

Agencja Ratingowa

EuroRatingTM

www.EuroRating.com

tel.: +48 22 349 24 89 fax: +48 22 349 28 43

e-mail: info@eurorating.com

ul. Cynamonowa 19 lok. 548, 02-777 Warszawa (Poland)

**Warmińsko-Mazurski Fundusz
„Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o.
z siedzibą w Działdowie**

Raport ratingowy

Aktualny rating kredytowy	Perspektywa ratingu
A-	stabilna

EuroRating

Warszawa

14.11.2016 r.

SPIS TREŚCI

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym	3
1.1 Aktualny rating Funduszu	3
1.2 Zakres jakiego dotyczy rating	3
2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie	3
2.1 Dane rejestrowe	3
2.2 Historia Funduszu i przedmiot działalności	4
3. Analiza ekonomiczno-finansowa	6
3.1 Rachunek zysków i strat	6
3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe	11
3.3 Analiza wskaźnikowa	14
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	21
3.5 Ocena czynników niefinansowych	23
4. Podsumowanie analizy i ostateczna ocena ryzyka kredytowego	28
5. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating	32
6. Ujawnienia regulacyjne	33

1. Informacje o nadanym ratingu

1.1 Aktualny rating oraz historia ratingu Funduszu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data*
A-	stabilna	14.11.2016
A	negatywna	11.05.2016
A	negatywna	08.02.2016
A	stabilna	09.10.2015
A	stabilna	15.07.2015
A	stabilna	27.04.2015
A	stabilna	04.02.2015
A+	negatywna	22.10.2014
A+	stabilna	17.07.2009

* w tabeli pominięte zostały aktualizacje ratingu sprzed roku 2015 nieskutkujące zmianą poziomu ratingu lub jego perspektywy

Źródło: EuroRating

Główny analityk ratingowy

Kamil Kolczyński

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 24 33

e-mail: kamil.kolczynski@eurorating.com

Przewodniczący Komitetu Ratingowego

dr Piotr Dalkowski

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 21 46

e-mail: piotr.dalkowski@eurorating.com

1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

Rating nadany Warmińsko-Mazurskiemu Funduszowi „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o. z siedzibą w Działdowie dotyczy ryzyka związanego z udzielanymi przez Fundusz poręczeniami kredytów bankowych i pożyczek dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Rating określa ryzyko wystąpienia sytuacji, w której Fundusz stałby się niewypłacalny, tzn. nie byłby w stanie terminowo i w pełnej wysokości uregulować zobowiązań wynikających z udzielonych przez niego poręczeń, które zostały postawione w stan wymagalności przez banki (lub inne podmioty) akceptujące te poręczenia.

2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie

2.1 Dane rejestrowe

Przedsiębiorstwo Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o. zarejestrowane jest w Rejestrze Sądowym prowadzonym przez Sąd Rejonowy w Olsztynie, VIII Wydział Gospodarczy KRS, pod numerem KRS 0000217603; numer REGON 519586722; NIP 571-16-19-647. Kapitał zakładowy spółki wynosi 6.880.000 zł (opłacony w całości). Spółka została utworzona na czas nieograniczony. Siedziba Funduszu mieści się w Działdowie (13-200), przy ul. Wolności 4. Zarząd Spółki jest

jednoosobowy – funkcję Prezesa Zarządu pełni pan Sławomir Gutkowski. Strukturę udziałową Spółki według stanu na dzień sporządzania niniejszego raportu przedstawia tabela nr 2.1.

**Tabela 2.1 Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o.
– struktura udziałowa**

Lp.	Udziałowcy	Liczba udziałów (szt.)	Kapitał (tys. zł)	Udział w kapitale	Liczba głosów (szt.)	Udział w głosach
1	Działdowska Agencja Rozwoju S.A.	322	3 220	46,8%	644	60,8%
2	Bank Gospodarstwa Krajowego	249	2 490	36,2%	249	23,5%
3	Województwo Warmińsko-Mazurskie	50	500	7,3%	100	9,4%
4	WFOŚiGW w Olsztynie	50	500	7,3%	50	4,7%
5	Gmina Miasto Elbląg	5	50	0,7%	5	0,5%
6	Powiat Działdowski	5	50	0,7%	5	0,5%
7	Powiat Ełcki	5	50	0,7%	5	0,5%
8	Powiat Giżycki	2	20	0,3%	2	0,2%
RAZEM		688	6 880	100,0%	1 060	100,0%

Źródło: WMFPK Sp. z o.o.

Największym udziałowcem Funduszu (posiadającym prawie połowę udziałów) jest Działdowska Agencja Rozwoju S.A. – spółka, w której ok. 98 % akcji posiadają miasto Działdowo oraz gmina Działdowo, działająca na zasadach non-profit, powołana w celu wspierania rozwoju miasta Działdowa i terenów go otaczających. Drugim dużym udziałowcem Funduszu jest Bank Gospodarstwa Krajowego, posiadający ponad 1/3 udziałów. Dwaj najwięksi udziałowcy mają razem 83% udziałów w Spółce.

Po 7,3% udziałów należy do Województwa Warmińsko-Mazurskiego oraz Wojewódzkiego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej w Olsztynie. Niewielką liczbę udziałów posiada ponadto kilka lokalnych samorządów z terenu województwa warmińsko-mazurskiego.

Ponieważ udziały Działdowskiej Agencji Rozwoju oraz Województwa Warmińsko-Mazurskiego są uprzywilejowane co do głosu w stosunku 2:1, dają im to odpowiednio ok. 61% oraz ok. 9% udziału w głosach na Zgromadzeniu Wspólników.

2.2 Historia i przedmiot działalności

Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o. został utworzony w 2004 roku. Założycielami Funduszu byli: Urząd Marszałkowski Województwa Warmińsko-Mazurskiego, Działdowska Agencja Rozwoju S.A., Wojewódzki Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej w Olsztynie oraz kilka jednostek samorządowych z terenu województwa warmińsko-mazurskiego.

Fundusz, działający na zasadzie not-for-profit, powstał w celu zarządzania Regionalnym Funduszem Poręczeniowym, którego głównym zadaniem miało być wspieranie mikro, małych i średnich przedsiębiorstw z terenu województwa warmińsko-mazurskiego poprzez ułatwianie im dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania.

W 2005 roku Fundusz pozyskał nowego udziałowca – Bank Gospodarstwa Krajowego, którego udziały podwyższyły kapitał zakładowy Spółki o 2,49 mln zł ze środków rządowego programu rozbudowy funduszy poręczeniowych „Kapitał dla Przedsiębiorczych”. Dzięki temu Fundusz wszedł w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej, tworzącej sieć lokalnych i regionalnych funduszy poręczeniowych służących wspieraniu finansowemu mikro, małych i średnich przedsiębiorstw.

W kwietniu 2005 roku Fundusz zawarł umowę z PARP o dofinansowanie w kwocie 10 mln zł ze środków unijnych na realizację projektu pod tytułem „Regionalny Fundusz Poręczeniowy dla Województwa Warmińsko-Mazurskiego” w ramach Sektorowego Programu Operacyjnego Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw (SPO-WKP). Dotacja ta istotnie powiększyła w ciągu kolejnych trzech lat kapitał poręczeniowy Funduszu.

Pod koniec 2009 roku Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” zawarł umowę na dofinansowanie działalności poręczeniowej ze środków Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego „Warmia i Mazury” na lata 2007-2013 (RPO I). Dofinansowanie to ma charakter zwrotny, a jego łączna kwota wynosi 27,2 mln zł. Otrzymane środki powiększają kapitał poręczeniowy Funduszu.

W grudniu 2010 roku Fundusz zawarł umowę z Województwem Warmińsko-Mazurskim na realizację projektu pn. „Regionalne Centrum Informacji Finansowej dla przedsiębiorców” (RCIF), finansowanego ze środków unijnych. Spółka otrzymała dofinansowanie na remont budynku biurowego w Działdowie i jego wyposażenie w kwocie 1,5 mln zł (co pokryło 85% całkowitych kosztów). W ramach realizacji tego projektu WMFPK utworzył pięć punktów informacyjnych dla przedsiębiorców, gdzie konsultanci świadczyli bezpłatne usługi informacyjno-doradcze dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w zakresie możliwości pozyskiwania finansowania działalności gospodarczej. Rzeczowe zakończenie realizacji projektu nastąpiło z końcem 2013 r., natomiast finansowe zakończenie z końcem 2014 r.

W czerwcu 2011 roku WMFPK zawarł z Bankiem Gospodarstwa Krajowego (jako menedżerem projektu) umowę na wsparcie akcji poręczeniowej ze środków unijnych w ramach Programu Operacyjnego Rozwój Polski Wschodniej (RPW I). Wsparcie w ramach tego programu polega na uzyskiwaniu przez Fundusz reporeczeń na udzielane poręczenia ze środków będących w dyspozycji menedżera projektu. Fundusz otrzymał limit reporeczeń w kwocie 15 mln zł (który w marcu 2013 r. został zmniejszony do 9 mln zł). W kwietniu 2012 r. WMFPK otrzymał kolejny limit na reporeczenia w ramach RPW (RPW II) w wysokości 5 mln zł.

W grudniu 2012 roku WMFPK zawarł z Województwem Warmińsko-Mazurskim kolejną umowę na wsparcie akcji poręczeniowej w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego „Warmia i Mazury” na lata 2007-2013 (RPO II), w ramach której WMFPK otrzymał dofinansowanie zwrotne w łącznej kwocie 4,0 mln zł.

3. Analiza ekonomiczno-finansowa

3.1 Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o. za lata 2013-2015 oraz za pierwsze trzy kwartały 2016 roku przedstawia tabela nr 3.1.

Przychody ze sprzedaży

Na przychody ze sprzedaży produktów (poz. A.I RZiS) składały się w ostatnich latach niemal wyłącznie przychody z tytułu prowizji i opłat od udzielanych poręczeń, a w latach 2011-2013 również rozliczenia części kosztów związanych z informatorem projektu RCIF (wykazywane w poz. A.II – zmiana stanu produktów).

Do roku 2010 łącznie wartość przychodów ze sprzedaży produktów charakteryzowała się tendencją wzrostową, co związane było przede wszystkim ze znacznym wzrostem liczby i wartości udzielanych w tym czasie przez WMFPK poręczeń.

W roku 2011 przychody ze sprzedaży produktów uległy znacznemu obniżeniu (o ok. 1/4), na co znaczący wpływ miał istotny wzrost udziału poręczeń udzielanych w ramach RPO. Zgodnie z warunkami wsparcia w ramach RPO, przychody z prowizji od tego typu poręczeń powiększają środki projektu (podlegające zwrotowi), stąd też Fundusz nie wykazuje ich w rachunku zysków i strat, lecz księguje bezpośrednio w pasywach bilansu, w poz. B.II – „zobowiązania długoterminowe”.

W roku 2012, pomimo wzrostu ogólnej wartości udzielonych poręczeń oraz spadku udziału poręczeń w ramach RPO, przychody ze sprzedaży produktów pozostały stabilne. Wpływ na to miało rozpoczęcie pod koniec 2011 roku udzielania poręczeń reporęczanych w ramach RPW, w przypadku których obowiązuje niższa stawka prowizji.

W latach 2013-2015 przychody ze sprzedaży produktów ponownie istotnie wzrosły (o prawie połowę), co wynikało głównie ze wzrostu wartości udzielonych poręczeń na ryzyku własnym Funduszu, za które Spółka pobiera wyższe prowizje. W ciągu pierwszych trzech kwartałów 2016 roku z kolei przychody ze sprzedaży zmniejszyły się o ok. 1/3 w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego, co było następstwem spadku wartości udzielonych w tym okresie poręczeń przy jednoczesnym zwiększeniu udziału poręczeń udzielanych w ramach RPO.

Koszty operacyjne

Do głównych składników kosztów rodzajowych Funduszu należą wynagrodzenia i świadczenia pracownicze, stanowiące w ostatnich latach ok. 60-70% łącznych kosztów działalności operacyjnej. Do najistotniejszych składników kosztów operacyjnych zaliczyć należy również usługi obce, których udział kształtował się na poziomie ok. 10-20%.

Tabela 3.1 WMFPK Sp. z o.o. - rachunek zysków i strat za lata 2013-2015* oraz za I-III. kw. 2016 r.

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2013	Za rok 2014	Za rok 2015	Za okres I-IX.2016
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY	282,4	369,7	367,8	192,4
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	324,4	360,3	370,3	178,9
II. Zmiana stanu produktów	(44,0)	1,0	(3,9)	12,6
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	0,8	0,8	-	-
V. Przychody z tytułu podnajmu	1,1	7,7	1,3	0,9
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	1 769,3	1 793,2	1 549,9	916,2
I. Amortyzacja	80,7	84,8	93,2	66,4
II. Zużycie materiałów i energii	123,1	110,3	75,0	47,6
III. Usługi obce	350,7	316,6	212,1	99,0
IV. Podatki i opłaty	15,0	15,4	14,7	14,4
V. Wynagrodzenia	936,3	974,7	952,9	551,8
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	171,3	181,9	165,5	119,9
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	92,2	109,4	36,6	17,0
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(1 486,9)	(1 423,5)	(1 182,1)	(723,9)
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	1 772,6	1 643,8	1 187,2	804,4
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	-	-	-	-
III. Inne przychody operacyjne	1 772,6	1 643,8	1 187,1	804,4
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	790,4	625,3	1 352,6	271,6
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	489,9	527,3	738,7	223,9
III. Inne koszty operacyjne	300,5	98,0	613,8	47,7
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(504,7)	(404,9)	(1 347,5)	(191,2)
G. PRZYCHODY FINANSOWE	745,6	660,3	473,2	262,2
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	716,2	592,3	469,0	260,5
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	29,4	68,0	4,1	1,8
H. KOSZTY FINANSOWE	44,3	28,2	20,8	12,4
I. Odsetki	44,3	28,2	20,8	12,4
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	-	-	-	-
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	196,6	227,1	(895,1)	58,7
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	196,6	227,1	(895,1)	58,7
L. PODATEK DOCHODOWY	119,0	144,4	97,2	51,1
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIĘSZENIA ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	77,5	82,7	(992,4)	7,6

Źródło: WMFPK Sp. z o.o. *roczne sprawozdania finansowe po audycie

Koszty działalności operacyjnej stale znacznie przekraczały wartość generowanych przychodów prowizyjnych, w wyniku czego WMFPK osiągał ujemny wynik brutto ze sprzedaży. Wartość straty ze sprzedaży do roku 2009 (m.in. z uwagi na rosnące przychody ze sprzedaży) przyrastała w umiarkowanym tempie kilkudziesięciu tysięcy złotych rocznie.

W latach 2010-2011, na skutek silnego wzrostu wartości ponoszonych kosztów działalności operacyjnej (wzrost o 164% w ciągu dwóch lat), przy jednoczesnym ustabilizowaniu się łącznych przychodów, strata brutto ze sprzedaży zwiększyła się do -805 tys. zł w roku 2010 oraz -1.455 tys. zł w roku 2011 (wobec -491 tys. zł w roku 2009). W latach 2012-2014 wartość wykazywanej w RZiS straty ze sprzedaży ustabilizowała się na poziomie ok. 1,4-1,5 mln zł. Ze względu na dokonaną redukcję kosztów operacyjnych w 2015 roku strata brutto na sprzedaży obniżyła się do -1,2 mln zł. Po trzech kwartałach 2016 roku, w rezultacie dalszej obniżki kosztów, ujemny wynik brutto ze sprzedaży wyniósł -724 tys. zł i był o ponad 200 tys. zł niższy niż w analogicznym okresie roku poprzedniego.

Przy ocenie wyniku brutto ze sprzedaży należy wziąć pod uwagę fakt, że WMFPK od 2010 roku realizuje nowe projekty dofinansowywane ze środków unijnych (RPO, RCIF oraz – od II. połowy 2011 roku – RPW). Wiązało się to z ponoszeniem dodatkowych kosztów (w tym ze znacznym wzrostem stanu zatrudnienia), które w rachunku zysków i strat ujmowane są na poziomie kosztów z działalności operacyjnej. Koszty te podlegają jednak częściowej refundacji w ramach realizowanych projektów. Refundacje te ujmowane są przy tym na niższym poziomie RZiS – w pozostałych przychodach operacyjnych (poz. D.III).

Przy uwzględnieniu otrzymywanych przez Fundusz zwrotów kosztów związanych z realizacją projektów RPO, RPW oraz (do końca 2015 roku) RCIF, skorygowany wynik brutto ze sprzedaży był nadal ujemny (z wyjątkiem roku 2011), jednak straty kształtowałyby się na niższych poziomach: w roku 2011 skorygowany wynik był dodatni na poziomie 408 tys. zł, w roku 2012 skorygowana strata ze sprzedaży wyniosła -329 tys. zł, a w latach 2013-2015 kształtowała się na poziomie ok. -580 tys. zł. Po trzech kwartałach 2016 roku skorygowana strata na tym poziomie RZiS wyniosła -287 tys. zł.

Generalnie ujemny lub oscylujący wokół zera wynik brutto ze sprzedaży traktujemy jako zjawisko typowe dla działalności funduszy poręczeniowych nienastawionych na maksymalizację zysku. W przypadku WMFPK wartość przeciętnej skorygowanej straty na tym poziomie RZiS (odpowiadającej w ostatnich latach równowartości ok. 4% skorygowanego kapitału własnego Spółki) oceniamy jako umiarkowaną. W tym kontekście do czynników pozytywnych zaliczamy dokonaną przez Fundusz w ciągu ostatnich kwartałów redukcję kosztów, która skutkowałą zmniejszeniem wartości straty na tym poziomie rachunku zysków i strat.

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

Od roku 2010 WMFPK wykazuje w pozycji D.III – „inne przychody operacyjne” przede wszystkim rozwiązywane rezerwy oraz naliczane kwoty wspomnianej wcześniej refundacji kosztów operacyjnych ponoszonych w ramach programów RPO, RPW, a do końca 2015 roku również RCIF. Ponadto, w pozycji tej wykazywane są również odzyskane należności z tytułu wypłaconych poręczeń.

W pozostałych kosztach operacyjnych wykazywane są głównie koszty utworzonych rezerw celowych na poręczenia zagrożone wypłatą oraz rezerwy na ryzyko ogólne (poz. E.III – „inne koszty operacyjne”) oraz odpisy aktualizacyjne na należności z tytułu wypłaconych poręczeń (poz. E.II).

Głównie za sprawą przychodów z tytułu refundacji kosztów realizacji projektów operacyjnych finansowanych przez UE (RPO, RCIF oraz RPW) ujemny wynik z działalności operacyjnej WMFPK w latach 2010-2014 utrzymywał się na umiarkowanym poziomie ok. 300-550 tys. zł. W 2015 roku strata z działalności operacyjnej silnie wzrosła (do -1,3 mln zł), głównie na skutek wzrostu wartości odpisów aktualizujących na wypłacone poręczenia oraz wzrostu kosztu utworzonych rezerw. Po trzech kwartałach 2016 roku strata z działalności operacyjnej wyniosła -191 tys. zł (wobec -724 tys. zł w analogicznym okresie roku poprzedniego).

Przychody i koszty finansowe

Uzyskiwane przez WMFPK przychody finansowe związane były głównie z odsetkami od lokat środków pieniężnych. Ich systematyczny wzrost do roku 2008 wynikał przede wszystkim ze wzrostu stanu środków pieniężnych (co związane było głównie z otrzymywanymi przez Fundusz dotacjami w ramach programu SPO-WKP).

Warto zaznaczyć, że znaczny wzrost stanu środków pieniężnych, jaki nastąpił pod koniec 2009 roku po otrzymaniu przez WMFPK dofinansowania w ramach RPO, nie przełożył się na wzrost wartości przychodów finansowych Spółki wykazywanych w rachunku zysków i strat. Dochody z lokat środków pochodzących z dofinansowania w ramach RPO nie stanowią bowiem przychodów Spółki, lecz powiększają zwrotne środki projektu RPO (przenoszone są bezpośrednio do pasywów bilansu w poz. B.II. – „zobowiązania długoterminowe”).

Uzyskiwane przez WMFPK przychody odsetkowe od 2012 roku systematycznie maleją, co jest konsekwencją obniżającego się średniego oprocentowania lokat bankowych.

WMFPK od roku 2010 wykazuje niewielkie wartości kosztów finansowych, które związane są przede wszystkim z odsetkami od zaciągniętego kredytu inwestycyjnego na remont budynku, stanowiącego od II. połowy 2010 roku siedzibę Funduszu.

Saldo przychodów i kosztów finansowych było w całym analizowanym okresie dodatnie i wysokie, co w sposób bardzo istotny wpływało na wypracowywany przez Fundusz wynik finansowy.

Wynik finansowy

Do końca 2014 roku przychody z odsetek pozwalały na pokrycie ujemnego wyniku na działalności operacyjnej i wykazywanie przez Fundusz niewielkiego dodatniego księgowego wyniku finansowego brutto i netto za rok obrotowy. W 2015 roku ze względu na wysoką stratę operacyjną Fundusz wykazał ujemny wynik finansowy na poziomie ok. -1 mln zł. Po trzech kwartałach 2016 roku księgowy wynik netto miał minimalną wartość dodatnią.

Przyjęta przez agencję ratingową EuroRating metodologia oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych zakłada korygowanie wykazywanego księgowego wyniku netto w celu ustalenia jego wartości w ujęciu ekonomicznym (obrazującym rzeczywistą rentowność Funduszu w danym okresie). Korekty te polegają m.in. na odliczaniu kwot otrzymanych dotacji na powiększenie kapitału poręczeniowego (jeśli były księgowane przez RZiS), a także ewentualnych bezpośrednich odpisów kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych (jeśli były dokonywane). Wynik korygowany jest także o saldo zmian rezerwy na ryzyko ogólne (w odróżnieniu od rezerw celowych nie jest to rezerwa związana bezpośrednio z poręczeniami zagrożonymi). W przypadku Funduszy wykazujących zbyt niskie stany rezerw celowych w odniesieniu do portfela poręczeń na ryzyku własnym dokonujemy także korekty wyniku finansowego o zmianę salda rezerw dodatkowo doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu.

Ponieważ WMFPK nie księgował otrzymywanych w latach 2005-2008 dotacji w ramach programu SPO-WKP poprzez rachunek zysków i strat, lecz bezpośrednio w bilansie, dotacje te nie miały wpływu na księgową wartość wyniku Funduszu. Z kolei drobne kwoty „dotacji” (poz. D.II) wykazywane w RZiS w latach 2005-2011 dotyczyły głównie refundacji kosztów utworzenia stanowisk pracy.

W kontekście korygowania wyniku finansowego, jako dotacji na powiększenie kapitału poręczeniowego nie traktujemy również otrzymywanych przez WMFPK od 2010 roku refundacji kosztów związanych z realizacją projektów RCIF, RPO i RPW. Dofinansowania te nie wpływają więc na skorygowany wynik.

Na wartość skorygowanego wyniku finansowego Funduszu wpływały natomiast zmiany stanu rezerwy na ryzyko ogólne oraz zmiany salda dodatkowo doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu rezerw celowych na poręczenia zagrożone (kwestia ta została omówiona bardziej szczegółowo w punkcie 3.4).

Wyliczenia skorygowanego wyniku finansowego WMFPK za lata 2013-2015 oraz za trzy kwartały 2016 roku zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.2.

Tabela 3.2 WMFPK Sp. z o.o. – skorygowany wynik netto

Lp.	Skorygowany wynik finansowy netto (tys. zł)	2013	2014	2015	I-IX.2016
1	Księgowy wynik netto	77,5	82,7	-992,4	7,6
2	Korekta o zmianę salda rezerwy ogólnej	-142,0	-74,0	-180,1	38,1
3	Korekta o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych	-216,3	-458,4	126,5	-181,6
4	Skorygowany wynik finansowy netto	-280,8	-449,7	-1 046,0	-135,9

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych i sprawozdań finansowych WMFPK Sp. z o.o.

Skorygowany wynik finansowy Funduszu do 2009 roku oscylował wokół zera. W latach 2010-2015 (z wyjątkiem roku 2011) skorygowany wynik był już stale ujemny, przy czym wartość generowanej straty w latach 2013-2015 stale rosła. Po trzech kwartałach 2016 r. skorygowany wynik był nadal ujemny, jednak wartość straty znacznie zmniejszyła się w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego.

3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

Bilans Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o. zaprezentowany został w dwóch tabelach. Tabela nr 3.3 przedstawia aktywa, natomiast tabela nr 3.4 – pasywa Funduszu według stanu na koniec lat 2013-2015 oraz na koniec III. kwartału 2016 roku.

Aktywa

**Tabela 3.3 Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o.
– bilans (aktywa) na koniec lat 2013-2015* oraz na koniec III. kw. 2016 r.**

Bilans – aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2013	Na dzień 31.12.2014	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 30.09.2016
A. AKTYWA TRWAŁE	5 074,2	3 224,3	3 245,3	3 120,8
I. Wartości niematerialne i prawne	1,6	0,8	-	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	2 304,8	2 320,9	2 231,4	2 165,0
III. Należności długoterminowe	263,8	37,8	127,9	69,7
IV. Inwestycje długoterminowe	2 504,0	864,8	886,1	886,1
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-
B. AKTYWA OBROTOWE	47 036,8	50 317,7	49 660,3	48 669,6
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	60,3	27,0	34,3	194,1
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	60,3	27,0	34,3	194,1
a) z tytułu dostaw i usług	16,0	24,0	30,5	192,5
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	42,2	-	2,3	-
c) inne	2,1	3,0	1,5	1,6
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
3. Należności z tytułu wypłaconych poręczeń	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	46 360,9	49 861,9	49 422,8	48 453,1
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	46 360,9	49 861,9	49 422,8	48 453,1
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	46 360,9	49 861,9	49 422,8	48 453,1
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	446,5	140,1	226,5	408,4
- inne środki pieniężne	45 914,4	49 721,7	49 196,4	48 044,7
- inne aktywa pieniężne	-	-	-	-
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	615,6	428,9	203,2	22,3
AKTYWA RAZEM	52 110,9	53 542,0	52 905,6	51 790,4

Źródło: WMFPK Sp. z o.o. *roczne sprawozdania finansowe po audycie

Struktura aktywów WMFPK jest typowa dla działalności funduszu poręczeniowego: majątek Spółki stanowią w przytłaczającej większości aktywa krótkoterminowe (środki pieniężne i ich ekwiwalenty), co z punktu widzenia oceny jakości i płynności majątku Funduszu oceniamy pozytywnie.

Na majątek trwały Spółki (stanowiący na koniec III. kwartału 2016 r. 6% sumy aktywów) składają się głównie rzeczowe aktywa trwałe oraz inwestycje długoterminowe.

Rzeczowe aktywa trwałe (A.II) wykazywane w bilansie WMFPK (stanowiące na koniec III. kwartału 2016 r. 4,2% łącznych aktywów Spółki) to prawo do lokalu stanowiącego siedzibę Funduszu (ok. 2 mln zł) wraz z działką (81,1 tys. zł), a także środki transportu oraz inne środki trwałe.

Od 2009 roku w „inwestycjach długoterminowych” wykazywana jest kwota 50 tys. zł, która związana jest z objęciem przez WMFPK udziałów w spółce Krajowa Grupa Poręczeniowa Sp. z o.o. (będącej spółką celową powołaną do wspierania działalności funduszy poręczeniowych, w których udziałowcem jest Bank Gospodarstwa Krajowego).

Od 2010 roku w pozycji „inwestycje długoterminowe”, oprócz wspomnianej wyżej wartości udziałów w spółce KGP Sp. z o.o., ujmowana jest kaucja bankowa (w kwocie ok. 800 tys. zł) stanowiąca zabezpieczenie zaciągniętego przez WMFPK kredytu na remont i przebudowę siedziby Spółki. Ponadto, na koniec 2013 r. w tej pozycji wykazane zostały dwie długoterminowe bankowe lokaty terminowe w łącznej wysokości 1,7 mln zł.

Od roku 2013 część aktywów trwałych stanowią również należności długoterminowe, na które składają się wypłacone poręczenia zabezpieczone hipotekami.

Przytłaczającą większość aktywów obrotowych stanowiły w całym analizowanym okresie „inwestycje krótkoterminowe” (pozycja B.III), które w całości składały się ze środków pieniężnych lokowanych w bankach. Na koniec III. kwartału 2016 r. była to kwota 48,5 mln zł. Należy zaznaczyć, że większa część tej pozycji bilansowej aktywów Funduszu pochodzi z dofinansowania zwrotnego w ramach RPO.

Wartość aktywów (czyli *de facto* środków pieniężnych) WMFPK do 2014 roku rosła systematycznie, co było w głównej mierze rezultatem otrzymywania przez Fundusz kolejnych dotacji. Od I. kwartału 2015 roku wartość łącznych aktywów Spółki z kwartału na kwartał nieznacznie się obniża, na co wpływ mają głównie dokonywane wypłaty poręczeń.

Strukturę majątku WMFPK oceniamy pozytywnie, z zastrzeżeniem, że obserwowana w ostatnich kwartałach erozja sumy majątku Funduszu (skutkująca w rezultacie obniżaniem się wartości skorygowanego kapitału własnego Spółki) ma obecnie lekko negatywny wpływ na ocenę ryzyka kredytowego Funduszu.

Pasywa

Do roku 2008 włącznie udział kapitału własnego (przy zaliczeniu do niego także wykazywanych tymczasowo w zobowiązaniach długoterminowych środków z SPO-WKP) w strukturze pasywów kształtował się stale na poziomie powyżej 96%.

W 2009 roku WMFPK otrzymał dofinansowanie zwrotne (w kwocie 25,8 mln zł) w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego „Warmia i Mazury” na lata 2007-2013. Kwota ta bardzo istotnie powiększyła sumę bilansową Spółki i po stronie pasywów zaksięgowana została w pozycji B.II – „zobowiązania długoterminowe”, na skutek czego udział kapitału własnego w sumie pasywów zmniejszył się do 39%. W kolejnych latach wartość ta była powiększana o prowizje od poręczeń udzielanych w ramach RPO oraz o odsetki od lokat środków pochodzących z RPO (zgodnie z warunkami

programu nie stanowią one dochodu Funduszu, lecz powiększają środki w ramach projektu RPO). Na koniec III. kwartału 2016 roku zobowiązania z tego tytułu wynosiły 34,4 mln zł.

W odróżnieniu od dotacji otrzymanych przez WMFPK wcześniej w ramach SPO-WKP, środki z projektu realizowanego w ramach RPO mają charakter zwrotny i w ujęciu ekonomicznym nie mogą być traktowane jako element kapitału własnego Spółki. Z uwagi na szczególne warunki realizacji tego projektu (co zostało omówione dokładniej w punkcie 3.3) środki te stanowią jednak element szerszej rozumianego kapitału poręczeniowego.

Tabela 3.4 Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o.
– bilans (pasywa) na koniec lat 2013-2015* oraz na koniec III. kw. 2016 r.

Bilans – pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2013	Na dzień 31.12.2014	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 30.09.2016
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	17 823,4	17 906,1	16 913,7	16 921,4
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	6 880,0	6 880,0	6 880,0	6 880,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	134,4	142,2	150,5	150,5
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	10 731,5	10 801,2	10 875,6	9 883,3
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-	-
VIII. Zysk (strata) netto	77,5	82,7	(992,4)	7,6
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	34 287,5	35 635,9	35 991,9	34 869,0
I. Rezerwy na zobowiązania	980,2	553,8	705,0	446,1
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	980,2	553,8	705,0	446,1
II. Zobowiązania długoterminowe	33 199,8	34 967,8	35 222,4	34 368,7
III. Zobowiązania krótkoterminowe	101,5	111,3	61,8	54,2
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	79,8	76,5	54,5	48,3
- kredyty i pożyczki	45,8	45,8	45,8	11,5
- z tytułu dostaw i usług	23,4	6,0	3,7	4,1
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	0,3	19,1	-	24,4
- z tytułu wynagrodzeń	0,3	0,6	-	-
- inne	9,9	5,1	5,0	8,4
3. Fundusze specjalne	21,7	34,8	7,3	5,9
IV. Rozliczenia międzyokresowe	6,0	3,0	2,7	-
PASYWA RAZEM	52 110,9	53 542,0	52 905,6	51 790,4

Źródło: WMFPK Sp. z o.o. *roczne sprawozdania finansowe po audycie

Pozycja B.II – „zobowiązania długoterminowe” od roku 2011 obejmuje także długoterminowy kredyt bankowy (na koniec III. kwartału 2016 r. w kwocie 362,7 tys. zł), jaki WMFPK zaciągnął na remont biurowca, który od czerwca 2010 roku stanowi siedzibę Spółki.

Na pozostałe pozycje wchodzące w skład „zobowiązań i rezerw na zobowiązania” składały się głównie rezerwy na ryzyko związane z udzielanymi poręczeniami (poz. B.I.3) oraz niewielkie wartości kredytów i pożyczek, zobowiązań bieżących z tytułu dostaw, podatków, ceł, ubezpieczeń oraz funduszy specjalnych.

Strukturę pasywów WMFPK (przy uwzględnieniu specyficznych czynników związanych ze sposobem księgowania otrzymanego dofinansowania w ramach RPO) należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe korzystające ze zwrotnego dofinansowania ze środków unijnych. W kontekście dobiegającej końca obecnej edycji programu RPO, oceniamy iż perspektywa konieczności dokonania ewentualnego zwrotu środków pochodzących z tego programu (wykazywanych jako zobowiązania w pasywach bilansu) nie stanowi dla Funduszu zagrożenia, z uwagi na fakt, iż odpowiadają im posiadane przez WMFPK środki pieniężne.

Pozycje pozabilansowe

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

	2013	2014	2015	IX.2016
Wartość aktywnych poręczeń na koniec okresu (tys. zł)	62 105	64 507	68 155	66 000
<i>Dynamika wartości aktywnych poręczeń (r/r)</i>	11%	4%	6%	-1%
Liczba aktywnych poręczeń na koniec okresu (szt.)	523	590	646	665
<i>Dynamika liczby aktywnych poręczeń (r/r)</i>	10%	13%	9%	6%

Źródło: WMFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

Udzielane poręczenia księgowane są jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe.

Wartość portfela aktywnych poręczeń Funduszu rosła systematycznie od początku działalności Funduszu: z 2,3 mln zł w 2005 roku (pierwszy pełny rok obrotowy) do najwyższego dotychczas poziomu 68,2 mln zł na koniec 2015 roku. W ciągu pierwszych trzech kwartałów 2016 roku wartość portfela aktywnych poręczeń ustabilizowała się na poziomie ok. 66-68 mln zł.

3.3 Analiza wskaźnikowa

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

Skorygowany kapitał poręczeniowy

Według metodologii oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych stosowanej przez agencję ratingową EuroRating aktualną wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego oblicza się według formuły: skorygowany kapitał własny (uwzględniający m.in. również rezerwę na ryzyko ogólne, która nie ma bezpośredniego związku z poręczeniami zagrożonymi) + otrzymane bezzwrotne dotacje na podwyższenie kapitału poręczeniowego (jeśli zostały zaksięgowane w pozycjach pasywów innych niż kapitał własny oraz w ujęciu ekonomicznym mogą być traktowane jako składnik kapitału

poręczeniowego) + 75% środków zwrotnych w ramach RPO (w przypadku funduszy korzystających z tego typu wsparcia).

Na potrzeby wyliczenia skorygowanego kapitału własnego dokonujemy następujących korekt:

- dla lat 2005-2007 jako element kapitału własnego zaliczamy otrzymane przez WMFPK bezzwrotne dotacje w ramach SPO-WKP, które były wówczas wykazywane w bilansie jako zobowiązania długoterminowe
- do III. kwartału 2015 roku korekta *in minus* o całość wykazywanych w bilansie wartości niematerialnych i prawnych z uwagi na fakt, iż nie miały one rzeczywistej wartości zbywczej;
- korekta *in minus* o 30% księgowej wartości wykazywanych w bilansie „rzeczowych aktywów trwałych” z uwagi na niską płynność tych aktywów;
- począwszy od IV. kwartału 2013 r. kapitał własny korygujemy *in minus* o połowę wartości należności z tytułu wypłaconych poręczeń zabezpieczonych hipoteką, w zaawansowanej egzekucji lub spłacanych zgodnie z ugodami (wykazanych w pozycji A.III. RZiS „należności długoterminowe”); przyjmujemy bowiem konserwatywne założenie, iż należności te – pomimo zabezpieczenia na majątku – mogą nie zostać odzyskane w całości;
- korekta *in minus* o kwotę 50 tys. zł (księgowaną w pozycji A.IV aktywów – „inwestycje długoterminowe”), dotyczącą objętych przez Fundusz udziałów w spółce specjalnego przeznaczenia KGP Sp. z o.o.; przyjmujemy bowiem konserwatywne założenie, iż (ponieważ spółka ta nie działa w celu maksymalizacji zysku dla udziałowców oraz generuje wysokie straty) jej udziały nie będą miały faktycznej wartości ekonomicznej, która mogłaby w razie potrzeby zostać spieniężona na pokrycie ewentualnych zobowiązań Funduszu z tytułu udzielonych poręczeń;
- korekta *in minus* o wartość doliczanych przez EuroRating „dodatkowych” rezerw celowych (do minimalnego wymaganego poziomu 4%) na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu;
- korekta *in plus* o wartość utworzonej przez Fundusz rezerwy na ryzyko ogólne.

Osobnym elementem kapitału poręczeniowego (od końca roku 2009) jest otrzymane dofinansowanie zwrotne w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego „Warmia i Mazury” na lata 2007-2013 (RPO).

Gdyby do kapitału własnego według stanu na koniec września 2016 roku (obliczonego zgodnie z powyższymi uwagami) dodać w całości otrzymane dotychczas dofinansowanie w ramach RPO (łącznie z wypracowanymi odsetkami i prowizjami za udzielone poręczenia kwota środków projektu wynosiła na koniec III. kw. 2016 r. 34 mln zł), łączny kapitał poręczeniowy WMFPK wyniósłby ok. 48,9 mln zł.

Należy jednak uwzględnić specyficzne warunki, na jakich w województwie warmińsko-mazurskim przyznane zostało funduszom poręczeniowym dofinansowanie w ramach RPO. Do najważniejszych czynników mających wpływ na ryzyko Funduszu zaliczyć należy następujące warunki:

- otrzymane dofinansowanie ma charakter zwrotny; projekt trwa od 06.11.2009 r. i w II. kwartale 2016 roku okres jego realizacji został wydłużony do 31.03.2017 r.; po jego zakończeniu Marszałek Województwa Warmińsko-Mazurskiego ma zdecydować o dalszych losach środków w ramach RPO;

- poręczenia udzielane w ramach środków z RPO podlegają odrębnej ewidencji (następuje rozróżnienie pomiędzy poręczeniami udzielanymi w ramach środków własnych Funduszu oraz w ramach środków z RPO);
- umowa dopuszcza maksymalny wskaźnik wypłaty poręczeń (łączna wartość poręczeń wypłaconych do wartości poręczeń udzielonych w trakcie trwania programu) na poziomie 5%; do tego limitu wypłata poręczeń udzielanych w ramach środków z RPO obciążać będzie bezpośrednio kapitał z dofinansowania, natomiast ewentualna wyższa szkodowość poręczeń udzielanych w ramach środków z RPO księgowana byłaby już (poprzez RZiS) w ciężar kapitału własnego Funduszu (chyba, że Instytucja Zarządzająca RPO wyrazi zgodę na przekroczenie w/w limitu utraty kapitału);
- dochody z lokat środków pieniężnych pochodzące z dofinansowania w ramach RPO nie stanowią dochodu WMFPK, lecz powiększają środki projektu RPO (są księgowane bezpośrednio w bilansie – po stronie pasywów w poz. B.II – „zobowiązania długoterminowe”);
- Fundusz ma prawo księgować część ponoszonych kosztów administracyjnych (w ramach maksymalnego limitu wynoszącego średniorocznie 2% otrzymanego dofinansowania) w ciężar środków z RPO.

Ocena długoterminowego wpływu, jaki na ryzyko kredytowe Funduszu będzie miało dofinansowanie w ramach RPO nie jest jednoznaczna, z uwagi na relatywnie skomplikowane warunki na jakich dofinansowanie zostało przyznane oraz związane z tym istotne czynniki niepewności.

Z jednej strony limit szkodowości udzielanych poręczeń na poziomie 5% wydaje się stosunkowo bezpieczny, bowiem WMFPK w dotychczasowej historii nie osiągał tak wysokiego wskaźnika wypłaty poręczeń (należy jednak zaznaczyć, że po dokonanej w III. kwartale 2016 r. wysokiej jednostkowej wypłacie poręczenia w ramach RPO, wskaźnik relacji poręczeń wypłaconych do udzielonych w ramach tego programu wzrósł do 3%). Ponadto na sytuację finansową Funduszu pozytywnie wpływa możliwość zaliczania w ciężar dofinansowania z RPO części własnych kosztów administracyjnych. Z drugiej jednak strony, w przypadku wystąpienia ewentualnego dalszego wzrostu wskaźnika utraty poręczeń udzielonych w ramach RPO (powyżej limitu 5%) straty z tego tytułu obciążałyby już kapitał własny Funduszu.

Zgodnie z metodologią stosowaną przez EuroRating środki z dofinansowania w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego „Warmia i Mazury” są doliczane do skorygowanego kapitału poręczeniowego po ich pomniejszeniu o 25% „rezerwę na ryzyko” związaną ze specyficznymi warunkami tego dofinansowania.

Ostatecznie **wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego** [2] wyliczanego przez EuroRating, służącego do obliczania wskaźników opartych na wartości kapitału poręczeniowego (zaprezentowanych w tabeli 3.6), **wyniosła na koniec III. kwartału 2016 roku 40,3 mln zł.** Była to kwota o 10,7 mln zł niższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (51,0 mln zł).

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

Lp.		2013	2014	2015	I-IX. 2016
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	49 656	51 710	51 831	51 015
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł) *	40 900	41 923	41 085	40 358
3	Skorygowany kapitał własny Spółki (tys. zł)	16 344	16 003	14 940	14 853
4	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	62 105	64 507	68 155	66 000
5	- w tym poręczenia w ramach środków własnych (tys. zł)	35 515	39 749	45 367	42 761
6	- w tym poręczenia w ramach RPO (tys. zł)	15 406	17 961	17 821	19 110
7	- w tym poręczenia reporęczane w ramach RPW (tys. zł)	11 185	6 797	4 966	4 129
8	- w tym kwota reporęczana razem (tys. zł)	7 081	4 280	2 946	2 388
9	Aktywne poręczenia na ryzyku Funduszu = [5]+[7]-[8] (tys. zł)	39 618	42 266	47 387	44 502
10	Mnożnik kapitału poręczeniowego = [4] / [1]	1,25	1,25	1,31	1,29
11	Skorygowany mnożnik kap. poręczeniowego = ([4] - [8]) / [2]*	1,35	1,44	1,59	1,58
12	Mnożnik kapitału własnego Spółki = [9] / [3]	2,42	2,64	3,17	3,00
13	Liczba aktywnych poręczeń	523	590	646	665
14	- w tym liczba poręczeń w ramach środków własnych	297	366	435	450
15	- w tym poręczenia w ramach RPO (szt.)	140	166	172	184
16	- w tym poręczenia reporęczane w ramach RPW I + II (szt.)	86	58	39	31
17	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	119	109	106	99
18	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
19	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
20	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	18 648	15 484	16 507	16 087
21	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	932	774	825	804
22	20 najw. aktywnych poręczeń na ryzyku własnym (tys. zł)	b.d.	b.d.	10 691	10 538
23	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	30,0%	24,0%	24,2%	24,4%
24	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	45,6%	36,9%	40,2%	39,9%
25	20 najw. por. na ryzyku własnym / Kapitał własny Spółki	b.d.	b.d.	71,6%	71,0%
26	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	472	602	848	1 449
27	Wartość wypłat na kapitale własnym w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	472	468	734	388
28	Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan akt. poręczeń	0,8%	1,0%	1,3%	2,2%
29	Wartość odzyskanych należn. z tyt. por. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	6	577	62	177
30	Odzyskane należn. Odzyskanych na kap. wł. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	6	577	19	127
31	Wypłacone poręczenia netto / Śr. kapitał poręczeniowy *	1,2%	0,1%	1,9%	3,1%
32	Wypłacone poręczenia netto na ryz. wł./ Śr. skoryg. KW	2,8%	-0,7%	4,6%	1,7%
33	Wynik skorygowany za 4 kw. / Średni kapitał własny Spółki *	-1,7%	-2,8%	-6,8%	-2,6%

* Wskaźniki wyliczone w oparciu o kapitał poręczeniowy skorygowany

Źródło: WMFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

Skala zaangażowania w akcję poręczeniową

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

Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” od początku działalności systematycznie zwiększał liczbę i wartość udzielanych poręczeń. Do 2008 roku wzrost wartości portfela poręczeń [4] był przy tym szybszy niż wzrost wartości kapitału poręczeniowego [2] (który w latach 2005-2008

zwiększał się niemal wyłącznie dzięki otrzymywanym przez Fundusz dotacjom w ramach SPO-WKP). W rezultacie systematycznie rosła wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego [11], przekraczając w 2007 roku po raz pierwszy wartość 1,0. W wyniku dalszego wzrostu wartości portfela poręczeń mnożnik ten na koniec III. kw. 2009 r. osiągnął najwyższy dotychczas poziom 1,81.

W IV. kwartale 2009 r. Fundusz otrzymał dofinansowanie w ramach RPO (w łącznej kwocie 27,2 mln zł), które podwoiło wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego WMFPK. W rezultacie skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego obniżył się do poziomu 0,86. W ciągu kolejnych lat na skutek dalszego systematycznego wzrostu portfela poręczeń aktywnych, przy stabilnej wartości kapitału poręczeniowego, wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego stopniowo rosła, osiągając na koniec 2015 roku poziom 1,59. W ciągu pierwszych trzech kwartałów 2016 r. wskaźnik ten ustabilizował się na poziomie ok. 1,5-1,6; na koniec września 2016 r. wyniósł 1,58.

Należy przy tym zaznaczyć, iż WMFPK od czwartego kwartału 2011 roku do I. kwartału 2014 r. udzielał poręczeń reporeczanych w ramach programu „Rozwój Polski Wschodniej” (RPW). Program funkcjonował na zasadach zbliżonych do tzw. inicjatywy JEREMIE i polegał na uzyskiwaniu przez Fundusz reporeczeń na udzielane poręczenia. Zgodnie z metodologią agencji ratingowej EuroRating, w przypadku funduszy poręczeniowych korzystających ze wsparcia w ramach RPW, skorygowany mnożnik oblicza się jako relację poręczeń aktywnych będących na ryzyku własnym funduszu (kwota aktywnych poręczeń niepodlegająca reporeczeniu) do wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego [2]. Fundusz otrzymał dwa limity reporeczeń na łączną kwotę 14 mln zł. Z uwagi na szybkie wykorzystanie limitów, Fundusz zakończył budowę portfela dla drugiego limitu RPW WiM w marcu 2014 r. i od II. kwartału 2014 r. nie udziela już poręczeń w ramach RPW.

Należy również wziąć pod uwagę fakt, iż kapitał własny Spółki obciążony jest ryzykiem w większym stopniu, niż obrazuje to klasyczny mnożnik kapitału poręczeniowego (w skład którego wlicza się zwrotne środki w ramach RPO). Fundusz udziela bowiem nadal większości poręczeń w ramach kapitału własnego, a ponadto jest eksponowany na ryzyko części poręczeń w ramach RPW niepodlegających reporeczeniu.

Wskaźnik realnej ekspozycji kapitału własnego na ryzyko udzielonych poręczeń (tj. po wyłączeniu poręczeń w ramach RPO oraz części poręczeń w ramach RPW podlegających reporeczeniu), czyli mnożnik kapitału własnego Spółki [12], w ostatnich latach systematycznie wzrastał: z 1,93 na koniec 2011 roku do najwyższego dotychczas poziomu 3,17 osiągniętego na koniec 2015 roku. W ciągu trzech pierwszych kwartałów 2016 r. wartość poręczeń aktywnych na ryzyku Funduszu [9] ustabilizowała się na poziomie zbliżonym do osiągniętego w roku ubiegłym, w wyniku czego mnożnik kapitału własnego Spółki także ustabilizował swoją wartość na poziomie ok. 3,0-3,2 (na koniec września b.r. było to 3,0).

O ile obecną wartość portfela poręczeń w relacji do skorygowanego kapitału poręczeniowego można nadal określić jako dość niską i bezpieczną, to mnożnik kapitału własnego Spółki, po wzroście jaki miał miejsce w ostatnim czasie, należy już określić jako stosunkowo wysoki. Wzrost własnej ekspozycji WMFPK na ryzyko udzielonych poręczeń jest obecnie jedną z głównych przyczyn obniżenia ratingu kredytowego Funduszu.

Zwracamy przy tym uwagę na fakt, że obecnie jedyną możliwością przeniesienia ryzyka poręczeń z kapitału własnego Funduszu na środki pomocowe pozostały poręczenia w ramach RPO I (pozostałe limity zostały wykorzystane lub zakończył się okres budowy portfela poręczeń). Program RPO ma przy tym zakończyć się w I. kwartale 2017 r. i nie wiadomo obecnie jakie będą dalsze losy środków z tego programu. Przy założeniu, że środki te będą musiały zostać zwrócone, WMFPK albo będzie musiał ograniczyć prowadzoną akcję poręczeniową, albo będzie udzielał całości poręczeń w ramach środków własnych, co skutkowałoby dalszym wzrostem poziomu mnożnika kapitału własnego Spółki i wywierałoby dalszą negatywną presję na bieżący poziom ratingu kredytowego Funduszu.

Bierzemy jednak pod uwagę możliwość uzyskania przez WMFPK kolejnego wsparcia ze środków unijnych – w ramach perspektywy na lata 2014-2020. Jest prawdopodobne, że wsparcie to będzie polegało na uzyskiwaniu przez fundusze poręczeniowe reporeczeń (podobnie jak miało to miejsce w ramach dotychczasowej inicjatywy JEREMIE). Oznaczałoby to potencjalną możliwość utrzymania (lub nawet dalszego wzrostu) skali prowadzonej przez WMFPK akcji poręczeniowej, bez istotnego wzrostu własnej ekspozycji na ryzyko. Nie ma jednak jeszcze ostatecznych rozstrzygnięć w tym zakresie i nie wiadomo jakie będą ostateczne warunki (oraz skala) wsparcia funduszy poręczeniowych w ramach nowej perspektywy unijnej.

Koncentracja portfela poręczeń

Średnia wartość poręczeń znajdujących się w portfelu Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” [17] rosła do III. kwartału 2013 r., osiągając poziom 125 tys. zł. Na przestrzeni ostatnich trzech lat wartość ta uległa jednak obniżeniu i na koniec września 2016 roku wyniosła 99 tys. zł. Wskaźnik średniego poręczenia do łącznej wartości poręczeń aktywnych [18] pozostaje w ostatnich latach na niskim i stabilnym poziomie ok. 0,2%. Także bieżącą relację średniego poręczenia do kapitału poręczeniowego [19] na poziomie ok. 0,2-0,3% należy uznać za bezpieczną.

W obowiązującym w WMFPK regulaminie udzielania poręczeń limit maksymalnej wartości poręczeń na rzecz jednego klienta został ustalony na poziomie 5% kapitału poręczeniowego, przy czym wewnętrzne regulacje wprowadzone przez Zarząd ograniczają dodatkowo maksymalną wartość ekspozycji na ryzyko jednego przedsiębiorcy do 1,0 mln zł. Kwota ta obecnie odpowiada około 2,5% skorygowanego kapitału poręczeniowego (z uwzględnieniem środków z RPO) oraz 6,7% skorygowanego kapitału własnego Spółki.

Wartość łącznej ekspozycji na ryzyko 20 największych klientów Funduszu [20] w latach 2011-2014 zmniejszyła się z prawie 21 mln zł do ok. 16 mln zł i na tym poziomie utrzymywała się w ciągu ostatnich kilku kwartałów. Relacja 20 największych poręczeń do łącznego portfela poręczeń kształtuje się ostatnio na umiarkowanym poziomie ok. 23-25%.

Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że w ostatnich latach ok. 2/3 z kwoty 20 największych poręczeń stanowią poręczenia na ryzyku własnym Funduszu. Stosunkowo wysoki mnożnik kapitału własnego Spółki powoduje, że kwota ta stanowi obecnie równowartość ok. 71% kapitału własnego Spółki [25]. Według metodologii stosowanej przez EuroRating poziom ten należy uznać już za nieco zbyt wysoki,

bowiem niewypłacalność zaledwie kilku spośród największych klientów może spowodować znaczącą utratę kapitału własnego Funduszu.

Jakkolwiek ogólną dywersyfikację portfela poręczeń (liczoną według średniej wartości poręczenia) można określić jako dobrą, to ekspozycja na ryzyko największych klientów (w szczególności pod względem relacji tych poręczeń do kapitału własnego Spółki) jest w naszej opinii nieco zbyt wysoka.

Wypłaty poręczeń

Do 2008 roku Fundusz dokonał dwóch niewielkich wypłat poręczeń. Sytuacja w tym zakresie uległa pewnemu pogorszeniu w roku 2009. Silne osłabienie koniunktury gospodarczej, jakie miało miejsce na przełomie lat 2008/2009, znalazło swoje odzwierciedlenie w pogorszeniu jakości portfela poręczanych przez WMFPK kredytów. W rezultacie wartość wypłaconych poręczeń wzrosła w 2009 roku do 509 tys. zł, co odpowiadało 1,9% średniorocznej wartości portfela.

W latach 2010-2011 wskaźnik szkodowości portfela poręczeń [28] obniżył się do 0,1-0,4%, natomiast w latach 2012-2015 ponownie wzrósł do 0,8-1,4%. W III. kwartale 2016 roku Fundusz dokonał wypłaty dużego (ok. 1 mln zł) poręczenia udzielonego w ramach RPO, przez co wskaźnik szkodowości portfela uwzględniający wypłaty z czterech ostatnich kwartałów wzrósł na koniec września do 2,2%.

Należy zaznaczyć, że oprócz wspomnianej wypłaty w III. kw. 2016 r. dużego poręczenia w ramach RPO, zdecydowana większość wypłat dokonanych dotychczas przez WMFPK dotyczyła poręczeń udzielonych w ramach kapitału własnego Funduszu. Wskaźnik utraty kapitału netto na wypłatach poręczeń [32] (czyli relacja wypłat poręczeń w ramach środków własnych pomniejszonych o kwoty odzyskane do średniorocznej wartości kapitału własnego Spółki) najwyższą dotychczas wartość (4,6%) osiągnął w roku 2015. Na koniec III. kwartału 2016 r., licząc dla wypłat za cztery ostatnie kwartały, wskaźnik ten zmniejszył się do 1,7%.

Dotychczasową ogólną szkodowość portfela poręczeń nadal oceniamy jako dość niską, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu oceniamy pozytywnie. Do czynników negatywnych zaliczamy jednak dokonanie w III. kw. 2016 r. dużej jednostkowej wypłaty, która potwierdziła obserwowany w ciągu kilku ostatnich lat rosnący trend wartości wypłat poręczeń dokonywanych przez WMFPK. Jest to obecnie jeden z czynników wpływających na lekki wzrost ryzyka kredytowego Funduszu i tym samym na dokonane obniżenie jego ratingu kredytowego.

Rentowność kapitału

Skorygowany wynik finansowy WMFPK (patrz wiersz 4 w tabeli nr 3.2) do 2009 roku oscylował wokół zera. W latach 2010-2015 (z wyjątkiem roku 2011) skorygowany wynik był już stale ujemny, przy czym wartość generowanej straty w latach 2013-2015 stale rosła. Po trzech kwartałach 2016 r. skorygowany wynik był nadal ujemny, jednak wartość straty znacznie zmniejszyła się w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego.

Wyliczona w oparciu o skorygowany wynik finansowy rentowność kapitału własnego Spółki [33] była dość zmienna, jednak poza rokiem 2011 (kiedy to skorygowany wynik przyjął stosunkowo wysoką wartość dodatnią) była generalnie ujemna, a ponadto w latach 2012-2015 charakteryzowała się tendencją spadkową (najniższą dotychczas wartość -6,8% rentowność osiągnęła w roku 2015). Skorygowany wynik za trzy pierwsze kwartały 2016 r. (m.in. dzięki dokonanej przez Fundusz redukcji kosztów operacyjnych) uległ poprawie, jednak nadal był ujemny i wyniósł -135,9 tys. zł, a wskaźnik rentowności kapitału Spółki liczony dla 4 ostatnich kwartałów ukształtował się na poziomie -2,6%.

Generalnie oscylujący wokół zera lub nawet lekko ujemny wskaźnik rentowności kapitału własnego w przypadku funduszy poręczeniowych, działających jako instytucje not-for-profit, traktujemy jako zjawisko normalne. W przypadku Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” do czynników negatywnych zaliczamy jednak pogarszanie się skorygowanych wyników finansowych i wskaźnika rentowności, jakie miało miejsce w ciągu ostatnich trzech lat. Jest to obecnie jeden z czynników wpływających na dokonane obniżenie ratingu kredytowego Funduszu. Oczekujemy jednocześnie, że dotychczasowe negatywne tendencje, m.in. dzięki dokonanych przez WMFPK redukcjom kosztów, zostaną w perspektywie średnioterminowej powstrzymane lub nawet odwrócone.

3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń

Polityka tworzenia rezerw

Zasady tworzenia rezerw celowych w Warmińsko-Mazurskim Funduszu „Poręczenia Kredytowe” określają, że zmiana poziomu rezerw następuje z częstotliwością kwartalną (co oceniamy pozytywnie), na podstawie oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej kredytobiorców oraz terminowości obsługi kredytu (w praktyce rezerwy tworzone są na podstawie otrzymywanych od banków informacji dotyczących klasyfikacji poszczególnych poręczonych przez Fundusz kredytów).

Stosowaną przez WMFPK klasyfikację poręczeń zagrożonych (według terminowości spłaty kredytów) wraz ze wskaźnikami tworzenia rezerw celowych przedstawia tabela nr 3.7.

Tabela 3.7 WMFPK - klasyfikacja kredytów i wskaźniki rezerw celowych

Klasyfikacja poręczonego kredytu	Opóźnienie w spłacie	Wskaźnik rezerwy celowej
pod obserwacją	1-3 miesięcy	1,5%
poniżej standardu	3-6 miesięcy	20%
wątpliwe	6-12 miesięcy	50%
stracone	powyżej 12 miesięcy	100%

Źródło: WMFPK Sp. z o.o.

Fundusz wprowadził w życie regulamin tworzenia rezerw po raz pierwszy w 2006 roku i w tym też roku utworzone zostały pierwsze rezerwy celowe. Rezerwę na ryzyko ogólne Fundusz zaczął tworzyć od roku 2007.

Wartość utworzonych rezerw

Wartość utworzonych przez WMFPK rezerw według stanu na koniec lat 2013-2015 oraz na koniec III. kwartału 2016 roku przedstawia tabela nr 3.8.

Tabela 3.8 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	XII.2013	XII.2014	XII.2015	IX.2016
Rezerwy celowe (tys. zł)	552,2	199,8	531,1	234,1
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	428,0	354,0	173,9	212,0
Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)	980,2	553,8	705,0	446,1
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	1,4%	0,5%	1,1%	0,5%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Akt. poręcz. na ryzyku. wł.	1,1%	0,8%	0,4%	0,5%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	2,5%	1,3%	1,5%	1,0%
Rezerwy celowe / Skorygowany kapitał poręczeniowy	1,4%	0,5%	1,3%	0,6%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Skorygowany kapitał poręczeniowy	1,0%	0,8%	0,4%	0,5%
Rezerwy razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	2,4%	1,3%	1,7%	1,1%

Źródło: WMFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

Wartość rezerw celowych od IV. kwartału 2011 r. do III. kwartału 2015 r. stopniowo obniżała się zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w relacji do wartości portfela aktywnych poręczeń na ryzyku własnym Funduszu (liczonych jako poręczenia z wyłączeniem RPO i kwot reporeczanych w ramach RPW) – z 2,4% do 0,4%. W IV. kwartale 2015 r. Fundusz powiększył rezerwy celowe do ponad 0,5 mln zł, co jednak nadal stanowiło równowartość tylko 1,1% aktywnych poręczeń na ryzyku własnym. W ciągu pierwszych trzech kwartałów 2016 r. poziom rezerw celowych ponownie się obniżył do zaledwie 0,5% portfela poręczeń na ryzyku własnym.

Zmniejszająca się wartość rezerw celowych teoretycznie powinna odzwierciedlać poprawę jakości poręczanych kredytów. Obecny (niemal zerowy) poziom rezerw celowych należy jednakże uznać już za zdecydowanie zbyt niski, nawet biorąc pod uwagę dotychczasowy ogólnie dość niski wskaźnik szkodowości portfela poręczeń WMFPK. W przypadku ewentualnego dalszego wzrostu wartości wypłat poręczeń w kolejnych kwartałach, niskie pokrycie udzielonych poręczeń rezerwami przekładać się będzie w sposób istotny na wynik finansowy i kapitał własny Funduszu.

Zgodnie ze stosowaną przez EuroRating metodologią oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych, za minimalny właściwy długoterminowy średni poziom rezerw celowych, dotyczących ryzyka wypłaty poręczeń zagrożonych, uznaje się równowartość 4% sumy poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu. Stąd też na potrzeby oceny ryzyka kredytowego WMFPK uwzględniamy konieczność doliczenia w poszczególnych okresach ewentualnych dodatkowych rezerw celowych (w stosunku do wartości rezerw utworzonych przez Fundusz), tak aby wskaźnik relacji rezerw celowych do wartości poręczeń na ryzyku własnym wynosił co najmniej 4%.

Stosowne wyliczenia dla WMFPK dotyczące lat 2013-2015 oraz stanu na koniec III. kwartału 2016 roku zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.9.

Tabela 3.9 Wartość dodatkowo naliczonych rezerw na ryzyko udzielonych poręczeń

	XII.2013	XII.2014	XII.2015	IX.2016
Wskaźnik dodatkowych rezerw celowych	2,6%	3,5%	2,9%	3,5%
Wartość dodatkowych rezerwy celowe (tys. zł)	1 032,5	1 490,9	1 364,4	1 546,0
Rezerwy celowe razem* (utworz. przez WMFPK oraz dodatkowe)	1 584,7	1 690,6	1 895,5	1 780,1
Rezerwy celowe razem* / Aktywne poręcz. na ryzyku własnym	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Rezerwy celowe razem* / Skorygowany kapitał poręczeniowy	3,9%	4,0%	4,6%	4,4%

* dotyczy rezerw celowych na poręczenia udzielone w ramach kapitału własnego oraz w części niepokrytej reporeczeniami RPW

Źródło: EuroRating

Z uwagi na zbyt niskie stany rezerw celowych obserwowane w całej historii działalności WMFPK konieczne było doliczanie dla każdego analizowanego okresu dodatkowych rezerw na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu. Zmiany sald dodatkowych rezerw celowych w poszczególnych okresach zostały uwzględnione w skorygowanych wynikach finansowych (patrz tabela nr 3.2), a salda tych rezerw pomniejszyły każdorazowo skorygowany kapitał własny Spółki oraz skorygowany kapitał poręczeniowy Funduszu (tabela 3.6 wiersz [3] i [2]).

Fundusz utrzymywał w ostatnich latach również niewielką rezerwę na ryzyko ogólne (na koniec III. kwartału 2016 roku wynosiła ona 212 tys. zł). Rezerwa ta nie dotyczy jednak ryzyka poszczególnych poręczeń zagrożonych i jej tworzenie traktujemy jako zabieg czysto księgowy, mający na celu umożliwienie Funduszowi łagodzenia w pewnym stopniu wpływu wahań jakości portfela poręczeń na bieżące wyniki finansowe. Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne jest jednak neutralne, bowiem według metodologii stosowanej przez EuroRating wpływ tej rezerwy na wynik finansowy oraz wartość kapitału poręczeniowego podlega odpowiednim korektom w procesie analizy ryzyka.

3.5 Ocena czynników niefinansowych

Koniunktura gospodarcza

Po kryzysie gospodarczym z lat 2008-2009 koniunktura w Polsce poprawiała się do pierwszej połowy 2011 roku, jednak tempo wzrostu gospodarczego (m.in. ze względu na trudną sytuację w wielu krajach europejskich) było umiarkowane. Realna dynamika PKB w roku 2011 wyniosła 4,5%. Na przełomie 2011 i 2012 roku gospodarka ponownie weszła w fazę spowolnienia, co skutkowało spadkiem realnej dynamiki PKB do 1,9% w roku 2012 i 1,6% w roku 2013. Rok 2014 upłynął pod znakiem ponownej poprawy koniunktury, a realny wzrost PKB wyniósł 3,3%. Na stosunkowo wysokim poziomie (3,9%) wzrost gospodarczy utrzymał się także w roku 2015.

Szacujemy, iż w roku 2016 koniunktura gospodarcza powinna być umiarkowanie dobra, na co z jednej strony wpływ będą miały m.in. zwiększone rządowe wydatki socjalne, a z drugiej strony silne zmniejszenie inwestycji, spowodowane m.in. odwlekaniem realizacji projektów infrastrukturalnych oraz uruchamiania środków pomocowych w ramach perspektywy unijnej 2014-2020.

W perspektywie kolejnego roku zagrożeniem dla utrzymania dotychczasowej, stosunkowo wysokiej dynamiki wzrostu PKB mogą okazać się problemy związane z nadmiernym deficytem budżetowym, a także ryzyko wystąpienia kolejnej fazy kryzysu finansowego w gospodarce światowej.

Istotnym z punktu widzenia osiągniętych przez Fundusz wyników finansowych czynnikiem makroekonomicznym są także utrzymujące się w ciągu ostatnich kwartałów tendencje deflacyjne, które przyczyniły się do obniżek oficjalnych stóp procentowych NBP oraz w konsekwencji do spadku oprocentowania depozytów bankowych do rekordowo niskich poziomów. Należy przy tym spodziewać się, że (także na skutek wprowadzenia od lutego 2016 r. nowego podatku od aktywów banków) **bardzo niskie oprocentowanie lokat bankowych będzie utrzymywało się przez dłuższy czas, co będzie nadal negatywnie rzutować na przychody finansowe i w konsekwencji wynik netto Funduszu.**

Historia kredytowa i stabilność sytuacji finansowej Funduszu

Od momentu rozpoczęcia przez WMFPK działalności operacyjnej (tj. od roku 2004) sytuacja finansowa Funduszu była dobra i stabilna.

Skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego oraz mnożnik kapitału własnego WMFPK, choć charakteryzowały się w ostatnich latach ogólną tendencją wzrostową, to jednak wzrost ten był stosunkowo stabilny, a wartości mnożników nie osiągały dotychczas nadmiernie wysokich poziomów. Szkodowość portfela poręczeń w ostatnich latach również była stosunkowo niska, choć w ostatnim czasie obserwowane jest pewne pogorszenie w tym zakresie. Fundusz osiągał dość zmienne wyniki finansowe, jednak choć ogólnie ich poziom był ujemny, to wartości ponoszonych strat nie budzą naszego niepokoju.

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

Bezpieczeństwo i efektywność lokat środków pieniężnych

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

W latach 2004-2006 Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” lokował istotną część posiadanych środków pieniężnych w obligacje komunalne oraz bony skarbowe. Od roku 2007 Fundusz trzyma środki pieniężne na lokatach bankowych. Okresowo niewielką kwotę ulokował również w długoterminowych certyfikatach depozytowych jednego z banków. Dokonywane przez WMFPK inwestycje co do zasady należą do kategorii bezpiecznych i generujących stabilny dochód, stąd z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu nie wnosimy zastrzeżeń odnośnie rodzaju dokonywanych przez Fundusz inwestycji.

Strukturę lokat WMFPK na koniec III. kwartału 2016 roku w podziale na poszczególne banki przedstawia tabela nr 3.10.

Obowiązująca w Funduszu instrukcja zarządzania środkami odnośnie lokat bankowych określa m.in., że: suma lokat w jednym banku (lub grupie banków powiązanych kapitałowo) nie może przekroczyć 75% wolnych środków Funduszu; Fundusz może lokować środki w bankach komercyjnych posiadających współczynnik wypłacalności na poziomie co najmniej 12% (ograniczenie to nie dotyczy przy tym banków spółdzielczych); ponadto Fundusz decydując o lokowaniu środków w poszczególnych bankach bierze pod uwagę ratingi kredytowe nadawane bankom przez agencje ratingowe (nie został jednak określony najniższy akceptowany przez Fundusz poziom ratingu).

W naszej opinii, zapisy instrukcji dotyczącej lokowania środków pieniężnych są zbyt ogólne oraz zbyt mało rygorystyczne. Procedura ta nie zapewnia bowiem utrzymywania odpowiedniej dywersyfikacji lokat środków pieniężnych WMFPK, a ponadto nie określa ona szczegółowych kryteriów ustalania limitów wartości lokat dla poszczególnych banków (np. w oparciu o poziom nadanego bankowi ratingu kredytowego).

W powyższym kontekście do czynników pozytywnych zaliczamy fakt, iż w ciągu ostatnich kilku lat WMFPK miał w praktyce dość dobrze zdywersyfikowany portfel lokat (przeważająca część środków utrzymywana była w 4-6 różnych bankach i w żadnym nie było ulokowane więcej niż 26% płynnych aktywów Funduszu).

Nasze zastrzeżenia budzi jednak fakt, że WMFPK od długiego czasu lokuje większość środków pieniężnych w bankach o ryzyku podwyższonym lub wysokim (ratingi kredytowe w skali międzynarodowej poniżej poziomu BBB- lub brak ratingu). Jakkolwiek udział tego typu banków w strukturze lokat zmniejszył się nieznacznie w okresie I-III. kw. 2016 r., to jednak nadal jest on w naszej ocenie zdecydowanie zbyt wysoki. Ponadto nadal znaczna część (ponad 1/3) łącznych środków pieniężnych będących w dyspozycji WMFPK (zaliczają się do nich powierzone Funduszowi zwrotne środki z programu RPO, za których bezpieczeństwo Fundusz odpowiada) lokowana jest w niewielkich lokalnych bankach spółdzielczych, których ryzyko co do zasady oceniamy jako wysokie.

Pomimo dość dobrej ogólnej dywersyfikacji portfela lokat, fakt utrzymywania środków o znacznej wartości w bankach charakteryzujących się podwyższonym lub wysokim ryzykiem kredytowym oceniamy negatywnie. Jest to jeden z głównych powodów obniżenia oceny ratingowej Funduszu. Należy przy tym zaznaczyć, że kontynuowanie przez Fundusz dotychczasowej polityki lokowania środków pieniężnych i utrzymywanie (lub tym bardziej ewentualny dalszy wzrost) wysokiego udziału banków o podwyższonym ryzyku i/lub ewentualny wzrost koncentracji portfela lokat będzie nadal wywierać będą negatywną presję na bieżący poziom ratingu WMFPK.

Tabela 3.10 Struktura inwestycji WMFPK na koniec III. kwartału 2016 r.

	30.09.2016
Bank # 1	24%
Bank # 2	24%
Bank # 3	13%
Bank # 4	11%
Bank # 5	9%
Bank # 6	6%
Bank # 7	4%
Bank # 8	4%
Bank # 9	3%
Razem lokaty bankowe	100,0%

Źródło: WMFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

Struktura branżowa udzielonych poręczeń

Strukturę portfela poręczeń aktywnych WMFPK w podziale na główne sektory gospodarki, według stanu na koniec lat 2013-2015 oraz na koniec III. kwartału 2016 roku przedstawia tabela nr 3.11.

Tabela 3.11 WMFPK – struktura branżowa aktywnych poręczeń

Branża	XII.2013	XII.2014	XII.2015	IX.2016
usługi	41,6%	50,7%	50,4%	45,8%
handel	26,4%	25,1%	26,5%	26,0%
produkcja	14,2%	13,6%	15,0%	17,7%
budownictwo	10,1%	5,0%	3,0%	6,1%
inne	7,8%	5,6%	5,0%	4,4%
Razem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: WMFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

Dywersyfikację portfela poręczeń w ujęciu branżowym oceniamy w ostatnim czasie jako niewystarczającą. Fundusz ma bowiem od pięciu lat nieco zbyt wysoką ekspozycję na ryzyko sektora usługowego. Według metodologii stosowanej przez agencję ratingową EuroRating za maksymalny bezpieczny udział jednej branży w portfelu poręczeń uznaje się 40%. W przypadku WMFPK przekroczenie tego poziomu było w ciągu ostatnich trzech lat już dość istotne (5-10 p.p.), co zaliczamy do czynników lekko negatywnych.

Stosowane procedury wewnętrzne

Istniejące w Warmińsko-Mazurskim Funduszu „Poręczenia Kredytowe” procedury wewnętrzne regulują następujące obszary działalności tej instytucji:

- „Regulamin udzielania poręczeń indywidualnych” określa ogólne zasady działalności Funduszu oraz kwestie związane z udzielaniem poręczeń; precyzuje grono podmiotów uprawnionych do ubiegania się o poręczenie; ogranicza maksymalną wartość udzielanych poręczeń do wysokości 80% kwoty poręczanego kredytu lub pożyczki; a także ustanawia łączny limit poręczeń na rzecz jednego podmiotu na poziomie 5% kapitału poręczeniowego Funduszu (dodatkowo funkcjonuje wprowadzony przez Zarząd Funduszu limit kwotowy w wysokości 1,0 mln zł);
- „Regulamin udzielania poręczeń wadialnych” określa zasady udzielania poręczeń wadialnych, ogranicza maksymalną wartość poręczenia wadialnego do 500 tys. zł i maksymalną wartość limitu wadialnego do 1 mln zł, określa zabezpieczenia oraz sposób realizacji zobowiązań Funduszu wynikających z poręczenia;
- „Metodologia oceny ryzyka poręczeniowego” bardzo szczegółowo określa proces przyjmowania i weryfikowania wniosków oraz analizę ryzyka kredytowego wnioskodawców (model scoringowy);
- „Instrukcja służbowa – zarządzanie środkami oraz planowanie i sprawozdawczość w WMFPK” określa dopuszczalne rodzaje inwestycji środków pieniężnych oraz w sposób bardzo ogólny opisuje dopuszczalne limity koncentracji tych inwestycji, a także zasady tworzenia rocznego i trzyletniego planu finansowego;

- „Regulamin tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością poręczeniową” szczegółowo określa sposób, częstotliwość i wysokość tworzenia rezerw celowych oraz rezerwy na ryzyko ogólne;
- „Regulamin Komisji Kwalifikacyjnej” określa tryb i zasady pracy komisji kwalifikacyjnej, której zadaniem jest opiniowanie wniosków o udzielanie poręczeń;
- „Regulamin współpracy pomiędzy firmą leasingową a WMFPK w zakresie udzielania poręczeń indywidualnych” określa zasady, warunki i tryb udzielania poręczeń zobowiązań wynikających z umów leasingowych;
- „Metodologia oceny ryzyka poręczeniowego dla leasingu” szczegółowo określa proces przyjmowania i weryfikowania wniosków a także analizę ryzyka kredytowego wnioskodawców leasingowych;
- „Zarządzenie Wewnętrzne Prezesa Zarządu” z października 2013 roku określa podstawę wyliczania rezerwy na ryzyko ogólne oraz podstawę do wyliczenia wartości odpisu aktualizacyjnego poręczeń wypłaconych.

Obowiązujące w WMFPK procedury wewnętrzne oceniamy generalnie pozytywnie, jakkolwiek niektóre zapisy w nich zawarte należy naszym zdaniem określić jako zbyt ogólne i liberalne. Dotyczy to w szczególności sposobu lokowania środków pieniężnych – w tym oceny wiarygodności instytucji finansowych, którym Fundusz powierza swoje aktywa oraz limitów koncentracji lokat.

Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

Według stanu na koniec III. kwartału 2016 roku w Spółce zatrudnionych było 13 osób (łącznie na 12,5 etatów). Pomimo znaczącej redukcji stanu personelu dokonanej w ciągu kilku ostatnich kwartałów (jeszcze w połowie 2015 roku Fundusz zatrudniał 20 osób na 19,5 etatów), oceniamy iż obecna niższa liczba pracowników nie powinna stanowić problemu pod kątem sprawności prowadzenia działalności operacyjnej (poręczeniowej) w obecnej skali.

Jedynę większe ryzyko operacyjne związane z trudnościami w prowadzeniu działalności operacyjnej Funduszu może dotyczyć faktu funkcjonowania jednoosobowego Zarządu WMFPK. Zakładamy jednak, że w przypadku wystąpienia konieczności czasowego zastępstwa Prezesa Zarządu, bieżące działania Funduszu mogą być wspierane przez członków Rady Nadzorczej Spółki.

Perspektywy rozwoju i plan finansowy

Wewnętrzne regulacje Funduszu nie narzucają maksymalnego poziomu mnożnika kapitału poręczeniowego, jednak w umowach WMFPK z większością banków wpisany jest maksymalny mnożnik na poziomie 3,0. Ponieważ obecnie poziom nieskorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego (przy uwzględnieniu w kapitale poręczeniowym całości środków zwrotnych z RPO) wynosi ok. 1,3, powyższe ograniczenia nie stanowiły dotychczas bariery dla wzrostu akcji poręczeniowej Funduszu.

Na sytuację finansową Funduszu i jego zdolność do bezpiecznego zwiększania akcji poręczeniowej istotny wpływ miało zwrotne dofinansowanie w ramach RPO I, jakie WMFPK otrzymał w 2009 roku

(w kwocie 27,2 mln zł) i przyznane w 2012 roku dodatkowe wsparcie w ramach RPO II (w kwocie 4,0 mln zł), otrzymane w 2013 roku. Ponadto Fundusz otrzymał wsparcie w ramach programu Rozwój Polski Wschodniej (dwa limity na reporeczenia w wysokości 9 i 5 mln zł). Oba przyznane limity w ramach programu RPW zostały jednak wykorzystane w całości już w I. kwartale 2014 r. Do dyspozycji Funduszu w celu udzielania poręczeń pozostały jedynie środki w ramach RPO I oraz środki własne.

W sytuacji, gdyby (planowany obecnie do zakończenia z końcem I. kwartału 2017 r.) program RPO nie został przedłużony (rozstrzygnięcia w tym zakresie powinny nastąpić w IV. kwartale 2016 r.) i środki z tego programu musiałyby zostać zwrócone, kapitał poręczeniowy WMFPK gwałtownie uległby gwałtownemu obniżeniu (nawet o ponad 34 mln zł). Jakkolwiek nie stanowi to zagrożenia dla zachowania płynności i wypłacalności Funduszu (zobowiązania z tytułu RPO mają pełne pokrycie w środkach pieniężnych), to jednak nastąpiłby znaczny wzrost mnożnika kapitału poręczeniowego (nawet powyżej granicznego poziomu 3,0 określonego w umowach z instytucjami finansującymi). Oznaczałoby to konieczność (przynajmniej czasowego) ograniczenia przez WMFPK skali prowadzonej akcji poręczeniowej.

Na zdolność Funduszu do utrzymania (lub ewentualnego dalszego zwiększania) skali prowadzonej akcji poręczeniowej w perspektywie średnioterminowej istotny wpływ może mieć także potencjalne otrzymanie kolejnego wsparcia ze środków unijnych w ramach nowej perspektywy na lata 2014-2020. Jest prawdopodobne, że wsparcie to będzie miało charakter reporeczeń dla poręczeń udzielanych przez fundusze poręczeniowe, jednak nie zapadły jeszcze ostateczne decyzje dotyczące skali oraz szczegółowych warunków, na jakich wsparcie to będzie udzielane funduszom poręczeniowym.

4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” w Działdowie należy do funduszy średniej wielkości pod względem wartości posiadanego kapitału wśród funduszy wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej. Jako fundusz regionalny, obejmujący zasięgiem swojej działalności całe województwo warmińsko-mazurskie, WMFPK ma portfel poręczeń stosunkowo dobrze zdywersyfikowany pod względem geograficznym.

Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” od początku działalności systematycznie zwiększał liczbę i wartość udzielanych poręczeń, w rezultacie czego systematycznie rosła wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego, który w 2007 r. po raz pierwszy przekroczył wartość 1,0, a w III. kwartale 2009 r. osiągnął najwyższy dotychczas poziom 1,81. W IV. kwartale 2009 r. Fundusz otrzymał dofinansowanie w ramach RPO, które podwoiło wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego WMFPK. W rezultacie skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego obniżył się do poziomu 0,86. W ciągu kolejnych lat na skutek dalszego systematycznego wzrostu portfela poręczeń aktywnych (do najwyższego dotychczas poziomu 68,1 mln zł osiągniętego na koniec 2015 r.), przy stabilnej wartości kapitału poręczeniowego, wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego stopniowo rosła, osiągając na koniec 2015 r. poziom 1,59. W ciągu pierwszych trzech

kwartałów 2016 r. wskaźnik ten ustabilizował się na poziomie ok. 1,5-1,6; na koniec września 2016 r. wyniósł 1,58.

Wskaźnik realnej ekspozycji kapitału własnego na ryzyko udzielonych poręczeń (tj. po wyłączeniu poręczeń w ramach RPO oraz części poręczeń w ramach RPW podlegających reporeczeniu), czyli mnożnik kapitału własnego Spółki, w ostatnich latach systematycznie wzrastał: z 1,93 na koniec 2011 roku do najwyższego dotychczas poziomu 3,17 osiągniętego na koniec 2015 r. (wartość poręczeń na ryzyku własnym Funduszu wyniosła wówczas 47,4 mln zł). W ciągu trzech pierwszych kwartałów 2016 r. wartość poręczeń aktywnych na ryzyku Funduszu ustabilizowała się na poziomie zbliżonym do osiągniętego w roku ubiegłym, w wyniku czego mnożnik kapitału własnego Spółki także ustabilizował swoją wartość na poziomie ok. 3,0-3,2 (na koniec września b.r. było to 3,0).

O ile obecną wartość portfela poręczeń w relacji do skorygowanego kapitału poręczeniowego można nadal określić jako dość niską i bezpieczną, to mnożnik kapitału własnego Spółki, po wzroście jaki miał miejsce w ostatnim czasie, należy już określić jako stosunkowo wysoki. Wzrost własnej ekspozycji WMFPK na ryzyko udzielonych poręczeń jest obecnie jedną z głównych przyczyn obniżenia ratingu kredytowego Funduszu.

Ogólną dywersyfikację portfela poręczeń (liczoną według średniej wartości poręczenia) oceniamy jako dobrą. Nieco zbyt wysoka jest jednakże od dłuższego czasu ekspozycja Funduszu na ryzyko największych klientów (w szczególności pod względem relacji tych poręczeń do kapitału własnego Spółki).

Wskaźnik szkodowości portfela poręczeń, po spadku do 0,1-0,4% w latach 2010-2011, w latach 2012-2015 ponownie wzrósł do 0,8-1,4%. W III kwartale 2016 roku WMFPK dokonał wypłaty dużego (ok. 1 mln zł) poręczenia udzielonego w ramach RPO, przez co wskaźnik szkodowości portfela uwzględniający wypłaty z czterech ostatnich kwartałów wzrósł na koniec września do najwyższego dotychczas poziomu 2,2%. **Jakkolwiek dotychczasową ogólną szkodowość portfela poręczeń nadal oceniamy jako dość niską, to do czynników negatywnych zaliczamy obecnie obserwowany w ciągu kilku ostatnich lat rosnący trend wartości wypłat poręczeń dokonywanych przez WMFPK. Jest to obecnie jeden z czynników wpływających na lekki wzrost ryzyka kredytowego Funduszu i tym samym na dokonane obniżenie jego ratingu kredytowego.**

Wyliczona w oparciu o skorygowany wynik finansowy rentowność kapitału własnego WMFPK była w ostatnich latach dość zmienna, jednak poza rokiem 2011 (kiedy to skorygowany wynik przyjął stosunkowo wysoką wartość dodatnią) była generalnie ujemna, a ponadto w latach 2012-2015 charakteryzowała się tendencją spadkową (najniższą dotychczas wartość -6,8% rentowność osiągnęła w roku 2015). Skorygowany wynik za trzy pierwsze kwartały 2016 r. (m.in. dzięki dokonanej przez Fundusz redukcji kosztów operacyjnych) uległ poprawie, jednak nadal był ujemny, a wskaźnik rentowności kapitału Spółki liczony dla 4 ostatnich kwartałów ukształtował się na poziomie -2,6%. **Pogarszanie się skorygowanych wyników finansowych WMFPK i wskaźnika rentowności, jakie miało miejsce w ciągu ostatnich trzech lat, jest obecnie również jednym z czynników wpływających na dokonane obniżenie ratingu kredytowego Funduszu.**

W kontekście oceny polityki inwestycyjnej Funduszu **negatywnie oceniamy zbyt ogólne i zbyt mało rygorystyczne zapisy obowiązującej w Funduszu instrukcji zarządzania środkami pieniężnymi.** WMFPK w ciągu ostatnich kilku lat miał wprawdzie dość dobrze zdywersyfikowany portfel lokat w podziale na poszczególne banki, jednakże od długiego czasu **większość środków pieniężnych będących w dyspozycji Funduszu lokowana jest w bankach charakteryzujących się podwyższonym lub nawet wysokim ryzykiem kredytowym.** Jakkolwiek udział tego typu banków w strukturze lokat zmniejszył się nieznacznie w okresie I-III. kw. 2016 r., to jednak nadal jest on w naszej ocenie zdecydowanie zbyt wysoki. Ponadto nadal znaczna część (ponad 1/3) łącznych środków pieniężnych lokowana jest wciąż w niewielkich lokalnych bankach spółdzielczych, których ryzyko co do zasady oceniamy jako wysokie.

Pomimo dość dobrej ogólnej dywersyfikacji portfela lokat, fakt utrzymywania środków o znacznej wartości w bankach charakteryzujących się podwyższonym lub wysokim ryzykiem kredytowym oceniamy negatywnie. Jest to również jeden z głównych powodów obniżenia oceny ratingowej Funduszu.

Na zdolność Funduszu do utrzymania (lub ewentualnego dalszego zwiększania) skali prowadzonej akcji poręczeniowej istotny wpływ mogą mieć rozstrzygnięcia dotyczące dalszych losów środków zwrotnych z programu RPO (zgodnie z obecną umową program ma się zakończyć z końcem I. kwartału 2017 r.), a także możliwość otrzymania kolejnego wsparcia ze środków unijnych w ramach nowej perspektywy na lata 2014-2020. Jest prawdopodobne, że wsparcie to będzie miało charakter reporeczeń dla poręczeń udzielanych przez fundusze poręczeniowe, jednak nie zapadły jeszcze ostateczne decyzje dotyczące skali oraz szczegółowych warunków, na jakich wsparcie to będzie udzielane funduszom poręczeniowym.

Podsumowując, sytuacja finansowa Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” w Działdowie jest w naszej opinii nadal dobra i stabilna, a jego ryzyko kredytowe wciąż oceniamy jako niskie. Niemniej jednak ze względu na omówione powyżej czynniki wywierające negatywną presję na dotychczasowy poziom ratingu, **z dniem publikacji niniejszego raportu (tj. 14.11.2016 r.) rating kredytowy WMFPK zostaje obniżony z poziomu "A" do "A-". Perspektywa ratingu zostaje zmieniona z negatywnej na stabilną.**

Podatność nadanego ratingu na zmiany

Do potencjalnych najistotniejszych czynników, które mogłyby oddziaływać pozytywnie na ocenę ryzyka kredytowego Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o. zaliczamy: ewentualne trwałe zwiększenie bezpieczeństwa portfela lokat środków pieniężnych poprzez znaczne zmniejszenie lub całkowite wyeliminowanie udziału lokat w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym; trwałe obniżenie mnożnika kapitału własnego Spółki; znaczne zmniejszenie ekspozycji na ryzyko największych klientów (w szczególności w odniesieniu do kapitału własnego Spółki); zmniejszenie szkodowości portfela poręczeń; a także ewentualna trwała poprawa wyników finansowych.

Negatywny wpływ na ocenę ratingową WMFPK mogłyby mieć natomiast: ewentualny dalszy wzrost poziomu skorygowanego mnożnika kapitału własnego Spółki; dalszy wzrost wartości wypłacanych poręczeń oraz wzrost wskaźnika szkodowości portfela poręczeń; generowanie wysokich ujemnych wyników finansowych; ewentualny wzrost ekspozycji Funduszu na ryzyko największych klientów w relacji do posiadanego kapitału własnego; a także kontynuowanie przez Fundusz w perspektywie średnioterminowej lokowania środków pieniężnych w bankach charakteryzujących się podwyższonym i wysokim ryzykiem kredytowym (lub tym bardziej ewentualny wzrost udziału tego typu banków w łącznym portfelu lokat) i/lub wzrost koncentracji portfela lokat.

5. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating

Poniższa tabela zawiera opis ryzyka kredytowego związanego z poszczególnymi klasami ratingów nadawanych przez agencję ratingową EuroRating:

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

6. Ujawnienia regulacyjne

EuroRating Sp. z o.o. jest formalnie zarejestrowana przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority – ESMA) jako agencja ratingowa uprawniona do wystawiania ratingów kredytowych na terenie całej Unii Europejskiej (zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych) i podlega bezpośredniemu nadzorowi ESMA (<https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk>).

EuroRating posiada tym samym status ECAI (zewnętrznej instytucji oceny wiarygodności kredytowej – zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady nr 575/2013 z dnia 26.06.2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych) w Unii Europejskiej, co oznacza, iż ratingi kredytowe nadawane przez EuroRating mogą być stosowane przez instytucje finansowe do celów regulacyjnych w całej UE i są równe ratingom wystawionym przez inne agencje uznane przez ESMA, bez terytorialnych lub innych ograniczeń.

Ratingi nadawane przez agencję ratingową EuroRating funduszom poręczeń kredytowych mogą być stosowane przez banki akceptujące poręczenia tych funduszy do celów regulacyjnych – w tym w szczególności do ograniczania poziomu tworzonych rezerw celowych na poręczone kredyty, zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 16.12.2008 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków (j.t. DZ.U.2015.2066).

Opis metodologii ratingowej stosowanej przez EuroRating prezentowany jest w serwisie internetowym agencji (www.EuroRating.com) w sekcji „Ratingi kredytowe”–„Metodologia”. Definicje ratingowe oraz skala ratingowa stosowana przez EuroRating są publikowane w serwisie internetowym agencji w sekcji „Ratingi kredytowe”–„Skala ratingowa”.

Rating kredytowy nadany Warmińsko-Mazurskiemu Funduszowi „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o. o. jest ratingiem publicznym. Data pierwszej publikacji ratingu kredytowego dla ocenianego podmiotu, aktualny rating oraz pełna historia ratingu publikowane są bezpłatnie w sposób ogólnodostępny w serwisie internetowym agencji ratingowej EuroRating w sekcji „Ratingi kredytowe”, w odpowiedniej zakładce dotyczącej ocenianego podmiotu. EuroRating nie bierze odpowiedzialności za informacje o aktualnym ratingu ocenianego podmiotu przekazywane przez oceniany podmiot lub przez jakiegokolwiek strony trzecie.

Rating kredytowy nadany Warmińsko-Mazurskiemu Funduszowi „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o. o. jest ratingiem zamówionym przez oceniany podmiot. EuroRating otrzymuje wynagrodzenie za nadanie oraz późniejszy monitoring tego ratingu. Oceniany podmiot brał udział w procesie ratingowym poprzez przekazywanie agencji dokumentów, informacji i wyjaśnień dotyczących swojej sytuacji ekonomiczno-finansowej. Agencja nie świadczyła i nie świadczy dla ocenianego podmiotu żadnych płatnych usług dodatkowych.

Prezentowany rating kredytowy jest ratingiem dla emitenta – jest ogólną oceną wiarygodności kredytowej ocenianego podmiotu i dotyczy ryzyka kredytowego jego niezabezpieczonych i niepodporządkowanych zobowiązań finansowych (w tym zobowiązań warunkowych związanych z udzielonymi poręczeniami). Informacja o nadanym ratingu została przedstawiona ocenianemu podmiotowi z wyprzedzeniem. Rating został wystawiony bez zmian wynikających z tego ujawnienia.

EuroRating uważa zakres i jakość dostępnych informacji na temat ocenianego podmiotu za wystarczające do nadania wiarygodnego ratingu kredytowego. EuroRating podejmuje wszelkie niezbędne środki mające na celu zapewnienie, aby pozyskiwane informacje wykorzystywane w procesie ratingowym charakteryzowały się odpowiednią jakością oraz aby pochodziły ze źródeł, które agencja uważa za wiarygodne. EuroRating nie ma jednakże możliwości sprawdzenia lub potwierdzenia w każdym przypadku poprawności, prawdziwości oraz rzetelności pozyskanych informacji wykorzystywanych w procesie oceny i/lub prezentowanych w niniejszym raporcie.

Ratingi kredytowe nadawane przez agencję ratingową EuroRating stanowią wyłącznie własną opinię agencji na temat kondycji finansowo-ekonomicznej i ryzyka kredytowego podmiotów podlegających ocenie i nie mogą być one traktowane w inny sposób. Agencja ratingowa EuroRating nie zajmuje się doradztwem inwestycyjnym, a przyznawane przez EuroRating ratingi nie stanowią rekomendacji kupna, sprzedaży lub utrzymywania jakichkolwiek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych, jak również nie stanowią rekomendacji utrzymywania bądź też zaprzestania innych form współpracy biznesowej z ocenianymi podmiotami. Ratingi i raporty ratingowe nie mogą również zastępować prospektów emisyjnych ani innych formalnych dokumentów wymaganych przy ewentualnych emisjach papierów wartościowych przeprowadzanych przez oceniane podmioty lub inne strony trzecie.

Osoby podejmujące decyzje w oparciu o nadawane przez EuroRating ratingi kredytowe robią to wyłącznie na własne ryzyko. Agencja ratingowa EuroRating nie uczestniczy w zyskach, jak również nie ponosi żadnej odpowiedzialności za ewentualne straty użytkowników lub stron trzecich, jakie mogą wyniknąć z korzystania z nadawanych przez agencję ratingów.

© Wszelkie prawa autorskie i pokrewne, związane z nadawanymi ratingami kredytowymi oraz publikowanymi przez EuroRating raportami ratingowymi należą do agencji ratingowej EuroRating.