

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

**Raport ratingowy**

Aktualny rating kredytowy	Perspektywa ratingu
<b>A</b>	<b>stabilna</b>

**EuroRating**

**Warszawa**

**03.02.2022 r.**

## 1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym

### 1.1 Aktualny rating Funduszu i historia ratingu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data *
<b>A</b>	<b>stabilna</b>	<b>03.02.2022</b>
A-	pozytywna	11.10.2021
A-	pozytywna	14.07.2021
A-	stabilna	21.04.2021
A-	stabilna	29.01.2021
A-	stabilna	28.09.2020
A-	stabilna	17.07.2020
A-	stabilna	23.04.2020
A-	stabilna	08.01.2020
A-	stabilna	27.09.2019
A-	stabilna	10.04.2019
A-	stabilna	20.12.2018
A-	stabilna	17.09.2018
A-	stabilna	27.06.2018
A-	stabilna	16.01.2018
A-	stabilna	11.12.2014

\* w tabeli pominięte zostały weryfikacje ratingu sprzed roku 2018 nieskutkujące zmianą poziomu ratingu lub jego perspektywy

Źródło: EuroRating

### 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 dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw poręczeniami kredytów bankowych, pożyczek i innych transakcji o charakterze zobowiązań finansowych. 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 nieoznaczony.

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

**Tabela 2.1 Lubuski Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. – 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%
<b>RAZEM</b>		<b>790</b>	<b>7 900</b>	<b>100,0%</b>	<b>1 510</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: LFPK

Województwo Lubuskie posiada największy udział (45,6%) w kapitale zakładowym spółki, są to udziały uprzywilejowane co do głosu w stosunku 3:1, co daje 71,5% udział w głosach na Zgromadzeniu Wspólników.

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 2002 r. z inicjatywy Sejmiku Województwa Lubuskiego. Spółka rozpoczęła działalność z kapitałem w wysokości 2 mln zł, jej założycielem było Województwo Lubuskie. W tym samym roku 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 BGK skład udziałowców LFPK dołączył do sieci regionalnych funduszy poręczeniowych, wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej, działających na terenie większości województw w kraju.

W 2003 roku wspólnicy: Województwo Lubuskie oraz BGK 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 2004 r. 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, 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). Wartość otrzymanego przez LFPK dofinansowania wyniosła 21 mln zł.

W 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 2013 roku LFPK otrzymał drugą transzę zwrotnego wsparcia w ramach RPO – w kwocie 2 mln zł. W latach 2016-2017 Fundusz podpisał aneksy przedłużające termin realizacji obu edycji projektu do 30.06.2026 r. Łączna kwota dofinansowania pozostawiona w dyspozycji Funduszu na mocy tych aneksów to 14,1 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, a wszelkie wypracowywane nadwyżki finansowe przeznaczone są na prowadzenie działalności statutowej (instytucja typu *not-for-profit*).

### **3. Analiza ekonomiczno-finansowa**

#### **3.1 Rachunek zysków i strat**

Rachunek zysków i strat Lubuskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych za lata 2018-2020 oraz za trzy kwartały 2021 r. przedstawia tabela nr 3.1.

#### **Przychody ze sprzedaży**

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

W latach 2008-2012 wartość przychodów ze sprzedaży przekraczała stale poziom 500 tys. zł. W latach 2013-2014 przychody ze sprzedaży uległy gwałtownemu spadkowi, co wynikało z istotnego zmniejszenia się liczby i wartości udzielanych poręczeń. Stosunkowo niska wartość udzielanych poręczeń utrzymywała się także w kolejnych latach, co skutkowało uzyskiwaniem niskich przychodów ze sprzedaży, które w latach 2015-2020 utrzymywały się na w zakresie 106-170 tys. zł. W pierwszych trzech kwartałach 2021 r. przychody ze sprzedaży wyniosły 42 tys. zł i były o połowę niższe niż w analogicznym okresie roku poprzedniego.

#### **Koszty operacyjne**

Struktura kosztów rodzajowych LFPK jest typowa dla funduszy poręczeniowych. Głównym składnikiem kosztów są wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne, stanowiące łącznie od 60 do 70% łącznych kosztów oraz usługi obce, z udziałem ok. 20-30%.

Koszty działalności operacyjnej stale przekraczały wartość generowanych przychodów ze sprzedaży. W latach 2016-2020 strata na tym poziomie RZiS wynosiła od -740 do -850 tys. zł. W pierwszych trzech kwartałach 2021 r. Fundusz odnotował stratę ze sprzedaży w wysokości -653 tys. zł.

Tabela 3.1 LFPK Sp. z o.o. – rachunek zysków i strat za lata 2018-2020\* oraz za I-III kw. 2021 r.

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2018	Za rok 2019	Za rok 2020	Za okres I-IX.2021
<b>A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>105,8</b>	<b>137,2</b>	<b>118,9</b>	<b>42,1</b>
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	105,8	137,2	118,9	42,1
II. Zmiana stanu produktów	-	-	-	-
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
<b>B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ</b>	<b>956,0</b>	<b>948,7</b>	<b>942,8</b>	<b>694,8</b>
I. Amortyzacja	1,8	1,1	0,3	-
II. Zużycie materiałów i energii	21,2	25,7	21,3	16,4
III. Usługi obce	267,4	258,0	245,8	180,6
IV. Podatki i opłaty	23,6	21,1	20,7	14,7
V. Wynagrodzenia	508,2	500,0	516,1	382,7
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	102,0	104,0	103,1	82,5
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	31,7	38,7	35,6	18,0
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
<b>C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>(850,2)</b>	<b>(811,5)</b>	<b>(823,9)</b>	<b>(652,7)</b>
<b>D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE</b>	<b>806,5</b>	<b>699,0</b>	<b>872,7</b>	<b>539,2</b>
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	282,0	280,0	440,0	440,0
III. Inne przychody operacyjne	524,5	419,0	432,7	99,2
<b>E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE</b>	<b>653,1</b>	<b>534,4</b>	<b>463,0</b>	<b>6,0</b>
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	-	-	-
III. Inne koszty operacyjne	653,1	534,4	463,0	6,0
<b>F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ</b>	<b>(696,8)</b>	<b>(647,0)</b>	<b>(414,2)</b>	<b>(119,5)</b>
<b>G. PRZYCHODY FINANSOWE</b>	<b>723,2</b>	<b>698,0</b>	<b>476,7</b>	<b>81,1</b>
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	723,2	698,0	476,7	81,1
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	-	-	-	-
<b>H. KOSZTY FINANSOWE</b>	<b>6,0</b>	<b>-</b>	<b>0,0</b>	<b>6,9</b>
I. Odsetki	-	-	0,0	6,9
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	6,0	-	-	-
IV. Inne	-	-	-	-
<b>I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ</b>	<b>20,4</b>	<b>51,0</b>	<b>62,5</b>	<b>(45,3)</b>
<b>J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>K. ZYSK (STRATA) BRUTTO</b>	<b>20,4</b>	<b>51,0</b>	<b>62,5</b>	<b>(45,3)</b>
<b>L. PODATEK DOCHODOWY</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>8,1</b>	<b>-</b>
<b>M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIĘSZ. ZYSKU</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>N. ZYSK (STRATA) NETTO</b>	<b>20,4</b>	<b>51,0</b>	<b>54,4</b>	<b>(45,3)</b>

\*sprawozdania finansowe za lata 2018-2020 zaudytowane

Źródło: LFPK

Analizując wynik na tym poziomie rachunku zysków i strat należy wziąć pod uwagę, że wzrost kosztów, jaki nastąpił 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 tytułu dotacji (w formie ryczałtu) ujmowane są w poz. D.II RZiS – „dotacje”. Wartość tych refundacji na przestrzeni ostatnich lat wzrosła z 200 tys. zł do 440 tys. zł rocznie.

Przy uwzględnieniu otrzymywanej refundacji kosztów w ramach RPO wartość skorygowanej straty ze sprzedaży w latach 2015-2020 wahała się od ok. -600 tys. zł do ok. -380 tys. zł. W pierwszych trzech kwartałach 2021 r. skorygowana strata wyniosła -213 tys. zł.

Generalnie ujemny wynik brutto ze sprzedaży należy traktować 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).

### **Pozostałe przychody i koszty operacyjne**

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

Od 2016 roku kwoty wykazywane w pozycjach „inne przychody operacyjne” dotyczyły głównie odzyskanych należności z tytułu wypłaconych poręczeń, kosztów sądowych, dodatniego łącznego salda zmiany stanu rezerw (ogólnej i celowych) oraz przychodów z tytułu sprzedaży rzeczowych aktywów trwałych.

W pozycji „inne koszty operacyjne” (poz. E.III) począwszy od 2010 r. wykazywane były głównie wartości tworzonej rezerwy na ryzyko ogólne (do końca 2009 r. tworzenie rezerw na ryzyko ujmowane było w „innych kosztach finansowych”).

Należy zaznaczyć, iż do końca 2017 r. LFPK nie tworzył rezerw celowych na ryzyko wypłaty poszczególnych poręczeń zagrożonych, lecz tylko rezerwę ogólną na możliwe przyszłe wypłaty poręczeń\*. Od początku 2018 r. obowiązuje natomiast nowy regulamin tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością poręczeniową, na podstawie którego Fundusz rozpoczął w 2018 r. tworzenie rezerw celowych. Istotne jest przy tym, iż wypłaty poręczeń księgowane były dotychczas bezpośrednio w ciężar rezerwy ogólnej. Związane z tym rozwiązywanie tej rezerwy, a także tworzenie odpisu aktualizacyjnego na należność z tytułu wypłaconego poręczenia nie były wykazywane w rachunku zysków i strat.

---

\* Kwestia zasad tworzenia przez Fundusz rezerw oraz ich stan omówione zostały szerzej w punkcie 3.4.

W latach 2015-2019 saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych wahało się między -5 tys. zł a 164 tys. zł. W 2020 r. saldo to wzrosło do 410 tys. zł, a w pierwszych trzech kwartałach 2021 r. wyniosło ponad 533 tys. zł. Istotny wpływ na wzrost salda miała ryczałtowa refundacja kosztów w ramach LRPO1 i LRPO2, która w IV kw. 2020 r. wzrosła do 440 tys. zł. Refundację kosztów Fundusz rozlicza co roku, w ramach określonego limitu kosztów zarządzania zawartego w umowach o dofinansowanie „Strategii wyjścia” LRPO, tj. 3,33% w ramach projektu LRPO1 i 2% kwoty dofinansowania w ramach projektu LRPO2.

### **Przychody i koszty finansowe**

Na przychody finansowe spółki w całym analizowanym okresie składały się dochody z lokat środków pieniężnych. W latach 2013-2015 wartość przychodów finansowych spadła z 1,5 mln zł do 765 tys. zł, następnie w okresie od 2016 r. do 2019 r. przychody finansowe oscylowały w przedziale 680-790 tys. zł. W 2020 r. przychody finansowe zmniejszyły się do 477 tys. zł, a w pierwszych trzech kwartałach 2021 r. wynosiły zaledwie 81 tys. zł. Spadek w/w przychodów był głównie spowodowany spadkiem oprocentowania lokat bankowych.

W kolejnych okresach można oczekiwać wzrostu przychodów odsetkowych w związku z dokonanymi już podwyżkami stóp procentowych NBP, jak również ze spodziewanymi kolejnymi, które prawdopodobnie nastąpią w trakcie 2022 roku. Z uwagi na występującą od dłuższego czasu dużą nadpłynność w sektorze bankowym wątpliwe jest jednak aby banki podwyższyły oprocentowanie depozytów proporcjonalnie do podwyżek stóp NBP.

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.

Od 2010 r. Fundusz nie wykazywał prawie żadnych kosztów finansowych, za wyjątkiem drobnych kwot w latach 2014-2018 i w III kw. 2021 r.

### **Wynik finansowy**

Przyjęta przez agencję ratingową EuroRating metodologia oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych zakłada, iż w wyniku finansowym w ujęciu ekonomicznym (obrazującym rzeczywistą rentowność Funduszu w danym okresie) nie jest uwzględniane tworzenie i rozwiązywanie przez Fundusz rezerwy na ryzyko ogólne. W odróżnieniu bowiem od rezerw celowych, nie jest to rezerwa związana bezpośrednio z poręczeniami zagrożonymi. Ponadto wynik netto korygowany jest również o kwoty otrzymanych dotacji na powiększenie kapitału poręczeniowego (jeśli były księgowane przez RZiS) oraz ewentualne bezpośrednie odpisy kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych. W przypadku Funduszy wykazujących niskie stany rezerw celowych w odniesieniu do portfela poręczeń na ryzyku własnym dokonywane są także korekty

wyniku finansowego o zmianę salda rezerw dodatkowo doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu.

W przypadku Lubuskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych należy uwzględnić fakt, iż Fundusz do końca 2017 r. nie tworzył w ogóle rezerw celowych na poszczególne poręczenia zagrożone wypłatą, a tylko rezerwę na ryzyko ogólne. W rezultacie w księgowych wynikach finansowych Funduszu nie było uwzględnione bezpośrednio ryzyko związane z prawdopodobieństwem wypłat poszczególnych zobowiązań warunkowych (czyli udzielonych poręczeń).

Stąd też EuroRating traktował tworzone przez Fundusz rezerwy na ryzyko ogólne (do poziomu odpowiadającego 4% sumy poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu, tj. z wyłączeniem poręczeń w ramach RPO) jako ekwiwalent rezerw celowych, jakie należało w tym okresie utworzyć.

Od początku 2018 r., po zmianie przez LFPK regulaminu tworzenia rezerw, w przypadku zbyt niskiej wartości rezerw celowych, EuroRating koryguje księgowy wynik finansowy o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych doliczanych na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu.

Od 2010 r. do końca 2015 r. poziom rezerwy na ryzyko ogólne był wyższy od równowartości 4% sumy poręczeń aktywnych na ryzyku własnym. W związku z tym saldo zmian w/w rezerwy wpływało na wartość skorygowanego wyniku finansowego Funduszu (*in plus* jeżeli saldo było dodatnie oraz *in minus* jeżeli saldo było ujemne). W okresach, w których rezerwa na ryzyko ogólne nie osiągała poziomu 4% portfela poręczeń aktywnych na ryzyku LFPK wynik był również korygowany o wartość dodatkowo doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu rezerw (kwestia ta została omówiona bardziej szczegółowo w punkcie 3.4).

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

Lp.	Skorygowany wynik netto (tys. zł)	2018	2019	2020	I-IX. 2021
1	Księgowy wynik netto	20,4	51,0	54,4	-45,3
2	Korekta o zmianę salda rezerwy na ryzyko ogólne	-515,3	-30,3	-99,8	-72,1
3	Korekta o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych	864,3	960,8	805,2	44,8
<b>4</b>	<b>Skorygowany wynik finansowy netto</b>	<b>369,3</b>	<b>981,5</b>	<b>759,8</b>	<b>-72,6</b>

Źródło: obliczenia EuroRating na podstawie danych i sprawozdań finansowych LFPK

Dotacje wykazywane przez Fundusz w RZiS nie miały wpływu na wynik finansowy, ponieważ od razu po ich zaksięgowaniu jako przychody, tworzone były odpisy w takiej samej kwocie po stronie kosztów. Począwszy od 2010 r. dotacje wykazywane w RZiS dotyczą ryczałtowej refundacji kosztów ponoszonych w związku z realizacją projektu LRPO, w związku z czym wynik Funduszu nie podlega korekcie o wartość ryczałtu. Fundusz nie wykazywał również bezpośrednich odpisów kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych.



Rok 2015 Fundusz zamknął niewielką stratą, głównie dzięki znacznemu spadkowi wartości wypłaconych poręczeń w porównaniu do poprzedniego roku. W latach 2016-2017 skorygowana strata ponownie wzrosła do poziomu ok. 0,6-0,7 mln zł, co wynikało głównie z rozwiązania rezerwy na ryzyko ogólne, a w konsekwencji również z doliczania przez EuroRating dodatkowych rezerw (równych zmianie salda niedoboru rezerw) na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu ze względu na spadek wartości rezerw utworzonych przez Fundusz do poziomu poniżej 4% portfela poręczeń aktywnych na ryzyku Funduszu). W latach 2018-2020 skorygowany wynik netto przyjmował już wartości dodatnie, głównie ze względu na dodatnią korektę zmiany salda dodatkowych rezerw celowych. W pierwszych trzech kwartałach 2021 r. skorygowany wynik netto był ujemny, na co wpłynął zarówno ujemny wynik księgowy jak i korekta *in minus* o zmianę salda 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 2018-2020 oraz na koniec III kw. 2021 r.

#### Aktywa

Struktura aktywów Lubuskiego FPK jest typowa dla działalności funduszu poręczeniowego: majątek spółki stanowią niemal wyłącznie aktywa krótkoterminowe (środki pieniężne i ich ekwiwalenty), co z punktu widzenia oceny jakości i płynności majątku Funduszu należy ocenić bardzo pozytywnie.

Majątek trwały stanowił w ostatnich latach mniej niż 0,2% łącznej wartości aktywów i składały się na niego głównie rzeczowe aktywa trwałe oraz udziały w spółce Krajowa Grupa Poręczeniowa Sp. z o.o., na które w 2018 r. zgodnie z sugestią biegłego rewidenta dokonano całkowitego odpisu ze względu na pogorszenie sytuacji finansowej spółki.

W ciągu kilku ostatnich lat wartość łącznych aktywów LFPK pozostawała stabilna i utrzymywała się w zakresie ok. 47-48 mln zł.

Tabela 3.3 LFPK – bilans (aktywa) na koniec lat 2018-2020\* oraz na koniec III kw. 2021 r.

Bilans – aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2018	Na dzień 31.12.2019	Na dzień 31.12.2020	Na dzień 30.09.2021
<b>A. AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>1,4</b>	<b>0,3</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
I. Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	1,4	0,3	-	-
III. Należności długoterminowe	-	-	-	-
IV. Inwestycje długoterminowe	-	-	-	-
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-
<b>B. AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>46 993,2</b>	<b>47 235,6</b>	<b>47 131,3</b>	<b>46 583,9</b>
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	235,3	121,6	1,3	35,3
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	235,3	121,6	1,3	35,3
a) z tytułu dostaw i usług	6,3	5,7	1,3	0,9
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	229,0	115,9	-	34,5
c) inne	-	-	-	-
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	46 734,3	47 092,4	47 101,3	46 537,2
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	46 734,3	47 092,4	47 101,3	46 537,2
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	46 695,0	46 745,9	46 696,9	46 295,1
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	39,3	346,6	404,4	242,2
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	39,3	346,6	404,4	242,2
- inne środki pieniężne	-	-	-	-
- inne aktywa pieniężne	-	-	-	-
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	23,6	21,6	28,7	11,3
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>46 994,6</b>	<b>47 235,9</b>	<b>47 131,3</b>	<b>46 583,9</b>

\*sprawozdania finansowe za lata 2018-2020 zaudytowane

Źródło: LFPK

## Pasywa

Istotną pozycję w pasywach bilansu stanowią „fundusze specjalne”, gdzie Fundusz wykazuje otrzymane dofinansowanie zwrotne w łącznej kwocie 12 mln zł w ramach Lubuskiego Regionalnego Programu Operacyjnego (RPO), wraz z przynależnymi do środków projektu prowizjami i odsetkami. W poz. B.I.3 Fundusz wykazuje rezerwę na ryzyko ogólne oraz (od 2018 roku) rezerwy celowe. LFPK nie posiada zobowiązań oprocentowanych.

Strukturę pasywów LFPK (przy uwzględnieniu specyficznych czynników związanych ze sposobem księgowania otrzymanego dofinansowania w ramach SPO-WKP i RPO) należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe korzystające ze zwrotnego dofinansowania ze środków unijnych. Stosunkowo wysokie zobowiązania nie wiążą się

z podwyższonym ryzykiem z uwagi na ich długoterminowy charakter oraz fakt, że mają one pełne pokrycie w środkach pieniężnych.

**Tabela 3.4 LFPK – bilans (pasywa) na koniec lat 2018-2020\* oraz na koniec III kw. 2021 r.**

Bilans – pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2018	Na dzień 31.12.2019	Na dzień 31.12.2020	Na dzień 30.09.2021
<b>A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY</b>	<b>31 930,0</b>	<b>31 981,0</b>	<b>32 035,4</b>	<b>31 990,2</b>
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	24 280,2	24 280,2	24 280,2	24 280,2
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	-	-	-	-
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	(270,5)	(250,1)	(199,2)	(144,8)
VIII. Zysk (strata) netto	20,4	51,0	54,4	(45,3)
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
<b>B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA</b>	<b>15 064,5</b>	<b>15 254,8</b>	<b>15 095,8</b>	<b>14 593,7</b>
I. Rezerwy na zobowiązania	898,6	1 106,6	1 202,0	1 122,3
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	898,6	1 106,6	1 202,0	1 122,3
II. Zobowiązania długoterminowe	-	-	-	-
III. Zobowiązania krótkoterminowe	14 166,0	14 148,2	13 893,9	13 471,4
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	40,4	41,0	25,4	26,6
- kredyty i pożyczki	-	-	-	-
- z tytułu dostaw i usług	4,3	4,3	0,6	0,5
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	29,9	29,8	17,8	20,6
- z tytułu wynagrodzeń	6,2	7,0	7,0	5,3
- inne	-	-	-	0,1
3. Fundusze specjalne	14 125,6	14 107,2	13 868,5	13 444,8
IV. Rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>46 994,6</b>	<b>47 235,9</b>	<b>47 131,3</b>	<b>46 583,9</b>

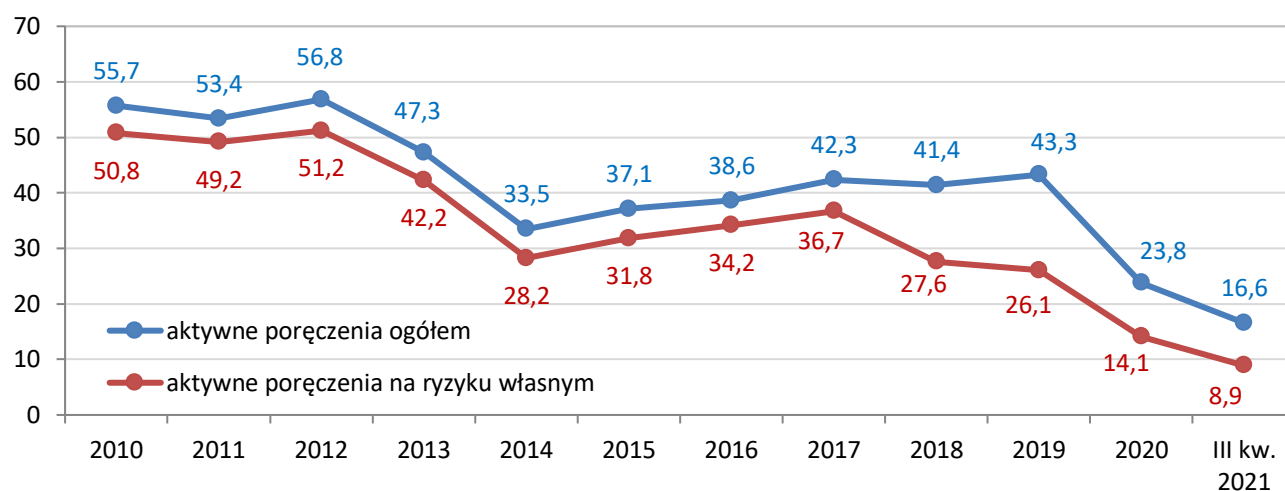
\*sprawozdania finansowe za lata 2018-2020 zaudytowane

Źródło: LFPK

## Pozycje pozabilansowe

Udzielane przez Fundusz poręczenia księgowane są jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe.

**Wykres 3.1 LFPK Sp. z o.o. – wartość aktywnych poręczeń (mln zł)**



Źródło: LFPK, EuroRating

W 2015 r. tendencja spadkowa wartości portfela poręczeń trwająca od 2012 r. (spowodowana m.in. odpływem klientów w związku z uruchomieniem rządowego programu gwarancji „de minimis”) została odwrócona i do końca 2019 r. wartość aktywnych poręczeń wzrosła do 43,3 mln zł.

W 2020 roku oraz w okresie I-III kw. 2021 r. miała miejsce duże obniżenie sumy aktywnych poręczeń. Oprócz spadku wartość poręczeń udzielanych wpływ na to miała również dokonana przez LFPK od III kw. 2020 r. zmiana sposobu kwalifikacji do aktywnych poręczeń umów dotyczących poręczeń wadialnych. Dotychczas wartość zaangażowania w poręczenia obejmowała podpisane umowy pakietów wadialnych. Obecnie pakiety wadialne nie są już wliczane do sumy aktywnych poręczeń, ponieważ w niektórych przypadkach podpisanych umów o pakiet poręczeń wadialnych były one wykorzystywane tylko w niewielkiej części, co zaburzało obraz realnie zaangażowanego kapitału Funduszu. Do sumy aktywnych poręczeń od III kw. 2020 r. wliczana jest tylko wartość wydanych oświadczeń o zapłacie wadium, tzn. wadiumów indywidualnych faktycznie już udzielonych.

Od 2009 r. Fundusz rozpoczął udzielanie poręczeń w ramach RPO i w latach 2009-2017 wartość poręczeń na ryzyku własnym była mniejsza od wartości portfela aktywnych poręczeń o 3,2-6,6 mln zł. Na początku 2017 r. Fundusz podpisał Aneks do umowy RPO z 2009 r., na mocy którego do Funduszu zostało przekazane 12,1 mln zł (w ramach tych środków Fundusz mógł jedynie reporeczyć kredyty inwestycyjne, których ilość była ograniczona). W 2018 r. Fundusz otrzymał zgodę na poręczanie kredytów obrotowych, co spowodowało szybki wzrost poręczeń w ramach RPO, a także wzrost ich udziału w całkowitej wartości aktywnych poręczeń oraz spadek poręczeń na ryzyku własnym Funduszu. Spadek w ostatnich latach sumy aktywnych poręczeń dotyczy w głównej mierze poręczeń w ramach środków własnych.

### 3.3 Analiza wskaźnikowa

Wartości najważniejszych parametrów finansowych oraz analizę wskaźnikową Funduszu przedstawia tabela nr 3.5.

#### 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 + 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).

Dla potrzeb wyliczenia skorygowanego kapitału własnego LFPK EuroRating dokonuje następujących korekt:

- okresowo korekta *in minus* 100% wartości niematerialnych i prawnych, z uwagi na fakt, iż nie mają one rzeczywistej wartości zbywczej;
- okresowo korekta *in minus* 100% wartości udziałów w spółce specjalnego przeznaczenia KGP Sp. z o.o.; przyjęto bowiem konserwatywne założenie, iż jej udziały nie będą miały faktycznej wartości ekonomicznej, która mogłaby w razie potrzeby zostać spieniężona na pokrycie ewentualnych zobowiązań Funduszu z tytułu udzielonych poręczeń (w 2018 r. dokonano całkowitego odpisu udziałów ze względu na pogorszenie sytuacji finansowej spółki);
- korekta *in minus* o 30% bilansowej wartości rzeczowych aktywów trwałych (poz. A.II), z uwagi na niską płynność tego typu aktywów;
- okresowo korekta o saldo dodatkowych rezerw, doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu; w przypadku wystąpienia nadwyżki wartości rezerwy na ryzyko ogólne ponad wymagane 4% wartości aktywnych poręczeń na ryzyku własnym kapitał korygowany był *in plus* o kwotę tej nadwyżki, a w przypadku wystąpienia niedoboru rezerw – *in minus* o kwotę niedoboru;

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

Osobnym elementem kapitału poręczeniowego jest od 2009 r. otrzymane dofinansowanie w ramach „Lubuskiego Regionalnego Programu Operacyjnego na lata 2007-2013”.

Tabela 3.5 LFPK Sp. z o.o. – najważniejsze dane i wskaźniki finansowe

Lp.		2018	2019	2020	IX.2021
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	46 954	47 195	47 107	46 557
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	42 319	42 626	42 675	42 240
3	Skorygowany kapitał własny spółki (tys. zł)	31 725	32 045	32 274	32 156
4	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	41 376	43 313	23 811	16 601
5	- w tym poręczenia w ramach środków własnych (tys. zł)	27 590	26 053	14 135	8 911
6	- w tym wartości poręczeń wadialnych (tys. zł)	5 030	10 350	1 759	523
7	- w tym poręczenia w ramach RPO (tys. zł)	13 786	17 260	9 676	7 690
<b>8</b>	<b>Mnożnik 1 = [4] / [1]</b>	<b>0,88</b>	<b>0,92</b>	<b>0,51</b>	<b>0,36</b>
<b>9</b>	<b>Mnożnik 2 (skorygowany) = ([4] - 0,5*[6]) / [2] *</b>	<b>0,92</b>	<b>0,89</b>	<b>0,54</b>	<b>0,39</b>
<b>10</b>	<b>Mnożnik kapitału własnego spółki = ([5] - 0,5*[6]) / [3]</b>	<b>0,79</b>	<b>0,65</b>	<b>0,41</b>	<b>0,27</b>
11	Liczba aktywnych poręczeń	269	231	208	127
12	- w tym poręczenia w ramach środków własnych	183	144	152	86
13	- w tym poręczenia w ramach RPO	86	87	56	41
14	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	154	188	114	131
<b>15</b>	<b>Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,8%</b>
<b>16</b>	<b>Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>
17	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	11 773	14 435	10 110	9 114
18	- w tym poręczenia na ryzyku własnym (tys. zł)	9 491	11 435	5 271	3 966
19	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	589	722	506	456
<b>20</b>	<b>20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia</b>	<b>28,5%</b>	<b>33,3%</b>	42,5%	54,9%
<b>21</b>	<b>20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *</b>	<b>27,8%</b>	<b>33,9%</b>	23,7%	21,6%
<b>22</b>	<b>Największe poręczenia na ryzyku własnym / skorygowany KW</b>	<b>29,9%</b>	<b>35,7%</b>	16,3%	12,3%
<b>23</b>	<b>Przeciętne największe poręczenie / Kapitał poręczeniowy *</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,7%</b>	1,2%	1,1%
24	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	300	319	337	28
25	Wartość wypłaconych por. na ryzyku własnym w ciągu 4 kw. (tys. zł)	300	319	337	28
<b>26</b>	<b>Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan aktywnych poręczeń</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,0%</b>	<b>0,1%</b>
27	Wartość odzyskanych należn. z tyt. poręczeń w ciągu 4 kw. (tys. zł)	439	404	377	36
28	Odzyskane poręczenia na ryzyku własnym w ciągu 4 kw. (tys. zł)	439	404	377	36
<b>29</b>	<b>Wypłacone poręczenia netto / Średni kapitał poręczeniowy *</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>0,0%</b>
<b>30</b>	<b>Wypłacone poręczenia netto na ryz. wł. / Śr. skoryg. KW spółki</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>0,0%</b>
<b>31</b>	<b>Skorygowany wynik finansowy / Śr. skor. kapitał własny spółki</b>	<b>1,2%</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,4%</b>	<b>-0,2%</b>

\* Wskaźniki wyliczone w oparciu o skorygowany kapitał poręczeniowy

Źródło: LFPK, EuroRating

Gdyby do kapitału poręczeniowego według stanu na koniec III kw. 2021 r. (obliczonego zgodnie z powyższymi uwagami) dodać w całości otrzymane dofinansowanie w ramach RPO (kwota 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 45,6 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; Fundusz, na mocy aneksów do umowy głównej, będzie realizował projekt RPO do połowy 2026 r. na warunkach podobnych do wskazanych w umowie głównej; po tym terminie 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 prawo do opłaty za zarządzanie (w ramach maksymalnego limitu wynoszącego średniorocznie 2% kwoty otrzymanego dofinansowania) w ciężar dochodów z prowizji oraz odsetek przynależnych środkom z RPO (opłata ta księgowana jest obecnie w RZiS w poz. D.II – „dotacje”, w zryczałtowanej wysokości 60 tys. zł kwartalnie); po wykonaniu 1,5-krotnego obrotu środkami LRPO opłata za zarządzanie przysługująca Funduszowi wzrasta do 5%.

Ocena długoterminowego wpływu, jaki na ryzyko kredytowe Funduszu będzie miało dofinansowanie w ramach RPO jest niejednoznaczna, 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 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 ok. 1,4 mln zł. Strata przewyższająca tę wartość obciążyć będzie już kapitał własny Funduszu (o ile Instytucja Zarządzająca LRPO nie uzna, że LFPK po okresie trwałości projektu nie będzie musiał zwracać otrzymanego dofinansowania).

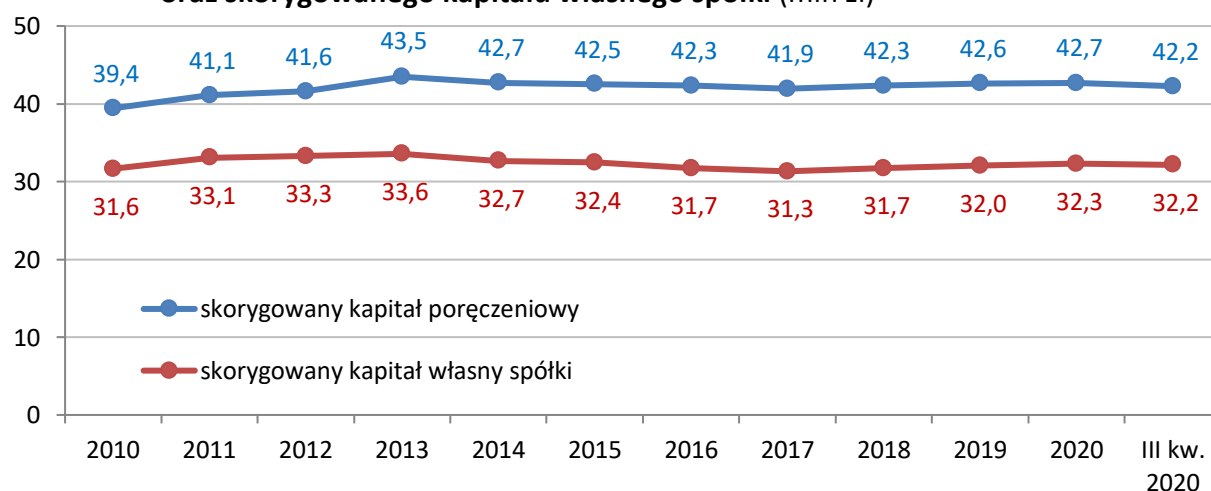
Ponadto należy zwrócić uwagę, że powyższa wartość utraty poręczeń nie jest tożsama z wartością poręczeń wypłaconych, bowiem umowa o dofinansowanie w ramach RPO określa, iż chodzi w tym wypadku o wierzytelności stracone, których nieściągalność została udokumentowana. Z uwagi na przewlekłe procedury windykacji należności z tytułu wypłaconych poręczeń (co oznacza 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 należy ocenić obecnie jako relatywnie niskie, to z punktu widzenia oceny ogólnego ryzyka kredytowego, przy wyliczaniu skorygowanego kapitału poręczeniowego nie można zdaniem agencji jednakowo traktować dofinansowania przyznanego Funduszu na zasadach programu SPO-WKP (które powiększyło w ujęciu ekonomicznym kapitał własny Funduszu) ze zwrotnym dofinansowaniem w ramach RPO.

Z tego też względu EuroRating przyjmuje 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 z warunkami tego dofinansowania.

Ostatecznie **wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego** [2] wyliczanego przez EuroRating, służącego do obliczania wskaźników opartych na wartości kapitału poręczeniowego (przedstawionych w tabeli 3.5), **wyniosła na koniec III kw. 2021 r. 42,2 mln zł.** Była to kwota o ok. 4,4 mln zł niższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (46,6 mln zł).

**Wykres 3.2 LFPK Sp. z o.o. – wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego oraz skorygowanego kapitału własnego spółki (mln zł)**



Źródło: LFPK, EuroRating

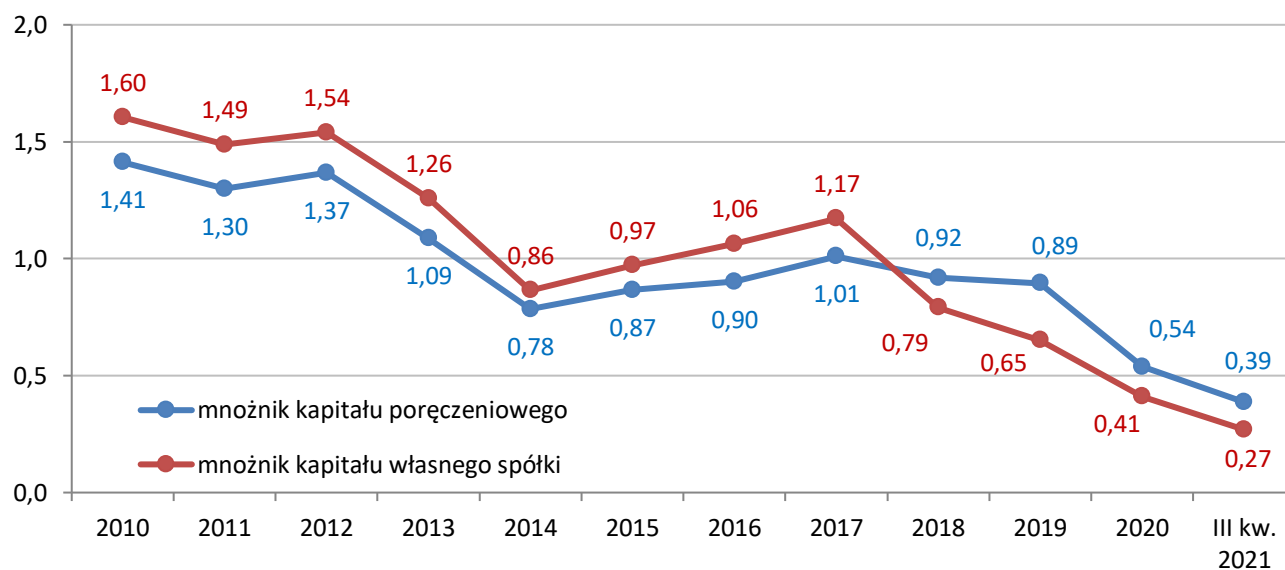


## Skala zaangażowania w akcję poręczeniową

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.

EuroRating przy obliczaniu mnożników uwzględnia niższe ryzyko poręczeń wadialnych. Poręczenia zapłaty wadium są produktem krótkoterminowym (najczęściej do 1 miesiąca). Dodatkowo firma ubiegająca się o tego typu poręczenie zazwyczaj prowadzi aktywną działalność gospodarczą, więc szansa na odzyskanie wypłaconego poręczenia wadialnego jest dużo większa niż w przypadku poręczenia kredytu, gdzie Fundusz poręczeniowy najczęściej dochodzi swych roszczeń z masy upadłościowej. Ze względu na niższe ryzyko charakteryzujące tego typu poręczenia do obliczenia mnożników wliczane jest 50% wartości aktywnych poręczeń wadialnych (w przypadku mnożnika kapitału poręczeniowego uwzględniane są wszystkie poręczenia wadialne, a dla mnożnika kapitału własnego spółki uwzględniane są tylko poręczenia na ryzyku własnym Funduszu).

**Wykres 3.3 LFPK Sp. z o.o. – wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego i mnożnika kapitału własnego**



Źródło: LFPK, EuroRating

W okresie od 2015 r. do II kw. 2020 r. wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego utrzymywała się w zakresie ok. 0,9-1,0. W III kw. 2020 r. nastąpił istotny spadek mnożnika do poziomu 0,63, w wyniku zmiany sposobu kwalifikacji do aktywnych poręczeń umów dotyczących poręczeń wadialnych. W kolejnych kwartałach widoczny był dalszy spadek mnożnika do najniższego w dotychczasowej historii Funduszu poziomu 0,39 na koniec III kw. 2021 r., co było pochodną spadku wartości udzielanych poręczeń.

Mnożnik kapitału własnego spółki [10] do 2017 r. był ściśle skorelowany z mnożnikiem kapitału poręczeniowego, jednak przyjmował nieco wyższe wartości. W 2018 r. Fundusz dostał zgodę na poręczanie w ramach RPO nie tylko kredytów inwestycyjnych, ale również obrotowych, co znacząco zwiększyło udział kredytów w ramach RPO i spowodowało spadek mnożnika kapitału własnego poniżej mnożnika kapitału poręczeniowego (do 0,65 na koniec 2019 r.). W III kw. 2020 r. mnożnik spadł do poziomu 0,43 w wyniku wspomnianej wyżej zmiany sposobu kwalifikacji do aktywnych poręczeń umów dotyczących poręczeń wadialnych. W ciągu kolejnych czterech kwartałów wartość mnożnika spadła do poziomu 0,27 na koniec III kw. 2021 r., co również jest najniższym poziomem w historii LFPK.

**Dalszy spadek ekspozycji LFPK na ryzyko udzielonych poręczeń, jaki miał miejsce w ciągu ostatnich kilku kwartałów, istotnie wpływa na obniżenie ryzyka kredytowego Funduszu. Obecny, bardzo niski poziom mnożnika kapitału własnego oznacza, że bieżący portfel poręczeń w znikomym stopniu obciąża ryzyko własne Funduszu, co jest jednym z głównych czynników wpływających na dokonane podwyższenie ratingu kredytowego LFPK.**

### **Koncentracja portfela poręczeń**

Przeciętna wartość aktywnych poręczeń [14] znajdujących się w portfelu LFPK oscyluje w ostatnich latach w zakresie ok. 115-190 tys. zł, co stanowi równowartość 0,2-0,8% łącznego portfela poręczeń aktywnych i 0,3-0,4% kapitału poręczeniowego spółki. Można uznać, że portfel poręczeń Funduszu jest dobrze zdywersyfikowany, co z założenia powinno się przełożyć na relatywnie niższe ryzyko.

W obowiązujących regulaminach udzielania poręczeń występują dwa główne ograniczenia dotyczące limitów wartości poręczeń – maksymalna wartość pojedynczego poręczenia może sięgać 80% wartości kredytu lub leasingu (w przypadku poręczeń wadialnych limit wynosi 100%), a ponadto maksymalna wartość poręczeń udzielonych na rzecz jednego klienta może stanowić maksymalnie 5% kapitału poręczeniowego. Dodatkowo wewnętrzne regulacje wprowadzone przez Zarząd ograniczają maksymalną wartość ekspozycji na ryzyko jednego przedsiębiorcy do 1,4 mln zł w przypadku poręczeń kredytów inwestycyjnych oraz 400 tys. zł dla kredytów obrotowych ze spłatą jednorazową oraz poręczeń wadialnych i 600 tys. zł przy spłacie ratalnej (w tym dla poręczeń leasingowych). Według stanu na koniec III kw. 2021 r. była to równowartość odpowiednio: 3,3%, 0,9% i 1,4% wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego.

W ciągu ostatnich lat łączna wartość poręczeń aktywnych udzielonych przez LFPK na rzecz 20 największych klientów [17] ulegała stopniowemu obniżaniu – z 16,6 mln zł w 2012 r. (co odpowiadało 29% całego portfela poręczeń aktywnych oraz 40% kapitału poręczeniowego) do ok. 10-14 mln zł w latach 2013-2020. W okresie I-III kw. 2021 r. wartość aktywnych poręczeń spadła do 9,1 mln zł (co stanowi ok. 55% portfela poręczeń oraz 22% kapitału poręczeniowego).

Należy zaznaczyć, że do 2017 r. 90-95% spośród 20 największych poręczeń w portfelu LFPK było poręczeniami udzielonymi w ramach środków własnych. Od 2018 r., kiedy to Fundusz dostał zgodę na udzielanie poręczeń kredytów obrotowych w ramach RPO, powyższy udział spadł do 44% w III kw. 2021 r. Kwota ekspozycji na ryzyko własne w relacji do kapitału własnego spółki kształtowała się w do 2019 r. na poziomie ok. 30-36%. Jednakże od początku 2020 r. wartość powyższego wskaźnika spadła z 39% do 12% na koniec III kw. 2021 r. Według metodologii stosowanej przez EuroRating poziom ten należy uznać za niski i bezpieczny.

**Dywersyfikację portfela poręczeń (liczoną według średniej wartości poręczenia oraz według największych udzielanych poręczeń) trzeba określić jako stosunkowo dobrą, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu należy zaliczyć do czynników pozytywnych.**

## Wypłaty poręczeń

Lubuski Fundusz Poręczeń Kredytowych ma podpisane umowy na współpracę w zakresie udzielania poręczeń z około trzydziestoma instytucjami finansującymi, jednakże zdecydowana większość poręczeń udzielana jest na rzecz kilku z nich (przy dominującym udziale jednego banku).

Warunki współpracy z instytucjami finansującymi w zakresie możliwości występowania o wypłatę poręczeń określają, iż instytucje te mogą występować do Funduszu o wypłatę z tytułu poręczonego kredytu dopiero po wcześniejszym przeprowadzeniu windykacji należności z majątku dłużnika.

Do końca 2011 r. Fundusz dokonał jedynie kilku niewielkich wypłat [24]. Sytuacja uległa pogorszeniu od 2012 r., kiedy to LFPK dokonał wypłat 4 poręczeń na kwotę 802 tys. zł, co odpowiadało 1,5% średniorocznej wartości portfela poręczeń [26]. W latach 2013-2014 wartość wypłat wzrosła z 1,4 mln zł (2,7% średniego portfela poręczeń), do 2,8 mln zł (6,9% średniego portfela poręczeń aktywnych). W latach 2015-2020 sytuacja pod tym względem uległa poprawie, wartość wypłat spadała z ok. 1 do ok. 0,3 mln zł (odpowiadająca odpowiednio 2,8% i ok. 0,7-1% średniorocznego portfela poręczeń). W ciągu czterech ostatnich kwartałów Fundusz wypłacił 28 tys. zł (0,1% średniorocznego portfela poręczeń).

Wartość odzyskiwanych przez LFPK należności z tytułu wypłaconych poręczeń [27] do 2017 r. była na ogół niska (od 0 do 50 tys. zł rocznie), jedynie w 2014 r. Fundusz odzyskał 658 tys. zł. W latach 2018-2020 Fundusz odzyskiwał od 377 tys. zł do 439 tys. zł rocznie. W pierwszych trzech kwartałach 2021 r. Fundusz odzyskał 36 tys. zł.

Wskaźnik relacji wypłat poręczeń netto (tj. po uwzględnieniu kwot odzyskanych w poszczególnych okresach) do kapitału poręczeniowego [29] do 2011 r. włącznie przyjmował wartości zbliżone do zera. W latach 2012-2014, na skutek rosnącej wartości wypłat, sytuacja ulegała systematycznemu pogarszaniu z poziomu 1,9% w 2012 r. do 4,9% na koniec 2014 r. W kolejnych latach wskaźnik ten uległ ponownie poprawie i na koniec III kw. 2021 r. zbliżył się do 0% (licząc dla czterech ostatnich

kwartałów). Obecna wartość wskaźnika oznacza, że Fundusz odzyskuje w przybliżeniu równowartość wypłaconych poręczeń.

Zdecydowaną większość poręczeń wypłaconych stanowiły poręczenia na ryzyku własnym Funduszu. Ich wartość netto (po uwzględnieniu kwot odzyskanych) w relacji do skorygowanego kapitału własnego spółki [30] w latach 2012-2014 wzrosła z 2,3% do 6,3%. W kolejnych latach wskaźnik ten systematycznie spadał i na koniec III kw. 2021 r. wyniósł 0% (licząc dla czterech ostatnich kwartałów).

**Szkodowość portfela poręczeń EuroRating ocenia generalnie jako dość niską, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu agencja zalicza do czynników pozytywnych.**

### **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 w latach 2007-2012 stale dodatni. W 2011 r. 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 straty brutto na sprzedaży jakie nastąpiły od 2012 r., a także ze względu na istotny wzrost wypłat poręczeń, skorygowany wynik netto LFPK w latach 2012-2014 ulegał pogorszeniu. W 2013 r. po raz pierwszy osiągnął on wartość ujemną, a w 2014 r. strata wyniosła już -1,5 mln zł, co odpowiadało -4,4% kapitału własnego spółki. W 2015 r. skorygowany wynik netto znacznie się poprawił, pozostał jednak przy tym wciąż lekko ujemny (ok. -80 tys. zł).

W latach 2016-2017 rentowność Funduszu ponownie uległa pogorszeniu. Skorygowane wyniki netto osiągały wartości ujemne ok. 0,6-0,7 mln zł, co odpowiadało równowartości od -1,8% do -2,3% skorygowanego kapitału własnego spółki. W latach 2018-2020 skorygowane wyniki netto osiągały wartości dodatnie, głównie dzięki istotnej dodatniej korekcie o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych. W tym okresie wskaźnik na koniec poszczególnych lat oscylował między 1,2% a 3,1% skorygowanego kapitału własnego spółki. W pierwszych trzech kwartałach 2021 r. Fundusz wykazał niewielką skorygowaną stratę netto, a wskaźnik rentowności kapitału (liczony dla czterech ostatnich kwartałów) spadł do -0,2%

**Osiągane przez Lubuski FPK wyniki finansowe (biorąc pod uwagę charakter *not-for-profit* działalności Funduszu) należy ocenić generalnie jako zadowalające.**

### 3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń

#### Polityka tworzenia rezerw

Zgodnie z nowym regulaminem tworzenia rezerw, obowiązującym od 2018 roku, Fundusz tworzy obligatoryjnie zarówno rezerwy celowe w odniesieniu do ekspozycji poręczeniowych na ryzyko związane z przewidywaną stratą z tytułu udzielonych poręczeń, jak i na ryzyko ogólne na pokrycie ogólnych ryzyk związanych z prowadzeniem działalności poręczeniowej (rezerwy te mają być tworzone w ciężar kosztów). Jest to istotna zmiana w stosunku do poprzednio obowiązującego regulaminu, na podstawie którego Fundusz tworzył jedynie rezerwę na ryzyko ogólne.

Rezerwy celowe są tworzone i aktualizowane po dokonaniu przeglądu portfela poręczeniowego według aktualnych danych raz na kwartał. Z przeglądu portfela poręczeniowego sporządzany zostaje raport, na podstawie którego zarząd Funduszu podejmuje decyzję w sprawie tworzenia bądź rozwiązania rezerw celowych. W indywidualnych przypadkach, jeżeli znajduje to uzasadnienie, zarząd może w trybie indywidualnym utworzyć bądź rozwiązać rezerwę, niezależnie od wyników dokonanego przeglądu.

Fundusz klasyfikuje kredyty/pożyczki/leasingi w portfelu poręczeniowym na cztery kategorie i tworzy dla nich rezerwy na podstawie indywidualnej oceny ryzyka obciążającego daną ekspozycję. Minimalne wskaźniki rezerw celowych znajdują się w tabeli 3.6.

W przypadku ekspozycji poręczeniowych zaliczonych do powyższych kategorii (za wyjątkiem kategorii „stracone”) poziom rezerw celowych pomniejsza o 50% rezerwę na ryzyko ogólne.

Dla poręczeń innych niż poręczenia kredytów/pożyczek/leasingów rezerwy celowe tworzy się na podstawie indywidualnej oceny ryzyka obciążającego daną ekspozycję, jednakże w wysokości co najmniej 2% podstawy tworzenia rezerwy celowej.

**Tabela 3.6 Lubuski FPK – klasyfikacja kredytów i wskaźniki rezerw celowych**

Klasyfikacja poręczonego kredytu	Opóźnienie w spłacie	Wskaźnik rezerwy celowej
standard	1-3 miesiące	0%
poniżej standardu	3-6 miesięcy	2%
wątpliwe	ponad 6 miesięcy	10%
stracone	zgłoszono żądanie zapłaty	100%

Źródło: LFPK

Sam fakt wdrożenia przez Fundusz nowego regulaminu tworzenia rezerw, wprowadzającego zasadę tworzenia – oprócz rezerwy ogólnej – również rezerw celowych na konkretne poręczenia zagrożone, należy ocenić pozytywnie. Jednakże **współczynniki rezerw celowych zawarte w nowym regulaminie trzeba ocenić jako zdecydowanie zbyt niskie.**

Jako poręczenia „standardowe” – z zerowym wskaźnikiem rezerw – traktuje się ekspozycje na kredyty niespłacane do 3 miesięcy; symboliczne rezerwy na poziomie 2% mają być tworzone na kredyty niespłacane do pół roku; wciąż bardzo niski wskaźnik 10% dotyczy zaległości w spłatach powyżej 6 miesięcy; a rezerwę w pełnej wysokości Fundusz stworzyć będzie dopiero po zgłoszonym przez instytucję finansującą żądaniu zapłaty poręczenia.

**W rezultacie tworzone przez Fundusz rezerwy celowe nie będą odzwierciedlały w sposób wystarczająco konserwatywny ryzyka wypłat poręczeń, a tym samym ryzyko to może nie być uwidoczniane z odpowiednim wyprzedzeniem w sprawozdaniach finansowych Funduszu.**

### Wartość utworzonych rezerw

Wartość utworzonych przez Lubuski Fundusz Poręczeń Kredytowych rezerw według stanu na koniec lat 2018-2020 oraz na koniec III kw. 2021 r. przedstawia tabela nr 3.7.

**Tabela 3.7 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń**

	XII.2018	XII.2019	XII.2020	IX.2021
Rezerwy celowe (tys. zł)	530,3	768,7	963,9	956,3
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	368,2	337,9	238,1	166,0
<b>Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)</b>	<b>898,6</b>	<b>1 106,6</b>	<b>1 202,0</b>	<b>1 122,3</b>
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	1,9%	3,0%	6,8%	10,7%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Akt. poręcz. na ryzyku własnym	1,3%	1,3%	1,7%	1,9%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	3,3%	4,2%	8,5%	12,6%
Rezerwy celowe / Skorygowany kapitał poręczeniowy	1,3%	1,8%	2,3%	2,3%
Rezerwa na ryz. ogólne / Skorygowany kapitał poręczeniowy	0,9%	0,8%	0,6%	0,4%
Rezerwy razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	2,1%	2,6%	2,8%	2,7%

Źródło: LFPK, EuroRating

Do końca roku 2017 LFPK tworzył (co zostało omówione wyżej) jedynie rezerwę na ryzyko ogólne.

W latach 2012-2017 wartość tworzonej rezerwy na ryzyko ogólne była niższa niż wartość wypłat poręczeń (księgowanych w ciężar tej rezerwy), w wyniku czego jej stan obniżył się z 3,5 mln zł w 2012 r. do 883,5 tys. zł na koniec 2017 r.

W I kw. 2018 r. Fundusz kosztem rezerwy na ryzyko ogólne utworzył rezerwy celowe w kwocie 403,9 tys. zł, co odpowiadało równowartości 1,1% portfela aktywnych poręczeń na ryzyku własnym. Od tego czasu poziom rezerw celowych wahał się między 343 tys. zł a 990 tys. zł, a ich udział w portfelu aktywnych poręczeń na ryzyku własnym Funduszu wzrósł z 1,1% do 10,7% na koniec III kw. 2021 r.

Zgodnie ze stosowaną przez EuroRating metodologią oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych, za minimalny właściwy poziom rezerw, dotyczących ryzyka wypłaty poręczeń zagrożonych, uznaje się równowartość 4% sumy poręczeń aktywnych na ryzyku własnym.

Ze względu na brak utworzonych rezerw celowych przez Fundusz do końca 2017 r., dla celów oceny ryzyka kredytowego LFPK agencja traktowała część utworzonej rezerwy na ryzyko ogólne (w równowartości 4% portfela aktywnych poręczeń na ryzyku Funduszu) jako ekwiwalent rezerw celowych, jakie Fundusz musiałby prawdopodobnie utworzyć. Od I kw. 2018 r. Fundusz zaczął tworzyć rezerwy celowe, a ich udział w portfelu aktywnych poręczeń na ryzyku własnym wyniósł 10,7% na koniec III kw. 2021 r.

Ponieważ od I kw. 2016 r. wartość utworzonych przez LFPK rezerw spadła poniżej poziomu 4% wartości portfela poręczeń na ryzyku własnym, do II kw. 2020 r. konieczne było doliczanie przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu dodatkowych rezerw do poziomu 4% portfela poręczeń. W III kw. 2020 r. nastąpiło istotne zmniejszenie wartości poręczeń na ryzyku własnym Funduszu (spadek o ok. 50%), co było konsekwencją zmiany sposobu kwalifikacji poręczeń wadialnych. Spadek wartości poręczeń na ryzyku własnym Funduszu spowodował wzrost wskaźnika utworzonych rezerw celowych powyżej 4% i w konsekwencji dodatkowe rezerwy nie zostały doliczone przez EuroRating.

Stosowne wyliczenia dotyczące stanu na koniec lat 2018-2020 oraz na koniec III kw. 2021 r. zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.8.

**Tabela 3.8 Wartość dodatkowo naliczonych rezerw na ryzyko udzielonych poręczeń**

	XII.2018	XII.2019	XII.2020	IX.2021
Wartość utworzonych rezerw celowych (tys. zł)	530,3	768,7	963,9	956,3
Wartość utworzonej rezerwy na ryzyko ogólne (tys. zł)	368,2	337,9	238,1	166,0
Wskaźnik utworzonych rezerw celowych	1,9%	3,0%	6,8%	10,7%
Wskaźnik utworzonej rezerwy na ryzyko ogólne	1,3%	1,3%	1,7%	1,9%
Niedobór / doliczone dodatkowe rezerwy (tys. zł)	573,2	273,4	0,0	0,0

Źródło: LFPK., EuroRating

### 3.5 Ocena czynników niefinansowych

#### Koniunktura gospodarcza

W 2019 r. nastąpiło lekkie spowolnienie wzrostu PKB (do 4%), które według wstępnych prognoz miało być kontynuowane w 2020 roku. Ze względu jednak na wystąpienie od przełomu I i II kwartału 2020 r. światowej pandemii koronawirusa Covid-19 i związane z tym wprowadzone (również w Polsce) ograniczenia w prowadzeniu działalności bardzo wielu przedsiębiorstw i branż, spodziewane spowolnienie wzrostu zamieniło się w recesję (spadek realnego PKB).

Należy zaznaczyć, że obostrzenia związane z epidemią koronawirusa uderzyły najmocniej w sektor usług i handlu – tj. w branży, dla których fundusze poręczeniowe zwykle udzielają najwięcej poręczeń. Wiele firm (w tym szczególnie mikro-, małe i średnie) z tych sektorów może bardzo ucierpieć i w związku z tym mogą one mieć poważne problemy z utrzymaniem płynności oraz z regulowaniem zobowiązań finansowych.



Powyższe problemy zostały w pewnym stopniu złagodzone przez działania antykryzysowe podejmowane przez rząd i nadzór finansowy (zaliczyć można do nich m.in.: okresowe zwolnienie z płatności składek ZUS, udzielanie częściowo bezzwrotnych pożyczek, dofinansowania do wynagrodzeń pracowników, zawieszenie płatności części czynszów, odroczenie spłaty rat kredytów, itp.). Nie zmienia to jednak faktu, że kryzys związany z epidemią przełożył się negatywnie na sytuację finansową i wypłacalność bardzo wielu przedsiębiorstw z sektora MŚP, które są klientami funduszy poręczeniowych. W efekcie w ciągu kolejnych kwartałów należy spodziewać się dalszego wzrostu wskaźnika wypłat poręczeń (wypłaty mogą następować ze znacznym opóźnieniem w stosunku do pogorszenia jakości portfela kredytów w bankach).

Z punktu widzenia osiągniętych przez fundusze poręczeniowe wyników finansowych istotnym czynnikiem makroekonomicznym jest także poziom stóp procentowych NBP. Od wybuchu pandemii do początku października 2021 r. były one utrzymywane przez RPP na poziomie zbliżonym do zera. Natomiast w okresie październik 2021 r. – styczeń 2022 r. nastąpiła seria podwyżek stóp procentowych NBP, które po podwyżce z 5 stycznia 2022 r. osiągnęły poziom najwyższy od 2014 r. Prawdopodobne jest, że wysoka inflacja skłoni RPP w kolejnych kwartałach do dokonywania dalszych podwyżek stóp procentowych NBP. Ze względu na występującą obecnie wysoką nadpłynność w bankach oprocentowanie lokat będzie jednak prawdopodobnie rosło znacznie wolniej od oficjalnych stóp procentowych.

### **Historia kredytowa i stabilność sytuacji finansowej Funduszu**

Od momentu rozpoczęcia przez LFPK działalności operacyjnej (tj. od 2002 r.) sytuację finansową Funduszu można określić jako dobrą i stabilną. Mnożnik kapitału poręczeniowego oraz kapitału własnego spółki w całej historii działalności LFPK przyjmował niskie i bezpieczne wartości.

Portfel poręczeń charakteryzował się dotychczas generalnie niską szkodowością. Osiągnięte wyniki finansowe (biorąc pod uwagę charakter *not-for-profit* działalności Funduszu) również były zadowalające. 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.

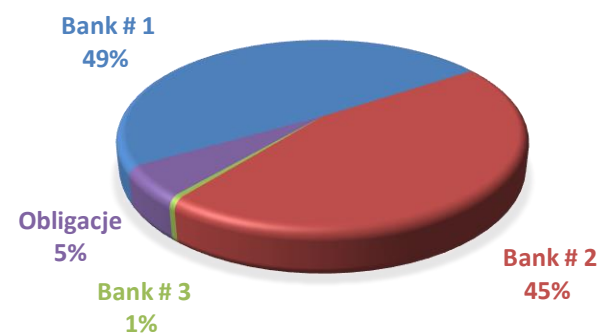


LFPK lokował dotychczas posiadane środki pieniężne w depozytach bankowych, bonach skarbowych i jednostkach funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego. Co do zasady inwestycje tego typu należą do kategorii bezpiecznych i generujących stabilny dochód, stąd z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu nie wnosimy zastrzeżeń odnośnie rodzaju dokonywanych przez Fundusz inwestycji. Od III kw. 2020 r. Fundusz ulokował także środki w obligacjach korporacyjnych jednego z banków hipotecznych.

Strukturę lokat LFPK na koniec III kw. 2021 r. w podziale na poszczególne instytucje przedstawia wykres 3.4.

Według stanu na koniec września 2021 r. większość środków pieniężnych Funduszu ulokowana była w większości w depozytach bankowych (głównie w dwóch bankach). W ciągu poprzednich kilku lat Fundusz lokował płynne aktywa w 4-8 różnych bankach, a okresowo także w jednostki funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego.

**Wykres 3.4 Struktura inwestycji LFPK na koniec III kw. 2021 r.**



Źródło: LFPK, EuroRating

Fundusz posiada 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, obligacji komunalnych, lokat bankowych oraz obligacji emitowanych przez banki krajowe lub instytucje kredytowe w rozumieniu ustawy – Prawo bankowe, o terminie zapadalności nie dłuższym niż 12 miesięcy. Maksymalny poziom zaangażowania w jednostki uczestnictwa nie może przekroczyć 25% środków Funduszu, suma inwestycji w obligacje komunalne nie może przekraczać 15%, suma inwestycji w obligacje emitowane przez banki krajowe lub instytucje kredytowe nie może przekroczyć 20% środków Funduszu, a suma lokat w jednym banku (lub grupie kapitałowej) nie może przekroczyć 50% środków Funduszu (nie dotyczy to 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 trzeba ocenić pozytywnie, to część jej zapisów należy w opinii agencji 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 **koncentrację portfela lokat Funduszu należy ocenić jako nieco zbyt wysoką. Ogólnie jednak profil ryzyka portfela lokat w ostatnich kwartałach trzeba ocenić jako niski, co EuroRating zalicza do czynników pozytywnych.**

## Struktura branżowa poręczeń

Zestawienie struktury portfela aktywnych poręczeń LFPK w podziale na główne sektory gospodarki, według stanu na koniec lat 2018-2020 i III kw. 2021 r. przedstawia tabela nr 3.9.

**Tabela 3.9 LFPK – struktura branżowa aktywnych poręczeń**

Branża	XII.2018	XII.2019	XII.2020	IX.2021
usługi	46,6%	44,8%	40,7%	44,2%
produkcja	16,6%	21,7%	23,3%	21,4%
budownictwo	12,8%	17,3%	19,6%	20,8%
handel	24,0%	16,2%	16,4%	13,6%
<b>Razem</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: LFPK, EuroRating

Dywersyfikację portfela poręczeń LFPK w ujęciu branżowym należy ocenić obecnie jako niewystarczającą, bowiem Fundusz od długiego czasu posiada ekspozycję na ryzyko sektora usług nieco przekraczającą maksymalny poziom, który według metodologii stosowanej przez EuroRating można uznać za bezpieczny (40%).

Jakkolwiek należy wziąć pod uwagę fakt, iż nadmierna koncentracja portfela poręczeń na sektorze usług 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.

## Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

Struktura organizacyjna spółki jest w opinii agencji dostosowana zarówno do rodzaju, jak też do skali prowadzonej przez nią działalności. Według stanu na koniec września 2021 r. w spółce zatrudnionych było 6 osób.

Nieco podwyższone ryzyko operacyjne dotyczące sprawności prowadzenia bieżącej działalności Funduszu może wiązać się z funkcjonowaniem jednoosobowego Zarządu spółki. Do niedawna ryzyko to było zredukowane przez fakt, że spółka posiadała wyznaczonego prokurenta, jednak na chwilę obecną spółka nie posiada już prokurentów.

## Perspektywy rozwoju i plan finansowy

Władze LFPK czynią 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. Stąd też do oferty wprowadzone zostały poręczenia leasingu, a w 2015 r. również poręczenia wadiów. Fundusz planuje również rozpoczęcie udzielania poręczeń faktoringowych, polegających na poręczaniu zobowiązań MŚP wynikających

z umów faktoringowych, których przedmiotem jest spełnienie świadczenia pieniężnego przez dłużnika.

W latach 2020-2021 nastąpił ogólny spadek zainteresowania poręczeniami kredytów i pożyczek, m.in. z uwagi na akcję BGK oferującego przedsiębiorcom gwarancje *de minimis* na bezkonkurencyjnych warunkach, tj. maksymalnie 80% wartości kredytu/pożyczki i bez prowizji. Dodatkowo na spadek zainteresowania poręczeniami kredytów bankowych wpływ miała również pandemia koronawirusa Covid-19. Znaczący strumień pieniędzy uruchomiony przez rząd w ramach tzw. tarczy antykryzysowej spowodował ograniczenie popytu firm na kredyty i pożyczki bankowe.

Taka sytuacja i oferta BGK utrzyma się również w 2022 r., co nadal będzie negatywnie wpływać na poręczenia kredytów i pożyczek bankowych w LFPK. W 2022 r. Fundusz oczekuje wzrostu zapotrzebowania na poręczenia wadium, a w IV kw. 2021 r. wprowadził poręczenie należytego wykonania umowy i rękojmi za wady. LFPK liczy na szybki wzrost udziału tego typu poręczeń w kolejnych kwartałach, ze względu na istniejącą ogromną lukę na rynku w segmencie zabezpieczania (poręczania) przetargów przy realizacji inwestycji, zarówno w zakresie zabezpieczenia wadium przetargowych, jak i w późniejszym etapie zabezpieczenia należytego wykonania umowy i rękojmi za wady. W ocenie Funduszu powyższe zmiany w strukturze produktowej powinny w sposób istotny wpłynąć na wzrost przychodów Funduszu ze sprzedaży, co z kolei powinno umożliwić realizację wartości przychodów w założonych planach finansowych.

W planie finansowym na lata 2021-2023 Fundusz zakłada utrzymanie kapitału podstawowego w wysokości 7,9 mln zł, oraz spadek kapitału poręczycielskiego z 47,1 mln zł do 45,3 mln zł. Planowana wartość udzielonych poręczeń w tym okresie wzrośnie z ok. 19,4 mln zł do 25,4 mln zł. Największą wartość będą mieć poręczenia wadium, które w tym okresie wzrosną z 10 mln zł do 11 mln zł, z kolei poręczenia kredytów i pożyczek zwiększą się z 8,2 mln zł do 10 mln zł. Poręczenia leasingów mają wzrosnąć do 1,4 mln zł, a poręczenia należytego wykonania umowy do 3 mln zł na koniec 2023 r.

Dla utrzymania skali akcji poręczeniowej prowadzonej przez LFPK istotne znaczenie ma dokonane przedłużenie projektu RPO o kolejne 10 lat – do 30.06.2026 r. Pozwala to Funduszowi na dalsze korzystanie ze środków projektu oraz na udzielanie części poręczeń, których ryzyko obciąża środki RPO. Istotne dla Funduszu było również uzyskanie zgody w 2018 r. od Zarządu Województwa Lubuskiego na poręczanie nie tylko kredytów inwestycyjnych, ale też obrotowych (na których poręczenia jest dużo większe zapotrzebowanie). Zgoda ta istotnie przyczyniła się do zwiększenia wartości poręczeń aktywnych w ramach RPO (z 6 mln zł w I kw. 2018 r. do 17 mln zł w I kw. 2020 r.). W kolejnych kwartałach wartość poręczeń aktywnych w ramach RPO spadła jednak do 7,7 mln zł na koniec III kw. 2021 r.

Fundusz nie posiada obecnie informacji na temat możliwości dofinansowania w ramach unijnej perspektywy na lata 2021-2027.

#### 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 BGK. 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 2002 r. Do 2010 r. LFPK systematycznie powiększał wartość kapitału poręczeniowego, głównie dzięki pozyskiwaniu dotacji w ramach programu SPO-WKP oraz dofinansowania w ramach RPO. W ciągu kilku ostatnich lat wartość aktywów Funduszu utrzymywała się na stabilnym poziomie ok. 47-48 mln zł. Struktura aktywów LFPK jest typowa dla funduszu poręczeniowego: **majątek spółki stanowią niemal wyłącznie środki pieniężne i ich ekwiwalenty, co z punktu widzenia oceny jakości i płynności majątku Funduszu należy ocenić bardzo pozytywnie.**

Również strukturę pasywów Lubuskiego FPK należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe: kapitał własny stanowi ok. 2/3 sumy pasywów, spółka nie ma żadnego zadłużenia oprocentowanego, a na łączne zobowiązania składa się w zdecydowanej większości długoterminowe dofinansowanie zwrotne w ramach RPO (mające pełne pokrycie w środkach pieniężnych). **Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego strukturę pasywów Funduszu należy ocenić pozytywnie.**

Od początku istnienia Funduszu wartość mnożnika kapitału poręczeniowego była na bezpiecznym poziomie, a w ciągu kilku ostatnich kwartałów dodatkowo obniżyła się do rekordowo niskich poziomów (0,39 na koniec III kw. 2021 r.). Również mnożnik kapitału własnego spółki przyjmował stale niskie wartości (w III kw. 2021 r. także spadł do najniższego dotychczas poziomu 0,27). **Dalszy spadek ekspozycji LFPK na ryzyko udzielonych poręczeń, jaki miał miejsce w ciągu ostatnich kilku kwartałów, istotnie wpływa na obniżenie ryzyka kredytowego Funduszu. Obecny, bardzo niski poziom mnożnika kapitału własnego oznacza, że bieżący portfel poręczeń w znikomym stopniu obciąża ryzyko własne Funduszu, co jest jednym z głównych czynników wpływających na dokonane podwyższenie ratingu kredytowego LFPK.**

Dywersyfikację portfela poręczeń (liczoną według średniej wartości poręczenia oraz według największych udzielanych poręczeń) EuroRating ocenia jako stosunkowo dobrą, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu agencja zalicza do czynników pozytywnych.

Szkodowość portfela poręczeń LFPK EuroRating ocenia generalnie jako dość niską, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu agencja zalicza do czynników pozytywnych.

**Osiągane przez Lubuski FPK wyniki finansowe (biorąc pod uwagę charakter *not-for-profit* działalności Funduszu) należy ocenić generalnie jako zadowalające.**

Oceniając sposób lokowania posiadanych przez LFPK środków pieniężnych (stanowiących główne zabezpieczenie udzielanych poręczeń) trzeba stwierdzić, iż zapisy obowiązującej w Funduszu „Instrukcji zarządzania środkami pieniężnymi” są zbyt ogólne i zbyt mało konserwatywne. **Koncentrację portfela lokat Funduszu należy ocenić jako nieco zbyt wysoką. Ogólnie jednak profil ryzyka portfela lokat w ostatnich kwartałach trzeba ocenić jako niski, co EuroRating zalicza do czynników pozytywnych.**

Dla utrzymania (lub dalszego rozwoju) skali akcji poręczeniowej prowadzonej przez LFPK istotne znaczenie ma dokonane przedłużenie projektu RPO o kolejne 10 lat – do 30.06.2026 r. Pozwala to Funduszowi na dalsze korzystanie ze środków projektu oraz na udzielanie części poręczeń, których ryzyko obciążać będzie środki RPO.

Podsumowując, sytuacja finansowa Lubuskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. w Zielonej Górze jest w opinii agencji ratingowej EuroRating bardzo dobra i stabilna, a jego ryzyko kredytowe należy ocenić jako niskie. Z uwagi na dalszą poprawę w ciągu ostatnich kwartałów ogólnego profilu ryzyka Funduszu, rating kredytowy LFPK **zostaje podwyższony o jeden stopień z A- do A. Perspektywa ratingu zostaje zmieniona z pozytywnej na stabilną.**

## **5. Podatność nadanego ratingu na zmiany**

Do potencjalnych najistotniejszych czynników mogących wpływać pozytywnie na ocenę ryzyka kredytowego LFPK EuroRating zalicza: utrzymywanie się mnożnika kapitału własnego spółki na bardzo niskich poziomach; dalsze zwiększenie bezpieczeństwa portfela lokat środków pieniężnych poprzez zwiększenie dywersyfikacji lokat przy jednoczesnym trwałym wyeliminowaniu udziału lokat w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym (nieposiadających nadanego ratingu lub z ratingiem na poziomie poniżej inwestycyjnego); istotną i trwałą poprawę rentowności; a także utrzymywanie się bardzo niskich wypłat poręczeń.

Negatywny wpływ na ocenę ratingową LFPK mogłyby mieć natomiast: ewentualny znaczący wzrost wartości mnożnika kapitału własnego spółki; ponowny istotny wzrost wartości wypłat poręczeń; ewentualne przekroczenie limitu wypłat poręczeń w ramach RPO obciążających środki projektu; istotne pogorszenie wyników finansowych (w tym w szczególności generowanie znaczących strat); ponowne pogorszenie profilu ryzyka lokat środków pieniężnych; a także ewentualne znaczne zwiększenie ekspozycji na największe udzielane poręczenia.

## 6. 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.



## 7. 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 publicznych ratingów kredytowych na terenie całej Unii Europejskiej (zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych) i podlega bezpośredniemu nadzorowi ESMA.

EuroRating posiada tym samym status ECAI (zewnętrznej instytucji oceny wiarygodności kredytowej, zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady nr 575/2013 w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych – Rozporządzenie CRR) w Unii Europejskiej, co oznacza, iż ratingi kredytowe nadawane przez EuroRating mogą być stosowane przez instytucje finansowe do celów regulacyjnych w pełnym zakresie 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 pełnym zakresie, w tym zarówno do obliczania wymogów kapitałowych dla poręczanych kredytów (zgodnie z Rozporządzeniem CRR), jak również do ograniczania poziomu rezerw celowych tworzonych 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 – z j.t. DZ.U.2015.2066).**

Rating kredytowy 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”, 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 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. 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.

Opis metodologii ratingowej stosowanej przez EuroRating do oceny funduszy poręczeniowych prezentowany jest w serwisie internetowym agencji ([www.EuroRating.com](http://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".

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.

EuroRating nadaje ratingi kredytowe oraz sporządza powiązane raporty i opinie ratingowe przy założeniu i oczekiwaniu, że ich użytkownicy dokonują również własnej niezależnej oceny jakości i adekwatności każdego instrumentu finansowego i/lub papieru wartościowego do własnych celów inwestycyjnych, biznesowych lub transakcyjnych. Ratingi kredytowe nadawane przez agencję ratingową EuroRating odnoszą się wyłącznie do ryzyka kredytowego; nie dotyczą żadnego innego ryzyka, takiego jak: ryzyko rynkowe, ryzyko prawne lub ryzyko płynności obrotu.

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

**Główny analityk ratingowy**

Robert Pieńkoś

*Dyrektor Departamentu Ratingów Kredytowych*

tel.: +48 22 349 21 46

e-mail: [robert.pienkos@eurorating.com](mailto:robert.pienkos@eurorating.com)

**Przewodniczący Komitetu Ratingowego**

Adam Dobosz

*Analityk Ratingowy*

tel.: +48 22 349 24 33

e-mail: [adam.dobosz@eurorating.com](mailto:adam.dobosz@eurorating.com)