

Agencja Ratingowa

EuroRatingTM

www.EuroRating.pl

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

e-mail: agencja@eurorating.pl

ul. Cynamonowa 19 lok. 548, 02-777 Warszawa

**Lubuski Fundusz
Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
z siedzibą w Zielonej Górze**

Raport ratingowy

Nadany rating kredytowy	Perspektywa ratingu
A-	stabilna

Agencja Ratingowa EuroRating

Warszawa

11.12.2014 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	5
3.1 Rachunek zysków i strat	5
3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe	10
3.3 Analiza wskaźnikowa	14
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	22
3.5 Ocena czynników niefinansowych	24
4. Podsumowanie analizy i ostateczna ocena ryzyka kredytowego	29
5. Skala ratingów agencji ratingowej EuroRating	32
6. Ujawnienia regulacyjne	33

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym

1.1 Aktualny rating Funduszu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data nadania ratingu
A-	stabilna	11.12.2014

Główny analityk ratingowy

Kamil Kolczyński

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 24 33

e-mail: kamil.kolczynski@eurorating.pl

Przewodniczący Komitetu Ratingowego

dr Piotr Dalkowski

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 21 46

e-mail: piotr.dalkowski@eurorating.pl

1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

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

2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie

2.1 Dane rejestrowe

Przedsiębiorstwo Lubuski Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. zarejestrowane jest w Rejestrze Przedsiębiorstw Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000127519; numer REGON 977989247; NIP 929-16-92-041. Kapitał zakładowy Spółki wynosi 7.900.000 zł (opłacony w całości) i dzieli się na 790 udziałów o wartości nominalnej po 10.000 zł każdy. Spółka została utworzona na czas nieograniczony.

Siedziba Funduszu mieści się w Zielonej Górze (65-058), przy ul. Kupieckiej 32 B. Zarząd Spółki jest jednoosobowy – funkcję Prezesa Zarządu pełni pan Łukasz Pabierowski.

Strukturę udziałową Spółki według stanu na dzień sporządzania niniejszego raportu przedstawia tabela 2.1.

Tabela 2.1 Lubuski FPK – struktura udziałowa

Lp.	Udziałowcy	Liczba udziałów (szt.)	Kapitał (tys. zł)	Udział w kapitale	Liczba głosów (szt.)	Udział w głosach
1	Województwo Lubuskie	360	3 600	45,6%	1 080	71,5%
2	Bank Gospodarstwa Krajowego	300	3 000	38,0%	300	19,9%
3	Wojewódzki Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej w Zielonej Górze	130	1 300	16,5%	130	8,6%
RAZEM		790	7 900	100,0%	1 510	100,0%

Udziałowcem posiadającym największy udział (45,6%) w kapitale zakładowym Spółki jest Województwo Lubuskie. Ze względu na fakt, że udziały posiadane przez tego wspólnika są uprzywilejowane co do głosu w stosunku 3:1, udział Województwa Lubuskiego w głosach na Zgromadzeniu Wspólników wynosi 71,5%.

Pozostałymi udziałowcami Spółki są: Bank Gospodarstwa Krajowego (posiadający 38% udziałów, dających prawo do 19,9% głosów na Zgromadzeniu Wspólników) oraz Wojewódzki Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej (z udziałem w kapitale na poziomie 16,5%, dającym 8,6% głosów).

2.2 Historia i przedmiot działalności

Lubuski Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. powstał w czerwcu 2002 roku z inicjatywy Sejmiku Województwa Lubuskiego. Spółka rozpoczęła działalność z kapitałem w wysokości 2 mln zł; jedynym założycielem Funduszu było Województwo Lubuskie.

Pod koniec 2002 Spółka została dokapitalizowana kwotami po 1 mln zł przez Bank Gospodarstwa Krajowego oraz Wojewódzki Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej w Zielonej Górze. Dzięki wejściu w skład udziałowców Banku Gospodarstwa Krajowego LFPK dołączył do sieci regionalnych funduszy poręczeniowych, wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej, działających na terenie większości województw w kraju. System regionalnych funduszy pożyczkowych i poręczeniowych powstał na podstawie rządowego programu „Kapitał dla przedsiębiorczych na lata 2002–2006”. Celem tego programu była budowa zintegrowanego i efektywnego systemu regionalnych i lokalnych instytucji finansowych, służących wsparciu finansowemu małych i średnich przedsiębiorstw. Funkcję koordynatora działalności funduszy poręczeń kredytowych oraz twórcę metodologii ich funkcjonowania z ramienia Ministerstwa Gospodarki pełni Bank Gospodarstwa Krajowego, który jest również udziałowcem wielu funduszy.

W maju 2003 roku wspólnicy: Województwo Lubuskie oraz Bank Gospodarstwa Krajowego dokonali kolejnego podwyższenia kapitału Spółki – odpowiednio o 0,9 mln zł oraz 2,0 mln zł.

Kolejne dokapitalizowanie Spółki, na kwotę 1 mln zł, miało miejsce w październiku 2004 roku. Nowe udziały objęli: Województwo Lubuskie (0,7 mln zł) oraz Wojewódzki Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej (0,3 mln zł).

Obecnie Fundusz dysponuje kapitałem podstawowym w wysokości 7,9 mln zł i cała ta kwota przeznaczona jest na cele statutowe Spółki, tj. na działalność poręczeniową.

Oprócz wpłat wnoszonych przez udziałowców, w latach 2005-2008 kapitał własny Funduszu powiększony został o dofinansowanie otrzymywane za pośrednictwem PARP ze środków Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego w ramach Sektorowego Programu Operacyjnego „Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw” (SPO-WKP). Łączna wartość otrzymanego przez LFPK dofinansowania wyniosła 21 mln zł.

W III. kwartale 2009 roku kapitał poręczeniowy Funduszu powiększyło kolejne wsparcie ze środków unijnych (tym razem o charakterze zwrotnym) – w ramach Lubuskiego Regionalnego Programu Operacyjnego (RPO) na lata 2007-2013, w kwocie 10 mln zł. W IV. kwartale 2013 roku LFPK otrzymał drugą transzę zwrotnego wsparcia w ramach RPO – w kwocie 2 mln zł.

Podstawowym celem Funduszu jest wspieranie rozwoju sektora mikro, małych i średnich przedsiębiorstw z terenu województwa lubuskiego poprzez ułatwianie im dostępu do zewnętrznego finansowania dzięki udzielanym przez Fundusz poręczeniom kredytów i pożyczek. Lubuski Fundusz Poręczeń Kredytowych nie jest przedsiębiorstwem nastawionym na maksymalizację zysku.

3. Analiza ekonomiczno-finansowa

3.1 Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat Lubuskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych za lata 2011-2013* oraz za pierwsze trzy kwartały 2014 roku przedstawia tabela nr 3.1.

Przychody ze sprzedaży

Fundusz generuje przychody ze sprzedaży wyłącznie z prowizji i opłat z tytułu udzielanych poręczeń.

Do 2009 roku wartość przychodów ze sprzedaży charakteryzowała się stałą tendencją wzrostową, co związane było przede wszystkim z systematycznym wzrostem liczby i wartości udzielanych przez LFPK poręczeń.

* Roczne sprawozdania finansowe LFPK Sp. z o.o. podlegają badaniu przez biegłego rewidenta.

Tabela 3.1 Lubuski Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– rachunek zysków i strat za lata 2011-2013 oraz za I-III. kw. 2014 r.

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2011	Za rok 2012	Za rok 2013	Za okres I-IX.2014
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY	583,4	546,9	362,3	85,2
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	583,4	546,9	362,3	85,2
II. Zmiana stanu produktów	-	-	-	-
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	1 095,9	1 149,8	1 089,2	691,1
I. Amortyzacja	8,3	8,3	7,7	5,5
II. Zużycie materiałów i energii	38,2	34,5	30,4	15,9
III. Usługi obce	272,8	295,1	296,6	203,5
IV. Podatki i opłaty	26,8	26,6	65,0	4,3
V. Wynagrodzenia	551,6	527,4	516,2	349,8
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	110,4	98,0	93,6	61,0
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	87,7	159,8	79,7	51,2
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(512,5)	(602,8)	(726,9)	(605,9)
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	200,3	225,6	776,9	849,2
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	200,0	200,0	210,0	180,0
III. Inne przychody operacyjne	0,3	25,6	566,9	669,2
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	751,6	762,8	1 063,0	824,0
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	-	-	-
III. Inne koszty operacyjne	751,6	762,8	1 063,0	824,0
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(1 063,9)	(1 140,0)	(1 013,0)	(580,7)
G. PRZYCHODY FINANSOWE	1 778,1	1 901,0	1 467,9	971,7
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	1 778,1	1 897,1	1 460,9	971,7
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	-	3,9	7,0	-
H. KOSZTY FINANSOWE	-	-	-	-
I. Odsetki	-	-	-	-
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	-	-	-	-
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	714,2	761,0	454,9	391,0
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	714,2	761,0	454,9	391,0
L. PODATEK DOCHODOWY	69,4	418,9	200,4	160,3
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIJSZ. ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	644,8	342,1	254,5	230,7

W latach 2010-2012 wartość udzielonych poręczeń oscylowała wokół 40 mln zł rocznie, jednak z uwagi na fakt, iż od 2010 roku LFPK – zgodnie z warunkami otrzymanego dofinansowania – zaczął ujmować przychody z prowizji od poręczeń udzielonych w ramach RPO bezpośrednio w pasywach w poz. B.III.3 – „fundusze specjalne” (gdzie wykazywane są środki zwrotne projektu RPO), wartość przychodów wykazywanych w poz. A.I. RZiS uległa nieznacznemu zmniejszeniu.

W roku 2013 oraz w ciągu pierwszych trzech kwartałów 2014 roku przychody ze sprzedaży uległy gwałtownemu zmniejszeniu, co wynikało z drastycznego zmniejszenia się począwszy od II. połowy 2013 roku liczby i wartości udzielanych przez Fundusz poręczeń. Zgodnie z informacjami otrzymanymi od Funduszu związane było to głównie z uruchomieniem rządowego programu „de minimis” – poręczeń dla mikroprzedsiębiorstw realizowanych za pośrednictwem Banku Gospodarstwa Krajowego. Prostsze zasady oraz korzystniejsze warunki cenowe poręczeń de minimis spowodowały znaczny odpływ klientów LFPK.

Koszty operacyjne

Struktura kosztów rodzajowych LFPK jest zbliżona do typowej dla działalności funduszy poręczeniowych. Głównym składnikiem kosztów są wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne, stanowiące łącznie ok. 55-60% łącznych kosztów. Drugim istotnym składnikiem kosztów są usługi obce, z udziałem na poziomie 25-30%. Kilkunastoprocentowy udział w kosztach mają „pozostałe koszty rodzajowe”.

Koszty działalności operacyjnej stale przekraczały wartość generowanych przychodów ze sprzedaży, przy czym wartość straty ze sprzedaży do 2008 roku pozostawała stosunkowo niska i stabilna (wahała się w zakresie od -165 do -280 tys. zł). W kolejnych latach wartość straty ze sprzedaży systematycznie rosła (co było wynikiem zarówno wzrostu kosztów, jak i spadku przychodów), osiągając na koniec 2013 roku -726,9 tys. zł; po trzech kwartałach 2014 roku było to -605,9 tys. zł.

Analizując wynik na tym poziomie rachunku zysków i strat należy jednak wziąć pod uwagę fakt, że wzrost kosztów, jaki nastąpił głównie w latach 2009-2010, związany był przede wszystkim z realizacją projektu dofinansowywanego ze środków unijnych w ramach Lubuskiego Regionalnego Projektu Operacyjnego (RPO). LFPK otrzymuje przy tym począwszy od 2010 roku od menedżera projektu RPO refundację części ponoszonych kosztów związanych z realizacją tego projektu. Przychody z tego tytułu (w zryczałtowanej wysokości ok. 200 tys. zł rocznie) ujmowane są w poz. D.II RZiS – „dotacje”. Przy uwzględnieniu otrzymanej refundacji kosztów w ramach RPO wartość straty ze sprzedaży w 2013 roku wyniosła -516,9 tys. zł, a po trzech kwartałach 2014 roku wyniosła -425,9 tys. zł.

Generalnie ujemny wynik brutto ze sprzedaży traktujemy jako zjawisko typowe dla działalności funduszy poręczeniowych nienastawionych na maksymalizację zysku. W przypadku LFPK wartość straty na tym poziomie RZiS można określić jako umiarkowaną (stanowiła ona równowartość ok. 1-2% kapitału poręczeniowego), jednakże do czynników negatywnych zaliczamy systematyczny wzrost straty na tym poziomie RZiS, jaki ma miejsce począwszy od 2012 roku.

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

LFPK w latach 2005-2008 w pozostałych przychodach operacyjnych (w pozycji D.II – „dotacje”) wykazywał otrzymywane z PARP transze dofinansowania w ramach programu SPO-WKP. Kwoty te wykazywane były przy tym równocześnie w pozostałych kosztach operacyjnych (pozycja E.III – „inne koszty operacyjne”), jako koszty odpisów na fundusz specjalny (poręczeniowy). Wpływ otrzymywanych dotacji na wynik finansowy Funduszu był więc neutralny.

W roku 2009 w analogiczny sposób zaksięgowane zostało otrzymane przez Fundusz kolejne dofinansowanie (w kwocie 10 mln zł) ze środków unijnych, tym razem o charakterze zwrotnym – w ramach Lubuskiego Regionalnego Programu Operacyjnego.

Od początku 2010 roku w poz. D.II – „dotacje” wykazywane są zryczałtowane kwoty refundacji kosztów prowadzenia projektu RPO (w ramach rocznego limitu 2% kwoty dofinansowania).

W roku 2013 Fundusz wykazał w pozycji D.III – „inne przychody operacyjne” kwotę 566,9 tys. zł, dotyczącą zwrotu naliczonego w poprzednich latach podatku CIT od lokat środków z programu SPO-WKP, natomiast w okresie I-III. kw. 2014 r. w tej samej pozycji RZiS wykazana została kwota 669,2 tys. zł dotycząca głównie odzyskanego od jednego z banków wypłaconego wcześniej spornego poręczenia.

W pozycji „inne koszty operacyjne” (poz. E.III) począwszy od I. kwartału 2010 roku wykazywane są wartości tworzonej rezerwy na ryzyko ogólne (do końca 2009 roku tworzenie rezerw na ryzyko ujmowane było w „innych kosztach finansowych”. Należy w tym miejscu zaznaczyć, iż LFPK nie tworzy rezerw celowych na ryzyko wypłaty poszczególnych poręczeń zagrożonych, lecz tylko rezerwę ogólną na możliwe przyszłe wypłaty poręczeń.[†]

Istotne jest przy tym, iż wypłaty poręczeń księgowane w ciężar rezerwy ogólnej (oraz związane z tym rozwiązywanie tej rezerwy, a także tworzenie odpisu aktualizacyjnego na należność z tytułu wypłaconego poręczenia) nie są wykazywane w rachunku zysków i strat. Dopóki więc rezerwa ogólna nie ulegnie wyczerpaniu, wypłaty poręczeń nie będą ujęte w kosztach i tym samym nie będą miały wpływu na bieżący wynik finansowy Funduszu.

Saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych przyjmowało w większości poprzednich lat wartości ujemne, powiększając wartość wykazywanej straty na działalności operacyjnej.

[†] Kwestia zasad tworzenia przez Fundusz rezerw oraz ich stan omówione zostały szerzej w punkcie 3.4.

Przychody i koszty finansowe

Na przychody finansowe Spółki w całym analizowanym okresie składały się dochody z lokat środków pieniężnych. Ich wartość rosła dynamicznie do roku 2009 włącznie, głównie na skutek wzrostu stanu środków pieniężnych posiadanych przez Fundusz (od roku 2005 na rachunek Spółki wpływały kolejne transze dofinansowania w ramach SPO-WKP).

W latach 2010-2012 wartość przychodów finansowych ustabilizowała się na poziomie ok. 1,8-1,9 mln zł, natomiast w roku 2013 i w okresie I-III. kw. 2014 r. przychody z odsetek uległy już istotnemu obniżeniu – głównie na skutek spadku oprocentowania lokat bankowych.

Należy przy tym nadmienić, że LFPK – zgodnie z warunkami otrzymanego dofinansowania w ramach RPO – ujmuje dochody z lokat środków pieniężnych pochodzących z tego programu bezpośrednio w bilansie, w poz. B.III.3. pasywów – „fundusze specjalne”, gdzie wykazywane są zwrotne środki przynależne projektowi RPO.

Pomijając okres do 2009 roku, do kiedy to koszty związane z tworzeniem rezerw na wypłatę poręczeń ujmowane były w poz. H.IV RZiS, w ostatnich latach Fundusz nie wykazywał żadnych kosztów finansowych, w związku z czym saldo przychodów i kosztów finansowych przyjmowało stale wysokie wartości dodatnie (co jest zjawiskiem typowym dla funduszy poręczeniowych), w istotny sposób wpływając na ostateczny wynik finansowy Funduszu.

Wynik finansowy

Począwszy od roku 2004 osiągnęte przez Fundusz przychody z odsetek od lokat środków pieniężnych pozwalały na pokrycie zarówno ujemnego wyniku ze sprzedaży, ujemnego salda pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych, jak i kosztów ryzyka. W rezultacie Fundusz wykazywał w ciągu ostatnich 10 lat stale dodatni wynik finansowy brutto i netto.

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 nieuwzględnieniu tworzenia i rozwiązywania rezerwy na ryzyko ogólne. W odróżnieniu bowiem od rezerw celowych, nie jest to rezerwa związana bezpośrednio z poręczeniami zagrożonymi.

W przypadku Lubuskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych należy jednak uwzględnić fakt, iż Fundusz nie tworzy w ogóle rezerw celowych na poszczególne poręczenia zagrożone wypłatą, a tylko rezerwę na ryzyko ogólne. W rezultacie w księgowych wynikach finansowych Funduszu nie jest dotychczas uwzględnione bezpośrednie ryzyko związane z prawdopodobieństwem wypłat poszczególnych zobowiązań warunkowych (czyli udzielonych poręczeń).

Stąd też uznaliśmy za stosowne potraktowanie tworzonej przez Fundusz w ostatnich latach rezerwy na ryzyko ogólne (do poziomu odpowiadającego 4% sumy poręczeń aktywnych na ryzyku

własnym Funduszu, tj. z wyłączeniem poręczeń w ramach RPO) jako ekwiwalentu rezerw celowych, jakie należało w tym okresie utworzyć.

Po przekroczeniu poziomu rezerwy na ryzyko ogólne odpowiadającego równowartości 4% sumy poręczeń aktywnych na ryzyku własnym (co nastąpiło w II. kwartale 2010 r.), saldo zmian rezerwy na ryzyko ogólne wpływa już na wartość skorygowanego wyniku finansowego Funduszu (in plus jeżeli saldo jest dodatnie oraz in minus jeżeli saldo jest ujemne).

Skorygowany wynik finansowy Funduszu za lata 2011-2013 oraz za okres I-III. kw. 2014 r. przedstawia tabela 3.2.

**Tabela 3.2 Lubuski Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– skorygowany wynik finansowy**

Lp.	Skorygowany wynik netto (tys. zł)	2011	2012	2013	I-IX.2014
1	Księgowy wynik netto	644,8	342,1	254,5	230,7
2	Korekty	702,7	-52,4	-312,4	-1 254,3
3	Skorygowany wynik netto	1 347,5	289,7	-57,9	-1 023,6

Lubuski Fundusz Poręczeń Kredytowych od roku 2004 do roku 2011 generował stale dodatni i ogólnie rosnący skorygowany wynik finansowy, który maksymalną dotychczas wartość (1,3 mln zł) osiągnął w roku 2011. Na powyższe zjawisko główny wpływ miało stosunkowo dobre dostosowywanie przez Fundusz ponoszonych kosztów działalności operacyjnej do uzyskiwanych przychodów, znikoma (do połowy 2012 roku) szkodowość portfela poręczeń Funduszu, a od 2010 roku także naliczana ryczałtowa refundacja kosztów realizacji projektu RPO.

Począwszy od roku 2012 skorygowany wynik finansowy LFPK ulegał istotnemu pogorszeniu, na co wpłynęło zarówno zwiększenie straty na poziomie wyniku ze sprzedaży, jak również istotny wzrost liczby i wartości wypłaconych poręczeń. W efekcie już w 2013 roku Fundusz wygenerował niewielką stratę, która w okresie I-III. kw. 2014 r. uległa powiększeniu do ponad 1 mln zł. Wpływ na to miały przede wszystkim dokonane w bieżącym roku stosunkowo wysokie wypłaty poręczeń (czemu towarzyszyło rozwiązanie dużej części utworzonej wcześniej rezerwy na ryzyko ogólne).

3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

Bilans Lubuskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. zaprezentowany został w dwóch tabelach. Tabela nr 3.3 przedstawia aktywa, natomiast tabela nr 3.4 – pasywa Funduszu wg stanu na koniec lat 2011-2013 oraz na koniec III. kwartału 2014 r.

Aktywa**Tabela 3.3 Lubuski Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– bilans (aktywa) na koniec lat 2011-2013 oraz na koniec III. kw. 2014 r.**

Bilans – aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2011	Na dzień 31.12.2012	Na dzień 31.12.2013	Na dzień 30.09.2014
A. AKTYWA TRWAŁE	89,3	81,0	78,1	72,6
I. Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	39,3	31,0	28,1	22,6
III. Należności długoterminowe	-	-	-	-
IV. Inwestycje długoterminowe	50,0	50,0	50,0	50,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-
B. AKTYWA OBROTOWE	46 829,6	46 634,3	48 713,5	48 051,9
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	25,3	12,4	10,1	17,7
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	25,3	12,4	10,1	17,7
a) z tytułu dostaw i usług	-	12,4	7,7	6,8
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	-	-	2,3	11,0
c) inne	25,3	-	-	-
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	46 787,3	46 609,4	48 703,5	48 034,1
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	29,6	34,2	37,7	15,8
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	29,6	34,2	37,7	15,8
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	29,6	34,2	37,7	15,8
- inne środki pieniężne	-	-	-	-
- inne aktywa pieniężne	-	-	-	-
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	46 757,8	46 575,2	48 665,7	48 018,3
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	16,9	12,4	-	-
AKTYWA RAZEM	46 918,9	46 715,2	48 791,6	48 124,4

Struktura aktywów LFPK jest typowa dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe – przytłaczającą większość majątku Spółki stanowią aktywa krótkoterminowe (bieżące).

Majątek trwały stanowił w ostatnich latach zaledwie ok. 0,2% łącznej wartości aktywów i składały się na niego głównie rzeczowe aktywa trwałe. Od II. kwartału 2009 roku w skład aktywów trwałych wchodzi także kwota 50 tys. zł „inwestycji długoterminowych” (poz.A.IV), która związana jest z objęciem przez LFPK 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).

Aktywa obrotowe stanowiły w ostatnich latach przytłaczającą większość sumy bilansowej. Ich wewnętrzna struktura podlegała jednak w poszczególnych latach istotnym zmianom. W latach 2005-2007 Fundusz wykazywał wysokie wartości „innych należności krótkoterminowych”, na które składały się kwoty przyznanych, lecz nie wypłaconych jeszcze dotacji w ramach programu SPO-WKP. Pozostałe należności miały w całym analizowanym okresie minimalną wartość.

Wraz z otrzymywanymi w poszczególnych latach dofinansowaniami z PARP systematycznie rosła zarówno wartość środków pieniężnych Spółki, jak również ich udział w sumie aktywów. Po dokonaniu ostatniej wypłaty i rozliczeniu programu SPO-WKP w roku 2008 oraz otrzymaniu w III. kwartale 2009 r. i IV. kwartale 2013 r. dwóch transz dofinansowania zwrotnego w ramach RPO, „inwestycje krótkoterminowe” stanowiły już praktycznie całość aktywów obrotowych oraz jednocześnie niemal całość majątku Spółki. Z punktu widzenia oceny płynności aktywów taką ich strukturę należy ocenić bardzo pozytywnie.

Pasywa

Struktura pasywów bilansu LFPK podlegała w poprzednich latach dużym zmianom – głównie ze względu na zastosowany w Funduszu sposób księgowania otrzymanego dofinansowania w ramach programów SPO-WKP i RPO.

Pomimo faktu, iż Fundusz otrzymywał dotacje w ramach SPO-WKP w transzach przez cztery kolejne lata (2005-2008), udział bilansowej wartości **kapitału własnego** w sumie pasywów kształtował się stale na dość niskim poziomie 27-34%.

Przyjęte przez Fundusz zasady rachunkowości określały, iż otrzymane transze dotacji (wykazywane w aktywach jako środki pieniężne) w pasywach ujmowane były w „**zobowiązaniach i rezerwach na zobowiązania**” w pozycji B.III.3 jako „**fundusze specjalne**”. Ten sposób wykazywania w pasywach otrzymanych dotacji nie uległ przy tym zmianie nawet po przejściu przez Fundusz w 2008 roku kontroli PARP i rozliczeniu programu SPO-WKP. Kierownictwo Funduszu uznało bowiem, że środki te będą mogły zostać przeksięgowane do kapitału własnego dopiero po zakończeniu programu SPO-WKP (tj. w terminie 5 lat od daty podpisania umowy o dofinansowanie), co nastąpiło w 2010 roku.

W 2009 roku wartość „funduszy specjalnych” (oraz łączna suma bilansowa) wzrosła istotnie w wyniku zaksięgowania otrzymanego przez LFPK zwrotnego dofinansowania w kwocie 10 mln zł w ramach Lubuskiego Regionalnego Programu Operacyjnego.

Zgodnie z warunkami tego dofinansowania kwotę środków projektu RPO powiększały w ostatnich kwartałach przychody z tytułu prowizji od udzielonych w ramach programu poręczeń oraz odsetki od lokat środków pieniężnych z projektu. Kwotę środków projektu pomniejszała natomiast naliczana przez Fundusz refundacja kosztów zarządzania projektem i rezerwa na podatek dochodowy od lokat. W IV. kwartale 2013 roku wartość „funduszy specjalnych” powiększyła dodatkowo kwota 2 mln zł otrzymanego wówczas drugiego dofinansowania RPO.

Tabela 3.4 Lubuski Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– bilans (pasywa) na koniec lat 2011-2013 oraz na koniec III. kw. 2014 r.

Bilans – pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2011	Na dzień 31.12.2012	Na dzień 31.12.2013	Na dzień 30.09.2014
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	31 502,5	31 844,6	32 099,1	32 329,9
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	7 900,0	7 900,0	7 900,0	7 900,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	22 957,7	23 602,5	23 944,6	24 199,1
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	-	-	-	-
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-	-
VIII. Zysk (strata) netto	644,8	342,1	254,5	230,7
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	15 416,4	14 870,6	16 692,5	15 794,6
I. Rezerwy na zobowiązania	3 576,8	3 524,4	3 212,0	1 957,7
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	3 576,8	3 524,4	3 212,0	1 957,7
II. Zobowiązania długoterminowe	-	-	-	-
III. Zobowiązania krótkoterminowe	10 760,6	11 118,9	13 247,9	13 340,8
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	40,4	28,5	32,2	13,1
- kredyty i pożyczki	-	-	-	-
- z tytułu dostaw i usług	0,9	1,4	1,9	-
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	39,5	27,0	7,5	13,1
- z tytułu wynagrodzeń	-	-	-	-
- inne	-	-	22,8	-
3. Fundusze specjalne	10 720,1	11 090,5	13 215,7	13 327,7
IV. Rozliczenia międzyokresowe	1 079,0	227,3	232,6	496,1
PASYWA RAZEM	46 918,9	46 715,2	48 791,6	48 124,4

Przyjęte przez Fundusz zasady rachunkowości zakładają także ujmowanie w pasywach w „rozliczeniach międzyokresowych” (poz. B.IV) kwot przyszłych odsetek od lokat środków pieniężnych, jakie zostaną naliczone od dnia bilansowego do terminu wygaśnięcia poszczególnych lokat. W pozycji tej wykazywane są także rozliczane w czasie faktury dotyczących kosztów refundowanych w ramach RPO.

Od 2006 roku Fundusz wykazuje w pasywach bilansu także kwotę rezerwy na ryzyko ogólne związane z udzielanymi poręczeniami. Na koniec III. kwartału 2014 roku utworzona rezerwa na ryzyko ogólne (po jej zmniejszeniach dokonanych w ciągu dwóch ostatnich lat) wynosiła niecałe 2 mln zł, co stanowiło 4,1% sumy pasywów.

Strukturę pasywów LFPK (przy uwzględnieniu specyficznych czynników związanych ze sposobem księgowania otrzymanego dofinansowania w ramach SPO-WKP i RPO oraz przyszłych odsetek od lokat) należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe.

Pozycje pozabilansowe

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

	2011	2012	2013	IX.2014
Wartość aktywnych poręczeń na koniec okresu (tys.zł)	53 390	56 836	47 251	33 785
<i>Dynamika wartości poręczeń (r/r)</i>	-4%	6%	-17%	-41%
Liczba aktywnych poręczeń na koniec okresu (szt.)	490	461	376	284
<i>Dynamika ilości poręczeń (r/r)</i>	-9%	-6%	-18%	-31%

Udzielane przez Fundusz poręczenia księgowane są jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe.

Wartość portfela aktywnych poręczeń LFPK rosła dynamicznie do połowy 2010 roku, kiedy to osiągnęła maksymalną jak dotąd wartość 63,4 mln zł. Do III. kwartału 2013 r. wartość poręczeń aktywnych utrzymywała się w zakresie 50-60 mln zł.

Począwszy od IV. kwartału 2013 r. miał już natomiast miejsce dynamiczny spadek wartości portfela aktywnych poręczeń, którego wartość obniżyła się w ciągu roku o ponad 40%. Nieco niższą, ok. 30-procentową dynamiką spadku charakteryzowała się natomiast w tym okresie liczba poręczeń aktywnych.

3.3 Analiza wskaźnikowa

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

Skorygowany kapitał poręczeniowy

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

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

Korekty wartości kapitału własnego, służącego do wyliczania kapitału poręczeniowego, dokonujemy (*in minus*) o kwotę 50 tys. zł (księgowaną w aktywach w pozycji A.IV – „inwestycje długoterminowe”), która dotyczy objętych przez Fundusz udziałów w spółce specjalnego przeznaczenia Krajowa Grupa Poręczeniowa Sp. z o.o. Przyjmujemy bowiem konserwatywne założenie, iż (ponieważ spółka ta nie będzie działała w celu maksymalizacji zysku dla udziałowców) udziały w KGP Sp. z o.o. nie będą miały faktycznej wartości ekonomicznej, która mogłaby w razie potrzeby zostać spieniężona na pokrycie ewentualnych zobowiązań Funduszu z tytułu udzielonych poręczeń.

W skład kapitału poręczeniowego wliczane były także kwoty **dotacji w ramach SPO-WKP**, wykazywane do II. kwartału 2010 roku w zobowiązaniach pasywów w poz. B.III.3 – „fundusze specjalne” (w III. kwartale 2010 roku dofinansowanie w ramach SPO-WKP w łącznej kwocie 21 mln zł zostało przeksięgowane do kapitału własnego).

Osobnym elementem kapitału poręczeniowego jest od III. kwartału 2009 roku otrzymane **dofinansowanie w ramach „Lubuskiego Regionalnego Programu Operacyjnego na lata 2007-2013”** (RPO).

Gdyby do kapitału poręczeniowego według stanu na koniec września 2011 roku (obliczonego zgodnie z powyższymi uwagami) dodać w całości otrzymane dofinansowanie w ramach RPO (w kwocie 12 mln zł), powiększone dodatkowo o przynależne projektowi dochody z prowizji od udzielonych w ramach RPO poręczeń oraz o odsetki od lokat bankowych i pomniejszone o naliczone refundacje kosztów zarządzania projektem, łączny kapitał poręczeniowy LFPK wyniósłby 46,4 mln zł.

Należy jednak uwzględnić specyficzne warunki, na jakich w województwie lubuskim 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; po zakończeniu projektu Zarząd Województwa Lubuskiego ma zdecydować o dalszych losach środków w ramach RPO (tj. dalszym wykorzystaniu dofinansowania przez LFPK lub też o wycofaniu dofinansowania);
- 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 ostatecznie utraconych poręczeń (tj. łączna wartość poręczeń wypłaconych, których nieściągalność została udokumentowana) do łącznej wartości otrzymanego dofinansowania na poziomie 10%; do tego limitu utrata poręczeń udzielanych w ramach środków z RPO może pomniejszać kwotę do zwrotu (w przypadku podjęcia przez Instytucję Zarządzającą LRPO decyzji o wycofaniu dofinansowania); ewentualne wyższe straty na poręczeniach udzielonych w ramach środków z RPO obciążałyby już kapitał własny LFPK;

- przychody z prowizji od udzielonych w ramach RPO poręczeń oraz dochody z lokat środków pieniężnych pochodzących z dofinansowania w ramach RPO nie stanowią dochodów LFPK, lecz powiększają bezpośrednio środki projektu RPO (są księgowane bezpośrednio w pasywach bilansu w pozycji B.III.3 – „fundusze specjalne-LRPO”);
- Fundusz ma jedynie prawo do refundacji części ponoszonych kosztów administracyjnych (w ramach maksymalnego limitu wynoszącego średniorocznie 2% kwoty otrzymanego dofinansowania) w ciężar dochodów z prowizji oraz odsetek przynależnych środkom z RPO (refundacja ta księgowana jest obecnie w RZiS w poz. D.II – „dotacje”, w zryczałtowanej wysokości 60 tys. zł kwartalnie).

Ocena długoterminowego wpływu, jaki na ryzyko kredytowe Funduszu będzie ostatecznie 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 wskaźnika utraty poręczeń na poziomie 10% wydaje się stosunkowo bezpieczny, biorąc pod uwagę dotychczasową niską szkodowość portfela poręczeń LFPK. Ponadto na sytuację finansową Funduszu pozytywnie wpływają (stosunkowo niewielkie) dochody z tytułu refundacji w ciężar projektu RPO części własnych kosztów administracyjnych.

Z drugiej jednak strony jako zapis niekorzystny dla Funduszu oceniamy zaliczanie zarówno dochodów z prowizji od udzielanych w ramach RPO poręczeń, jak i odsetek od środków pieniężnych z RPO, do dochodów przynależnych projektowi RPO. Jedyną korzyścią finansową Funduszu jest bowiem możliwość otrzymywania refundacji części własnych kosztów administracyjnych. Jednocześnie istotny jest zapis, że LFPK narażony jest na ryzyko utraty kapitału własnego w przypadku, jeśli ostateczna szkodowość poręczeń udzielonych w ramach RPO okaże się wyższa niż 10% kwoty otrzymanego dofinansowania (a nie wartości poręczeń udzielonych). Z zapisu tego wynika zatem, że **maksymalna szkodowość obciążająca środki projektu wynosi tylko 1,2 mln zł**. Strata przewyższająca tę wartość obciążać będzie już kapitał własny Funduszu (o ile Instytucja Zarządzająca LRPO nie uzna, że LFPK po okresie trwałości projektu nie będzie musiał zwracać otrzymanego dofinansowania).

Ponadto należy zwrócić uwagę na fakt, że powyższa wartość utraty poręczeń nie jest tożsama z wartością poręczeń wypłaconych, bowiem umowa o dofinansowanie w ramach RPO określa, iż chodzi w tym wypadku o wierzytelności stracone, których nieściągalność została udokumentowana. Z uwagi na przewlekłe procedury windykacji należności z tytułu wypłaconych poręczeń (i co za tym idzie długi okres upływający do terminu stwierdzenia ostatecznego braku możliwości odzyskania tych należności), mogą wystąpić istotne różnice między kwotami poręczeń wypłaconych, a kwalifikowanymi do w/w limitu kwotami poręczeń ostatecznie utraconych w trakcie trwania projektu.

Jakkolwiek ryzyko poniesienia przez Fundusz strat na kapitale własnym w związku z otrzymaniem dofinansowania w ramach RPO oceniamy obecnie jako relatywnie niskie, to z punktu widzenia oceny ogólnego ryzyka kredytowego, przy wyliczaniu skorygowanego kapitału poręczeniowego nie można naszym zdaniem jednakowo traktować dofinansowania przyznanego Funduszowi na zasadach programu SPO-WKP (które powiększyło w ujęciu ekonomicznym kapitał własny Funduszu) ze zwrotnym dofinansowaniem w ramach RPO.

Z tego też względu przyjęliśmy zasadę, że środki z dofinansowania w ramach Lubuskiego Regionalnego Programu Operacyjnego są doliczane do skorygowanego kapitału poręczeniowego po ich pomniejszeniu o 25% „rezerwę na ryzyko” związaną ze specyficznymi warunkami tego dofinansowania.

Zgodnie z przytoczoną wyżej formułą obliczania wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego w jego skład powinna być wliczana utworzona rezerwa na ryzyko ogólne. W przypadku Lubuskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych, ze względu na fakt, że Fundusz nie tworzył w ogóle rezerw celowych na ryzyko poręczeń zagrożonych (co zostało omówione wcześniej w sekcji dotyczącej opisu korekt wyniku finansowego Funduszu), potraktowaliśmy utworzoną przez Fundusz rezerwę na ryzyko ogólne – do równowartości 4% sumy aktywnych poręczeń na ryzyku własnym Funduszu – jako ekwiwalent rezerw celowych. Rezerwa do tego poziomu nie jest więc uwzględniana przy wyliczaniu skorygowanego kapitału poręczeniowego.

Ponieważ Fundusz utworzył w ciągu ostatnich lat rezerwę o wyższej wartości, nadwyżka utworzonej rezerwy na ryzyko ogólnej nad kwotą ekwiwalentu rezerw celowych dodawana jest (począwszy od II. kwartału 2010 roku) do wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego. Na koniec 2013 roku nadwyżka ta wynosiła 1.522,8 tys. zł, a na koniec III. kwartału 2014 r. 794,7 tys. zł.

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 2014 r. 43 mln zł.** Była to kwota o 4,6 mln zł niższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (47,6 mln zł).

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.

Lubuski Fundusz Poręczeń Kredytowych do połowy 2010 roku szybko zwiększał liczbę i wartość udzielanych poręczeń. Już w roku 2004 wartość portfela aktywnych poręczeń LFPK [4] przekroczyła wartość kapitału poręczeniowego Funduszu. Do roku 2007 wartość aktywnych poręczeń rosła w tempie zbliżonym do wzrostu wartości kapitału poręczeniowego, a skorygowany

mnożnik kapitału poręczeniowego [8] utrzymywał się na poziomie około 1,0. Wartość mnożnika wzrosła istotnie powyżej jedności w roku 2008 (do 1,64), a maksymalny dotychczas poziom (1,75) mnożnik osiągnął na koniec II. kwartału 2009 roku.

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

Lp.		2011	2012	2013	IX.2014
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	45 803	46 461	48 527	47 615
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	41 091	41 579	43 475	43 064
3	Skorygowany kapitał własny Spółki (tys. zł)	33 051	33 261	33 564	33 068
4	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	53 390	56 836	47 251	33 785
5	- w tym poręczenia w ramach środków własnych (tys. zł)	49 172	51 215	42 230	29 075
6	- w tym poręczenia w ramach RPO (tys. zł)	4 218	5 620	5 511	4 710
7	Mnożnik 1 = [4] / [1]	1,17	1,22	0,97	0,71
8	Mnożnik 2 (skorygowany) = [4] / [2] *	1,30	1,37	1,09	0,78
9	Mnożnik kapitału własnego Spółki = [5] / [3]	1,49	1,54	1,26	0,88
10	Liczba aktywnych poręczeń	490	461	376	284
11	- w tym poręczenia w ramach środków własnych	439	390	303	220
12	- w tym poręczenia w ramach RPO	51	71	73	64
13	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	109	123	126	119
14	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,2%	0,2%	0,3%	0,4%
15	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
16	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	15 006	16 628	14 345	12 791
17	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	750	831	717	640
18	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	28,1%	29,3%	30,4%	37,9%
19	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	36,5%	40,0%	33,0%	29,7%
20	20 największych poręczeń / Skorygowany kapitał własny Spółki	45,4%	50,0%	42,7%	38,7%
21	Przeciętne największe poręczenie / Kapitał poręczeniowy *	1,8%	2,0%	1,6%	1,5%
22	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	47	802	1 388	2 191
23	Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan aktywnych poręczeń	0,1%	1,5%	2,7%	4,8%
24	Wartość odzyskanych należn. z tyt.por. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	4	4	28	680
25	Wypłacone poręczenia netto / Śr. kapitał poręczeniowy *	0,1%	1,9%	3,2%	3,6%
26	Wypłacone poręczenia netto / Śr. skoryg. kapitał własny Spółki	0,1%	2,4%	4,1%	4,6%
27	Skorygowany wynik finansowy / Śr. skor. kapitał własny Spółki	4,2%	0,9%	-0,2%	-2,6%

* Wskaźniki wyliczone zostały w oparciu o kapitał poręczeniowy skorygowany, obliczany według formuły:

skorygowany kapitał własny + otrzymana dotacja z SPO-WKP + 75% dofinansowania z RPO

+ nadwyżka rezerwy ogólnej nad ekwiwalent wymaganych rezerw celowych

Sytuacja w której wartość zobowiązań warunkowych (z tytułu udzielonych poręczeń) przekracza wartość kapitałów Funduszu jest nie tylko zupełnie normalna, lecz także (z punktu widzenia celu dla którego Fundusz został powołany) pożądana. Fundusz poręczeniowy nie udziela bowiem pożyczek, lecz (zachowując środki pieniężne na własnych rachunkach) jedynie gwarantuje innym instytucjom finansowym wypłatę zobowiązań kredytobiorców, którzy okażą się niewypłacalni.

Wypłacie podlega przy tym zwykle jedynie bardzo niewielka część udzielonych poręczeń, stąd też Fundusz wykorzystuje posiadany kapitał efektywnie jedynie wówczas, kiedy udziela poręczeń o łącznej wartości znacznie przekraczającej kapitał jakim dysponuje.

Na skutek otrzymanego w III. kwartale 2009 roku dofinansowania w ramach RPO (w kwocie 10 mln zł) istotnie wzrosła wartość kapitału poręczeniowego Funduszu i co za tym idzie obniżyła się wartość skorygowanego mnożnika, który na koniec 2009 roku wyniósł 1,46.

W kolejnych latach (2010-2012), przy stosunkowo stabilnej wartości portfela aktywnych poręczeń oraz przy lekko rosnącej wartości kapitału poręczeniowego (co wynikało głównie z wypracowywanych przez Fundusz dodatnich wyników finansowych), wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego utrzymywała się w zakresie 1,3-1,6.

Od II. połowy 2013 roku miało miejsce gwałtowne wyhamowanie akcji poręczeniowej, w wyniku czego szybko zaczęła zmniejszać się wartość portfela poręczeń aktywnych. Przy jednoczesnym lekkim wzroście wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego (LFPK w IV. kwartale 2013 r. otrzymał drugie dofinansowanie zwrotne w ramach RPO w kwocie 2 mln zł) spowodowało to znaczne zmniejszenie się poziomu mnożnika kapitału poręczeniowego – do 1,09 na koniec 2013 roku oraz do zaledwie 0,78 na koniec III. kwartału 2014 roku.

W całym analizowanym okresie mnożnik kapitału własnego Spółki [9] był ściśle skorelowany z mnożnikiem kapitału poręczeniowego [8], jednak przyjmował on nieco wyższe wartości. Najwyższy poziom (ok. 1,7-1,9) wskaźnik ten osiągał w latach 2008-2010. W latach 2011-2012 oraz w ciągu pierwszych trzech kwartałów 2013 roku mnożnik kapitału własnego oscylował na niskim poziomie w zakresie ok. 1,4-1,6. W ciągu kilku ostatnich kwartałów, na skutek silnego spadku wartości poręczeń aktywnych, wskaźnik ten obniżył się do zaledwie 0,88 na koniec III. kwartału 2014 r.

Obecną ekspozycję Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń, mierzoną zarówno mnożnikiem kapitału poręczeniowego, jak i mnożnikiem kapitału własnego Spółki, należy określić jako bardzo niską, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego jest obecnie jednym z głównych czynników determinujących niskie ryzyko kredytowe Funduszu.

Koncentracja portfela poręczeń

Przeciętna wartość aktywnych poręczeń [13] znajdujących się w portfelu LFPK rosła systematycznie do połowy 2009 roku (z poziomu 54 tys. zł w roku 2004 do 121 tys. zł na koniec II. kwartału 2009 roku). W szybszym tempie rosła wówczas ogólna wartość portfela aktywnych poręczeń oraz wartość kapitału poręczeniowego. W rezultacie zmniejszała się relacja zarówno średniej wartości poręczenia do portfela aktywnych poręczeń [14] (z 0,6% w 2004 roku do 0,2% w 2009 roku), jak i średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego [15] (z 0,7% w roku 2004 do 0,3% w 2009 roku).

W kolejnych latach wartość przeciętnego poręczenia aktywnego pozostawała stosunkowo stabilna i wahała się w zakresie ok. 100-130 tys. zł, co odpowiadało 0,2% całego portfela poręczeń oraz 0,3% kapitału poręczeniowego.

Stosunkowo wysoka dotychczas liczba aktywnych poręczeń [10] (wahająca się do końca I. półrocza 2013 roku w zakresie 450-500 szt.) oraz ich stosunkowo niska przeciętna wartość oznaczają, że Fundusz ma dobrze zdywersyfikowany portfel poręczeń, co przekładać się powinno na jego relatywnie niższe ryzyko.

W obowiązującym w Lubuskim Funduszu Poręczeń Kredytowych 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 przedsiębiorcę do 1,4 mln zł w przypadku poręczeń kredytów inwestycyjnych oraz 400 tys. zł dla kredytów obrotowych ze spłatą jednorazową i 600 tys. zł przy spłacie ratalnej. Według stanu na koniec III. kwartału 2014 roku odpowiadało to odpowiednio: 3,3%, 1,4% i 0,9% wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego.

Aktualnie wysokość maksymalne poręczenia w przypadku kredytów obrotowych uzależniona jest od formy spłaty (jednorazowa na koniec wynosi tylko 400 tys.) Regulacje te są zobrazowane w aktualnej tabeli opłat i prowizji LFPK. Na przestrzeni ostatniego 1,5 roku limit te (obrotowe) zostały regulowane (obniżane) dwukrotnie. Maksymalna kwota to 600 tys przy spłacie regularnej ratalnej.

Wartość poręczeń aktywnych udzielonych przez LFPK na rzecz 20 największych klientów [16] od 2008 roku do końca I. połowy 2013 roku była stabilna i wynosiła ok. 15-16 mln zł, co odpowiadało ok. 35-50% kapitału poręczeniowego oraz ok. 40-55% kapitału własnego Spółki. Według metodologii stosowanej przez EuroRating poziom ten można było uznać za stosunkowo bezpieczny.

Począwszy od II. połowy 2013 roku wartość poręczeń na rzecz 20 największych klientów obniża się i na koniec III. kwartału 2014 roku wyniosła 12,8 mln zł, co odpowiadało ok. 30% kapitału poręczeniowego oraz 39% kapitału własnego Spółki, co jest już poziomem niskim i bezpiecznym.

Ogólną dywersyfikację portfela poręczeń (liczoną według średniej wartości poręczenia oraz według największych udzielanych poręczeń) określamy jako dobrą, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu należy ocenić pozytywnie.

Wypłaty poręczeń

Lubuski Fundusz Poręczeń Kredytowych ma podpisane umowy na współpracę w zakresie udzielania poręczeń z ponad dwudziestoma instytucjami finansującymi. Zdecydowana większość poręczeń udzielana jest jednak na rzecz kilku z nich (przy dominującym udziale jednego banku).

Warunki, na jakich Fundusz współpracuje ze wszystkimi instytucjami finansującymi w zakresie dotyczącym możliwości występowania przez nie o wypłatę poręczeń określają, iż instytucje finansujące mogą występować do Funduszu o wypłatę z tytułu poręczonego kredytu dopiero po wcześniejszym przeprowadzeniu windykacji należności z majątku dłużnika. Należy przypuszczać, że m.in. z tego faktu wynikała dotychczasowa generalnie niska szkodowość portfela poręczeń LFPK.

Do końca 2011 roku Fundusz dokonał jedynie kilka niewielkich wypłat [22]. Sytuacja w tym zakresie uległa pewnemu pogorszeniu od roku 2012, kiedy to LFPK dokonał wypłat 4 poręczeń na kwotę 802 tys. zł, co odpowiadało 1,5% średniorocznej wartości portfela poręczeń [23].

W 2013 roku wartość wypłat wzrosła do 1,4 mln zł (2,7% średniego portfela poręczeń), a w ciągu pierwszych trzech kwartałów 2014 roku Fundusz wypłacił poręczenia na łączną kwotę ponad 2 mln zł, co stanowiło już równowartość 5,1% średniego portfela poręczeń aktywnych.

Wartość odzyskiwanych przez LFPK należności z tytułu wypłaconych poręczeń [24] była dotychczas bardzo niska. Jedynie w II. kwartale 2014 roku Fundusz wykazał większą kwotę odzyskanych należności (654 tys. zł), która jednakże nie została odzyskana od dłużnika, lecz stanowiła dokonany przez jeden z banków zwrot wypłaconego wcześniej przez LFPK poręczenia spornego.

Wskaźnik relacji wypłat poręczeń netto (tj. po uwzględnieniu kwot odzyskanych w poszczególnych okresach) do kapitału własnego Spółki [26] do 2011 roku włącznie przyjmował wartości zbliżone do zera. W ciągu trzech ostatnich lat na skutek rosnącej wartości wypłat sytuacja ulegała systematycznemu pogarszaniu: w roku 2012 wskaźnik ten wyniósł 2,4%, w roku 2013 było to 4,1%, a na koniec III. kwartału 2014 roku (licząc dla wypłat z czterech ostatnich kwartałów) wskaźnik ten wyniósł już 4,6%.

Wskaźnik szkodowości portfela poręczeń aktywnych oceniamy generalnie jako niski, jednak jego wzrost, jaki nastąpił w ciągu trzech ostatnich lat z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu zaliczamy do czynników negatywnych.

Rentowność kapitału

Skorygowany wynik finansowy LFPK (wyliczony zgodnie z zasadami omówionymi wcześniej w pkt. 3.1 w sekcji „Wynik finansowy” – patrz tabela 3.2) był od roku 2004 stale dodatni, a w latach 2005-2011 roku jego wartość charakteryzowała się przy tym ogólną tendencją wzrostową. W roku 2011 Fundusz wypracował najwyższy dotychczas skorygowany wynik finansowy na poziomie 1,3 mln zł, co odpowiadało równowartości 4,2% skorygowanego kapitału własnego Spółki.

Na skutek spadku przychodów ze sprzedaży i wzrostu wartości staty brutto na sprzedaży jakie nastąpiły od 2012 roku, a także ze względu na istotny wzrost wypłat poręczeń, skorygowany wynik netto LFPK ulegał w ciągu trzech ostatnich lat pogorszeniu. W 2013 roku po raz pierwszy osiągnął

on wartość ujemną, a w okresie I-III. kw. 2014 r. skorygowana strata przekroczyła już 1 mln zł, co odpowiada 3,1% kapitału własnego Spółki.

Obserwowane w ostatnim czasie pogarszanie się rentowności kapitału własnego LFPK oceniamy negatywnie. Jakkolwiek obecne wartości ponoszonych strat nie są jeszcze niepokojące, to w przypadku ewentualnego dalszego pogarszania się sytuacji w tym zakresie mogłoby to wywierać negatywną presję na ocenę ratingową Funduszu.

3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń

Polityka tworzenia rezerw

Obowiązująca w LFPK od października 2006 roku procedura tworzenia rezerw określa jedynie ogólne zasady tworzenia rezerwy na niezidentyfikowane ryzyko z tytułu udzielanych poręczeń (jest to więc rezerwa na ryzyko ogólne). Rezerwa ta tworzona jest z częstotliwością kwartalną, a o jej wysokości decyduje Zarząd Funduszu. Regulamin nie określa przy tym minimalnej wartości rezerwy w stosunku do wartości portfela poręczeń. Pewnym uszczegółowieniem procedury tworzenia rezerw jest załączona do niej metodologia, uzależniająca poziom rezerw od wartości aktywnych poręczeń, wartości zgłoszonych roszczeń oraz współczynników jakościowych.

Dotychczasowy **brak regulacji dotyczących tworzenia rezerw celowych** na ryzyko wypłaty poszczególnych poręczeń zagrożonych Zarząd Funduszu uzasadnia wysoką pracochłonnością procesu analizy ryzyka portfela poręczeń i związaną z tym koniecznością ponoszenia dodatkowych kosztów z tym związanych.

Brak tworzenia przez Fundusz rezerw celowych skutkuje tym, iż w sprawozdaniach finansowych LFPK nie są ujmowane koszty ryzyka wypłat poszczególnych poręczeń zagrożonych. Nieujmowanie w rachunku zysków i strat z odpowiednim wyprzedzeniem przyszłych prawdopodobnych kosztów wypłat poręczeń wpływa zatem także na wykazywaną w bilansie wartość kapitału własnego Spółki.

Sytuację powyższą w pewnym stopniu łagodzi tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne, której koszty obciążały wynik finansowy Funduszu i tym samym wpływały na wykazywaną w bilansie wartość kapitału własnego. Niemniej jednak **brak tworzenia przez LFPK rezerw celowych na poszczególne poręczenia zagrożone wypłatą oceniamy zdecydowanie negatywnie.**

Na potrzeby analizy ryzyka kredytowego LFPK traktujemy tworzoną rezerwę na ryzyko ogólne (do równowartości 4% sumy poręczeń aktywnych) jako ekwiwalent rezerw celowych, jakie Fundusz prawdopodobnie powinien był dotychczas utworzyć. Saldo zmian tworzonej przez Fundusz rezerwy na ryzyko ogólne podlega w procesie analizy odpowiednim korektom, mającym wpływ na wyliczany przez EuroRating skorygowany wynik finansowy oraz na wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego i skorygowanego kapitału własnego Spółki.

Z punktu widzenia transparentności działalności Funduszu oraz oceny jego ryzyka kredytowego pozytywnie ocenione zostałyby przy tym przez nas ewentualne wdrożenie nowego regulaminu tworzenia rezerw zgodnego z wzorcowym regulaminem opracowanym w ramach KGP (regulamin ten określa także zasady tworzenia rezerw celowych) i rozpoczęcie tworzenia rezerw celowych na poręczenia zagrożone wypłatą.

Wartość utworzonych rezerw

Wartość utworzonych przez Lubuski Fundusz Poręczeń Kredytowych rezerw według stanu na koniec lat 2011-2013 oraz na koniec III. kwartału 2014 roku przedstawia tabela nr 3.7.

Tabela 3.7 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	XII.2011	XII.2012	XII.2013	IX2014
Rezerwy celowe (tys. zł)	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	3 576,8	3 524,4	3 212,0	1 957,7
Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)	3 576,8	3 524,4	3 212,0	1 957,7
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Akt. poręcz. na ryzyku. wł.	7,3%	6,9%	7,6%	6,7%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	7,3%	6,9%	7,6%	6,7%
Rezerwy celowe / Skorygowany kapitał poręczeniowy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rezerwa na ryz.ogólne / Skoryg. kapitał poręczeniowy	8,7%	8,5%	7,4%	4,5%
Rezerwy razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	8,7%	8,5%	7,4%	4,5%

Fundusz tworzył dotychczas (co zostało omówione wyżej) jedynie rezerwę na ryzyko ogólne. Ze względu na brak utworzonych rezerw celowych, dla celów oceny ryzyka kredytowego LFPK traktujemy część utworzonej rezerwy na ryzyko ogólne (w równowartości 4% portfela aktywnych poręczeń) jako ekwiwalent rezerw celowych, jakie Fundusz musiałby prawdopodobnie utworzyć. Pozostała nadwyżka utworzonej rezerwy na ryzyko ogólne wynosiła: na koniec 2011 r. 1,6 mln zł, na koniec 2012 i 2013 r. 1,5 mln zł, a na koniec III. kw. 2014 r. zmniejszyła się do 0,8 mln zł.

W latach 2006-2011 wartość tworzonej rezerwy na ryzyko ogólne znacząco przekraczała wartość dokonywanych wypłat poręczeń (które księgowane były bezpośrednio w ciężar rezerwy na ryzyko ogólne), w rezultacie czego wartość tej rezerwy systematycznie rosła, osiągając na koniec 2011 roku najwyższą dotychczas wartość 3,6 mln zł, odpowiadającą równowartości 7,3% portfela poręczeń aktywnych na ryzyku Funduszu (tj. z wyłączeniem poręczeń w ramach RPO) oraz 8,7% kapitału poręczeniowego.

Od 2012 roku wartość tworzonej rezerwy na ryzyko ogólnej jest już niższa niż wartość wypłat poręczeń (księgowanych w ciężar tej rezerwy), w wyniku czego stan tej rezerwy na koniec III. kwartału 2014 r. obniżył się do poniżej 2 mln zł. Znacznemu spadkowi uległa przy tym

jednocześnie wartość portfela poręczeń aktywnych, w rezultacie czego wskaźnik relacji rezerw do sumy poręczeń utrzymał się na stosunkowo wysokim poziomie 6,7%.

3.5 Ocena czynników niefinansowych

Koniunktura gospodarcza

Na przełomie lat 2008/2009 w polskiej gospodarce obserwowane było silne spowolnienie wzrostu gospodarczego, będące w dużej mierze skutkiem kryzysu finansowego i ekonomicznego, jaki rozpoczął się w światowej gospodarce w roku 2007. Pomimo tego, że sytuacja Polski na tle innych państw europejskich wyglądała w tym czasie relatywnie korzystnie, to gwałtowny spadek dynamiki wzrostu PKB i osłabienie koniunktury w większości sektorów gospodarki przyczyniły się do pogorszenia sytuacji ekonomiczno-finansowej wielu przedsiębiorstw.

Koniunktura gospodarcza poprawiała się od połowy 2009 roku do pierwszej połowy 2011 roku, jednak tempo wzrostu gospodarczego (m.in. ze względu na trudną sytuację w wielu krajach europejskich) było umiarkowane. Realna dynamika PKB w roku 2011 wyniosła 4,5%. Na przełomie 2011 i 2012 roku gospodarka ponownie weszła w fazę spowolnienia, co skutkowało spadkiem realnej dynamiki PKB w 2012 roku do 1,9%.

Spowolnienie gospodarcze swoją kulminację osiągnęło w I. połowie 2013 roku i w kolejnych kwartałach koniunktura ulegała stopniowej poprawie. Oczekujemy, że (po wzroście o 1,6% w całym 2013 roku) w 2014 roku realny wzrost PKB Polski może przyspieszyć do ok. 3%. Należy jednakże zauważyć, że od kilku miesięcy uwidaczniają się już oznaki ponownego pogorszenia koniunktury gospodarczej (odzwierciedlone m.in. we wskaźnikach wyprzedzających oraz w dynamice zmian produkcji przemysłowej).

W dłuższej perspektywie bardzo istotnym czynnikiem ryzyka pozostaje przy tym nadal zagrożenie związane z kryzysem zadłużeniowym części państw Unii Europejskiej. Ponieważ problemy fiskalne większości zagrożonych krajów nie zostały w ciągu ostatnich lat rozwiązane, ewentualne ponowne nasilenie obaw o wypłacalność poszczególnych państw skutkować mogłoby wystąpieniem kolejnego kryzysu w sektorze finansowym, co z pewnością przełożyłoby się na sferę realną.

Dla koniunktury gospodarczej w Polsce specyficznym czynnikiem ryzyka jest także konflikt rosyjsko-ukraiński i związane z nim zawirowania ekonomiczne (m.in. wzajemne sankcje UE oraz Rosji).

Historia kredytowa i stabilność sytuacji finansowej Funduszu

Od momentu rozpoczęcia przez LFPK działalności operacyjnej (tj. od roku 2002) sytuację finansową Funduszu można określić jako dobrą i stabilną. Portfel poręczeń charakteryzował się dotychczas generalnie niską szkodowością, choć należy odnotować wzrost wypłat poręczeń, jaki

nastąpił w ciągu ostatnich 3 lat. Osiągane wyniki finansowe (biorąc pod uwagę charakter not-for-profit działalności Funduszu) również były zadowalające, jednakże wzrost wypłat przyczynił się także do pewnego pogorszenia skorygowanego wyniku finansowego, który w roku 2013 i w ciągu pierwszych trzech kwartałów 2014 r. osiągał wartości ujemne. Były one jednak niewielkie w porównaniu do kapitału Spółki.

Mnożnik kapitału poręczeniowego w całej historii działalności LFPK przyjmował niskie i bezpieczne wartości. Maksymalny poziom (1,75) mnożnik osiągnął w 2009 roku. W kolejnych latach oczyłował on nieco powyżej jedności, a w ostatnim czasie obniżył się do bardzo niskiego poziomu 0,78. Również mnożnik kapitału własnego Spółki utrzymywał się na niskich poziomach.

Stabilność większości pozostałych wskaźników finansowych Funduszu była wysoka, co należy ocenić pozytywnie. Fundusz nie miał dotychczas żadnych problemów z wywiązywaniem się ze zobowiązań wynikających z udzielonych poręczeń. Nie występowały także okresy podwyższonego ryzyka kredytowego.

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.

Lubuski Fundusz Poręczeń Kredytowych lokował dotychczas posiadane środki pieniężne w depozytach bankowych, bonach skarbowych i jednostkach funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego. Co do zasady inwestycje tego typu należą do kategorii bezpiecznych i generujących stabilny dochód, stąd z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu nie wnosimy zastrzeżeń odnośnie rodzaju dokonywanych przez Fundusz inwestycji.

Strukturę lokat LFPK na koniec III. kwartału 2014 roku w podziale na poszczególne instytucje przedstawia tabela nr 3.8.

Według stanu na koniec września 2014 roku całość środków pieniężnych Funduszu ulokowane było w depozytach bankowych (w sześciu różnych bankach). Także w ciągu poprzednich kilkunastu kwartałów Fundusz lokował płynne aktywa w 5-7 różnych bankach, a także okresowo w jednostki funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego.

W 2010 roku Fundusz wdrożył procedurę określającą zasady inwestowania środków pieniężnych. Procedura ta ogranicza m.in. zakres możliwych inwestycji do: obligacji Skarbu Państwa, papierów wartościowych emitowanych przez NBP, jednostek uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego,

Tabela 3.8 Struktura inwestycji LFPK na koniec III. kw. 2014 r.

	30.09.2014
Bank # 1	33,6%
Bank # 2	21,3%
Bank # 3	16,5%
Bank # 4	13,9%
Bank # 5	10,3%
Bank # 6	4,4%
RAZEM	100,0%

obligacji komunalnych oraz lokat bankowych. Maksymalny poziom zaangażowania w jednostki uczestnictwa nie może przekroczyć 25% środków Funduszu, suma inwestycji w obligacje komunalne nie może przekraczać 15%, a suma lokat w jednym banku (lub grupie kapitałowej) nie może przekroczyć 50% środków Funduszu (nie dotyczy to przy tym banku państwowego). Zgodnie z procedurą, strukturę lokat bankowych Fundusz powinien określać m.in. w oparciu o ratingi nadawane bankom przez agencje ratingowe, a także kierując się rentownością poszczególnych inwestycji.

Jakkolwiek istnienie procedury określającej ogólne zasady polityki inwestycyjnej oceniamy pozytywnie, to część jej zapisów należy w naszej opinii określić jako zbyt mało konserwatywne (np. zapis określający maksymalny udział jednego banku na poziomie 50%), lub też zbyt ogólne (np. zapisy dotyczące kryteriów wyboru banków).

W tym kontekście **negatywnie oceniamy wzrost w ciągu kilku ostatnich kwartałów koncentracji lokat. Ekspozycja na ryzyko największego w portfelu lokat banku zwiększyła się bowiem z ok. 25% do ponad 33%. Zdecydowanie negatywnie oceniamy również fakt, iż LFPK w ciągu kilku ostatnich lat stale lokuje większość środków w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym. Rzuca to negatywnie na ogólną ocenę ratingową Funduszu.**

Z uzyskanych przez nas od Zarządu LFPK informacji wynika przy tym, że Fundusz lukując środki w bankach nieposiadających nadanego ratingu będzie starał się utrzymywać odpowiednio wysoką dywersyfikację tych lokat pomiędzy różne banki. Planowane jest także zwiększenie w portfelu lokat udziału banków posiadających nadane ratingi kredytowe.

Struktura branżowa poręczeń

Zestawienie struktury portfela aktywnych poręczeń LFPK w podziale na główne sektory gospodarki, według stanu na koniec lat 2012-2013 oraz na koniec III. kw. 2014 r. przedstawia tabela nr 3.9.

Tabela 3.9 LFPK – struktura branżowa aktywnych poręczeń

Branża	XII.2012		XII.2013		IX.2014	
	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%
usługi	29 512	51,9%	24 259	51,3%	16 826	49,8%
handel	16 885	29,7%	14 208	30,1%	10 258	30,4%
budownictwo	5 853	10,3%	4 658	9,9%	3 568	10,6%
produkcja	4 586	8,1%	4 125	8,7%	3 132	9,3%
RAZEM	56 836	100,0%	47 251	100,0%	33 785	100,0%

Dywersyfikację portfela aktywnych poręczeń w ujęciu branżowym w ostatnich latach oceniamy jako niewystarczającą. Do połowy 2009 roku Fundusz miał bowiem nadmierną ekspozycję na sektor handlowy (udział tej branży w portfelu poręczeń sięgał 49%), natomiast w późniejszym

czasie występowała podwyższona ekspozycja na sektor usługowy, który okresowo stanowił nieco ponad połowę całego portfela poręczeń (podczas gdy poziom uznawany według stosowanej przez EuroRating metodologii za granicę bezpieczeństwa wynosi 40%). Bardzo niski jest przy tym udział poręczeń udzielonych na rzecz firm produkcyjnych.

Jakkolwiek bierzemy pod uwagę fakt, iż nadmierna koncentracja portfela poręczeń na sektorze usług i handlu wynika w znacznej mierze ze specyfiki struktury gospodarki województwa lubuskiego, to jest to czynnik wpływający w pewnej mierze na podwyższenie ogólnego ryzyka portfela poręczeń, a tym samym lekko negatywnie rzutujący na ogólne ryzyko kredytowe Funduszu.

Stosowane procedury wewnętrzne

Do najważniejszych istniejących w Lubuskim Funduszu Poręczeń Kredytowych procedur regulujących działalność Funduszu zaliczyć należy:

- „Regulamin działalności zarządu” określa kompetencje Prezesa Zarządu oraz Członków Zarządu;
- „Regulamin udzielania poręczeń” określa ogólne zasady i procedury dotyczące udzielania poręczeń; precyzuje grono podmiotów uprawnionych do ubiegania się o poręczenie; ogranicza maksymalną wartość udzielanych poręczeń do wysokości 80% kwoty poręczanego kredytu oraz łączne zaangażowanie na rzecz jednego przedsiębiorcy do wysokości 5% kapitału poręczycielskiego Funduszu (dodatkowo uchwała Zarządu ogranicza wartość jednostkowego poręczenia do kwoty 1,4 mln zł dla kredytów inwestycyjnych oraz do 400 tys. zł dla kredytów obrotowych ze spłatą jednorazową i 600 tys. zł przy spłacie ratalnej);
- „Procedury udzielania poręczeń” określają tryb postępowania z wnioskami kredytowymi, formalne zasady udzielania poręczeń, a także sposób archiwizacji dokumentacji, monitoring poręczeń udzielonych oraz windykację poręczeń wypłaconych;
- „Procedury tworzenia rezerw” w sposób ogólny opisują zasady tworzenia rezerwy na ryzyko przyszłych wypłat poręczeń (rezerwy ogólnej), brak jest przy tym określenia zasad tworzenia rezerw celowych na ryzyko poszczególnych poręczeń zagrożonych;
- „Metodologia tworzenia rezerw” podaje dokładny sposób wyliczania wartości rezerwy ogólnej;
- „Instrukcja zarządzania środkami pieniężnymi” – ogranicza zakres instrumentów finansowych, w które Fundusz może inwestować środki pieniężne, a także określa maksymalny udział poszczególnych rodzajów inwestycji;
- „Regulamin współpracy pomiędzy firmą leasingową a Lubuskim Funduszem Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. w Zielonej Górze” określa warunki i procedury udzielania poręczeń leasingowych;
- „Regulamin udzielania poręczeń wadialnych” określa zasady, warunki i procedurę udzielania poręczeń wadialnych.

W kontekście oceny obowiązujących w Funduszu wewnętrznych regulacji uważamy za konieczne zgłoszenie zastrzeżeń odnośnie dotychczasowego braku zasad tworzenia rezerw celowych na ryzyko poszczególnych poręczeń zagrożonych, a także odnośnie zbyt mało konserwatywnych zapisów w „Instrukcji zarządzania środkami pieniężnymi” w zakresie dywersyfikacji portfela lokat oraz wyboru banków, którym Fundusz powierza środki pieniężne.

Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

Struktura organizacyjna Spółki jest w naszej opinii dostosowana zarówno do rodzaju, jak też do skali prowadzonej przez nią działalności. Według stanu na koniec III. kwartału 2014 roku w Spółce zatrudnionych było 6 osób.

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

Perspektywy rozwoju i plan finansowy

Dotychczasowa najwyższa wartość mnożnika kapitału poręczeniowego (na poziomie 1,75) osiągnięta została na koniec II. kwartału 2009 roku. Ze względu na otrzymane dofinansowanie w ramach Lubuskiego Regionalnego Programu Operacyjnego istotnie wzrosła wartość kapitału poręczeniowego oraz tym samym zmniejszył się poziom skorygowanego mnożnika kapitałowego (do ok. 1,3-1,4). Od II. połowy 2013 roku miał natomiast miejsce znaczny spadek wartości portfela poręczeń aktywnych, w rezultacie czego skorygowany mnożnik obniżył się do końca III. kwartału 2014 roku do zaledwie 0,78.

Władze LFPK czynią obecnie starania mające na celu ponowne zwiększenie efektywności działalności Funduszu mierzonej wartością udzielonych poręczeń – zarówno w ujęciu nominalnym, jak również w relacji do posiadanego kapitału poręczeniowego. Temu celowi służyć ma m.in. rozpoczęcie udzielania poręczeń leasingu oraz poręczeń wadiów.

Zarówno wewnętrzne regulacje Funduszu, jak i umowy z instytucjami finansującymi, nie narzucają maksymalnego poziomu mnożnika, jednak według uzyskanych przez nas informacji **władze Funduszu nie planują jednak przekraczania maksymalnego mnożnika na poziomie 3,0. W naszej ocenie taką docelową wartość mnożnika nadal będzie można uznać za bezpieczną.** Ze względu na obecny, bardzo niski poziom mnożnika, LFPK ma duże możliwości dalszego bezpiecznego rozwoju akcji poręczeniowej.

Czynnikiem niepewności są obecnie dalsze losy środków z RPO. Dofinansowanie to miało bowiem charakter zwrotny i z formalnego punktu widzenia Fundusz powinien je wkrótce zwrócić samorządowi województwa lubuskiego. Zarząd Funduszu ocenia jednak jako wysokie prawdopodobieństwo kontynuacji projektu RPO po zakończeniu jego obecnej edycji i to na korzystniejszych warunkach niż dotychczas. Jeśli bowiem samorząd województwa wyrazi

na to zgodę, otrzymane dotychczas przez Fundusz środki z RPO mogłyby zostać przeksięgowane na kapitał własny Lubuskiego FPK.

Realizacja powyższego scenariusza oznaczałaby istotne zwiększenie (o ok. 40%) kapitału własnego LFPK, co zwiększyłoby wypłacalność Funduszu oraz przyczyniłoby się do wzrostu przychodów z lokat środków pieniężnych. Przełożyłoby się to zatem na dalszy wzrost wiarygodności finansowej Funduszu.

W dłuższym horyzoncie czasowym możliwe jest także uzyskanie przez LFPK kolejnego wsparcia ze środków unijnych w ramach nowej perspektywy na lata 2014-2017. Jest prawdopodobne, że wsparcie to będzie miało charakter reporeczeń dla poręczeń udzielanych przez LFPK, co dodatkowo zwiększyłoby możliwości bezpiecznego rozwoju akcji poręczeniowej Funduszu.

4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

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

Fundusz prowadzi działalność operacyjną od roku 2002. Do połowy 2010 roku LFPK systematycznie powiększał zarówno wartość kapitału poręczeniowego (głównie dzięki pozyskiwaniu dotacji w ramach programu SPO-WKP oraz dofinansowania w ramach RPO), jak i liczbę oraz wartość udzielanych poręczeń.

Najwyższa dotychczasowa wartość mnożnika kapitału poręczeniowego (na poziomie 1,75) odnotowana została na koniec II. kwartału 2009 roku, a najwyższa wartość portfela poręczeń aktywnych (63,4 mln zł przy skorygowanym mnożniku na poziomie 1,64) osiągnięta została w połowie 2010 roku. W latach 2011-2012 wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego utrzymywała się w zakresie 1,3-1,6, natomiast od II. połowy 2013 roku miało miejsce gwałtowne wyhamowanie akcji poręczeniowej, w wyniku czego poziom mnożnika kapitału poręczeniowego obniżył się do zaledwie 0,78 na koniec III. kwartału 2014 roku.

W całym analizowanym okresie mnożnik kapitału własnego Spółki był ściśle skorelowany z mnożnikiem kapitału poręczeniowego i również przyjmował generalnie niskie wartości. Na koniec III. kwartału 2014 roku był to poziom zaledwie 0,88.

Obecną ekspozycję Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń, mierzoną zarówno mnożnikiem kapitału poręczeniowego, jak i mnożnikiem kapitału własnego Spółki, należy określić jako bardzo niską, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego jest obecnie jednym z głównych czynników determinujących niskie ryzyko kredytowe Funduszu.

Ogólną dywersyfikację portfela poręczeń (liczoną według średniej wartości poręczenia oraz według największych udzielanych poręczeń) określamy jako dobrą, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu należy ocenić pozytywnie.

Szkodowość portfela poręczeń LFPK do roku 2011 włącznie utrzymywała się na poziomie bliskim zera. Sytuacja w tym zakresie uległa pewnemu pogorszeniu od roku 2012, kiedy to LFPK dokonał wypłat odpowiadających 1,5% średniorocznej wartości portfela poręczeń. W 2013 roku wartość wypłat wzrosła do 1,4 mln zł (2,7% średniego portfela poręczeń), a w ciągu pierwszych trzech kwartałów 2014 roku Fundusz wypłacił poręczenia na łączną kwotę ponad 2 mln zł, co stanowiło już równowartość 5,1% średniego portfela poręczeń aktywnych.

Wskaźnik szkodowości portfela poręczeń aktywnych oceniamy generalnie jako niski, jednak jego wzrost, jaki nastąpił w ciągu trzech ostatnich lat z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu zaliczamy do czynników negatywnych.

Rentowność kapitału Funduszu była do roku 2012 stale dodatnia. Spadek przychodów ze sprzedaży i wzrost wartości staty brutto na sprzedaży jaki nastąpił od 2012 roku, a także istotny wzrost wypłat poręczeń w kolejnych kwartałach spowodowały jednak, iż w 2013 roku skorygowany wynik netto LFPK po raz pierwszy osiągnął wartość ujemną, a w okresie I-III. kw. 2014 r. skorygowana strata przekroczyła już 1 mln zł, co odpowiada 3,1% kapitału własnego Spółki.

Obserwowane w ostatnim czasie pogarszanie się rentowności kapitału własnego LFPK oceniamy negatywnie. Jakkolwiek obecne wartości ponoszonych strat nie są jeszcze niepokojące, to w przypadku ewentualnego dalszego pogarszania się sytuacji w tym zakresie mogłoby to wywierać negatywną presję na ocenę ratingową Funduszu.

Oceniając sposób lokowania posiadanych przez LFPK środków pieniężnych (stanowiących główne zabezpieczenie udzielanych poręczeń) stwierdzamy, iż zapisy obowiązujące w Funduszu „Instrukcji zarządzania środkami pieniężnymi” są zbyt mało konserwatywne i w praktyce nie zapewniają odpowiedniego bezpieczeństwa posiadanych przez Fundusz środków pieniężnych. W tym kontekście **negatywnie oceniamy nieco nadmierną w ciągu kilku ostatnich kwartałów koncentrację lokat, a także fakt, iż LFPK w ciągu kilku ostatnich lat lokuje stale większość środków w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym. Rzuca to negatywnie na ogólną ocenę ratingową Funduszu.**

Podsumowując, sytuacja finansowa Lubuskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych w Zielonej Górze jest w naszej opinii dobra i stabilna, a jego ryzyko kredytowe oceniamy jako niskie. Według przyjętej przez agencję ratingową EuroRating metodologii na dzień publikacji niniejszego raportu (tj. 11.12.2014 r.) **Funduszowi zostaje nadany rating kredytowy na poziomie "A-". Perspektywa ratingu jest stabilna.**

PODATNOŚĆ NADANEGO RATINGU NA ZMIANY

Do potencjalnych najistotniejszych czynników mogących wpływać pozytywnie na ocenę ryzyka kredytowego LFPK EuroRating zalicza: zwiększenie bezpieczeństwa portfela lokat środków pieniężnych poprzez odpowiednią dywersyfikację lokat przy jednoczesnym znaczącym zmniejszeniu lub wyeliminowaniu udziału lokat w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym; ewentualny spadek wartości wypłat poręczeń oraz ewentualną zmianę regulaminu tworzenia rezerw i rozpoczęcie przez Fundusz tworzenia z wyprzedzeniem rezerw celowych odpowiadających ryzyku poszczególnych poręczeń zagrożonych wypłatą.

Negatywny wpływ na ocenę ratingową LFPK mogłyby mieć natomiast: ewentualne utrzymanie się wskaźnika szkodowości portfela poręczeń na podwyższonym poziomie (lub tym bardziej ewentualny dalszy wzrost wartości wypłat poręczeń); ewentualny znaczny wzrost poziomu skorygowanego mnożnika kapitału własnego Spółki; dalsze pogorszenie wyników finansowych; a także utrzymywanie się w perspektywie średnioterminowej (lub tym bardziej wzrost) wysokiego obecnie udziału lokat środków pieniężnych w bankach o podwyższonym ryzyku kredytowym oraz ewentualny 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-	Ryzyko kredytowe na średnim poziomie. Dobra wiarygodność finansowa i wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w dłuższym terminie. Podwyższona podatność na utrzymujące się przez dłuższy czas niekorzystne warunki gospodarcze.
Poziom spekulacyjny	BB+ BB BB-	Podwyższone ryzyko kredytowe. Relatywnie niższa wiarygodność finansowa. Wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w przeciętnych lub sprzyjających warunkach gospodarczych. Wysoki lub średni poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
	B+ B B-	Wysokie ryzyko kredytowe. Zdolność do obsługi zobowiązań jedynie przy sprzyjających warunkach zewnętrznych. Średni lub niski poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
	CCC CC C	Bardzo wysokie ryzyko kredytowe. Bardzo niska zdolność do obsługi zobowiązań nawet w przypadku sprzyjających warunków gospodarczych. Niski lub bardzo niski poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
	D	Ekstremalnie wysokie ryzyko kredytowe. Całkowity brak zdolności do obsługi zobowiązań. Bez dodatkowego wsparcia z zewnątrz poziom odzyskania wierzytelności bardzo niski lub bliski zeru.

6. 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** (lista agencji ratingowych zarejestrowanych w Unii Europejskiej: <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs>).

Agencja ratingowa EuroRating posiada **status ECAI** – zewnętrznej instytucji oceny wiarygodności kredytowej (zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt. 98 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady nr 575/2013 z dnia 26.06.2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych), a **ratingi kredytowe przyznawane przez EuroRating mogą być stosowane do celów regulacyjnych przez instytucje finansowe w całej Unii Europejskiej** i są równe ratingom wystawianym przez inne agencje uznane przez ESMA, bez terytorialnych lub innych ograniczeń.

Opis metodologii ratingowej stosowanej przez EuroRating prezentowany jest w serwisie internetowym agencji (www.EuroRating.pl) 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”.

Ratingi nadany Lubuskiemu Funduszowi Poręczeń Kredytowych 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”–„Ratingi publiczne”–„Fundusze poręczeniowe”, w odpowiedniej zakładce dotyczącej ocenianego podmiotu. EuroRating nie bierze odpowiedzialności za informacje o aktualnym ratingu ocenianego podmiotu przekazywane przez jakiegokolwiek strony trzecie. Rating może podlegać zmianie, bądź też wycofaniu w dowolnym momencie i z jakiegokolwiek powodu – decyzja o tym leży wyłącznie w gestii agencji EuroRating.

Ratingi nadany Lubuskiemu Funduszowi Poręczeń Kredytowych 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. Zgodnie z obowiązującą w agencji ratingowej EuroRating „Polityką w zakresie konfliktów interesów”, agencja nie świadczyła i nie świadczy dla ocenianego podmiotu lub powiązanych z nim stron trzecich 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 udzielanymi 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 przyznane przez EuroRating ratingi 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.