków, Rada Nadzorcza postanowiła nie powoływać wyodrębnionego komitetu audytu, a zadania komitetu audytu określone w art. 86 ust. 7 ustawy z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz nadzorze publicznym (Dz. U. 2009 nr 77 poz. 649) realizowane będą z mocy ustawy przez całą Radę nadzorczą Spółki w ramach jej obowiązków. Spółka dokłada wszelkich starań, by obowiązki były wykonywane zgodnie z *Załącznikiem I do Zalecenia Komisji Europejskiej z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczącego roli dyrektorów nie wykonawczych lub będących członkami Rady Nadzorczej spółek giełdowych i komisji Rady (Nadzorczej)*. Uchwała została opublikowana w Raporcie Ładu Korporacyjnego nr 1/2010.

### III. Charakterystyka działalności Spółki

#### III.1. Informacja o podstawowych produktach, towarach i usługach, będących przedmiotem sprzedaży Spółki.

Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. działa na polskim rynku wierzytelności od 1995 roku. Profil działalności obejmuje obrót wierzytelnościami oraz windykację na zlecenie, przy czym Spółka koncentruje się na pierwszej działalności. Doświadczenie oraz efektywność wypracowane przez lata plasują Spółkę pośród liderów rynku, zarówno pod względem jakości świadczonych usług jak i osiągniętych wyników finansowych. Także pod względem kapitalizacji Spółka należy do największych podmiotów z branży windykacyjnej notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Polskie prawodawstwo klasyfikuje działalność GPM „Vindexus” S.A. jako tzw. „Pozostałą finansową działalność usługową, gdzie indziej nie sklasyfikowaną, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszy emerytalnych”, o oznaczeniu PKD: 64.99.Z.

Do podstawowej działalności operacyjnej Spółki należą:

- Obrót wierzytelnościami
- Windykacja na zlecenie

Obrót wierzytelnościami polega na zakupie portfeli wierzytelności, a następnie ich windykacji na rachunek Spółki lub dalszej odsprzedaży. Spółka realizuje w mniejszym zakresie również zakup pojedynczych wierzytelności.

- Spółka nabywa i obsługuje różnorodne wierzytelności, w szczególności:
  - Niespłacone kredyty bankowe,
  - Należności z tytułu wystawionych faktur,
  - Należności wynikające z not odsetkowych,
  - Należności z tytułu wystawionych not obciążeniowych,
  - Wierzytelności zabezpieczone tytułami wykonawczymi,
  - Długi objęte bankowym postępowaniem ugodowym,
  - Należności objęte sądowym postępowaniem upadłościowym.

Obrót wierzytelnościami przynosi korzyści zarówno dla zbywcy jak również dla nabywcy wierzytelności. Zbywca otrzymuje dodatkowy kapitał, który może przeznaczyć na swoją podstawową działalność. Zbycie wierzytelności pozwala jednocześnie zbywcy zredukować koszty obsługi wierzytelności. Nabywca osiąga korzyści natomiast dzięki nabywaniu dużych portfeli wierzytelności z odpowiednim dyskontem – za cenę poniżej wartości nominalnej wierzytelności. Nabywca wierzytelności specjalizuje się w ich obsłudze, posiada odpowiednie zasoby organizacyjne oraz ludzkie, co pozwala mu na osiągnięcie odpowiednich zysków z działalności.

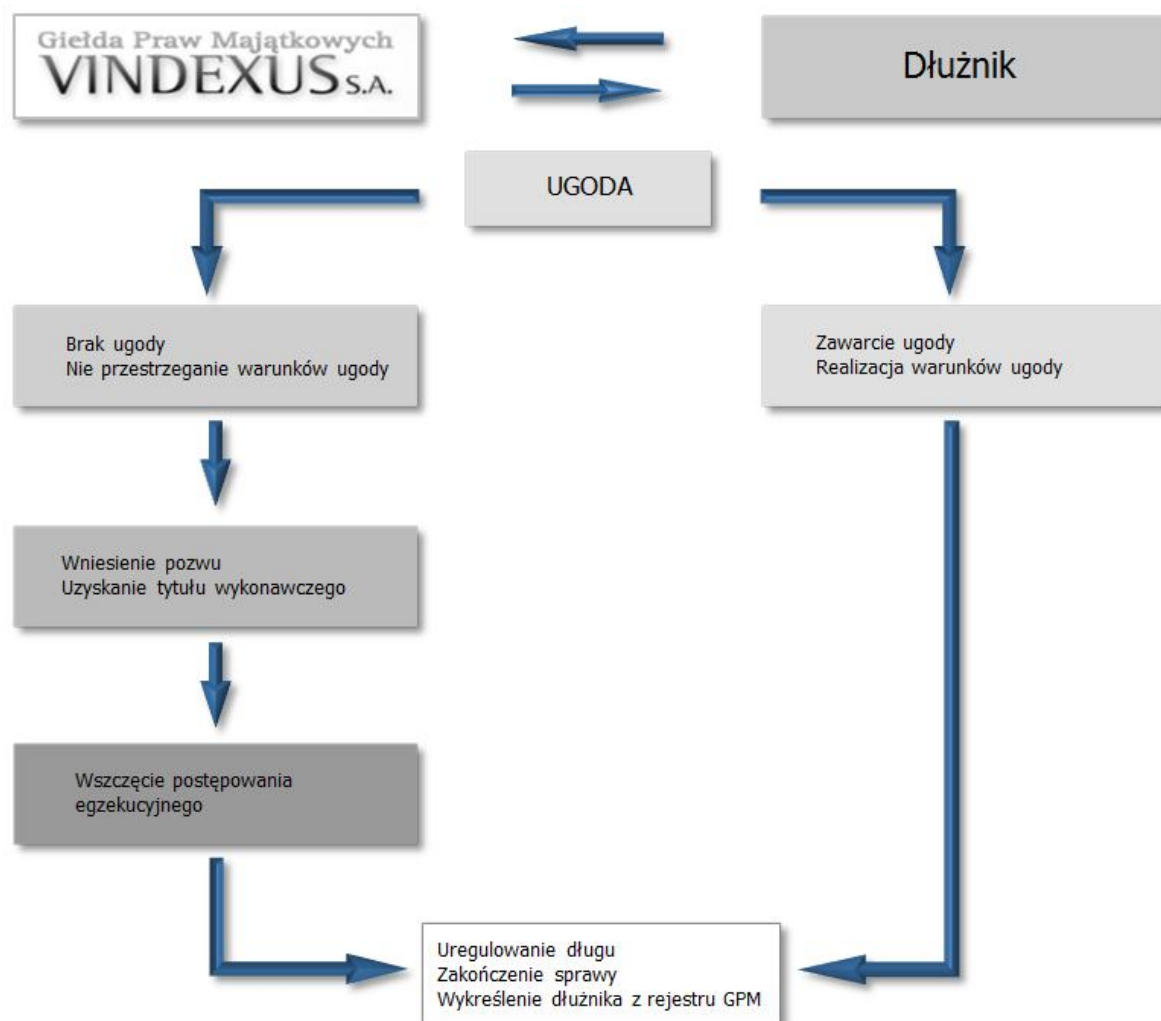


Spółka nabywa portfele wierzytelności głównie w przetargach organizowanych przez banki oraz firmy telekomunikacyjne. Przed podjęciem decyzji o nabyciu wierzytelności Spółka dokonuje wyceny portfela wierzytelności oraz przeprowadza due dilligence portfela.



- Przy szacowaniu wartości portfela Spółka bierze pod uwagę następujące czynniki:
  - wysokość zadłużenia (głównego, odsetkowego, należności ubocznych),
  - rodzaj wierzytelności, z uwzględnieniem tytułu z jakiego wierzytelność powstała i rodzaj wierzyciela,
  - termin wymagalności,
  - historia spłat,
  - okres przedawnienia,
  - rodzaj dłużnika oraz jego indywidualne cechy,
  - rodzaj i poziom zabezpieczeń oraz ich wartość rynkowa,
  - ocena prawdopodobieństwa ściągłości należności.
  
- Analizując stan prawny Spółka bierze pod uwagę czy wierzytelności spełniają w szczególności następujące warunki:
  - są bezsporne co do istnienia, wysokości, wymagalności i możliwości dochodzenia przed sądem,
  - nie są obciążone lub zajęte na rzecz osób trzecich,
  - ich sprzedaż nie jest sprzeczna z postanowieniami umowy zawartej między wierzycielem pierwotnym a dłużnikiem (ograniczenie prawa zbywania lub jego zakaz),
  - dłużnikowi nie przysługują żadne wierzytelności, które mogłyby być potrącone z wierzytelnością oferowaną do sprzedaży,
  - dokumentacja dotycząca wierzytelności jest kompletna.

Po nabyciu portfela wierzytelności lub przyjęciu ich do obsługi Spółka przystępuje do windykacji wierzytelności. Spółka prowadzi windykację na drodze sądowej oraz komorniczej. Spółka dąży jednakże zawsze do zawarcia z dłużnikiem ugody, która satysfakcjonowałaby obie strony postępowania. Poniżej przedstawiony został schemat windykacji.



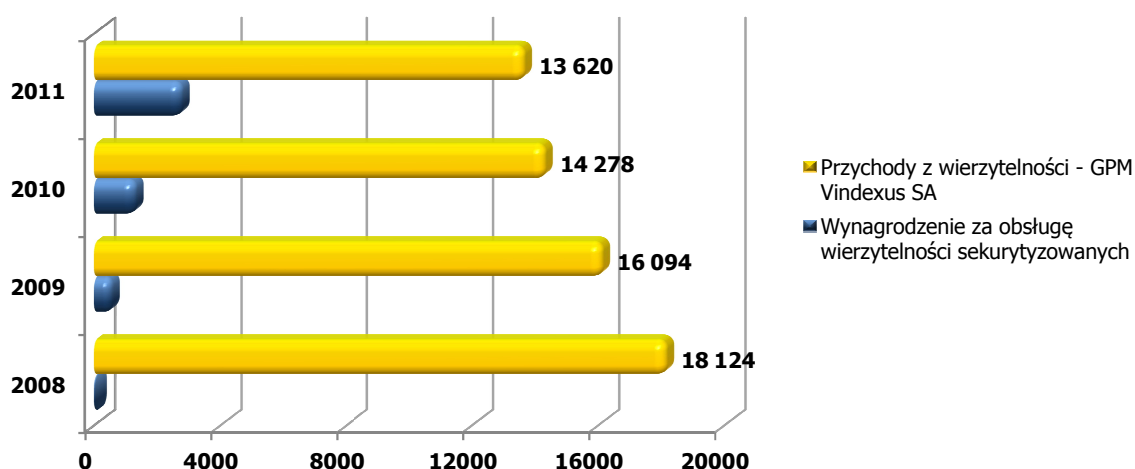
Spółka poza nabywaniem wierzytelności na własny rachunek, prowadzi również w mniejszym zakresie obsługę wierzytelności na zlecenie podmiotów zewnętrznych. Wierzyciel pierwotny przekazuje Spółce pakiet wierzytelności do obsługi i Spółka podejmuje działania przedstawione na wyżej wskazanym rysunku.

Spółka prowadzi obsługę wierzytelności m.in. funduszu sekurytyzacyjnego funduszu sekurytyzacyjnego GPM Vindexus NSFIZ na podstawie umowy z 28 stycznia 2008 roku. Wynagrodzenie z tytułu obsługi wierzytelności funduszu sekurytyzacyjnego jest obliczane jako procent od uzyskiwanych przez fundusz wpływów. Spółka jest właścicielem 100% certyfikatów w GPM Vindexus Niestandaryzowanym Funduszu Zamkniętym. Więcej szczegółów dotyczących funduszu sekurytyzacyjnego zostało umieszczonych w dziale VI.2, podpunkt 2.1.

Przychody (tys. zł)	2011		2010		2009		2008	
Przychody z wierzytelności	13 620	83,25%	14 278	91,77%	16 094	96,86%	18 124	99,75%
Przychody z windykacji – obsługa funduszu*	2 741	16,75%	1 281	8,23%	521	3,14%	46	0,25%
Przychody ogółem	16 361	100%	15 559	100%	16 615	100%	18 170	100%

\* Przychody z windykacji, w tym prowizja z tytułu obsługi NSFIZ

Wykres 2 Przychody z wierzytelności i NSFIZ



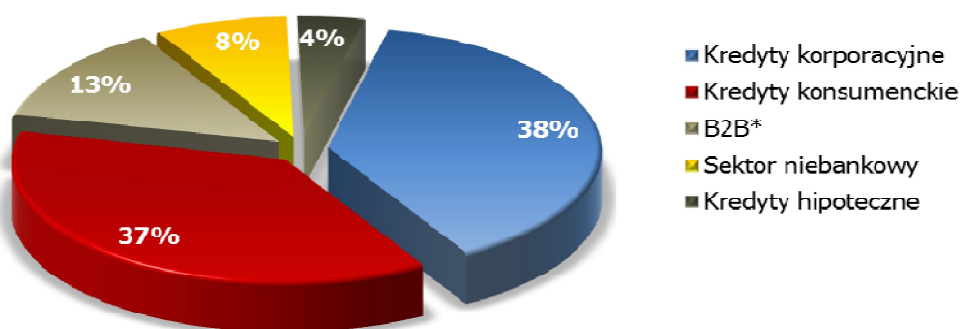
Z załączonego wykresu wynika, że z roku na rok udział przychodów z tytułu obsługi wierzytelności funduszu w przychodach ogółem znacząco wzrasta. Wynika to między innymi z faktu iż fundusz sekurytyzacyjny GPM Vindexus NS FIZ nabywa kolejne pakiety wierzytelności, które przekazuje do obsługi Spółce.

Spółka wskazuje jednocześnie iż w dniu 1 lutego 2011 r. Komisja Nadzoru Finansowego udzieliła Spółce zezwolenia na zarządzanie wierzytelnościami funduszy sekurytyzacyjnych. Dzięki wyżej wskazanemu zezwoleniu Spółka może zawierać umowy o zarządzanie sekurytyzowanymi wierzytelnościami również z innymi funduszami sekurytyzacyjnymi.

### III.2. Informacje o rynkach zbytu

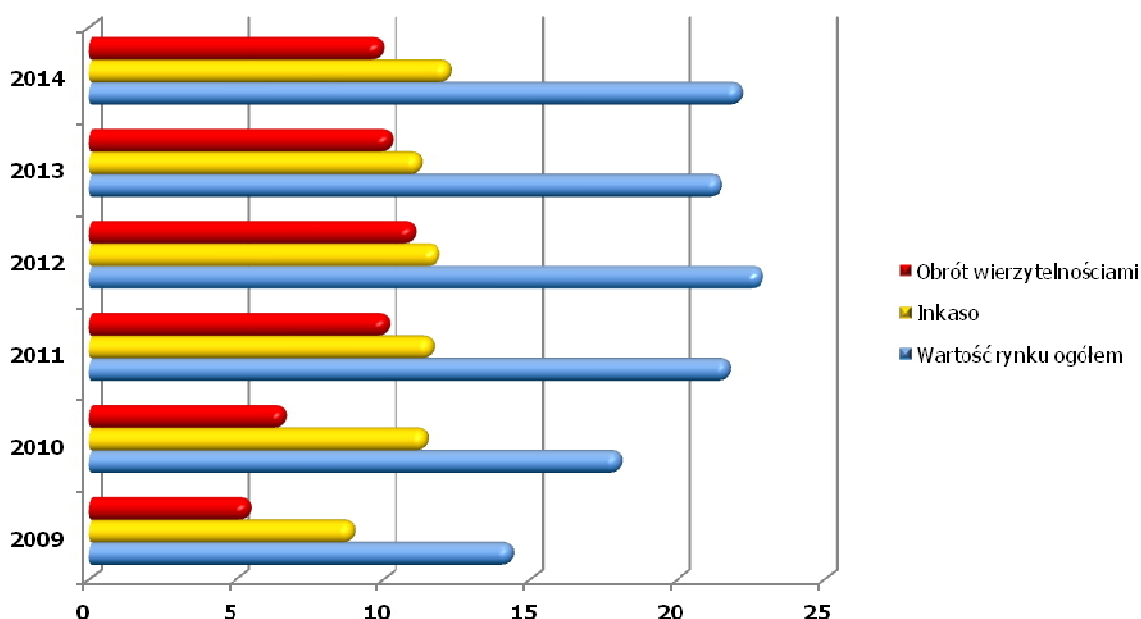
Branża windykacyjna rozwija się w Polsce dynamicznie. Według badań<sup>1</sup> przeprowadzonych w 2010 r. wartość rynku wierzytelności wynosiła 14,3 mld złotych, a w 2014 roku osiągnie ponad 22,2 mld zł. Rynek można podzielić na dwa segmenty – windykację na zlecenie oraz obrót wierzytelnościami. Tradycyjnie branżę identyfikują się z tym pierwszym rodzajem usług i według Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową (IBnGR) stanowi on blisko 60% udziału w rynku. Jednakże coraz większy udział zdobywa segment, w którym działa Spółka - nabywanie portfeli wierzytelności i ich odzyskiwanie na własny rachunek.

Wykres 3 Struktura segmentowa rynku obrotu wierzytelnościami



Źródło: Rynek zarządzania wierzytelnościami ..., IBnGR, Warszawa 2010; \*B2B – wierzytelności pomiędzy przedsiębiorstwami

Wykres 4 Rynek windykacji w Polsce 2006-2014 (mld zł)



Źródło: „Rynek zarządzania wierzytelnościami w Polsce oraz perspektywy jego rozwoju do 2014 roku”, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Warszawa 2010<sup>1</sup>.

### III.2.1. Najwięksi dostawcy przekraczający 10 % przychodów Spółki za 2011 r.

W 2011 r. GPM „Vindexus” S.A. zakupiła wierzytelności wynikające z niespłaconych kredytów bankowych o wartości nominalnej 8 323 tys. zł, których wierzycielem pierwotnym był Bank BPH. Na wartość nominalną wierzytelności składają się należność główna w wysokości 3 681 tys. zł oraz odsetki karne w wysokości 4 642 tys. zł. Cena zakupu wierzytelności 1 550 tys. zł.

Do umów, których wartość nie przekroczyła 10% przychodów Spółki, ale które Spółka uznaje za istotne z punktu widzenia swojej działalności i rozwoju, zaliczone zostały również:

- zakupy wierzytelności od Master Finance S.A. Pakiet o wartości nominalnej 2 760 tys. zł składa się z należności głównej w kwocie 2 727 tys. zł i należności innej w wysokości 33 tys. zł. Pakiet opiewa na 920 spraw.
- Zakup wierzytelności od PKP S.A. pakiet o wartości nominalnej 4 856 tys. zł składa się z należności głównej w kwocie 1 637 tys. zł i należności odsetkowej w wysokości 3 219 tys. zł. Pakiet opiewa na 38 spraw.
- przyjęcie do windykacji na zlecenie portfela wierzytelności o wartości nominalnej 7 914 tys. zł od PKP S.A., zawierający 1 050 spraw.
- przyjęcie do obsługi pakietu wierzytelności sekurytyzowanych o wartości nominalnej 242 284 tys. zł od funduszu sekurytyzacyjnego GPM Vindexus NS FIZ, zawierający 12 713 spraw.

Dostawcy wg. ceny zakupu	2011		2010		2009		2008	
Banki	1 762	98,11%	1 288	26,8%	290	3%	3 999	56%
Telefonia			2 969	61,7%	6 893	71%	0	0%
Inne usługi masowe					141	1%		

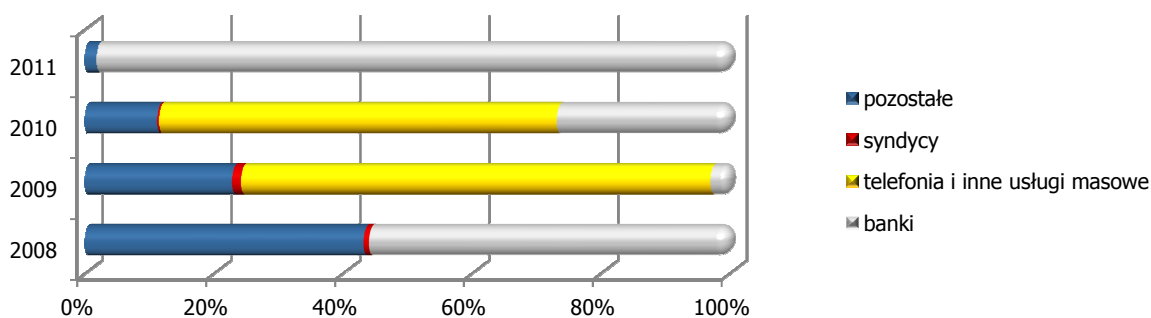
Syndycy			14	0,3%	135	1%	60	1%
Pozostałe	34	1,89%	543	11,3%	2 212	23%	3 110	43%
Suma	1 796	100%	4 814	100%	9 671	100%	7 169	100%

Wyszczególnienie	2011		2010		2009		2008	
Wierzytelności bankowe	3 993	24,41%	4 991	32,08%	4 914	29,58%	4 763	26,22%
Wierzytelności telefonii i inne masowe	7 370	45,05%	5 296	34,04%	5 696	34,28%	4 523	24,89%
Portfele upadłości	822	5,02%	1 266	8,14%	1 869	11,25%	5 560	30,60%
Pozostałe wierzytelności	1 435	8,77%	2 725	17,51%	3 615	21,76%	3 278	18,04%
Przychody z wierzytelności ogółem	13 620	83,25%	14 278	91,77%	16 094	96,85%	18 124	99,75%
Sprzedaż usług windykacji ,w tym zarządzanie wierzytelnościami NSFIZ	2 741	16,75%	1 281	8,23%	521	3,14%	46	0,25%
Przychody ze sprzedaży ogółem	16 361	100%	15 559	100%	16 615	100%	18 170	100%

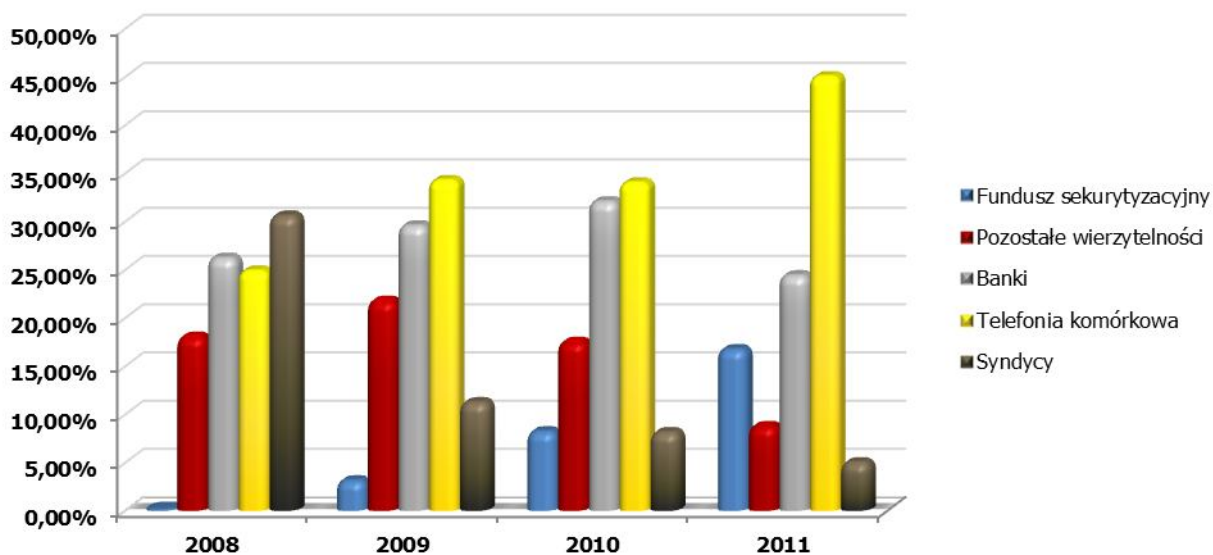
W strukturze przychodów Spółki w dalszym ciągu dominują przychody z wierzytelności telekomunikacyjnych. Udział przychodów z wierzytelności telekomunikacyjnych w przychodach ogółem wzrósł z poziomu 34% w 2010 r. do poziomu 45% w 2011 r. Taki stan rzeczy jest wynikiem znaczących inwestycji w wierzytelności telekomunikacyjne, dokonanych przez Spółkę w latach 2008-2010. Ze względu na duży portfel posiadanych przez Spółkę wierzytelności telekomunikacyjnych a także ewentualne dalsze inwestycje w portfele wierzytelności telekomunikacyjnych w przyszłości, Spółka szacuje iż w kolejnych latach przychody z wierzytelności telekomunikacyjnych będą w dalszym ciągu generować znaczący udział w przychodach ogółem Spółki.

W strukturze przychodów Spółki istotną pozycją są również przychody z wierzytelności bankowych oraz przychody z tytułu obsługi wierzytelności sekurytyzowanych funduszu GPM Vindexus NS FIZ. Udział przychodów z wierzytelności bankowych spadł z poziomu 32% w 2010 r. do poziomu 24% w 2011 r. Z drugiej strony udział przychodów uzyskiwanych przez Spółkę z tytułu obsługi wierzytelności sekurytyzowanych funduszu GPM Vindexus NS FIZ wzrósł z poziomu 8% w 2010 r. do poziomu 16% w 2011 r. Taka zmiana w strukturze przychodów Spółki wynika głównie z powodu dokonywania zakupów wierzytelności bankowych w ostatnich latach poprzez fundusz GPM Vindexus NS FIZ. Spółka natomiast koncentruje swoją działalność na obsłudze wierzytelności funduszu GPM Vindexus NS FIZ. Spółka szacuje iż w kolejnych latach przychody z obsługi wierzytelności sekurytyzowanych funduszu GPM Vindexus NS FIZ będą rosły, podczas gdy przychody z wierzytelności bankowych nabywanych bezpośrednio przez Spółkę będą się utrzymywać na niezmiennym poziomie lub będą maleć.

Wykres 5 Struktura zakupów Spółki według dostawców



Wykres 6 Struktura przychodów z wierzytelności



## IV. Istotne informacje z działalności Spółki w roku 2011

### IV.1. Informacje o zawartych umowach znaczących dla działalności Spółki w okresie sprawozdawczym i do dnia sporządzenia niniejszego raportu.

- [Aneksowanie umowy kredytu.](#)

Na mocy aneksu nr 6 do umowy kredytowej z dnia 02 grudnia 2008 r. z PKO Bank Polski SA, zawartego 31 stycznia 2012 r. Bank udzielił Spółce kredytu w formie limitu kredytowego wielocelowego w kwocie 10.000.000,00 zł.

- [Umowa o świadczenie usług windykacyjnych zawarta w dniu 22 marca 2011 roku z Polskimi Kolejami Państwowymi S.A. z siedzibą w Warszawie](#)

W dniu 22 marca 2011 roku Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. zawarła z Polskimi Kolejami Państwowymi S.A. z siedzibą w Warszawie umowę na podstawie, której prowadzi czynności zmierzające do wyegzekwowania od 1000 dłużników będących osobami fizycznymi należności w łącznej kwocie 7 710 000,00 zł z tytułu czynszów mieszkaniowych. Umowa istotna ze względu na przedmiot.

- [Umowa o obsługę sekurytyzowanych wierzytelności z dnia 28 stycznia 2008 roku z IDEA TFI S.A.](#)

W dniu 17 lutego 2011 roku Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. przyjęła do obsługi wierzytelności o łącznej wartości nominalnej 230 000 000,00 zł wobec 12 700 dłużników. Obsługa sekurytyzowanych wierzytelności przez Spółkę jest możliwa dzięki umowie zawartej z Idea Towarzystwem Funduszy Inwestycyjnych S.A. z dnia 28 stycznia 2008 roku. Umowa istotna ze względu na przedmiot.

Punkt szczegółowo opisany w [podrozdziale IV.4](#) poniżej.

### IV.2. Opis zdarzeń istotnie wpływających na działalność Spółki, jakie nastąpiły w 2011 roku oraz do dnia publikacji sprawozdania.

- [Umowa z Domem Maklerskim IDM S.A. z siedzibą w Krakowie.](#)

W dniu 9 lutego 2011 roku została zawarta umowa z Domem Maklerskim IDM S.A. z siedzibą w Krakowie o przeprowadzenie prywatnych ofert warrantów subskrypcyjnych oraz pośredniczenie w wykonaniu praw z warrantów oraz świadczenie usług związanych z wprowadzeniem na giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. akcji objętych w wykonaniu praw z warrantów.

Umowa dotyczy akcji serii J, które zostaną wyemitowane w ilości 1 000 000 sztuk (jeden milion) w terminie do 28 lutego 2011 roku oraz akcji serii K, które zostaną wyemitowane w ilości 1 000 000 sztuk (milion) w terminie do 30 września 2011 roku.

Umowa przewiduje wynagrodzenie Domu Maklerskiego IDM S.A. w wysokości 4,0% wartości emisji akcji serii J oraz 3,0 % do 7,0 % wartości emisji akcji serii K (w zależności od ceny akcji).

- [Emisja warrantów i akcji serii J.](#)

Zarząd Spółki uchwałą z dnia 9 lutego 2011 roku podwyższył kapitał zakładowy o 100.000,00 zł (sto tysięcy) w ramach realizacji kapitału docelowego poprzez emisję 1.000.000 (milion) sztuk akcji serii J. Akcje zostały objęte przez Subskrybentów warrantów serii A w ramach przysługujących im inkorporowanych w

każdym jednym warrancie subskrypcyjnym praw do jednej akcji. Cena emisyjna akcji wynosi 5,20 zł za sztukę.

Akcje serii J zostały zarejestrowane przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego w dniu 7 marca 2011 roku.

Akcje serii J zostały zarejestrowane przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych w dniu 19 kwietnia 2011 roku.

- [Emisja obligacji serii T](#)

Punkt szczegółowo opisany w [podrozdziale IV.4](#) poniżej.

- [Emisja obligacji serii U](#)

Punkt szczegółowo opisany w [podrozdziale IV.4](#) poniżej.

- [Emisja obligacji serii W](#)

Punkt szczegółowo opisany w [podrozdziale IV.4](#) poniżej.

- [Emisja obligacji serii Z](#)

Punkt szczegółowo opisany w [podrozdziale IV.4](#) poniżej.

- [Emisja obligacji serii A1](#)

Punkt szczegółowo opisany w [podrozdziale IV.4](#) poniżej.

- [Emisja obligacji serii B1](#)

Punkt szczegółowo opisany w [podrozdziale IV.4](#) poniżej.

- [Nabycie certyfikatów inwestycyjnych serii E](#)

Punkt szczegółowo opisany w [podrozdziale VI.2.1](#).

- [Nabycie certyfikatów inwestycyjnych serii F](#)

Punkt szczegółowo opisany w [podrozdziale VI.2.1](#).

- [Ustanowienie zastawu rejestrowego na certyfikatach inwestycyjnych.](#)

Zarząd Giełdy Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. w dniu 17 stycznia 2011 roku zawarł umowę z IDMSA.PL Doradztwo Finansowe Sp. z o.o. z siedzibą w Krakowie (Administrator Zastawu) o ustanowienie zastawu rejestrowego na certyfikatach inwestycyjnych GPM Vindexus NSFIZ w celu zabezpieczenia obligacji serii T. Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XI Wydział Gospodarczy – Rejestr Zastawów w dniu 18 lutego 2011 roku wpisał do rejestru zastawów 11 Certyfikatów Inwestycyjnych GPM Vindexus NSFIZ (5 sztuk serii A od nr 01 do 05, 6 sztuk serii C od nr 01 do 06). Najwyższa suma zabezpieczenia wynosi 7 148 400,00 zł.

- [Ustanowienie zastawu rejestrowego na certyfikatach inwestycyjnych.](#)



Zarząd Giełdy Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. w dniu 14 lutego 2011 roku zawarł umowę z IDMSA.PL Doradztwo Finansowe Sp. z o.o. z siedzibą w Krakowie (Administrator Zastawu) o ustanowienie zastawu rejestrowego na certyfikatach inwestycyjnych GPM Vindexus NSFIZ w celu zabezpieczenia obligacji serii W. Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy XI Wydział Gospodarczy – Rejestr Zastawów w dniu 21 marca 2011 roku wpisał do rejestru zastawów 47 Certyfikatów Inwestycyjnych GPM Vindexus NSFIZ (4 sztuk serii C od nr 07 do 10, 8 sztuk serii D od nr 01 do 08, 7 sztuk serii E od nr 01 do 07, 28 sztuk serii F od nr 01 do 28). Najwyższa suma zabezpieczenia wynosi 31 132 800,00 zł.

#### IV.3. Główne inwestycje krajowe i zagraniczne

- Nakłady poniesione na nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych oraz nieruchomości

Spółka poniosła w 2011 r. wydatki na nakłady związane z zakupami środków trwałych i wartości niematerialnych.

Wyszczególnienie (w tys. zł)	2011	2010	2009	2008	2007
<b>Wartości niematerialne i prawne</b>	60	48	97	105	106
<b>Rzeczowe aktywa trwałe</b>	64	92	533	85	203
grunty, w tym wieczyste użytkowanie					
budynki i lokale			421		1
urządzenia techniczne i maszyny biurowe	36	56	75	48	61
środki transportu					
garaż					22
wieczyste użytkowanie					6
pozostałe środki trwałe	18	36	37	37	113
<b>Inwestycje długoterminowe w nieruchomości</b>					
<b>Łącznie</b>	<b>114</b>	<b>140</b>	<b>630</b>	<b>190</b>	<b>309</b>

- Inwestycje w aktywa finansowe

Spółka posiadała na 01.01.2011 23 certyfikaty inwestycyjne w cenie nabycia 3 741 tys. zł.

Objęcie certyfikatów inwestycyjnych serii E oraz F w funduszu GPM Vindexus NSFIZ:

- Emisja certyfikatów inwestycyjnych serii E – objęcie 7 certyfikatów za łączną kwotę 4 625 tys. zł, przy cenie emisyjnej jednego certyfikatu wynoszącej 660 736 zł. Środki z emisji zostały przeznaczone na zakup wierzytelności bankowych.
- Emisja certyfikatów inwestycyjnych serii F – objęcie 38 certyfikatów za łączną kwotę 25 297 tys. zł, przy cenie emisyjnej jednego certyfikatu wynoszącej 665 699,00 zł. Środki z emisji zostały przeznaczone na zakup wierzytelności bankowych.

Spółka dominująca po objęciu ostatnich emisji posiada 68 certyfikatów inwestycyjnych funduszu GPM Vindexus NS FIZ. Objęcie nowych certyfikatów było konieczne ze względu na inwestycję w pakiet wierzytelności bankowych nabytych przez fundusz GPM Vindexus NS FIZ. Łącznie zainwestowano w certyfikaty NSFIZ 33 663 tys. zł.

Spółka na dzień 31.12.2011 r. posiada akcje Adimo Egze S.A. o wartości nominalnej 150 tys. , co stanowi ok. 18% kapitału zakładowego spółki.

- Inwestycja w aktywa obrotowe.

Wyszczególnienie	2011	2010	2009	2008
Wartość nominalna zakupionych pakietów	15 939	44 831	79 334	124 225
Cena nabycia wierzytelności	1 796	4 814	9 671	7 169
Ilość transakcji	3	6	17	9
Ilość wierzytelności	959	69 672	18 188	4 352

Wykres 7 Wartość nominalna i cena nabycia pakietów (w tys. zł oraz jako procent wartości nominalnej)



#### IV.4. Opis wykorzystania przez Spółkę wpływów z emisji papierów wartościowych w okresie objętym raportem do chwili sporządzenia sprawozdania z działalności

W okresie sprawozdawczym i do dnia sporządzenia niniejszego raportu miały miejsce następujące wydarzenia związane z emisjami akcji i obligacji Spółki:

- Emisja akcji serii J

W dniu 9 lutego 2011 r. podjęta została uchwała o podwyższeniu kapitału zakładowego w ramach kapitału docelowego, z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy w drodze emisji nie więcej niż 1 000 000 (słownie: jednego miliona) akcji serii J o wartości nominalnej 0,1 zł każda. Celem podwyższenia kapitału zakładowego w drodze emisji Akcji serii J było proponowanie nabycia i wydanie akcji Spółki w celu realizacji uprawnień posiadaczy imiennych warrantów subskrypcyjnych serii A, wyemitowanych przez Spółkę na podstawie uchwały Zarządu z dnia 9 lutego 2011 r. Cena emisyjna akcji serii J została ustalona w wysokości 5,20 zł za jedną akcję.

Prawa wynikające z posiadania imiennych warrantów subskrypcyjnych zostały wykonane w całości. W dniu 7 marca 2011 roku Sąd Rejonowy w Warszawie zarejestrował podwyższenia kapitału zakładowego Spółki w drodze emisji akcji serii J. Po tej zmianie kapitał zakładowy Spółki wynosi 1 159 193,80 zł i dzieli się na 11 591 938 akcji.

W dniu 6 kwietnia 2011 r. KDPW S.A. podjęła uchwałę o rejestracji 1 000 000 akcji zwykłych na okaziciela serii J. Na mocy uchwały GPW w Warszawie nr 476/2011 akcje serii J zostały dopuszczone do obrotu na rynku równoległym. Na mocy tej samej uchwały akcje serii J zostały wprowadzone do obrotu na rynku równoległym na sesji giełdowej w dniu 19 kwietnia 2011 r.. W dniu 19 kwietnia akcje serii J zostały zarejestrowane w KDPW S.A. w liczbie 1 000 000 sztuk.

W wyniku emisji akcji serii J pozyskano kapitał w kwocie 5 200 tys. zł. Po potrąceniu kosztów emisji w kwocie 238 tys. zł Spółka uzyskała 4 962 tys. zł. Z pozyskanego kapitału sfinansowano częściowo nabycie certyfikatów inwestycyjnych serii F w kwocie 2 937 tys. zł. Pozostałą kwotę 2 263 tys. zł Spółka przeznaczyła na opłatę wpisów sądowych.

- [Objęcie emisji certyfikatów inwestycyjnych](#)

W 2011 nastąpiły istotne zmiany w stanie posiadania Spółki. Zostały w całości objęte dwie kolejne emisje certyfikatów, serie E oraz F.

- Emisja certyfikatów inwestycyjnych serii E – objęcie 7 certyfikatów za łączną kwotę 4 625 tys. zł, przy cenie emisyjnej jednego certyfikatu wynoszącej 660 736 zł. Środki z emisji zostały przeznaczone na zakup wierzytelności bankowych.
- Emisja certyfikatów inwestycyjnych serii F – objęcie 38 certyfikatów za łączną kwotę 25 297 tys. zł, przy cenie emisyjnej jednego certyfikatu wynoszącej 665 699,00 zł. Środki z emisji zostały przeznaczone na zakup wierzytelności bankowych.

Spółka dominująca po objęciu ostatnich emisji posiada 68 certyfikatów inwestycyjnych funduszu GPM Vindexus NS FIZ. Objęcie nowych certyfikatów było konieczne ze względu na inwestycję w pakiet wierzytelności bankowych nabytych przez fundusz GPM Vindexus NS FIZ.

- [Nowe emisje obligacji i spłata dotychczasowych](#)
- Emisja obligacji serii T

Na podstawie uchwały Zarządu Spółki z dnia 12 stycznia 2011 r. wyemitowano 5 180 obligacji imiennych serii T o wartości nominalnej i cenie emisyjnej 1 tys. zł każda. Łączna cena emisyjna wyniosła 5 180 tys. zł. Obligacje są oprocentowane według stopy zmiennej wynoszącej WIBOR 6M + 8% w skali roku. Odsetki naliczane są w trzymiesięcznych okresach odsetkowych i wypłacane ostatniego dnia każdego okresu odsetkowego.

Spółka zobowiązana jest do wykupu obligacji 15 lipca 2013 roku, przy czym zastrzeżono możliwość wcześniejszego wykupu na żądanie obligatariusza.

Środki pozyskane w wyniku emisji dłużnych papierów wartościowych serii T wykorzystano w dniu 13 stycznia 2011 r. na objęcie certyfikatów inwestycyjnych serii E funduszu sekurytyzacyjnego GPM VINDEXUS NSFIZ w ilości 7 sztuk za kwotę 4 625 tys. zł. Pozostałe środki wykorzystano na koszty wpisów sądowych.

- Emisja obligacji U

Na podstawie uchwały Zarządu Spółki z dnia 10 stycznia 2011 r. wyemitowano 270 obligacji imiennych serii U o wartości nominalnej i cenie emisyjnej 10 tys. zł każda. Łączna cena emisyjna wyniosła 2 700 tys. zł. Obligacje są oprocentowane według stopy wynoszącej 11,25% w skali roku. Odsetki naliczane są w trzymiesięcznych okresach odsetkowych i wypłacane ostatniego dnia każdego okresu odsetkowego.

Spółka zobowiązana jest do wykupu obligacji 12 stycznia 2012 roku, przy czym zastrzeżono możliwość wcześniejszego wykupu na żądanie obligatariusza lub emitenta. W dniu 21 marca Spółka skorzystała z tej możliwości i wykupiła 50 obligacji serii U na łączną kwotę 500 tys. zł.

Środki pozyskane w wyniku emisji dłużnych papierów wartościowych serii U wykorzystano na zapłatę zobowiązania w kwocie 2 969 tys. zł na rzecz Polskiej Telefonii Cyfrowej z tytułu umowy przelewu wierzytelności zawartej 22 grudnia 2010 r. Pozostałą kwotę uregulowano ze środków własnych.

- Emisja obligacji W

Na podstawie uchwały Zarządu Spółki z dnia 2 lutego 2011 r. wyemitowano 22 560 obligacji imiennych serii W o wartości nominalnej i cenie emisyjnej 1 tys. zł każda. Łączna cena emisyjna wyniosła 22 560 tys. zł. Obligacje są oprocentowane według stopy zmiennej wynoszącej WIBOR 6M + 8% w skali roku. Odsetki naliczane są w trzymiesięcznych okresach odsetkowych i wypłacane ostatniego dnia każdego okresu odsetkowego.

Spółka zobowiązana jest do wykupu obligacji 12 sierpnia 2013 roku, przy czym zastrzeżono możliwość wcześniejszego wykupu na żądanie obligatariusza.

Środki pozyskane w wyniku emisji dłużnych papierów wartościowych serii W na objęcie 38 certyfikatów inwestycyjnych w funduszu sekurytyzacyjnym GPM VINDEUS NSFIZ o łącznej wartości 25 296 558,96 zł, przydzielonych 07 lutego 2011 r.

- Wykup obligacji serii M

Dnia 21.03.2011 roku wykupiono obligacje serii M o wartości nominalnej i wykupu 100 tys. zł. Wykup sfinansowano z własnych środków.

- Wykup obligacji serii U

Wykupiono część obligacji serii U w kwocie 500 tys. zł w dniach 21 – 23 marca 2011 r. Dnia 28 kwietnia 2011 r. wykupiono dalszą część obligacji serii U w kwocie 400 tys. zł. Środki na wykup obligacji pochodziły z działalności operacyjnej Spółki. Dnia 10.02.2012 wykupiono 10 sztuk obligacji serii U w kwocie 100 tys. zł. Dnia 29.03.2012 roku wykupiono 100 sztuk obligacji serii U w kwocie 1 000 tys. zł. Na dzień publikacji raportu rocznego za 2011 roku zobowiązanie z tytułu obligacji serii U wynosi 500 tys. zł.

- Wykup obligacji serii P

Dnia 28 kwietnia 2011 r. wykupiono obligacje serii P o wartości nominalnej i wykupu 300 tys. zł, który to wykup został sfinansowany z własnych środków.

- Wykup obligacji serii K

W dniach 30 czerwca i 1 lipca 2011 r. wykupiono obligacje serii K o łącznej kwocie wykupu 2 000 tys. zł. Wykup sfinansowano z własnych środków oraz emisji obligacji serii Z.

- Emisja obligacji serii Z.

Na podstawie uchwały Zarządu Spółki z dnia 30 czerwca 2011 r. wyemitowano 140 obligacji imiennych serii Z o wartości nominalnej i cenie emisyjnej 10 tys. zł każda. Obligacje są oprocentowane według stopy wynoszącej 11,50% w skali roku. Odsetki naliczane są w trzymiesięcznych okresach odsetkowych i wypłacane ostatniego dnia każdego okresu odsetkowego.

Spółka zobowiązana jest do wykupu obligacji w dniu 07 lipca 2012 roku, przy czym zastrzeżono możliwość wcześniejszego wykupu na żądanie obligatariusza. W dniu 19 lipca 2011 roku Spółka wykupiła 100 obligacji serii Z na łączną kwotę 1 000 tys. zł.

Środki pozyskane w wyniku emisji dłużnych papierów wartościowych serii Z wykorzystano na wykup obligacji serii K, który nastąpił dnia 01.07.2011 r.

Do dnia publikacji sprawozdania finansowego miał miejsce wykup 5 obligacji serii Z na łączną kwotę 50 tys. zł

- Emisja obligacji serii A1

Na podstawie uchwały Zarządu Spółki z dnia 18 lipca 2011 r. wyemitowano 50 obligacji imiennych serii A1 o wartości nominalnej i cenie emisyjnej 10 tys. każda. Łączna cena emisyjna wyniosła 500 tys. zł. Obligacje są oprocentowane według stałej stopy procentowej wynoszącej 11,50 % w skali roku. Odsetki naliczane są w trzymiesięcznych okresach odsetkowych i wypłacane ostatniego dnia każdego okresu odsetkowego. Spółka zobowiązana jest do wykupu obligacji w dniu 19.07.2012 roku, przy czym zastrzeżono możliwość wcześniejszego wykupu na żądanie obligatariusza.

Środki przekazane w wyniku emisji dłużnych papierów wartościowych serii A1 wykorzystano na częściowy wykup obligacji serii Z.

Dnia 29.12.2011 roku wykupiono 8 obligacji serii A1 na łączną kwotę 80 tys. zł.

Do dnia publikacji sprawozdania finansowego miał miejsce wykup 7 obligacji serii A1 na łączną kwotę 70 tys. zł.

- Wykup obligacji serii R.

Dnia 17 sierpnia 2011 r. wykupiono obligacje serii R o wartości nominalnej i wykupu 500 tys. zł. Wykup sfinansowano ze środków własnych.

- Wykup obligacji serii S

Dnia 30.09.2011 roku wykupiono obligacje serii S o wartości nominalnej i wykupu 3 000 tys. zł. Wykup w kwocie 2 800 tys. zł sfinansowano emisją obligacji serii B1, pozostała kwota 200 tys. zł pochodziła ze środków własnych.

- Emisja obligacji serii B1

Na podstawie uchwały Zarządu Spółki z dnia 30 sierpnia 2011 r. wyemitowano 2800 obligacji zwykłych na okaziciela serii B1 o wartości nominalnej i cenie emisyjnej 1 tys. każda. Obligacje są oprocentowane według stopy wynoszącej 12,00% w skali roku. Odsetki naliczane są w trzymiesięcznych okresach odsetkowych i wypłacane ostatniego dnia każdego okresu odsetkowego.

Spółka zobowiązana jest do wykupu obligacji w dniu 03.09.2012 roku, przy czym zastrzeżono możliwość wcześniejszego wykupu na żądanie obligatariusza.

#### **IV.5. Wskazanie postępowań toczących się przed sądem, organem właściwym dla postępowania arbitrażowego lub organem administracji publicznej**

##### **IV.5.1. Postępowanie dotyczące zobowiązań albo wierzytelności emitenta lub jednostki od niego zależnej, których wartość stanowi co najmniej 10% kapitałów własnych emitenta.**

W 2011 roku Spółka nie była stroną postępowań sądowych spełniających powyższy warunek.

#### IV.5.2. Wskazanie dwóch lub więcej postępowań dotyczących zobowiązań oraz wierzytelności, których łączna wartość stanowi odpowiednio co najmniej 10 % kapitałów własnych emitenta.

Działalność operacyjna Spółki polega na nabywaniu pakietów wierzytelności i windykacja ich na własny rachunek w postępowaniu sądowym i komorniczym. Konieczność skierowania sprawy na drogę sądową wynika najczęściej z niemożności polubownego rozwiązania sprawy z dłużnikiem. Takie przypadki stanowią większość i skutkują dużą liczbą spraw kierowanych do sądów. W związku z tym dużą liczbę postępowań należy łączyć ze specyfiką działalności Spółki.

W swojej działalności Spółka wykorzystuje instytucję e-sądu. Pozwala to na zwiększenie efektywności i przyspieszenie procedury odzyskiwania wierzytelności.

- W 2011 roku statystyka prowadzonych postępowań sądowych przedstawiała się następująco (łącznie z e-sądem).
- Na dzień 1 stycznia 2011 roku Spółka prowadziła 5 798 sprawy sądowe na kwotę 26 335 tys. zł. zł,
- W roku 2011 Spółka skierowała na drogę postępowania sądowego 9 564 spraw na łączną kwotę 22 590 tys. zł,
- W roku 2011 Spółka uzyskała tytuły wykonawcze w 12 570 sprawach na łączną kwotę 31 329 tys. zł,
- W roku 2011 oddalono powództwa w 32 sprawach na łączną kwotę 114 tys. zł, a 285 postępowań na łączną kwotę 2 746 tys. zł zakończyło się bez uzyskania tytułu wykonawczych z innych przyczyn,
- Na dzień 31 grudnia 2011 roku w sądach trwało postępowanie dotyczące 2 475 spraw Spółki na kwotę 15 472 tys. zł.

Od 2010 roku Spółka prowadzi postępowania sądowe przy zastosowaniu Elektronicznego Postępowania Upominawczego (tzw. e-sądu).

#### IV.6. **Zatrudnienie**

W ciągu 2011 roku zatrudniono 4 nowych pracowników i zwolniono 3. Na dzień złożenia sprawozdania liczba pełnych etatów wynosiła 41.

#### IV.7. **Zasady zarządzania Spółką**

Zasady zarządzania Spółką nie uległy zmianie.

#### IV.8. **Wartość wynagrodzeń, nagród lub korzyści osób zarządzających i nadzorujących**

W roku 2011 wynagrodzenia Zarządu oraz Rady Nadzorczej kształtowały się następująco:

Wynagrodzenia (tys. zł)	Funkcja	2011	2010	2009
<b>Zarząd - łącznie</b>		<b>566</b>	<b>581</b>	<b>546</b>
Jerzy Kulesza	Prezes Zarządu	327	338	320
Grażyna Jankowska – Kuchno	Członek Zarządu	239	243	226
<b>Rada Nadzorcza - łącznie</b>		<b>324</b>	<b>324</b>	<b>324</b>
Kuchno Jan	Przewodniczący Rady Nadzorczej	216	216	216
Fronckiel Lech	Członek Rady Nadzorczej	18	18	18

Litwin Wojciech	Członek Rady Nadzorczej	18	18	18
Kuchno Piotr	Sekretarz Rady Nadzorczej	54	54	54
Leszczyński Grzegorz	Członek Rady Nadzorczej	18	18	18
<b>Wynagrodzenia ogółem</b>		<b>890</b>	<b>905</b>	<b>870</b>

#### IV.9. **Umowy zawarte pomiędzy Spółką a osobami zarządzającymi, przewidujące rekompensatę w przypadku ich rezygnacji lub zwolnienia**

Osoby pełniące funkcję Członka Zarządu Spółki są zatrudnione na podstawie umów o pracę zawartych z Radą Nadzorczą Spółki. W roku 2011 nie było innych umów, przewidujących wypłatę rekompensaty w przypadku rezygnacji tych osób lub zwolnienia ich z zajmowanego stanowiska bez ważnej przyczyny, lub gdy ich odwołanie czy też zwolnienie nastąpiłoby z powodu połączenia Spółki poprzez przejęcie innej jednostki.

#### IV.10. **Informacje o systemie kontroli programów akcji pracowniczych**

Do dnia 31 grudnia 2011 r. oraz na dzień publikacji niniejszego sprawozdania w Spółce nie występowały programy akcji pracowniczych. Toteż nie funkcjonował system kontroli programów akcji pracowniczych.

#### IV.11. **Informacje o znanych Spółce umowach (w tym również zawartych po dniu bilansowym), w wyniku których mogą w przyszłości nastąpić zmiany w proporcjach posiadanych akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy i obligatariuszy**

Zarząd Spółki Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. nie posiada informacji na temat umów, w wyniku których mogą w przyszłości nastąpić zmiany w proporcjach posiadanych akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy i obligatariuszy.

#### IV.12. **Informacje o nabyciu udziałów (akcji) własnych**

W 2011 roku i według stanu na dzień przekazania niniejszego sprawozdania nie miało miejsca nabycie udziałów (akcji) własnych.

#### IV.13. **Informacje o ważniejszych osiągnięciach w dziedzinie badań i rozwoju w Spółce**

W okresie od 01 stycznia 2011 r. do 31 grudnia 2011 r. oraz na dzień publikacji niniejszego sprawozdania nie wystąpiły w Spółce Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. ważniejsze osiągnięcia w dziedzinie badań i rozwoju.

## V. Powiązania kapitałowe

### V.1. Informacje o powiązaniach organizacyjnych lub kapitałowych Spółki.

GPM Vindexus Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty - Spółka posiada 68 certyfikatów inwestycyjnych, stanowiących 100% kapitałów funduszu, na objęcie których wydatkowała środki w kwocie 33 663 tys. zł. Środki te zostały przeznaczone na zakup pakietu wierzytelności bankowych oraz pokrycie kosztów funduszu. Spółka czerpie przychody z tytułu wynagrodzenia za obsługę wierzytelności sekurytyzowanych w wysokości 25% uzyskanych wpływów. W roku 2011 przychody Spółki z tytułu j. w. wyniosły 2,4 mln zł. Spółka posiadała na koniec 2011 r. należności od NSFIZ z tytułu obligacji krótkoterminowych o wartości nominalnej 5,2 mln zł, których termin wykupu przypada 03.09.2012 r. oraz 0,6 mln zł z tytułu zarządzania wierzytelnościami.

Adimo Egze S.A. - Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. posiada w spółce akcje o łącznej wartości nominalnej 150 tys. zł., co stanowi 18,07 % jej kapitału zakładowego. Adimo Egze S.A. świadczy na rzecz GPM „Vindexus” S.A. usługi windykacyjne. Wynagrodzenie za wykonywane usługi wypłacane jest na warunkach rynkowych i za rok 2011 wynosi 0,3 mln zł i stanowi 4,26% kosztów operacyjnych. Stan należności ok. 0,3mln zł.

Podmiot powiązany	Osoba powiązana	Sposób powiązania
GPM VINDEXUS NSFIZ		100% certyfikatów w funduszu sekurytyzacyjnym
FIZ Sp. z o.o.	Grażyna Jankowska-Kuchno	Członek Zarządu FIZ Sp. z o.o.
Agencja Inwestycyjna Estro Sp. z o.o.	Jan Kuchno	99,61% udziałów w Agencji Inwestycyjnej Estro Sp. z o.o.
Dom Aukcyjny Mebis Sp. z o.o.	Jan Kuchno	AI Estro – 100% udziałów w Dom Aukcyjny Mebis sp. z o.o.
Kancelaria Prawna Grzegorza Lewandowskiego Sp. K.	Jan Kuchno	AI Estro – 50 % udziałów Kancelarii Prawnej Grzegorza Lewandowskiego
Adimo Egze S.A.	Jerzy Kulesza	Przewodniczący Rady Nadzorczej Adimo Egze S.A.
Master Finance S.A.	Jerzy Kulesza	Przewodniczący Rady Nadzorczej Master Finance S.A. do 16 kwietnia 2012 r.

#### Warunki transakcji z podmiotami powiązanymi:

- FIZ Sp. z o.o.

Obciążenie z tytułu kosztów najmu powierzchni biurowej 0,2 mln zł stanowi 2,90% kosztów operacyjnych Spółki w roku 2011.

- Kancelaria Prawna Grzegorza Lewandowskiego Spółka Komandytowa

Kancelaria Prawna Grzegorza Lewandowskiego Spółka Komandytowa  
 Koszty obsługi prawnej 0,2 mln zł stanowią 3,32% kosztów operacyjnych Spółki w 2011 r.

- Agencja Inwestycyjna ESTRO Sp. z o.o.



Obciążenie z tytułu zapłaconych odsetek od obligacji serii U,A1 wynosi 7 tys. zł, co stanowi 0,16% kosztów finansowych.

- **Dom Aukcyjny Mebis Sp. z o.o.**

Zobowiązanie 421 tys. zł powstało z tytułu obligacji serii P oraz A1 w kwocie 370 tys. zł oraz wynagrodzenia za udostępnienie nieruchomości dla zabezpieczenia kredytu PKO BP w kwocie 74 tys. zł, pomniejszone o należność w kwocie 23 tys. zł z tytułu zobowiązania handlowego. Koszty 107 tys. zł, w tym : z tytułu zapłaconych odsetek od obligacji serii P, U oraz A1 32 tys. zł co stanowi 0,73% kosztów finansowych oraz wynagrodzenia za udostępnienie nieruchomości w celu zabezpieczenia kredytu PKO BP 74 tys. zł oraz 1 tys. z tytułu innych usług

- **Mebis Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.**

Koszty z tytułu zapłaconych odsetek dotyczących obligacji serii P i U 30 tys. zł ,co stanowi 0,69 % kosztów finansowych w roku 2011.

- **Zarząd Spółki:**

Grażyna Jankowska- Kuchno –Członek Zarządu

Koszty 6 tys. zł stanowią wypłacone odsetki od obligacji serii M w kwocie netto tj. po potrąceniu o podatek od osób fizycznych.

## V.2. **Informacje o istotnych transakcjach zawartych przez Spółkę z podmiotami powiązanymi na warunkach innych niż rynkowe**

Nie wystąpiły transakcje inne niż zawarte na warunkach rynkowych.

## VI. Aktualna sytuacja finansowa i majątkowa Spółki.

W roku 2011 r. Spółka kontynuowała swoją strategię działalności w zakresie uzyskiwania przychodów i realizacji zakupów nowych pakietów, a przede wszystkim skoncentrowała się na rozwoju funduszu sekurytyzacyjnego, w którym posiada 100% certyfikatów. Spółka koncentrowała się na pozyskaniu nowych źródeł finansowania działalności w postaci nowej emisji akcji oraz emisji obligacji długoterminowych. Pozyskane środki przeznaczone w przeważającej części na zakup pakietu wierzytelności bankowych (dokonanego poprzez fundusz GPM Vindexus NS FIZ) oraz sfinansowanie wydatków na dochodzenie roszczeń, wynikających z pakietów.

### VI.1. Omówienie podstawowych wielkości ekonomiczno – finansowych ujawnionych w rocznym sprawozdaniu finansowym

Omówienie struktury i dynamiki bilansu zostało przedstawione poniżej oddzielnie dla aktywów i pasywów, dokładniejsze informacje wraz z notami objaśniającymi zostały umieszczone we właściwej części sprawozdania finansowego za 2011 rok.

Aktywa	31.12.2011	31.12.2010	Zmiana	Zmiana %
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>60 082</b>	<b>18 365</b>	<b>41 717</b>	<b>227,15%</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	1 828	2 303	-475	-20,63%
Wartości niematerialne	60	59	1	1,69%
Inwestycje w jednostkach podporządkowanych	56 959			
Aktywa finansowe dostępne do sprzedaży	125	15 374		
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	1 110	629	481	76,47%
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>62 919</b>	<b>76 007</b>	<b>-13 088</b>	<b>-17,22%</b>
Należności handlowe i pozostałe	2 483	2 891	-408	-14,11%
Nabyte wierzytelności	54 691	67 784	-13 093	-19,32%
Pozostałe aktywa finansowe	5 176	5 168	8	0,15%
Rozliczenia międzyokresowe	114	76	38	50,00%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	455	88	367	417,05%
<b>Łącznie</b>	<b>123 001</b>	<b>94 372</b>	<b>28 629</b>	<b>30,34%</b>

Całkowita wartość aktywów Spółki osiągnęła wysokość 123 001 tys. zł co oznacza przyrost o 28 629 tys. zł i 30,34% w stosunku do roku 2010. Na tę wartość składają się **aktywa trwałe** w wysokości 60 082 tys. zł oraz **aktywa obrotowe** w wysokości 62 919 tys. zł. Składniki te stanowią odpowiednio 48,85% oraz 51,15% sumy aktywów. Stanowi to zmianę w stosunku do poprzedniego roku obrotowego - składniki te w 2010 r. stanowiły odpowiednio 19,46% i 80,54%. Zmiana w strukturze aktywów trwałych jest spowodowana przede wszystkim wzrostem wyceny certyfikatów inwestycyjnych w wyniku dalszych zakupów pakietów do funduszu oraz wzrostem wartości lokat funduszu w wyniku obsługi sekurytyzowanych wierzytelności.

Pasywa	31.12.2011	31.12.2010	Zmiana	Zmiana %
<b>Kapitały własne</b>	<b>80 531</b>	<b>78 045</b>	<b>2 486</b>	<b>3,19%</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>32 704</b>	<b>2 958</b>	<b>29 746</b>	<b>1005,61%</b>
Kredyty i pożyczki długoterminowe				
Obligacje długoterminowe	28 098	624	27 474	4402,88%
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego	4 469	2 228	2 241	100,58%
Rezerwa na świadczenia pracownicze	137	106	31	29,25%
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>9 766</b>	<b>13 369</b>	<b>-3 603</b>	<b>-26,95%</b>
Kredyty i pożyczki	3 432	3 947	-515	-13,05%
Obligacje krótkoterminowe	5 604	5 746	-142	-2,47%
Zobowiązania handlowe	225	3 224	-2 999	-93,02%
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku dochodowego	100	97	3	3,09%
Pozostałe zobowiązania	264	257	7	2,72%
Rezerwa na świadczenia pracownicze	106	70	36	51,43%
Pozostałe rezerwy	35	28	7	25,00%
<b>Pasywa łącznie</b>	<b>123 001</b>	<b>94 372</b>	<b>28 629</b>	<b>30,34%</b>

Spółka odnotowała w 2011 r. wzrost sumy pasywów - o 30,34% w stosunku do 2010 r. Wzrost ten wynika przede wszystkim z zaciągnięcia nowych zobowiązań, głównie długoterminowych.

## VI.2. Charakterystyka wybranych składników majątku oraz pasywów Spółki

### VI.2.1. Fundusz sekurytyzacyjny

Spółka na dzień sporządzenia raportu jest właścicielem 68 certyfikatów inwestycyjnych funduszu sekurytyzacyjnego GPM Vindexus NSFIZ, co stanowi 100% kapitałów NSFIZ.

Historia nabycia instrumentów przedstawia się następująco:

Emisja	Liczba certyfikatów	Cena nabycia	Data objęcia	Wartość emisji
Seria A	5	200 000	17 lipca 2001	1 000 000,00
Seria C	10	152 594	21 sierpnia 2008	1 525 940,00
Seria D	8	151 962	9 września 2008	1 215 696,00
Seria E	7	660 736	13 stycznia 2011	4 625 152,00
Seria F	38	665 699	7 lutego 2011	25 296 562,00
<b>ogółem</b>	<b>68</b>			<b>33 663 350,00</b>

Spółka objęła certyfikaty w łącznej cenie nabycia - 33 663 tys. zł

Na dzień 31.12.2011 oraz dzień opublikowania raportu portfel wierzycielności w funduszu obejmował 4 pakiety wierzycielności, nabyte od banków, zawierające 26 426 spraw o łącznej wartości nominalnej 543 237 tys. zł, w tym największy pakiet bankowy nabyty w lutym 2011 r. Wpływy do funduszu wyniosły w roku 2011r. - 12 105 tys. zł.

Na dzień 31.12.2011 łączne aktywa netto funduszu GPM Vindexus NS FIZ wyniosły 56 959 tys. zł, co oznacza, że jeden certyfikat inwestycyjny wyceniany był na kwotę 837,6 tys. zł. Wartość godziwa pakietów w funduszu to 63 114 tys. zł.

Spółka jako inwestor, posiadający 100% certyfikatów inwestycyjnych funduszu GPM Vindexus NS FIZ zakłada **w perspektywie długoterminowej** rozwój funduszu. Spółka zakłada również iż prowadzona dotychczas działalność w funduszu będzie prowadzić do wzrostu wartości certyfikatów inwestycyjnych. W związku z tym Spółka nie planuje umorzenia lub odsprzedaży posiadanych certyfikatów w 2012 r.

Podmiotem obsługującym wierzytelności funduszu jest Spółka. Z tytułu zarządzania portfelem wierzytelności Spółka otrzymuje prowizję określoną jako 25% od uzyskiwanych przez fundusz wpłat z tytułu wierzytelności. 1 lutego 2012 r. Spółka uzyskała zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na zarządzanie wierzytelnościami sekurytyzowanymi funduszu.

#### VI.2.2. Portfele wierzytelności w księgach Spółki.

	Przychody	Wycena pakietów*	Aktywowane nakłady poniesione na zakup i dochodzenie roszczeń	Nabycia 2011
portfele bankowe	3 993	19 051	6 209	1 796
telefonii	7 370	24 551	14 589	
upadłości	822	4 047	252	
pozostałe	1 435	7 042	3 785	
<b>ogółem</b>	<b>13 620</b>	<b>54 691</b>	<b>24 835</b>	<b>1 796</b>

\* wg. wartości godziwej

Łączna wartość godziwa pakietów na 31 grudnia 2011 r. wynosi 54 691 tys. zł. W roku minionym poniesiono koszty 2 799 tys. zł na opłaty sądowe oraz komornicze i nabyto wierzytelności w kwocie 1 796 tys. zł. Łączne nakłady na pakiety 2011 r. wyniosły 4 595 tys. zł.

Wyszczególnienie	2011	2010
<b>Stan wierzytelności na początek okresu wg wartości godziwej, w tym:</b>	<b>67 784</b>	<b>65 598</b>
- w cenie nabycia netto	25 242	20 727
- kapitał z aktualizacji wyceny	42 542	44 871
<b>Zwiększenia, w tym:</b>	<b>4 595</b>	<b>8 240</b>
zakup wierzytelności	1 796	4 814
opłacone wpisy sądowe oraz opłaty komornicze	2 799	3 426
<b>Zmniejszenia w tym:</b>	<b>17 688</b>	<b>6 054</b>
koszt własny przychodów z windykacji/rachunek zysków i strat	4 057	3 666
przeszacowanie do wartości godziwej	12 686	2 329
Pozostałe ( zmiana odpisu aktualizującego oraz zakończona windykacja.)	945	59
<b>Stan wierzytelności na koniec okresu, w tym:</b>	<b>54 691</b>	<b>67 784</b>
- w cenie nabycia netto*	24 835	25 242
- kapitał z aktualizacji wyceny	29 856	42 542

\*Cena nabycia netto –nakłady do dnia bilansowego poniesione na zakup i egzekucję roszczeń, skorygowane o utworzony odpis aktualizujący.

### VI.2.3. Kapitały własne.

Pozycja	2011	2010	zmiana	zmiana w %
<b>Kapitały własne</b>	<b>80 531</b>	<b>78 045</b>	<b>2 486</b>	<b>3%</b>
Kapitał zakładowy	1 159	1 059	100	9%
Kapitał zapasowy ze sprzedaży akcji powyżej wartości nominalnej	6 935	2 073	4 862	235%
Kapitały pozostałe, w tym:	73 781	72 892	889	1,22%
Zyski zatrzymane	21 028	21 028	0	0%
Kapitał z aktualizacji wyceny	48 726	51 864	-3 138	-6%
Pozostałe kapitały rezerwowe	4 027		4 027	
Zysk (strata) z lat ubiegłych	-2 093	-2 056	-37	2%
Zysk (strata) netto	749	4 077	-3 328	-82%

Kapitał zakładowy zwiększył się o 100 tys. zł w wyniku emisji akcji serii J w ilości 1 000 tys. sztuk o wartości nominalnej 0,1 zł każda. W wyniku tej emisji pozyskano środki 4 962 tys. zł, w tym na zwiększenie kapitału zapasowego ze sprzedaży akcji powyżej wartości nominalnej 4 862 tys. zł.

Zyski zatrzymane z podziału zysków za lata ubiegłe wynoszą 21 028 tys. zł i pozostają bez zmian.

Kapitał z aktualizacji wyceny powstał jako nadwyżka wyceny w wartości godziwej certyfikatów inwestycyjnych i pakietów wierzytelności ponad cenę nabycia pakietów (sumy aktywowanych nakładów na zakup i egzekucję roszczeń z pakietów). Kapitał ten wraz z uzyskiwaniem spłata będzie systematycznie zmniejszał się.

W związku z podjęciem stosownych uchwał przez ZWZA Spółki w dniu 28 czerwca 2011 r., zysk netto za rok 2010 został podzielony w kwocie 4 027 tys. zł na zwiększenie pozostałych kapitałów rezerwowych na wypłatę dywidendy w okresach przyszłych oraz 50 tys. zł na zwiększenie Zakładowego Funduszu Świadczeń Socjalnych z przeznaczeniem na pożyczki dla pracowników i ewentualną pomoc socjalną. Nierozliczony wynik z lat ubiegłych powstał w wyniku zmiany zasad rachunkowości i przejścia na MSSF/MSR. W 2011 r. nastąpił spadek zysku netto, którego przyczyną jest powstanie w b.r. kosztów finansowych w związku ze znacznym wzrostem zadłużenia Spółki.

### VI.2.4. Zobowiązania.

Pozycja	2011	2010
Rezerwy na zobowiązania ( świadczenia pracownicze oraz pozostałe)	278	204
Rezerwa na odroczone podatki	4 469	2 228
Zobowiązania finansowe długoterminowe	28 098	624
Zobowiązania finansowe krótkoterminowe	9 036	9 693
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	225	3 224
Zobowiązanie z tytułu bieżącego podatku dochodowego	100	97
Zobowiązania inne	264	257
<b>Zobowiązania ogółem</b>	<b>42 470</b>	<b>16 327</b>

Zobowiązania w strukturze pasywów stanowią 34,53%. Stan zobowiązań finansowych na 31 grudnia 2011 r. 37 134 tys. zł, w tym do zapłaty w roku 2012 9 036 tys. zł. Zobowiązania długoterminowe z tytułu wyemitowanych w styczniu i lutym 2011 r. obligacji serii T i W będą wymagalne w lipcu i sierpniu 2013 r.

**VI.3. Przychody i koszty**

Abstrakt z Rachunku Zysków i Strat	31.12.2011	31.12.2010	Zmiana	Zmiana %
Przychody ze sprzedaży	16 361	15 559	802	5,15%
Koszty wierzytelności i inne koszty własne	4 084	3 684	400	10,86%
Zysk brutto ze sprzedaży	12 277	11 875	402	3,39%
Koszty ogólnego zarządu	6 827	6 578	249	3,79%
Pozostałe przychody operacyjne	416	295	121	41,02%
Pozostałe koszty operacyjne	1 326	134	1 192	889,55%
EBIT	4 540	5 458	-918	-16,82%
EBITDA	4 739	5 747	-1 008	-17,54%
Przychody finansowe	746	498	248	49,80%
Koszty finansowe	4 375	874	3 501	400,57%
Zysk z działalności gospodarczej	911	5 082	-4 171	-82,07%
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0	0	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	911	5 082	-4 171	-82,07%
Podatek dochodowy	162	1 005	-843	-83,88%
Zysk netto	749	4 077	-3 328	-81,63%

Spółka uzyskuje przychody z windykacji nabytych na własny rachunek wierzytelności, obsługi wierzytelności funduszu sekurytyzacyjnego GPM Vindexus NSFIZ oraz świadczenia usług windykacji na rzecz jednostek zewnętrznych. Wpływy uzyskane z windykacji są uznawane za przychód w momencie ich rzeczywistego uzyskania (kasowa metoda uznania przychodu). W 2011 r. uzyskano z wierzytelności nabytych 13 620 tys. zł, a ze świadczenia usług windykacji 2 741 tys. zł, w tym z tytułu prowizji od NSFIZ 2 414 tys. zł.

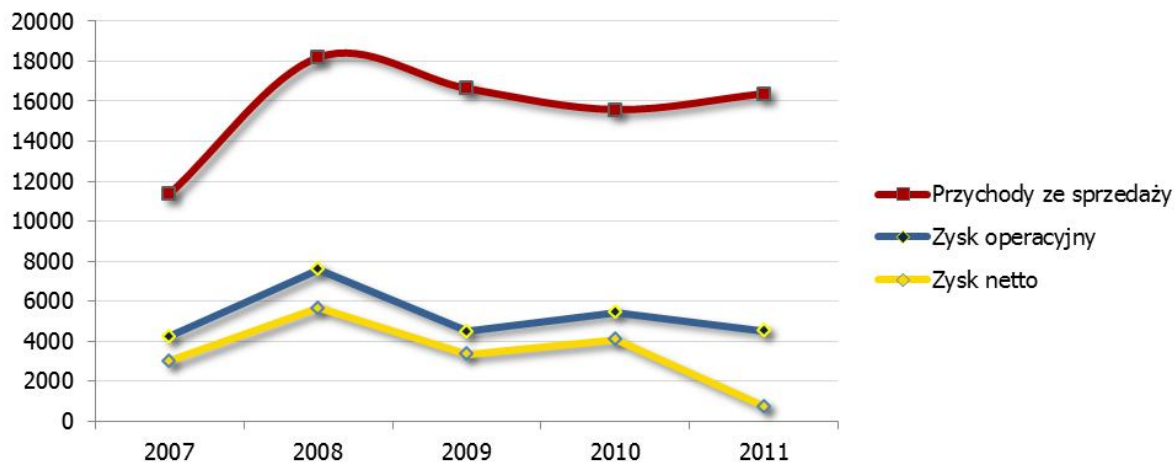
Nakłady na nabycie pakietów oraz wydatki na opłaty sądowe i komornicze są aktywowane. Są one rozliczane jako koszty nabycia w rachunku zysków i strat współmierne do przychodów w momencie ich faktycznego uzyskania. Koszty nabycia wierzytelności ujmowane są proporcjonalnie do wielkości uzyskanych wpływów z poszczególnych pakietów, w takiej części jaka wynika z ilorazu sumy poniesionych nakładów na pakiety do wartości możliwej do odzyskania z danego portfela.

Zysk operacyjny EBIT zmniejszył się w porównaniu do roku ubiegłego o 16,82% z uwagi na utworzenie odpisów aktualizujących, obciążających pozostałe koszty operacyjne, w wyniku niezrealizowania prognozy przychodów w roku 2011. Odpisem zostały objęte aktywowane nakłady w części odpowiadającej niewystąpieniu prognozowanych wpływów.

Wzrost kosztów finansowych nastąpił w związku z obciążeniem Spółki kosztami odsetkowymi w wyniku zaciągnięcia nowych zobowiązań finansowych. Skutkiem wzrostu kosztów odsetkowych odnotowano w 2011r. efekt skali podatkowej.

Rok 2011 był dla Spółki okresem bardzo korzystnym. Spółka zwiększyła przychody mimo gorszej sytuacji makroekonomicznej. Odnotowała również niewielki wzrost kosztów operacyjnych.

Wykres 8 Przychody i zyski Spółki za lata 2007-2011



#### VI.4. Ocena rentowności

Wyniki finansowe wg rachunku zysków i strat	2011	2010
Przychody operacyjne	16 361	15 559
Zysk netto	749	4 077
Zysk brutto na sprzedaży	12 277	11 875
EBIT	4 540	5 458
EBITDA	4 739	5 747
Kapitał własny	80 531	78 045
Średni stan kapitału własnego	79 288	73 769
Korekta kapitału / kapitał z aktualizacji wyceny	-48 726	-51 864
Kapitał własny skorygowany	31 805	26 181
Przeciętny skorygowany kapitał własny	28 993	24 168
Aktywa	123 001	94 372
Średni stan aktywów	108 687	86 987

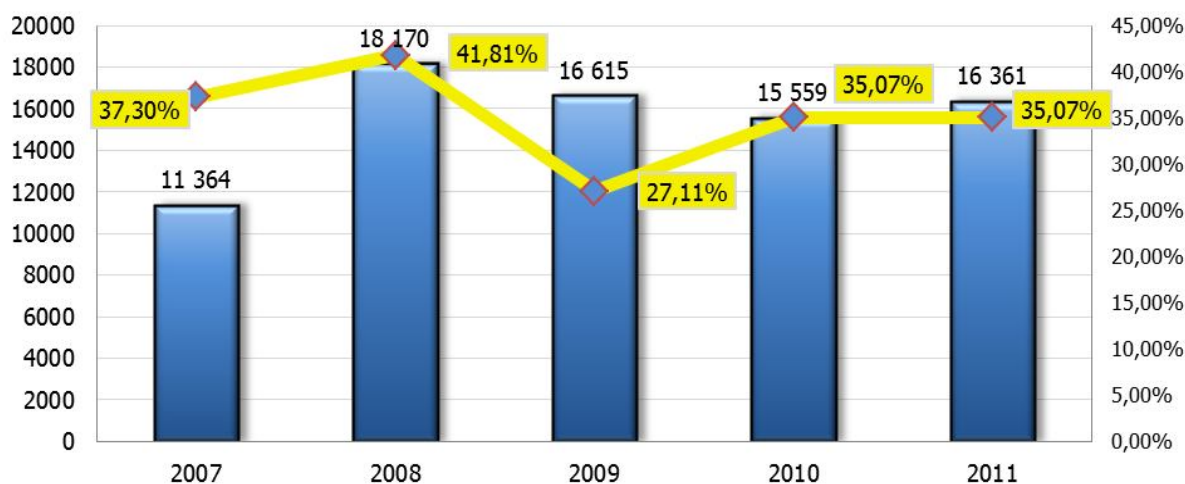
- Przychody operacyjne** – przychody uzyskane z podstawowej działalności operacyjnej to jest przychody z windykacji oraz przychody inne.

Wskaźnik	2011	2010
Rentowność brutto na sprzedaży	75,04%	76,32%
Rentowność EBIT	27,75%	35,08%
Rentowność EBITDA	28,97%	36,94%
Rentowność netto	4,58%	26,20%
ROA	0,69%	4,69%
ROE	0,94%	5,53%
ROE/ skorygowany kapitał	2,58%	16,87%

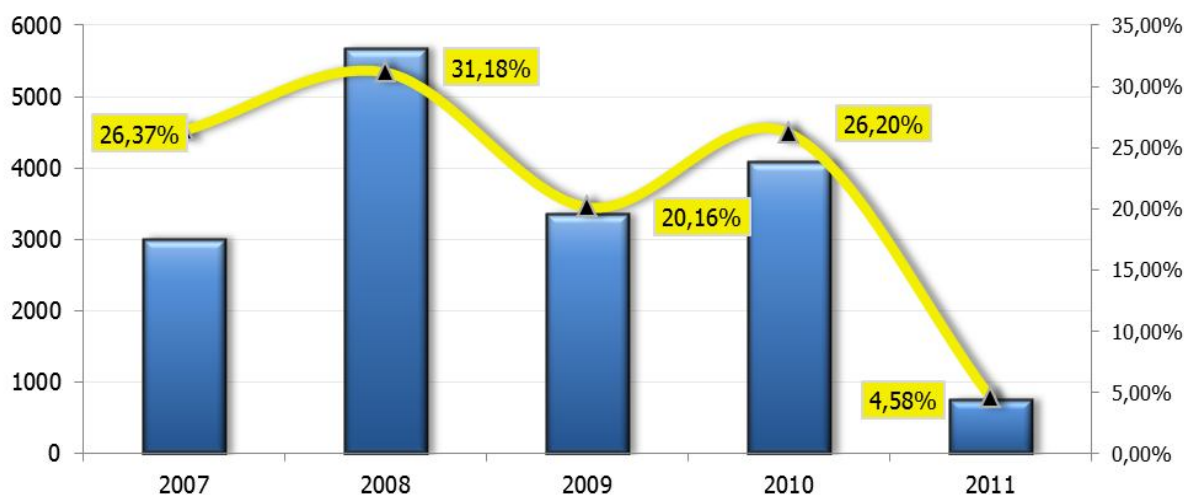
- wskaźnik rentowności brutto na sprzedaży** – stosunek zysku (straty) brutto ze sprzedaży do przychodów operacyjnych,

- **wskaźnik rentowności netto** – stosunek zysku (straty) netto do przychodów operacyjnych,
- **wskaźnik rentowności EBIT** – stosunek zysk (strata) na działalności operacyjnej (EBIT) do przychodów operacyjnych,
- **wskaźnik rentowności EBITDA** – stosunek EBITDA (wynik operacyjny + amortyzacja) do przychodów operacyjnych ,
- **ROA - wskaźnik rentowności aktywów** – stosunek zysku netto za dany okres do średniej wartości aktywów na koniec okresu oraz na początek okresu ,
- **ROE - wskaźnik rentowności kapitału własnego ROE** – stosunek zysku netto za dany okres do średniej wartości kapitałów na dzień obliczenia wskaźnika oraz stanu kapitałów rok wcześniej.
- **Kapitał własny skorygowany** – stan kapitału własnego na koniec roku pomniejszony o korektę z tytułu kapitału z aktualizacji wyceny

Wykres 9 Rentowność sprzedaży na tle przychodów ze sprzedaży



Wykres 10 Rentowność netto na tle zysków netto





## VI.5. Ocena zarządzania zasobami finansowymi, ze szczególnym uwzględnieniem zdolności wywiązywania się z zaciągniętych zobowiązań

### VI.5.1. Ocena płynności finansowej przedsiębiorstwa.

W 2011 r. z uwagi na wzrost kosztów odsetkowych wystąpił najniższy w historii Spółki zysk netto. Spółka zwiększyła inwestycje w aktywa, które finansowała środkami pozyskanymi poprzez emisję akcji oraz emisję długoterminowych obligacji. Szczegółowa informacja o zdarzeniach, które miały wpływ na ukształtowanie się przepływów w Spółce zawarta jest w nocie 53 jednostkowego sprawozdania finansowego za rok 01.01.2011-31.12.2011.

Przepływy pieniężne w Spółce	01.01.2011-31.12.2011	01.01.2010 -31.12.2010
<b>Stan środków pieniężnych na początek okresu</b>	<b>88</b>	<b>132</b>
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	1 835	345
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-28 860	-2 085
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	27 392	1 696
<b>Przepływy pieniężne łącznie</b>	<b>367</b>	<b>-44</b>
<b>Stan środków pieniężnych na koniec okresu</b>	<b>455</b>	<b>88</b>

Nadwyżka środków pieniężnych z działalności operacyjnej po wyłączeniu kosztów odsetkowych w kwocie 3 658 tys. zł i pozostałych korektach wyniosła 1 835 tys. zł. Na taki stan gotówki z działalności operacyjnej złożyły się wpływy w kwocie 16 250 tys. zł oraz wydatki związane z działalnością operacyjną w kwocie 14 415 tys. zł, w tym spłata zobowiązań z tytułu nabycia pakietu w 2010 r – 2 969 tys. zł, poniesione koszty dochodzenia roszczeń własnych w kwocie 2 799 tys. zł, zapłacony podatek dochodowy od osób prawnych 638 tys. zł, wydatki z tytułu kosztów rodzajowych 6 585 tys. zł, zapłacone zaliczki 610 tys. zł, pozostałe 414 tys. zł.

Działalność operacyjna	01.01.2011-31.12.2011	01.01.2010 -31.12.2010
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>911</b>	<b>5 082</b>
<b>Korekty, w tym:</b>	<b>1 562</b>	<b>-3 738</b>
Amortyzacja	199	289
Odsetki	3 658	346
Zmiana stanu wierzycelności	407	-4515
Zmiana stanu należności	408	-1717
Zmiana stanu zobowiązań, z wyjątkiem pożyczek i kredytów	-3 059	1 838
Pozostałe	-51	21
<b>Gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>2 473</b>	<b>1 344</b>
Zapłacony podatek dochodowy	-638	-999
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	<b>1 835</b>	<b>345</b>

Działalność inwestycyjna	01.01.2011-31.12.2011	01.01.2010 -31.12.2010
<b>Wpływy, w tym :</b>	<b>1 176</b>	<b>3 336</b>
Zbycie rzeczowych aktywów trwałych	450	18
Wykup obligacji		3 000

Wpływy z odsetek	700	318
Pozostałe wpływy	26	
<b>Wydatki</b>	<b>30 036</b>	<b>5 421</b>
Nabycie rzeczowych aktywów trwałych	114	140
Nabycie obligacji		5200
Objęcie certyfikatów inwestycyjnych w NSFIZ	29 922	
Nabycie pozostałych aktywów finansowych		81
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	<b>-28 860</b>	<b>-2 085</b>

Istotną operacją w przepływach z działalności operacyjnej było objęcie 45 certyfikatów inwestycyjnych w funduszu GPM Vindexus NS FIZ za kwotę 29 922 tys. zł. Środki na objęcie certyfikatów pozyskano głównie z emisji obligacji długoterminowych serii W i T w kwocie 27 740 tys. zł.

Działalność finansowa	01.01.2011-31.12.2011	01.01.2010 -31.12.2010
<b>Wpływy</b>	<b>39 902</b>	<b>4 500</b>
Wpływ netto z wydania udziałów (emisji akcji) i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału	4 962	
Kredyty i pożyczki		
Emisja dłużnych papierów wartościowych	34 940	4 500
<b>Wydatki</b>	<b>12 510</b>	<b>2 804</b>
Nabycie udziałów (akcji) własnych		
Dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli		
Inne, niż wypłaty na rzecz właścicieli, wydatki z tytułu podziału zysku	20	
Spłaty kredytów i pożyczek	531	72
Wykup dłużnych papierów wartościowych	7 880	1 880
Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	38	42
Odsetki	4 041	810
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	27 392	1 696

Spółka uzyskała - z emisji akcji 4 962 tys. zł, z emisji obligacji - 34 940 tys. zł. Spółka spłaciła 12 510 tys. zł zobowiązań finansowych. Nadwyżka z działalności finansowej wyniosła 27 392 tys. zł.

#### VI.5.2. Ocena zadłużenia.

Składniki pasywów	2011	% w strukturze	2010	% w strukturze
<b>Kapitał własny</b>	<b>80 531</b>	<b>65,47%</b>	<b>78 045</b>	<b>82,70%</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>32 704</b>	<b>26,59%</b>	<b>2 958</b>	<b>3,13%</b>
Zobowiązania finansowe długoterminowe	28 098	22,84%	624	0,66%
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	4 469	3,63%	2 228	2,36%
Rezerwy na zobowiązania	137	0,11%	106	0,11%

<b>Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:</b>	<b>9 766</b>	<b>7,94%</b>	<b>13 369</b>	<b>14,17%</b>
Zobowiązania finansowe	9 036	7,35%	9 693	10,27%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	589	0,48%	3 578	3,79%
Rezerwy na zobowiązania	141	0,11%	98	0,10%
<b>Suma pasywów</b>	<b>123 001</b>	<b>100,00%</b>	<b>94 372</b>	<b>100,00%</b>

Udział kapitałów własnych w finansowaniu działalności jest w dalszym ciągu znaczący i wynosi 65,47% w ogólnej strukturze finansowania. Wskaźnik ten zmniejszył się w porównaniu do roku ubiegłego. Wzrósł udział zobowiązań do 34,53%, podczas gdy roku porównywalnym udział ten wynosił 17,30%. Finansowanie zobowiązaniami finansowymi wynosi 30,19%, w roku ubiegłym 10,93%.

Wskaźniki zadłużenia	2011	2010
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	34,53%	17,30%
Wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych	52,74%	20,92%
Wskaźnik pokrycia majątku kapitałami własnymi	65,47%	82,70%
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	40,61%	3,79%

- **Wskaźnik ogólnego zadłużenia** – stosunek łącznej wartości zobowiązań do ogólnej sumy pasywów na dzień obliczania wskaźnika,
- **Wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych** – stosunek łącznej wartości zobowiązań do stanu kapitału własnego na dzień obliczenia wskaźnika,
- **Wskaźnik pokrycia majątku kapitałami własnymi** – stosunek kapitałów własnych do sumy aktywów
- **Wskaźnik zadłużenia długoterminowego** – stosunek łącznej wartości zobowiązań długoterminowych do stanu kapitału własnego na dzień obliczenia wskaźnika.

#### VI.5.3. Zarządzanie kapitałem.

Wyszczególnienie	31.12.2011	31.12.2010
Oprocentowane kredyty i pożyczki	3 432	3 947
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	489	3 481
Obligacje	33 652	6 282
Zobowiązanie z tytułu leasingu	50	88
Minus środki pieniężne i ich ekwiwalenty	455	88
<b>Zadłużenie netto</b>	<b>37 168</b>	<b>13 710</b>
Kapitał własny	80 531	78 045
<b>Kapitał razem</b>	<b>80 531</b>	<b>78 045</b>
<b>Kapitał i zadłużenie netto</b>	<b>117 699</b>	<b>91 755</b>
<b>Wskaźnik dźwigni</b>	<b>31,58%</b>	<b>14,94%</b>

Spółka monitoruje stan kapitałów stosując wskaźnik dźwigni, który jest liczony jako stosunek zadłużenia netto do sumy kapitałów powiększonych o zadłużenie netto. Zasady Spółki stanowią, by wskaźnik ten nie przekroczył wartości 50%. Do zadłużenia netto Spółka wlicza oprocentowane kredyty i pożyczki, zobowiązania z tytułu dostaw i usług i inne zobowiązania, pomniejszone o środki pieniężne i ekwiwalenty środków pieniężnych.

**VI.6. Objaśnienie różnic pomiędzy wynikami finansowymi, wykazanymi w raporcie rocznym a wcześniej publikowanymi prognozami wyników za rok 2009 oraz w raporcie kwartalnym za IV kwartał 2010 r.**

Spółka nie publikowała prognoz na 2011 r.

Spółka publikując raport za czwarty kwartał 2011 r., w którym opublikowała wyniki finansowe za ostatni okres kwartalny 2011 r. nie ukończyła jeszcze rocznej weryfikacji spraw wchodzących w skład poszczególnych pakietów oraz była w trakcie trwania badania sprawozdania finansowego przez biegłego rewidenta. Stąd wyniki opublikowane w raporcie kwartalnym mogą się różnić od wyników opublikowanych w raporcie rocznym.

**VI.7. Opis czynników i zdarzeń, w tym o nietypowym charakterze, mających znaczący wpływ na działalność Spółki i osiągnięte przez nią zyski lub poniesione straty roku 2011.**

W 2011 r. rynek wierzytelności ulega dalszym przeobrażeniom. W 2011 r. wzrosły ceny portfeli wierzytelności, w szczególności portfeli nabywanych od instytucji bankowych. Sprzedawane są duże portfele wierzytelności o łącznej wartości nominalnej ok. 300 - 500 mln zł. Po stronie kupujących takie portfele wierzytelności najczęściej występują podmioty dysponujące znaczącym kapitałem.

Spółka podjęła wszelkie działania w zakresie zabezpieczenia finansowania działalności oraz dalszych inwestycji w portfele wierzytelności. Analiza rynku i oferowanych portfeli wierzytelności oraz własnych zasobów finansowych pozwala na podejmowanie ostrożnych decyzji inwestycyjnych. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej rozważana jest sytuacja makroekonomiczna i jej potencjalny wpływ na zwiększenie ryzyka kredytowego Spółki, a także ryzyka płynności. W 2011 r. nastąpiła zmiana w strukturze finansowania poprzez zwiększenie udziału zobowiązań długoterminowych w wyniku emisji obligacji serii T i W z terminem wykupu w okresie lipiec-sierpień 2013 r. Pozyskano również dodatkowe finansowanie poprzez wyemitowanie 1 mln akcji serii I. Pozyskane środki zostały przeznaczone na nabycie 45 certyfikatów inwestycyjnych w GPM Vindexus NS FIZ. Zwiększono ilość obsługiwanych spraw, w szczególności wierzytelności sekurytyzowanych. Dzięki podjętym działaniom nastąpił wzrost przychodów, w szczególności przychodów z tytułu obsługi wierzytelności sekurytyzowanych. Z uwagi na zaciągnięcie nowych zobowiązań finansowych wzrosły znacząco koszty obsługi długu, które spowodowały zmniejszenie zysku netto. W dniu 31.01.2012 roku został podpisany aneks do umowy kredytu z PKO BP, zwiększający limit kredytowy do 10 mln zł, w tym część długoterminowa 6,6 mln zł. Spółka uruchomi do dnia 31.12.2012 r. pozyskany kredyt na zakup nowych pakietów wierzytelności. Do chwili opublikowania raportu rocznego za 2011 r. środki nie zostały wykorzystane. Zdarzenia opisane wyżej będą miały znaczący wpływ na działalność Spółki w 2012 r. a także w 2013 r.

**VI.8. Ocena możliwości realizacji zamierzeń inwestycyjnych, w tym inwestycji kapitałowych, w porównaniu do wielkości posiadanych środków, z uwzględnieniem możliwych zmian w strukturze finansowania tej działalności.**

Na dzień opublikowania raportu rocznego za rok sprawozdawczy 2011 saldo zobowiązań finansowych z tytułu obligacji do spłaty w roku 2012 wynosi 4 mln zł oraz pierwsza transza kredytu obrotowego w kwocie 3,4 mln zł. Spółka przeznaczy środki uzyskane z działalności operacyjnej na spłatę zobowiązań Szacowane są koszty obsługi długu z uwzględnieniem prognozowanych zmian stopy WIBOR ok. 4,5 mln zł, które pokryje ze środków uzyskanych w działalności operacyjnej. Z uwagi na powyższe Spółka zamierza sfinansować zakupy z kredytu bankowego, który w kwocie 6 mln zł został Spółce udzielony 31.01.2012 r. przez PKO BP oraz poprzez ewentualną emisję obligacji.

**VI.9. Informacje o zaciągniętych pożyczkach i wypowiedzianych w danym roku obrotowym umowach dotyczących kredytów i pożyczek, z podaniem co najmniej ich kwoty, rodzaju i wysokości stopy procentowej, waluty i terminu wymagalności.**

Spółka nie zaciągała dodatkowych pożyczek, poza emisją obligacji długo i krótkoterminowych. Umowa kredytu bankowego z PKO BP została przedłużona do 31.12.2014 r. Pełną informację o dokonanych spłatach obligacji i emisjach nowych podano w par.VI.4.

**VI.10. Informacje o udzielonych w danym roku obrotowym pożyczkach, ze szczególnym uwzględnieniem pożyczek udzielonych jednostkom powiązanim emitenta, z podaniem co najmniej ich kwoty, rodzaju i wysokości stopy procentowej, waluty i terminu wymagalności.**

W 2011 r. Spółka nie udzieliła pożyczek, w szczególności spółka nie udzieliła pożyczek jednostkom powiązanim, członkom zarządu oraz innym jednostkom. Spółka udziela pomocy socjalnej pracownikom poprzez udzielenie z Zakładowego Funduszu Świadczeń Socjalnych pożyczek nieoprocentowanych w uzasadnionych przypadkach.

**VI.11. Informacje o udzielonych i otrzymanych w danym roku obrotowym poręczeniach i gwarancjach, ze szczególnym uwzględnieniem poręczeń i gwarancji udzielonych jednostkom powiązanim Spółki.**

W 2011 r. Spółka nie udzielała i nie otrzymała żadnych poręczeń i gwarancji w tym od jednostek powiązanych.

**VI.12. Informacje o instrumentach finansowych w zakresie ryzyka: zmiany cen, kredytowego, istotnych zakłóceń przepływów środków pieniężnych oraz utraty płynności finansowej, na jakie narażona jest jednostka oraz przyjętych przez jednostkę celach i metodach zarządzania ryzykiem finansowym, łącznie z metodami zabezpieczenia istotnych rodzajów planowanych transakcji, dla których stosowana jest rachunkowość zabezpieczeń.**

Spółka w swoim portfolio posiada instrumenty finansowe:

- Inwestycje utrzymywane do terminu wymagalności - obligacje krótkoterminowe o wartości nominalnej 5 mln zł.
- Pożyczki i należności - należności z tytułu pożyczek, należności handlowe oraz pozostałe należności.
- Aktywa finansowe dostępne do sprzedaży, w tym: pakiety wierzytelności nabytych oraz certyfikaty inwestycyjne w GPM Vindexus NSFIZ.
- Środki pieniężne.
- Zobowiązania finansowe wyceniane w zamortyzowanym koszcie – kredyty bankowe i obligacje, udziały w spółkach pozostałych.

Spółka nie posiada w swoim portfolio aktywów i zobowiązań finansowych wycenianych w wartości godziwej przez wynik finansowy.

Z uwagi na posiadane instrumenty finansowe Spółka jest narażona na ryzyka :

- finansowe,

- ryzyko stopy procentowej,
- ryzyko ceny,
- ryzyko kredytowe,
- ryzyko płynności.

Ryzyko finansowe jest wpisane w działalność operacyjną Spółki. Ze względu na znaczną zależność między ponoszonym ryzykiem a poziomem możliwego do osiągnięcia dochodu lub zwiększenia wartości ekonomicznej firmy, intencją zarządzania ryzykiem finansowym przez Spółkę nie jest całkowita eliminacja zagrożeń wynikających ze zmian czynników ryzyka, ale ich ograniczenie do bezpiecznych poziomów akceptowalnych przez Zarząd. Dlatego też Spółka stara się unikać niepotrzebnego ryzyka finansowego.

Ryzyko finansowe w Spółce związane jest ze strukturą kapitałów. Na decyzje kształtujące strukturę kapitałową ma wpływ ocena posiadanych zasobów finansowych pod kątem ich płynności. Najistotniejszą część aktywów stanowią pakiety wierzytelności, generujące przychody Spółki. Pakiety wierzytelności obejmują sprawy trudne, których odzyskanie jest prognozowane na minimalny okres 10 lat. Z uwagi na powyższe należałoby tak kształtować strukturę kapitałową, by opierała się ona w przeważającej części o kapitały własne jako najbezpieczniejszą formę finansowania działalności lub długoterminowe kapitały obce.

W celu finansowania działalności Spółka korzysta z następujących instrumentów:

- kredyty bankowe w rachunku bieżącym oparte o zmienną stopę procentową,
- kredyty obrotowe długoterminowe oparte o zmienną stopę procentową,
- obligacje długoterminowe o stałej stopie procentowej,
- obligacje krótkoterminowe o zmiennej stopie procentowej,
- umowa leasingu finansowego.

Struktura finansowania	31.12.2011		31.12.2010	
Kapitały własne	80 531	65,5%	78 045	82,7%
Obligacje o terminie spłaty powyżej jednego roku	28 098	22,8%	624	0,7%
Zobowiązania krótkoterminowe z wyłączeniem rezerw	9 660	7,9%	13 271	14,1%
Rezerwa na odroczone podatki	4 469	3,6%	2 228	2,4%
Pozostałe składniki pasywów	243	0,2%	176	0,2%
<b>Pasywa ogółem</b>	<b>123 001</b>	<b>100,0%</b>	<b>94 372</b>	<b>100,0%</b>

Spółka posiada też inne instrumenty finansowe, takie jak należności i zobowiązania handlowe, które powstają bezpośrednio w toku prowadzonej przez nią działalności. Stanowią one jednak nieznaczną część aktywów czy zobowiązań krótkoterminowych. I tak należności handlowe na 31.12.2011 r. w strukturze aktywów obrotowych stanowią 2,02 %. Spółka nie korzysta z kredytu kupieckiego. Zobowiązania handlowe na 31.12.2011 r. w kwocie 225 tys. zł stanowiły zaledwie 0,2% w strukturze zobowiązań krótkoterminowych.

Istotnym elementem kontroli stopnia ryzyka finansowego są stosowane zasady rachunkowości, a przede wszystkim zasada kasowego ujęcia przychodu z windykacji wierzytelności oraz zasada wyceny pakietów w wartości godziwej. Na podstawie danych historycznych prognozowane są modele strumieni pieniężnych przy zastosowaniu metody estymacji. Weryfikowane kwartalnie, pozwalają określić wielkość wpływów w okresie, a przez to zapotrzebowanie na kapitał zewnętrzny.

- **Ryzyko stopy procentowej.**

*Wpływ zmian stopy procentowej na koszty finansowania długu.*

Spółka finansuje się kapitałem zewnętrznym w przeważającej części o oprocentowaniu zmiennym. Jest to kredyt bankowy 4 000 tys. zł oraz obligacje krótkoterminowe o łącznej wartości nominalnej długu 27 740 tys. zł.

Do zobowiązań o stałym oprocentowaniu należą obligacje krótkoterminowe oprocentowane wg stóp, których wielkości wahają się w przedziale 10 -12%, zależnie od serii emisji i stanowią 11 % w strukturze zobowiązań finansowych na 31.12.2011 r o wartości nominalnej długu 3 890 tys. zł .

Zmiany stopy procentowej nie mają większego wpływu na wynik finansowy, jeśli chodzi o środki pieniężne, zobowiązania z tytułu leasingu finansowego oraz obligacje o stałym oprocentowaniu.

Przeprowadzono analizę wrażliwości na zmianę stopy procentowej i wpływ tej zmiany na wielkość odsetek i wpływ na rachunek wyników dla zobowiązań finansowych o zmiennym oprocentowaniu przy założeniu wzrostu i spadku stopy procentowej 100 pb w ciągu minionego roku.

W analizie przyjęto średnie stopy procentowe, policzone na podstawie rzeczywistych odsetek w 2011 r.

Gdyby w 2011 r. stopa WIBOR wzrosła o 100 pb, to koszty odsetkowe wzrosłyby o 291 tys. zł, co stanowi ok.6,4% zysku operacyjnego. Zmniejszenie stopy procentowej spowodowałoby wzrost zysku o 289 tys. zł .

- **Ryzyko ceny pakietów.**

Nabywając sprawy trudne Spółka bierze na siebie ryzyko weryfikacji roszczeń wynikających z nabytych długów oraz dalszej ich windykacji, której skutkiem jest poniesienie kosztów wpisów sądowych, opłat komorniczych, kosztów obsługi prawnej. Jest narażona na ryzyko utraty prawa do nabytych roszczeń z uwagi na błędne ujęcie wierzytelności przez wierzyciela pierwotnego. Spółka zastrzega w umowach nabycia możliwość zwrotu wierzytelności, jeżeli z uwagi na jej stan prawny wierzytelność nie istnieje. Natomiast korzyści Spółki wiążą się ze stosunkowo niską ceną zakupu w stosunku do wartości nominalnej, a w związku z tym możliwością uzyskania wysokiej marży na windykowanym portfelu wierzytelności. Wycena oferowanego portfela oraz ocena jego jakości przed złożeniem ostatecznej oferty zakupu jest kluczową. Zbyt wysoka cena zakupu przy istniejącym ryzyku kredytowym obniżyłaby znacznie wyniki Spółki i zwiększyłaby ryzyko płynności, zważywszy na fakt korzystania z kapitału zewnętrznego, którego stopy procentowe kształtują się w przedziale 8-14% W celu zapobieżenia nietrafionym transakcjom zakupu Spółka na podstawie danych historycznych ustaliła limity cen transakcyjnych z uwzględnieniem obecnej sytuacji rynkowej. Ustalone limity cen zakupu 20% wartości nominalnej pakietu.

- **Ryzyko kredytowe.**

Spółka jest obciążona znacznym ryzykiem kredytowym, które wynika z charakteru prowadzonej działalności windykacyjnej, opartej na odzyskiwaniu przeterminowanych należności, nabytych od instytucji bankowych, telefonii lub innych jednostek gospodarczych. Zmniejszenie stopnia ryzyka odbywa się już na etapie analizy portfela, a następnie podjęcia decyzji co do jego zakupu

Na etapie windykacji szczególne utrudnienia w ściągnięci długu powstają, w przypadku tych portfeli wierzytelności, gdy znaczna część dłużników zmieniła adres, a ustalenie nowego jest czasochłonne i generuje koszty. Spółka prowadzi wprawdzie ocenę dłużników z zastosowaniem kryterium ich wiarygodności w celu udzielenia dogodnych terminów płatności oraz innych warunków spłaty długu, lecz działania te są często nieskuteczne. Spółka ogranicza okres windykacji polubownej w przypadkach nie rokujących spłaty. Sprawy kierowane są na drogę sądową. W przypadku dłużników uchylających się od zapłaty, Spółka kieruje regularnie sprawy do egzekucji komorniczej.

Jednym z elementów zapobiegania wzrostowi ryzyka kredytowego jest systematyczny monitoring windykowanych spłat z uwagi na kryteria takie jak : poniesione nakłady, stan i rozkład wpłat, komunikacja z dłużnikiem, ocena stanu windykacji sądowej i komorniczej.

Innym sposobem zapobiegania stratom w wyniku ryzyka kredytowego jest dywersyfikacja portfeli wierzytelności zależnie od wierzyciela pierwotnego oraz wzrost liczby spraw.

W ocenie Spółki na podstawie danych historycznych minimalna kwota, którą odzyskuje Spółka z poszczególnych pakietów pokrywa poniesione nakłady na zakup i windykację pakietu.

W związku z powyższym maksymalne narażenie na ryzyko kredytowe w Spółce jest równe kwocie poniesionych nakładów.

- **Ryzyko związane z płynnością.**

Spółka monitoruje ryzyko braku środków przy pomocy okresowego planowania płynności. Narzędzie to uwzględnia terminy wymagalności zarówno zobowiązań jak i aktywów finansowych. Istotnym narzędziem jest kwartalna ocena rzeczywistych wpływów z pakietów, dzięki której można określić możliwe do wystąpienia różnice w przepływach.



## VII. Ryzyka i zagrożenia oraz perspektywy rozwoju Spółki

### VII.1. Opis istotnych czynników ryzyka i zagrożeń

- Ryzyko związane z działalnością firm konkurencyjnych

Rynek obrotu wierzytelnościami jest branżą silnie konkurencyjną. Istnieje około 20 podmiotów o silnej pozycji rynkowej i stabilnej bazie kapitałowej. Na rynku działa także wiele małych spółek, o zasięgu lokalnym. Największe podmioty pozyskują kapitał dzięki funduszom typu *private equity* bądź poprzez emisję obligacji lub zaciąganie pożyczek lub kredytów. Wraz z poprawą koniunktury na rynku giełdowym wiele spółek zdecydowało się na pozyskanie finansowania bezpośrednio na rynku kapitałowym, wprowadzając akcje na GPW w Warszawie. Spółki konkurują pomiędzy sobą także przy przetargach na zakupy portfeli wierzytelności. Podwyższony popyt rodzi tym samym wzrost cen wierzytelności, która częściowo jest rekompensowana przez wyższą podaż ze strony sprzedających. Mimo zwiększonej konkurencji, rentowność GPM „Vindexus” S.A. pozostaje na wysokim poziomie. Spółka notuje bardzo dobre wyniki dzięki odpowiedzialnej polityce kosztowej oraz wysokiej efektywności windykacji. Spółka posiada jednocześnie duży portfel wierzytelności, który zgromadziła na przestrzeni wielu lat swojej działalności i którego obsługa pozwala jej na utrzymywaniu wysokich wyników, bez dokonywania zakupów kolejnych portfeli wierzytelności.

- Ryzyko związane z wpływem na Spółkę potencjalnych fuzji i przejęć

Rynek obrotu wierzytelnościami oraz firm windykacyjnych jest bardzo rozdrobniony. Jednocześnie, po wstąpieniu w struktury Unii Europejskiej, znacznie wzrosło zagrożenie ze strony zagranicznych konkurentów. Wymusza to na polskich przedsiębiorcach konsolidację. Spółka nie wyklucza udziału w przyszłych fuzjach lub przejęciach, więc istnieje ryzyko związane z niepewnością funkcjonowania podmiotu. Spółka nie podjęła jednak żadnych zobowiązań w sprawie ewentualnych fuzji i przejęć innych podmiotów. Spółka może stać się także celem wrogiego przejęcia i nie będzie mogła wtedy w pełni realizować założonej strategii. Spółce nie są znane żadne informacje wskazujące, by mogła się ona stać obiektem wrogiego przejęcia. Niezależnie od działań Spółki, wpływ na jej działalność mogą mieć również fuzje podmiotów konkurencyjnych wobec niej. Podmioty konkurencyjne poprzez konsolidacje mogą uzyskać efekt skali oraz większą siłę rynkową, a być tym samym utrudnić pozyskiwanie wierzytelności dotychczasowych dostawców wierzytelności. Spółka w celu ograniczenia ryzyka dywersyfikuje źródła przychodów. Jednocześnie ze względu na obecny kryzys gospodarczy i utrudniony dostęp do źródeł finansowania fuzji i przejęć wskazane wyżej ryzyko spółka ocenia jako niskie.

- Ryzyko związane z otoczeniem prawnym

Regulacje prawne w Polsce zmieniają się bardzo często. Dotyczy to między innymi uregulowań i interpretacji przepisów podatkowych oraz uregulowań dotyczących działalności przedsiębiorców. Pewne utrudnienie mogą stanowić nie tylko zmiany przepisów prawa, ale również różne jego interpretacje. Prawo polskie obecnie znajduje się wciąż w okresie dostosowawczym, związanym z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej. Zmiany przepisów prawa z tym związane mogą mieć wpływ na otoczenie prawne działalności gospodarczej, w tym także prowadzonej przez Spółkę. Wejście w życie nowych regulacji obrotu gospodarczego może wiązać się z problemami interpretacyjnymi, niejednolitym orzecznictwem sądów, niekorzystnymi interpretacjami przyjmowanymi przez organy administracji publicznej. Każda zmiana przepisów może spowodować wzrost kosztów działalności Spółki i wpłynąć na wyniki finansowe oraz powodować trudności w ocenie skutków przyszłych zdarzeń i decyzji. Spółka ogranicza niniejsze ryzyko

poprzez bieżącą obserwację zachodzących zmian w otoczeniu prawnym i prowadzeniu działalności zgodnie z obowiązującymi przepisami.

- **Ryzyko związane z potencjalnymi zmianami przepisów podatkowych i różnicami w ich interpretacji**

Polski system podatkowy charakteryzuje się stosunkowo dużą niestabilnością. Część przepisów podatkowych nie zostało sformułowanych w sposób dostatecznie precyzyjny i brak jest ich jednoznacznej wykładni. Przedsiębiorstwa działające w Polsce są zatem narażone na pojawianie się zastrzeżeń ze strony organów podatkowych. Istnieje zatem ryzyko, iż pomimo stosowania przez Spółkę aktualnych wykładni przepisów podatkowych, sprawdzonych przez Biegłego Rewidenta i potwierdzonych opiniami doradców podatkowych, organy skarbowe mogą przyjąć odmienną interpretację. Ponadto, wobec zapowiadanej od wielu lat gruntownej reformy zmieniającej system podatkowy, istnieje ryzyko, że wprowadzenie nowych regulacji może mieć negatywny wpływ na prowadzenie działalności gospodarczej. Jednocześnie istnieje ryzyko, iż zmiany przepisów podatkowych wprowadzane w dalszej lub bliższej przyszłości mogą opierać się na rozwiązaniach, które spowodują wzrost obciążeń podatkowych Spółki. Wskazane wyżej czynniki mogą negatywnie wpłynąć na sytuację Spółki, w szczególności na jego wyniki finansowe oraz perspektywy rozwoju. Spółka ogranicza niniejsze ryzyko poprzez bieżącą obserwację zachodzących zmian w zagadnieniach związanych z przepisami podatkowymi i prowadzeniu działalności zgodnie z obowiązującymi przepisami.

- **Ryzyko związane z obniżeniem wysokości odsetek ustawowych**

Wysokość odsetek ustawowych wpływa w pewnym stopniu na dochody Spółki. W ciągu ostatnich lat zmiany wysokości odsetek ustawowych nie były jednak znaczące, w związku z czym niniejsze ryzyko jest niewielkie. Za powyższym przemawia również fakt, iż wysokość odsetek ustawowych powinna być ustalona w wysokości powyżej oprocentowania dostępnych na rynku kredytów bankowych.

- **Ryzyko związane z upadłością znaczącego dłużnika**

Spółka posiada zdywersyfikowany portfel wierzytelności, w związku z czym opisywane ryzyko jest niskie i dotyczy tylko wierzytelności w stosunku do spółek kapitałowych. Upadłość dużej liczby dłużników mogłaby jednak negatywnie wpłynąć na wyniki Spółki. W celu ograniczenia ryzyka Spółka nie inwestuje znacznych środków w wierzytelności tej grupy dłużników.

- **Ryzyko związane z upadłością konsumentką**

Od 31 marca 2009 r. obowiązuje nowelizacja prawa upadłościowego i naprawczego, która wprowadza tzw. upadłość konsumentką. Ogłoszenie upadłości konsumentkiej nie oznacza jednakże braku spłaty zobowiązań. Przeciwnie, częściowe umorzenie długów będzie możliwe po wydaniu syndykowi przez upadłego całego majątku i po jego sprzedaży. Istnieje ryzyko, że zakresem działania ustawy w praktyce zostanie objęty zbyt szeroki krąg osób, które dokonają spłaty mniejszej części swojego zadłużenia. Spółka zakłada, że ustawodawca oraz sądy dążyć będą do zapewnienia bezpieczeństwa sektora finansowego. Jednocześnie od momentu wprowadzenia przepisów o „upadłości konsumentkiej” w skali całego kraju ogłoszono niewiele upadłości konsumentów. W związku z powyższym Spółka ocenia ryzyko związane z „upadłością konsumentką” jako niskie. Spółka nie ma wpływu na występowanie powyższego ryzyka.

- **Ryzyko związane z polityką dostawców wierzytelności w zakresie sprzedaży pakietów wierzytelności**

Spółka zakłada, że zarówno banki jak i operatorzy telekomunikacyjni będą sprzedawać swoje wierzytelności w pakietach spółkom windykacyjnym oraz funduszom sekurytyzacyjnym. Ewentualna zmiana może dotyczyć

wielkości sprzedawanych pakietów wierzytelności oraz preferowania modelu stałej współpracy z wybranymi podmiotami. Ze względu na swoją wieloletnią obecność na rynku Spółka ocenia to ryzyko jako niskie. Nie można jednak wykluczyć zmiany sposobu sprzedaży pakietów wierzytelności firmom windykacyjnym. Niekorzystna dla Spółki zmiana obecnych praktyk rynkowych miałaby negatywny wpływ na wyniki Spółki. W celu ograniczenia ryzyka Spółka prowadzi działania w celu dywersyfikacji źródeł pozyskiwania wierzytelności.

- [Ryzyko związane z zakończeniem współpracy z Kancelarią Prawną Grzegorza Lewandowskiego spółka komandytowa](#)

Obsługę prawną wierzytelności Spółka zapewnia współpracująca ze Spółką Kancelaria Prawna Radcy Prawnego Grzegorza Lewandowskiego. Zerwanie współpracy, mogłoby czasowo utrudnić proces skutecznej windykacji wierzytelności, co może wpłynąć na wyniki finansowe Spółki. Kancelaria wspomaga Spółkę w prawidłowej ale przede wszystkim skutecznej i ekonomicznej obsłudze wierzytelności od strony prawnej na każdym etapie windykacji.

## VII.2. Czynniki istotne oraz perspektywy rozwoju działalności Spółki

- [Poprawa organizacji pracy](#)

Spółka rozwija działalność, głównie poprzez nabywanie kolejnych pakietów wierzytelności lub przyjmowanie wierzytelności do obsługi. W związku z tym konieczne jest zwiększanie efektywności pracy zespołów zatrudnionych w Spółce. Możliwe jest to przede wszystkim dzięki udoskonaleniu systemu informatycznego oraz cyklicznie przeprowadzonym szkoleniom.

- [Rozwój oferty](#)

GPM „Vindexus” S.A. dąży do zabezpieczenia przychodów. W tym celu wykorzystuje dywersyfikację dostawców wierzytelności. Dzięki temu zmniejsza ryzyko braku nabycia kolejnych portfeli wierzytelności. Spółka kładzie nacisk na rozwój funduszu sekurytyzacyjnego - GPM Vindexus NS FIZ. Dzięki temu Spółka osiąga dodatkowe przychody z tytułu obsługi pakietów wierzytelności bankowych. Skala działalności zwiększa się z roku na rok, co pozwala Spółce na poprawienie rentowności.

- [Korzyści skali](#)

Spółka w nadchodzących okresach będzie kontynuowała zakupy kolejnych pakietów wierzytelności masowych (telekomunikacyjnych oraz bankowych), a także od syndyków masy upadłościowej. Oznacza to wzrost liczby pakietów wierzytelności obsługiwanych na bieżąco. Wraz ze wzrostem skali działalności Spółka może dokonywać zakupów portfeli o coraz wyższej wartości nominalnej, nabywając je przy korzystniejszych cenach. Dzięki temu możliwa będzie poprawa rentowności Spółki.

- [Perspektywy rozwoju działalności](#)

Dzięki dużym inwestycjom w kolejne portfele wierzytelności, Spółka zabezpieczyła sobie źródła generowania przychodów na kilka nadchodzących lat. Nie oznacza to rezygnacji z polityki zakupowej, GPM Vindexus S.A. będzie kontynuowała powiększanie swojego portfela wierzytelności. Według oszacowań, w nadchodzących okresach należy spodziewać się wzrostu cen nabywanych pakietów, ale jednocześnie większej ilości portfeli wierzytelności przeznaczonych przez wierzycieli pierwotnych do zbycia. W związku z powyższym Spółka zamierza kontynuować dotychczasową strategię zakupów pakietów wierzytelności bankowych, telekomunikacyjnych oraz od syndyków, które będzie finansować z własnych przychodów, kredytów

bankowych lub z emisji instrumentów dłużnych. Przewiduje także dalsze porządkowanie stanu prawnego posiadanych aktywów w celu bardziej efektywnego zarządzania nimi.

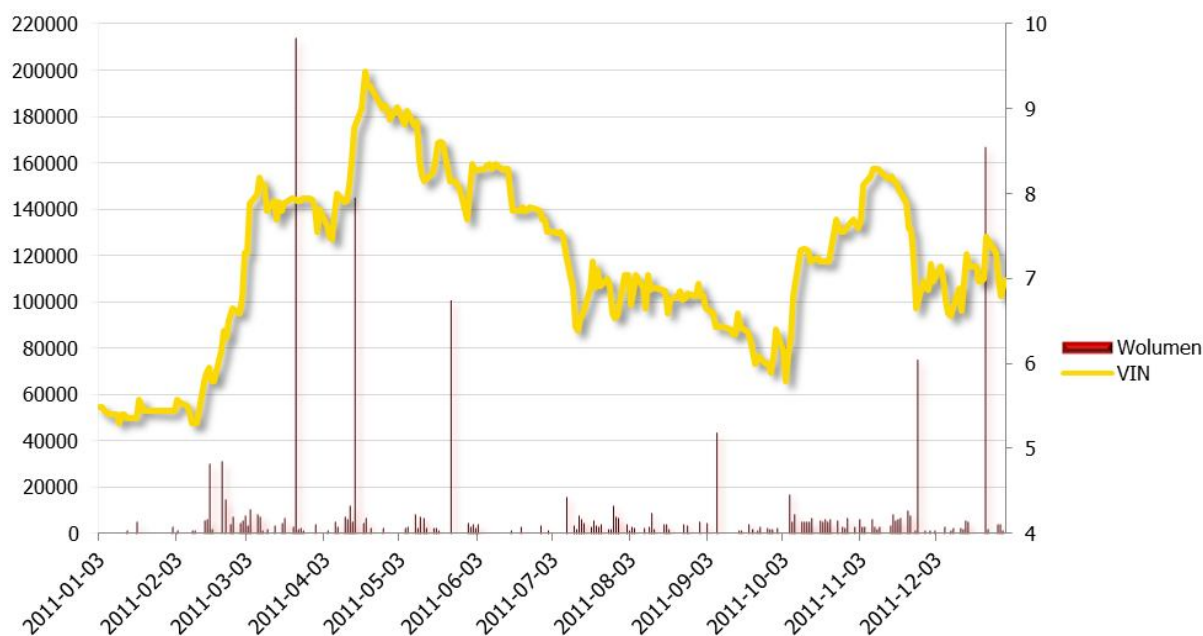
## VIII. Informacje dla inwestorów

GPM „Vindexus” S.A. zadebiutowała na rynku głównym warszawskiego parkietu w dniu 23 marca 2009 r. Cena emisyjna została ustalona na 6 zł, a na pierwszej sesji za walor płacono nawet 9zł, co oznaczało wzrost o blisko 33%.

W 2011 r. kurs oscylował w granicach 6 zł - 8 zł za wyjątkiem okresu styczeń – luty 2011 r., kiedy to kurs znajdował się w trendzie wzrostowym i wychodził z poziomu 5 zł.

### VIII.1. Kurs akcji w 2011 roku

Wykres 11 Kurs akcji GPM „Vindexus” S.A. w 2011 roku,



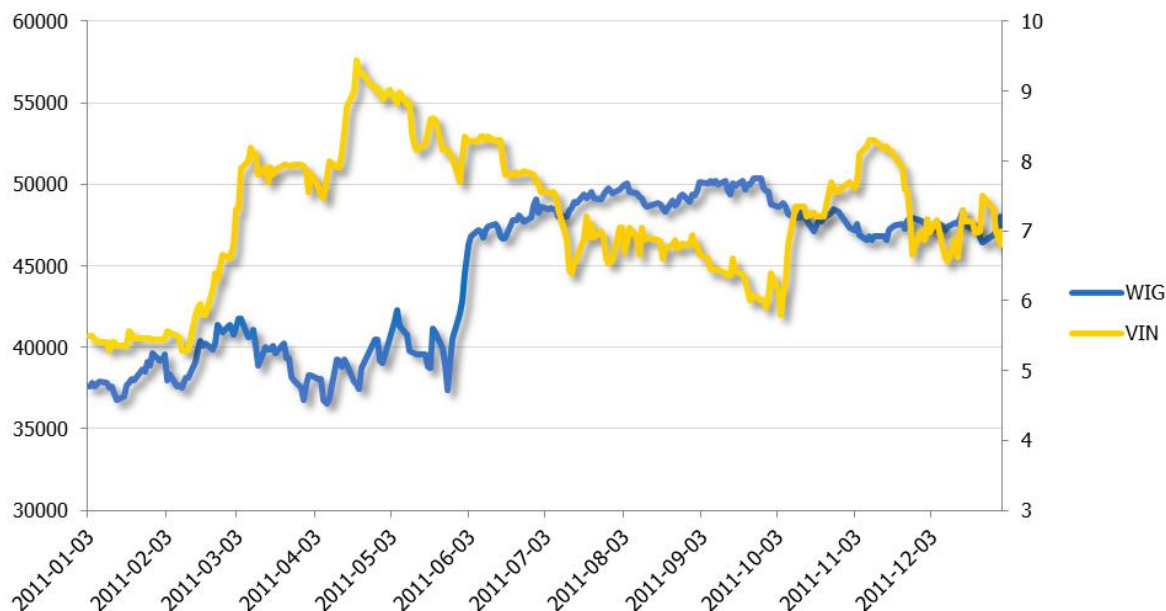
	30.12.2011	Średnia cena	Cena minimalna	Cena maksymalna
GPM Vindexus SA	6,99	7,16	5,3	9,45

W 2011 r. stopa zwrotu z akcji, liczona od ceny z dnia 30 grudnia 2011 r. przy założeniu dokonania inwestycji w akcje spółki w dniu 3 stycznia 2011 r. wyniosła 27 %.

	VIN	WIG
03.01.2011	5.49	39 617,93
30.12.2011	6.99	39 616,39
Stopa zwrotu	27%	-0,1%

## VIII.2. Kurs akcji GPM „Vindexus” S.A. na tle indeksu WIG

Wykres 12 Porównanie WIG vs Vindexus w 2011 roku



## VIII.3. Polityka dywidendy

Zarząd Spółki GPM „Vindexus” S.A. będzie rekomendował Walnemu Zgromadzeniu Akcjonariuszy nie wypłacanie dywidendy z zysku za rok 2011. W ocenie zarządu przeznaczenie zysków na prowadzoną dotychczas działalność, w szczególności na zakupy portfeli wierzytelności jest bardziej korzystne i opłacalne z punktu widzenia Spółki oraz akcjonariuszy.

Spółka nie wyklucza jednak, że w kolejnych latach będzie możliwa wypłata dywidendy. Każdorazowo Zarząd będzie rozważać wypłatę dywidendy uwzględniając potrzeby finansowe Spółki, rentowność potencjalnych inwestycji oraz wzrost wartości jaki Spółka osiąga dokonując reinwestycji zysków.

Jerzy Kulesza  
Prezes Zarządu

.....

Grażyna Jankowska-Kuchno  
Członek Zarządu

.....