



[www.EuroRating.com](http://www.EuroRating.com)

tel.: +48 22 349 24 89 e-mail: [info@eurorating.com](mailto:info@eurorating.com)  
ul. Cynamonowa 19 lok. 548, 02-777 Warszawa (Poland)

# **Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o.** **z siedzibą we Wrocławiu**

## **Raport ratingowy**

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

**EuroRating**

**Warszawa**

**27.01.2021 r.**

## 1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym

### 1.1 Aktualny rating oraz historia ratingu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data *
<b>A</b>	<b>stabilna</b>	<b>27.01.2021</b>
A	stabilna	13.08.2020
A	stabilna	21.04.2020
A	stabilna	30.10.2019
A	stabilna	14.08.2019
A	stabilna	26.04.2019
A	stabilna	18.01.2019
A	stabilna	15.10.2018
A	stabilna	16.07.2018
A	stabilna	09.05.2018
A	stabilna	14.02.2018
A	stabilna	17.10.2017
A	stabilna	16.11.2012
A-	pozytywna	18.04.2012
A-	stabilna	29.08.2011
A	negatywna	14.10.2010
A	stabilna	24.03.2010
A	pozytywna	02.10.2009

\* w tabeli pominięte zostały weryfikacje ratingu sprzed roku 2017 nieskutkujące zmianą poziomu ratingu lub jego perspektywy

Źródło: EuroRating

Główny analityk ratingowy

Adam Dobosz

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 24 33

e-mail: adam.dobosz@eurorating.com

Przewodniczący Komitetu Ratingowego

Robert Pieńkoś

Dyrektor Departamentu Ratingów Kredytowych

tel.: +48 22 349 21 46

e-mail: robert.pienkos@eurorating.com

### 1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

Rating nadany Dolnośląskiemu Funduszowi Gospodarczemu Sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu ("DFG", "Fundusz", "spółka") 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 Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o. zarejestrowane jest w rejestrze handlowym prowadzonym przez Sąd Rejonowy dla Wrocławia-Fabrycznej we Wrocławiu, VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000099043; numer REGON 890178579; NIP 886-23-33-376. Kapitał zakładowy spółki wynosi 18.300.500 zł (opłacony w całości) i dzieli się na 36.601 udziałów imiennych nieuprzywilejowanych o wartości nominalnej 500 zł każdy. Spółka została utworzona na czas nieograniczony.

Siedziba Funduszu mieści się we Wrocławiu (50-148), przy ul. Wita Stwosza 3. Zarząd spółki jest jednoosobowy – od marca 2019 r. funkcję Prezesa Zarządu pełni pan Tomasz Styś.

**Tabela 2.1 Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o. – struktura udziałowa**

Lp.	Udziałowcy	Liczba udziałów (szt.)	Kapitał (zł)	Udział
1	Województwo Dolnośląskie	19 602	9 801 000	53,6%
2	Bank Gospodarstwa Krajowego	15 599	7 799 500	42,6%
3	Gmina Legnica	400	200 000	1,1%
4	Gmina Polkowice	400	200 000	1,1%
5	Miasto Oleśnica	200	100 000	0,5%
6	Sudeckie Stowarzyszenie Inicjatyw Gospodarczych	200	100 000	0,5%
7	Gmina Wałbrzych	200	100 000	0,5%
<b>RAZEM</b>		<b>36 601</b>	<b>18 300 500</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: DFG Sp. z o.o.

Większościowym udziałowcem spółki jest Województwo Dolnośląskie, posiadające 53,6% udziałów. Drugi największy udziałowiec, Bank Gospodarstwa Krajowego, posiada 42,6%. Pozostałe 3,8% udziałów należy do czterech lokalnych samorządów z terenu województwa dolnośląskiego oraz do Sudeckiego Stowarzyszenia Inicjatyw Gospodarczych.

### 2.2 Historia i przedmiot działalności

Spółka Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu (DFG Sp. z o.o.) powstała w 2002 roku, jako jednoosobowa spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Województwa Dolnośląskiego z kapitałem 504 tys. zł. Do końca 2003 roku kapitał zakładowy spółki został podwyższony (przez Województwo Dolnośląskie oraz BGK) do 3 mln zł.

W 2004 roku Województwo Dolnośląskie oraz Gmina Wrocław, która w 2002 roku powołała Wrocławski Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu (WFPK Sp. z o.o.) dokonały połączenia DFG Sp. z o.o. i WFPK Sp. z o.o. Połączenie spółek nastąpiło poprzez przeniesienie całego majątku spółki przejmowanej (WFPK Sp. z o.o.) na spółkę przejmującą

(DFG Sp. z o.o.). W 2004 roku miało także miejsce kolejne podwyższenie kapitału zakładowego spółki (przez BGK oraz samorządy lokalne z województwa dolnośląskiego) do łącznej kwoty 6,2 mln zł.

W 2005 roku spółka podpisała umowę z Polską Agencją Rozwoju Przedsiębiorczości o bezzwrotne dofinansowanie w wysokości 15 mln zł na realizację projektu „Zwiększenie możliwości operacyjnych regionalnego funduszu poręczeń kredytowych na Dolnym Śląsku” w ramach Sektorowego Programu Operacyjnego – Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw (SPO-WKP).

W latach 2005-2006 kapitał zakładowy spółki był przez wspólników podnoszony trzykrotnie, w wyniku czego osiągnął wartość 8,3 mln zł. W 2012 roku miało miejsce kolejne podwyższenie kapitału zakładowego – o 10 mln zł poprzez emisję 20.000 udziałów. Nowe udziały objęły: Województwo Dolnośląskie (10.000 szt.) oraz BGK (10.000 szt.). Kapitał zakładowy spółki wzrósł wówczas do 18.300.500 zł i na tym poziomie utrzymuje się do chwili obecnej.

W 2011 roku Fundusz podpisał umowę na kolejne wsparcie akcji poręczeniowej ze środków unijnych – w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego na lata 2007-2013, który w województwie dolnośląskim realizowany był na zasadach określonych przez tzw. inicjatywę JEREMIE. DFG otrzymał pierwotnie limit reporeczeń w kwocie 30 mln zł. W 2012 r. Fundusz podpisał z menedżerem projektu aneks dotyczący zmniejszenia przyznanego limitu w ramach I edycji programu JEREMIE do 15 mln zł. W latach 2013-2015 DFG otrzymał kolejne trzy limity na reporeczenia na łączną kwotę 65 mln zł. Realizację czwartego limitu sfinalizował z końcem 2015 r. Limit ten był ostatnim w ramach JEREMIE, o jaki Fundusz ubiegał się ze środków perspektywy unijnej na lata 2007-2013 ("JEREMIE 1").

W IV kw. 2018 r. Fundusz podpisał umowę (w dwóch częściach) z Dolnośląskim Funduszem Rozwoju Sp. z o.o. na środki post-JEREMIE (świadczenie usługi pośrednictwa finansowego w zakresie udzielenia poręczeń za zobowiązania MŚP w oparciu o Regionalne Reporeczenie – "REPO"). Obie części umowy weszły w życie z początkiem 2019 roku, a pierwsze poręczenia zostały udzielone w I kw. 2019 r. W II kw. 2020 r. podpisane zostały aneksy do powyższych umów między DFG a DFR, zmniejszające kapitał reporeczeniowy - w przypadku pierwszej umowy z kwoty 9 mln zł do 6 mln zł, a w przypadku drugiej umowy z kwoty 12 mln zł do 9 mln zł. Podpisane aneksy są wynikiem porozumienia stron i wynikały z potrzeby dostosowania zapisów umów do powstałych warunków rynkowych. W planie finansowym na lata 2020-2022 Fundusz przewidział zrealizowanie wskaźników obu umów, co powinno umożliwić uruchomienie prawa opcji i przyznanie kolejnej puli środków limitu globalnego o wartości 60 mln zł reporeczeń.

Podstawowym celem Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego jest wspieranie bieżącej działalności i rozwoju mikroprzedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw z terenu województwa dolnośląskiego poprzez poręczanie kredytów i pożyczek. Dolnośląski Fundusz Gospodarczy nie jest przedsiębiorstwem nastawionym na maksymalizację zysku, a wszelkie wypracowywane nadwyżki finansowe przeznaczone są na prowadzenie działalności statutowej (działalność typu *not-for-profit*).

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

#### **3.1 Rachunek zysków i strat**

Rachunek zysków i strat Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego Sp. z o.o. za lata 2017-2019 oraz za trzy kwartały 2020 r. przedstawia tabela nr 3.1.

#### **Przychody ze sprzedaży**

W latach 2013-2015 przychody kształtowały się z granicami ok. 250-360 tys. zł. W 2016 r., przy braku kolejnych limitów reporeczeń w ramach JEREMIE, DFG udzielał tylko poręczeń w ramach kapitału własnego, co pomimo stosunkowo niskiej wartości udzielonych wówczas poręczeń skutkowało ponad 50% wzrostem przychodów ze sprzedaży w porównaniu do poprzedniego roku. W 2017 r. Fundusz zwiększył akcję poręczeniową, co skutkowało dalszym wzrostem przychodów ze sprzedaży, które osiągnęły wartość ok. 580 tys. zł. W 2018 r. na skutek zmniejszenia akcji poręczeniowej przychody ze sprzedaży spadły do ok. 395 tys. zł. W 2019 r. Fundusz rozpoczął świadczenie usługi pośrednictwa finansowego w zakresie udzielenia poręczeń za zobowiązania MŚP w oparciu o Regionalne Reporeczenie REPO, co wpłynęło na wzrost przychodów do 828 tys. zł. W ciągu trzech kwartałów 2020 r. widoczny był dalszy wzrost przychodów do 1,1 mln zł.

#### **Koszty operacyjne**

Struktura kosztów rodzajowych DFG jest typowa dla działalności funduszy poręczeniowych. Głównym składnikiem kosztów są wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne, łącznie stanowiące w ostatnich latach ok. 60-70% sumy kosztów operacyjnych. Drugim istotnym składnikiem kosztów operacyjnych są usługi obce, z udziałem na poziomie ok. 20-30%.

Wartość ponoszonych kosztów rosła systematycznie do roku 2014. W roku 2015 wartość kosztów ustabilizowała się na poziomie ok. 1,7 mln zł, a w 2016 roku (głównie na skutek przeprowadzonej redukcji stanu zatrudnienia) obniżyła się do ok. 1,5 mln zł. W latach 2017-2019 poziom kosztów operacyjnych wzrósł z 1,6 mln zł do 2,4 mln zł, przede wszystkim w związku z ponownym wzrostem stanu zatrudnienia i kosztów wynagrodzeń. W ciągu trzech kwartałów 2020 r. koszty działalności operacyjnej wyniosły 1,7 mln zł i były nieznacznie niższe w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego, głównie ze względu na redukcję kosztów usług obcych.

Ponoszone przez DFG koszty operacyjne stały się znacznie przekraczają wartość osiągniętych przychodów, w rezultacie czego Fundusz od początku działalności generuje ujemny wynik brutto ze sprzedaży. Strata na tym poziomie RZiS rosła do roku 2014, kiedy osiągnęła poziom -1,5 mln zł. W latach 2015-2017 ujemny wynik brutto ze sprzedaży zmniejszał się i osiągnął poziom -1,1 mln zł. W latach 2018-2019 strata na tym poziomie RZiS ponownie wzrosła i wyniosła ok. -1,5 mln zł. Jednakże w ciągu trzech kwartałów 2020 r. nastąpiła widoczna poprawa na tym poziomie RZiS, strata została zredukowana do -0,6 mln zł (w porównaniu do -1,2 mln zł w analogicznym okresie roku poprzedniego), głównie pod wpływem rosnących przychodów.

Tabela 3.1 DFG – rachunek zysków i strat za lata 2017-2019\* oraz za I-III kw. 2020 r.

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2017	Za rok 2018	Za rok 2019	Za okres I-IX.2020
<b>A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>578,5</b>	<b>394,5</b>	<b>828,0</b>	<b>1 056,1</b>
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	578,5	394,5	828,0	1 056,1
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>1 637,2</b>	<b>1 852,4</b>	<b>2 350,9</b>	<b>1 681,1</b>
I. Amortyzacja	17,9	10,1	2,5	16,2
II. Zużycie materiałów i energii	31,8	44,2	31,3	24,5
III. Usługi obce	379,8	505,4	614,8	328,0
IV. Podatki i opłaty	100,3	118,4	148,3	100,3
V. Wynagrodzenia	909,1	993,0	1 270,4	982,2
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	167,9	162,3	227,2	195,7
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	30,3	18,9	56,4	34,2
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
<b>C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>(1 058,7)</b>	<b>(1 457,9)</b>	<b>(1 522,9)</b>	<b>(624,9)</b>
<b>D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE</b>	<b>2 070,5</b>	<b>2 700,8</b>	<b>1 861,5</b>	<b>339,0</b>
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	564,2	912,5	708,9	62,3
III. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	-	35,3	-
IV. Inne przychody operacyjne	1 506,2	1 788,3	1 117,3	276,6
<b>E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE</b>	<b>1 352,2</b>	<b>4 454,9</b>	<b>2 672,6</b>	<b>621,7</b>
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	2 076,7	1 025,0	-
III. Inne koszty operacyjne	1 352,2	2 378,1	1 647,6	621,7
<b>F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ</b>	<b>(340,4)</b>	<b>(3 212,0)</b>	<b>(2 334,0)</b>	<b>(907,7)</b>
<b>G. PRZYCHODY FINANSOWE</b>	<b>420,2</b>	<b>438,1</b>	<b>500,5</b>	<b>308,7</b>
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	420,2	438,1	397,8	308,7
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	-	-	102,7	-
<b>H. KOSZTY FINANSOWE</b>	<b>-</b>	<b>32,1</b>	<b>0,2</b>	<b>3,5</b>
I. Odsetki	-	2,1	0,2	3,5
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	30,0	-	-
IV. Inne	-	-	-	-
<b>I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ</b>	<b>79,8</b>	<b>(2 805,9)</b>	<b>(1 833,7)</b>	<b>(602,5)</b>
<b>J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>K. ZYSK (STRATA) BRUTTO</b>	<b>79,8</b>	<b>(2 805,9)</b>	<b>(1 833,7)</b>	<b>(602,5)</b>
<b>L. PODATEK DOCHODOWY</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIĘSZENIA ZYSKU</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>N. ZYSK (STRATA) NETTO</b>	<b>79,8</b>	<b>(2 805,9)</b>	<b>(1 833,7)</b>	<b>(602,5)</b>

Źródło: DFG Sp. z o.o. \* sprawozdania finansowe za lata 2017-2019 zaudytowane.

Przy ocenie wyniku brutto ze sprzedaży bierzemy jednak pod uwagę, że Fundusz od 2011 roku otrzymuje w ramach projektu JEREMIE 1 refundację części ponoszonych kosztów operacyjnych związanych z realizacją tego projektu. Księgowane są one na niższym poziomie rachunku zysków i strat – w poz. D.II. „dotacje”. Wynik ze sprzedaży skorygowany o ww. refundacje utrzymywał się w latach 2011-2015 na stosunkowo stabilnym poziomie od -0,4 do -0,8 mln zł.

W 2016 roku DFG otrzymywał jeszcze stosunkowo wysokie refundacje kosztów (niemal 0,7 mln zł), co skutkowało poprawą skorygowanego wyniku ze sprzedaży do ok. -0,5 mln zł. W latach 2017-2018 wynik skorygowany utrzymywał się w granicach -0,5 mln zł. W 2019 roku wynik spółki wyniósł -0,8 mln. W ciągu trzech kwartałów 2020 r. nastąpił nieznaczny wzrost skorygowanej straty do -562,6 tys. zł (w porównaniu do -532,7 tys. zł za okres I-III kw. 2019 r.) z powodu malejących dotacji do 62,3 tys. zł (684,7 tys. zł za okres I-III kw. 2019 r.).

Stratę na poziomie wyniku ze sprzedaży traktujemy jako zjawisko typowe dla działalności funduszy poręczeniowych niedziałających dla maksymalizacji zysku. W przypadku DFG wysokość straty brutto ze sprzedaży skorygowanej o refundacje w ramach JEREMIE (odpowiadająca w ostatnich latach równowartości ok. 1-4% kapitału poręczeniowego Funduszu) nie budzi naszych większych obaw. Należy jednak zaznaczyć, że ewentualny jej wzrost mógłby rzutować negatywnie na ocenę ryzyka kredytowego Funduszu.

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

Na „pozostałe przychody operacyjne” w ostatnich latach składały się głównie „dotacje” (poz. D.II) oraz „inne przychody operacyjne” (poz. D.III).

W roku 2010 DFG, ze względu na zakończenie programu SPO-WKP przejął środki otrzymane w ramach tego dofinansowania z pozycji B.IV pasywów – „rozliczenia międzyokresowe”, poprzez rachunek zysków i strat (D.II – „dotacje”), do kapitałów własnych. Poczynając od 2011 roku w pozycji „dotacje” Fundusz wykazuje natomiast otrzymywane refinansowanie wydatków (kosztów operacyjnych) związanych z realizacją projektu JEREMIE.

W pozycji „inne przychody operacyjne” księgowane są głównie rozwiązywane rezerwy na poręczenia oraz rozwiązywane odpisy aktualizujące należności.

Pozycja „pozostałe koszty operacyjne” obejmowała w ostatnich latach głównie utworzone rezerwy (celowe i ogólną) na ryzyko poręczeń. W pozycji tej wykazywane były także koszty windykacji i egzekucyjne dotyczące wypłaconych poręczeń. Od II kw. 2020 r. wykazywana jest tu również wypłata części prowizji DFR.

## Przychody i koszty finansowe

Przychody finansowe Funduszu pochodziły w ostatnich latach głównie z odsetek od lokat bankowych. Najwyższy poziom (1,4 mln zł) dochody z tego tytułu osiągnęły w roku 2012. Od roku 2013, na skutek ogólnego obniżenia oprocentowania depozytów bankowych, przychody finansowe Funduszu mają tendencję malejącą. Obecnie należy spodziewać się, że niemal zerowe stopy procentowe oraz rekordowo niskie oprocentowanie lokat bankowych będą utrzymywały się przez dłuższy czas, co będzie nadal negatywnie rzutować na przychody finansowe w kolejnych kwartałach.

## Wynik finansowy

W latach 2009-2017 DFG wykazywał stale niewielki dodatni księgowy wynik netto, oscylujący zwykle (oprócz roku 2010) na poziomie ok. 35-180 tys. zł.

Stosowana 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 bezzwrotnych dotacji na powiększenie kapitału poręczeniowego (jeśli były księgowane przez RZiS) oraz ewentualne bezpośrednie odpisy kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych. W przypadku Funduszy wykazujących zbyt niskie stany rezerw celowych w odniesieniu do portfela poręczeń na ryzyku własnym dokonywana jest także korekta wyniku finansowego o zmianę salda dodatkowo doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu rezerw celowych.

Kwoty „dotacji” wykazywane w RZiS od 2011 r. dotyczyły otrzymywanego przez Fundusz refinansowania kosztów związanych z realizacją projektu JEREMIE. Nie dokonujemy zatem korekt wyniku z tego tytułu.

W przypadku DFG korekty *in minus* do IV kw. 2010 r. dokonywaliśmy również o nieujmowane w pełni w rachunku zysków i strat odpisy związane z wypłacanymi poręczeniami. Z uwagi na dokonane na koniec 2010 r. przesięgowanie dofinansowania z SPO-WKP do kapitałów własnych, od 2011 r. wynik nie podlega już korektom z tego tytułu.

Księgową wartość wyników netto do III kw. 2010 r. oraz od IV kw. 2016 r. korygujemy również o zmianę salda dodatkowo doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu rezerw celowych na poręczenia zagrożone (kwestia ta została omówiona bardziej szczegółowo w punkcie 3.4). Ze względu na wzrost stanu rezerw celowych utworzonych przez Fundusz powyżej wymaganego poziomu, w okresie od 2011 r. do III kw. 2016 r. oraz od I kw. 2019 r. korekty tego typu nie były konieczne.



**Tabela 3.2 DFG – skorygowany wynik netto**

Lp.	Wynik skorygowany (tys. zł)	2017	2018	2019	I-IX.2020
1	Księgowy wynik netto	79,8	-2 805,9	-1 833,7	-602,5
2	Korekta o zmianę salda rezerwy na ryzyko ogólne	9,3	-1,6	-17,8	0,0
3	Korekta o zmianę salda odpisów w ciężar rozl. międzyokr.	0,0	0,0	0,0	0,0
4	Korekta o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych	-362,6	903,4	0,0	0,0
<b>5</b>	<b>Wynik skorygowany = [1] + [2] + [3] + [4]</b>	<b>-273,5</b>	<b>-1 904,0</b>	<b>-1 851,6</b>	<b>-602,5</b>

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

W latach 2011-2015 skorygowany wynik finansowy DFG uległ poprawie, przyjmując stale niewielkie wartości dodatnie, na co istotny wpływ miało stopniowe rozwiązywanie utworzonych wcześniej rezerw celowych. W 2016 r. rezerwy te spadły jednak poniżej poziomu 4% wartości poręczeń aktywnych na ryzyku Funduszu, przez co konieczne stało się doliczenie na potrzeby oceny ryzyka kredytowego dodatkowych rezerw celowych, których zmiana salda wpłynęła negatywnie na skorygowany wynik Funduszu. Po korekcie strata za 2016 r. wyniosła ok. -0,7 mln zł. W latach 2017-2018 skorygowany wynik również był ujemny, przy czym w roku 2018 (głównie ze względu na utworzone przez Fundusz stosunkowo wysokie rezerwy celowe) strata wzrosła do -1,9 mln zł. W 2019 r. skorygowana strata również wyniosła -1,9 mln zł i była nieznacznie niższa od księgowego wyniku netto. W ciągu trzech kwartałów 2020 r. nastąpiła widoczna poprawa skorygowanego wyniku netto, który wyniósł -0,6 mln zł (-1,0 mln zł w analogicznym okresie 2019 r.).

### 3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

Bilans Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego 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 2017-2019 oraz na koniec III kw. 2020 r.

#### Aktywa

Struktura aktywów DFG jest typowa dla działalności funduszu poręczeniowego: majątek spółki stanowią niemal wyłącznie aktywa krótkoterminowe (obrotowe). Na niewielki majątek trwałe (stanowiący zaledwie ok. 0,1-0,4% sumy aktywów) w ostatnich latach składały się „inwestycje długoterminowe” (A.IV), „rzeczowe aktywa trwałe” (A.II) oraz „rozliczenia międzyokresowe” z tytułu odroczonego podatku dochodowego (A.V). Wykazywane w bilansie „inwestycje długoterminowe” dotyczą udziałów w spółce KGP Sp. z o.o. o wartości 50 tys. zł. W IV kw. 2018 r. dokonano urealnienia wartości udziałów do kwoty 20 tys. zł ze względu na pogorszenie sytuacji finansowej spółki.

Tabela 3.3 DFG – bilans (aktywa) na koniec lat 2017-2019\* oraz na koniec III kw. 2020 r.

Bilans – Aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2017	Na dzień 31.12.2018	Na dzień 31.12.2019	Na dzień 30.09.2020
<b>A. AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>62,7</b>	<b>22,5</b>	<b>20,0</b>	<b>20,0</b>
I. Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	12,7	2,5	-	-
III. Należności długoterminowe	-	-	-	-
IV. Inwestycje długoterminowe	50,0	20,0	20,0	20,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-
<b>B. AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>27 375,9</b>	<b>26 283,3</b>	<b>24 868,5</b>	<b>24 573,2</b>
I. Zapasy	66,0	5,1	11,0	6,8
II. Należności krótkoterminowe	2 868,7	2 185,8	1 154,2	1 128,8
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	2 868,7	2 185,8	1 154,2	1 128,8
a) z tytułu dostaw i usług	19,9	19,5	220,2	327,7
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	-	-	-	-
c) inne	2 848,8	2 166,3	934,0	801,1
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	24 417,0	23 971,0	23 600,8	23 428,8
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	24 417,0	23 971,0	23 600,8	23 428,8
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	24 417,0	23 971,0	23 600,8	23 428,8
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	24 417,0	23 971,0	23 600,8	23 428,8
- inne środki pieniężne	-	-	-	-
- inne aktywa pieniężne	-	-	-	-
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	24,2	121,4	102,6	8,8
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>27 438,6</b>	<b>26 305,9</b>	<b>24 888,53</b>	<b>24 593,2</b>

Źródło: DFG Sp. z o.o. \*sprawozdania finansowe za lata 2017-2019 zaudytowane.

Na aktywa obrotowe Funduszu w ostatnich kilku latach składały się głównie inwestycje krótkoterminowe (na koniec III kw. 2020 r. stanowiły one 95% sumy aktywów). Całość środków znajdujących się w bankach na rachunkach bieżących i na depozytach terminowych wykazywana była w pozycji B.III.1.c – „środki pieniężne w kasie i na rachunkach”.

Pozostałe składniki aktywów obrotowych to „należności krótkoterminowe”, a także „krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe”. Wykazywane w bilansie „należności krótkoterminowe z tytułu dostaw i usług” dotyczyły należności z tytułu prowizji od udzielonych poręczeń, natomiast kwoty wykazywane w poz. B.II.2.c – „inne należności krótkoterminowe” dotyczyły głównie należnych refundacji wydatków kwalifikowanych (kosztów operacyjnych) związanych z realizacją programu JEREMIE, a od 2013 r. również stosunkowo wysokich kwot należności związanych z wypłaconymi poręczeniami zabezpieczonymi hipoteką. Na koniec III kw. 2020 r. należności krótkoterminowe stanowiły ok. 4,6% sumy aktywów Funduszu.

W pozycji „rozliczenia międzyokresowe” (B.IV) Fundusz księgował głównie narosłe odsetki od niezapadłych lokat bankowych.

Po dokapitalizowaniu DFG przez udziałowców w 2012 roku kwotą 10 mln zł, w latach 2013-2015 suma bilansowa utrzymywała się na stabilnym poziomie ok. 28,5 mln zł. W kolejnych latach (głównie na skutek dokonywanych wypłat poręczeń) wartość aktywów Funduszu obniżała się i na koniec III kwartału 2020 r. wyniosła 24,6 mln zł.

**Jakość i wysoką płynność aktywów DFG z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu oceniamy pozytywnie.** Do czynników negatywnych zaliczamy jednak systematycznie obniżającą się w ciągu pięciu ostatnich lat wartość sumy bilansowej Funduszu. W przypadku jeśli tendencja ta utrzymałaby się w przyszłości, mogłoby to mieć negatywny wpływ na obecny poziom ratingu DFG.

## Pasywa

Tabela 3.4 DFG – bilans (pasywa) na koniec lat 2017-2019\* oraz na koniec III kw. 2020 r.

Bilans – Pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2017	Na dzień 31.12.2018	Na dzień 31.12.2019	Na dzień 30.09.2020
<b>A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY</b>	<b>26 440,7</b>	<b>23 634,8</b>	<b>21 742,6</b>	<b>21 140,1</b>
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	18 300,5	18 300,5	18 300,5	18 300,5
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	8 060,4	8 140,2	5 275,8	3 442,1
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	-	-	-	-
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-	-
VIII. Zysk (strata) netto	79,8	(2 805,9)	(1 833,7)	(602,5)
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
<b>B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA</b>	<b>997,9</b>	<b>2 671,0</b>	<b>3 145,9</b>	<b>3 453,1</b>
I. Rezerwy na zobowiązania	923,9	2 614,7	3 076,1	3 398,9
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	923,9	2 614,7	3 076,1	3 398,9
II. Zobowiązania długoterminowe	-	-	-	-
III. Zobowiązania krótkoterminowe	74,0	56,3	69,9	52,8
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	74,0	56,3	69,9	52,8
- kredyty i pożyczki	-	-	-	-
- z tytułu dostaw i usług	3,3	19,8	17,4	-
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	53,6	36,5	46,8	50,4
- z tytułu wynagrodzeń	17,1	-	4,6	1,1
- inne	-	-	1,0	1,2
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	1,5
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>27 438,6</b>	<b>26 305,9</b>	<b>24 888,5</b>	<b>24 593,2</b>

Źródło: DFG Sp. z o.o. \*sprawozdania finansowe za lata 2017-2019 zaudytowane.

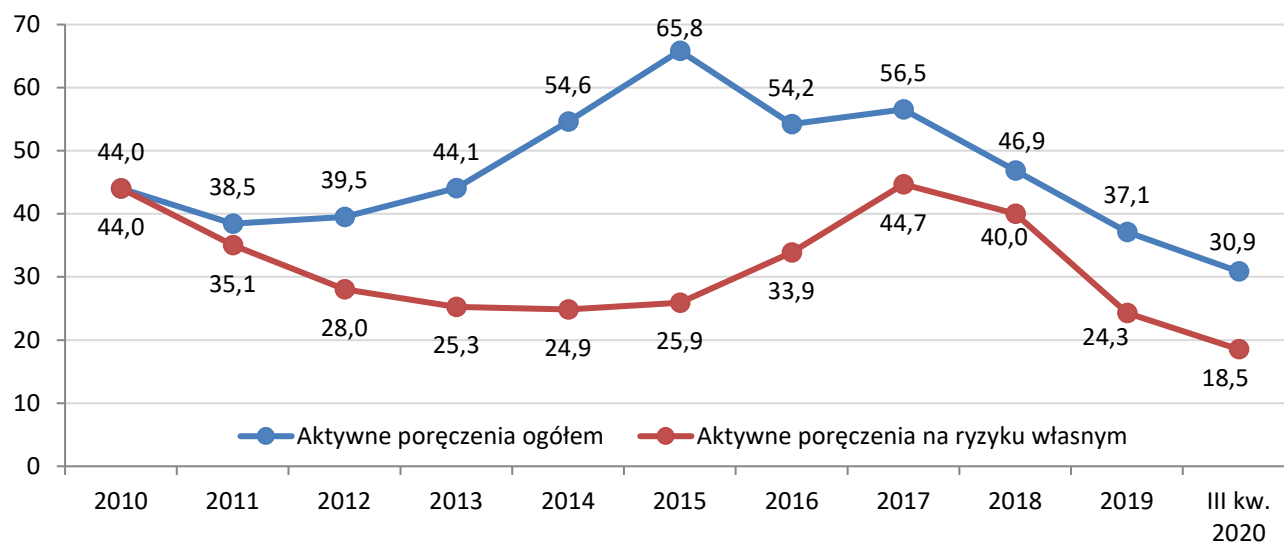
Do roku 2009 (przy uwzględnieniu środków z SPO-WKP wykazywanych wcześniej w rozliczeniach międzyokresowych) udział kapitału własnego w pasywach wynosił stale ponad 95%. W 2010 roku, na skutek utworzenia wysokich rezerw celowych na poręczenia zagrożone, udział kapitału własnego obniżył się do 75%. W 2012 roku, po dokapitalizowaniu spółki przez udziałowców kwotą 10 mln zł, udział kapitału własnego wzrósł do 89% i na zbliżonym poziomie utrzymywał się do 2015 roku. W 2016 r. Fundusz rozwiązywał rezerwy celowe i rezerwy na ryzyko ogólne, przez co udział kapitału własnego wzrósł do 97% i na podobnym poziomie utrzymywał się w 2017 r. W okresie od 2018 r. do końca III kw. 2020 r. udział kapitału własnego (głównie ze względu na wykazane straty netto) obniżył się z 90% do 86%.

Na „zobowiązania i rezerwy na zobowiązania” składają się przede wszystkim niewielkie kwoty bieżących zobowiązań z tytułu podatków (B.I.1 i B.III.2), a także „pozostałe rezerwy” (B.I.3), dotyczące praktycznie w całości rezerw celowych na poręczenia zagrożone oraz niewielkiej rezerwy na ryzyko ogólne. Okresowo w pozycji B.III.2 wykazywane były także pozostałości kwoty jaką otrzymał DFG na rozliczenie grantów w poszczególnych projektach. DFG nie posiada żadnych zobowiązań finansowych (oprocentowanych).

**Obecną strukturę pasywów DFG Sp. z o.o. oceniamy jako bardzo bezpieczną i nieodbiegającą od typowej dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe.**

## Pozycje pozabilansowe

**Wykres 3.1 DFG – wartość aktywnych poręczeń (mln zł)**



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

Udzielane przez Fundusz poręczenia księgowane są jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe.

Wartość portfela aktywnych poręczeń DFG rosła bardzo dynamicznie do 2009 r., kiedy to osiągnęła 51,4 mln zł. W kolejnych latach wartość aktywnych poręczeń zmniejszyła się do 38,5 mln zł. W latach 2012-2015 wartość poręczeń ponownie rosła – do najwyższego dotychczas poziomu 65,8 mln zł osiągniętego na koniec 2015 r. Z uwagi na fakt, że większość poręczeń reporcowana była wówczas

w ramach projektu JEREMIE, wartość poręczeń na ryzyku własnym Funduszu obniżyła się do poziomu ok. 25-26 mln zł.

Należy przy tym wspomnieć, że projekt JEREMIE 1 ze środków unijnej perspektywy 2007-2013 został zakończony w 2015 r., a stare limity są stopniowo wygaszane. W efekcie od 2015 r. ogólna wartość aktywnych poręczeń zmniejszała się i na koniec 2018 r. wyniosła niecałe 47 mln zł. Od I kw. 2019 r. rozpoczęto udzielanie poręczeń reporeczanych w ramach REPO, co jednak nie powstrzymało spadku wartości aktywnych poręczeń, która na koniec III kw. 2020 r. wyniosła 30,9 mln zł.

W latach 2014-2017 (w okresie wygaszania projektu JEREMIE 1) widoczny był wzrost wartości poręczeń na ryzyku własnym Funduszu (do poziomu 44,7 mln zł). Od 2018 r. nastąpił już spadek ekspozycji własnej DFG na ryzyko poręczeń do poziomu 18,5 mln zł w III kw. 2020 r. Był on spowodowany zarówno spadkiem ogólnej wartości poręczeń, jak i rozpoczęciem od 2019 r. udzielania poręczeń reporeczanych w ramach REPO. Spadek ten w kolejnych kwartałach powinien być kontynuowany, wraz ze wzrostem udziału poręczeń reporeczanych w ramach tego projektu.

### **3.3 Analiza wskaźnikowa**

Wartości najważniejszych parametrów finansowych oraz analizę wskaźnikową Funduszu przedstawia tabela nr 3.5 oraz wykresy 3.2.-3.3.

#### **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 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).

Tabela 3.5 DFG – najważniejsze dane i wskaźniki finansowe

Lp.		2017	2018	2019	IX.2020
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	26 399	26 491	21 743	21 140
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	24 099	22 569	21 276	20 952
3	Aktywne poręczenia na koniec okresu razem (tys. zł)	56 530	46 873	37 148	30 876
4	w tym poręczenia reporeczane w ramach JEREMIE (tys. zł)	15 505	9 020	4 217	2 877
5	w tym kwota reporeczana razem (tys. zł)	11 835	6 864	3 236	2 244
6	w tym poręczenia reporeczane w ramach REPO (tys. zł)	-	-	12 502	12 771
7	w tym kwota reporeczana razem (tys. zł)	-	-	9 607	10 089
8	Aktywne poręczenia na ryzyku własnym Funduszu (tys. zł) [3]-[5]	44 695	40 009	24 305	18 543
<b>9</b>	<b>Mnożnik 1 = [3] / [1]</b>	<b>2,14</b>	<b>1,77</b>	<b>1,71</b>	<b>1,46</b>
<b>10</b>	<b>Mnożnik 2 (skorygowany) = [8] / [2] *</b>	<b>1,85</b>	<b>1,77</b>	<b>1,14</b>	<b>0,89</b>
11	Liczba aktywnych poręczeń	421	386	356	356
12	w tym poręczenia reporeczane w ramach JEREMIE	115	77	43	21
13	w tym liczba poręczeń reporeczanych w ramach REPO	-	-	102	157
14	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	134	121	104	87
<b>15</b>	<b>Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>
<b>16</b>	<b>Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,4%</b>
17	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	11 888	11 978	11 024	10 995
18	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	594	599	551	550
19	20 najw. aktywnych poręczeń na ryzyku własnym (tys. zł)	8 747	10 077	5 392	5 787
<b>20</b>	<b>20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia</b>	<b>21,0%</b>	<b>25,6%</b>	<b>29,7%</b>	<b>35,6%</b>
<b>21</b>	<b>20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *</b>	<b>49,3%</b>	<b>53,1%</b>	<b>51,8%</b>	<b>52,5%</b>
<b>22</b>	<b>20 najw. por. na ryz. wł. / Skorygowany KW *</b>	<b>36,3%</b>	<b>44,6%</b>	<b>25,3%</b>	<b>27,6%</b>
<b>23</b>	<b>Przeciętne największe poręczenie / Kapitał poręczeniowy *</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>
24	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	373	459	155	10
25	Wartość wypłaconych poręczeń na ryz. wł. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	373	459	140	0
<b>26</b>	<b>Wypłacone poręczenia brutto / Śr.stan akt. poręczeń</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,0%</b>
27	Wartość odzyskanych należn. z tyt. por. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	317	762	119	206
28	Odzyskane poręczenia na rachunek własny (tys. zł)	261	734	115	197
<b>29</b>	<b>Wypłacone poręczenia netto / Śr. kapitał poręczeniowy *</b>	<b>0,2%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>0,2%</b>	<b>-0,9%</b>
<b>30</b>	<b>Wypłacone poręczenia netto na ryz. wł. / Śr. kapitał własny *</b>	<b>0,5%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>0,1%</b>	<b>-0,9%</b>
<b>31</b>	<b>Wynik skorygowany za 4 kwartały / Śr. kapitał własny *</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-8,2%</b>	<b>-8,4%</b>	<b>-6,7%</b>

\* Wskaźniki wyliczone w oparciu o kapitał poręczeniowy skorygowany

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

Na potrzeby wyliczenia skorygowanego kapitału własnego DFG dokonujemy następujących korekt księgowej wartości kapitału wykazywanej w bilansie spółki:

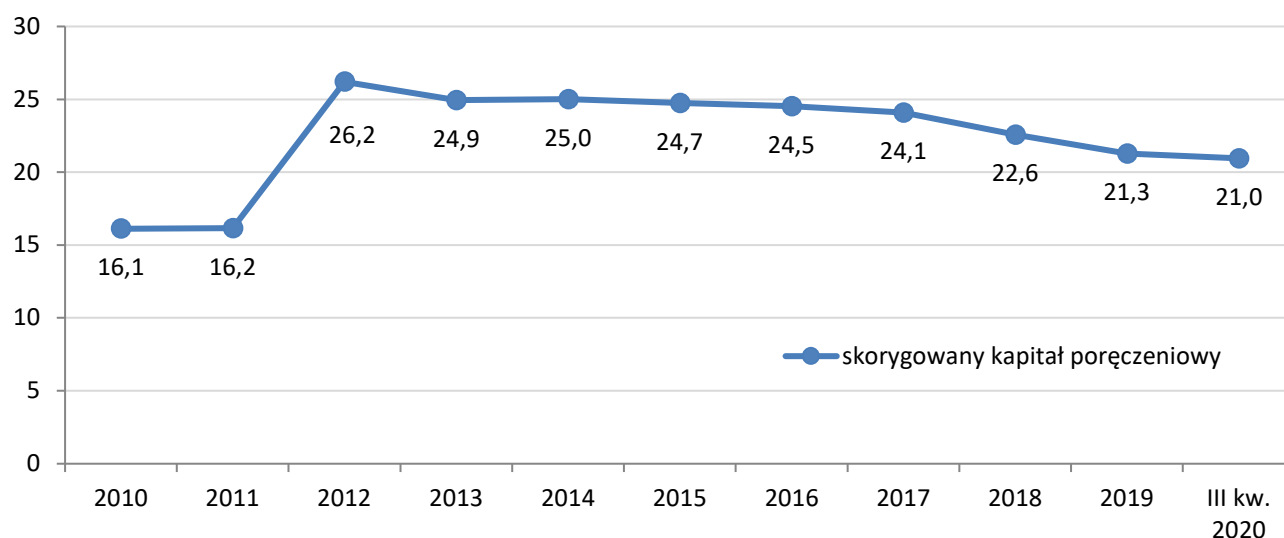
- okresowo korekta *in minus* o 100% wartości firmy (poz. A.I) z uwagi na brak rzeczywistej wartości zbywczej tej grupy aktywów;
- okresowo korekta *in minus* o 30% bilansowej wartości „rzeczowych aktywów trwałych” (poz. A.II) z uwagi na niską płynność tego typu aktywów;
- korekta *in minus* o całość kwot wykazywanych w bilansie Funduszu w pozycji „inwestycje długoterminowe” (poz. A.IV), dotyczących objętych przez DFG udziałów w spółce specjalnego

przeznaczenia Krajowa Grupa Poręczeniowa Sp. z o.o.; przyjmujemy bowiem konserwatywne założenie, iż (ponieważ spółka ta nie działa w celu maksymalizacji zysku dla udziałowców) jej udziały nie będą miały faktycznej wartości ekonomicznej, która mogłaby w razie potrzeby zostać spieniężona na pokrycie ewentualnych zobowiązań Funduszu z tytułu udzielonych poręczeń;

- począwszy od 2013 r. kapitał własny korygujemy *in minus* również o połowę wartości należności z tytułu wypłaconych poręczeń zabezpieczonych hipoteką (wspomniana wcześniej pozycja B.II.2.c aktywów bilansu); przyjmujemy bowiem założenie, iż należności te – pomimo zabezpieczenia na majątku – mogą nie zostać odzyskane w całości, w związku z czym nie można ich uwzględnić w skorygowanym kapitale własnym Funduszu w pełnej wysokości;
- okresowo dokonywana jest korekta *in minus* o wartość doliczanych przez EuroRating „dodatkowych” rezerw celowych (do minimalnego wymaganego poziomu 4%) na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu;
- korekta *in plus* o wartość utworzonej przez Fundusz rezerwy na ryzyko ogólne;
- w latach 2005-2009 do skorygowanego kapitału własnego zaliczaliśmy także kwoty ujęte w pasywach w „rozliczeniach międzyokresowych”, dotyczące otrzymanego przez Fundusz dofinansowania w ramach programu SPO-WKP na powiększenie kapitału poręczeniowego.

Tak obliczony skorygowany kapitał własny (w przypadku DFG tożsamy z kapitałem poręczeniowym) [2] na koniec III kw. 2020 r. wyniósł 21,0 mln zł i był nieznacznie niższy od wartości podawanej przez sam Fundusz (21,1 mln zł).

Wykres 3.2 DFG – wartość skorygowanego kapitału własnego/poręczeniowego (mln zł)



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

W latach 2018-2019 spadek wartości skorygowanego kapitału własnego Spółki nieco przyspieszył, co związane było głównie z wykazywanymi ujemnymi wynikami finansowymi, na które z kolei największy wpływ miało tworzenie wysokich rezerw celowych (odpowiadają one obecnie równowartości aż 18,2% aktywnych poręczeń).

## Skala zaangażowania w akcję poręczeniową

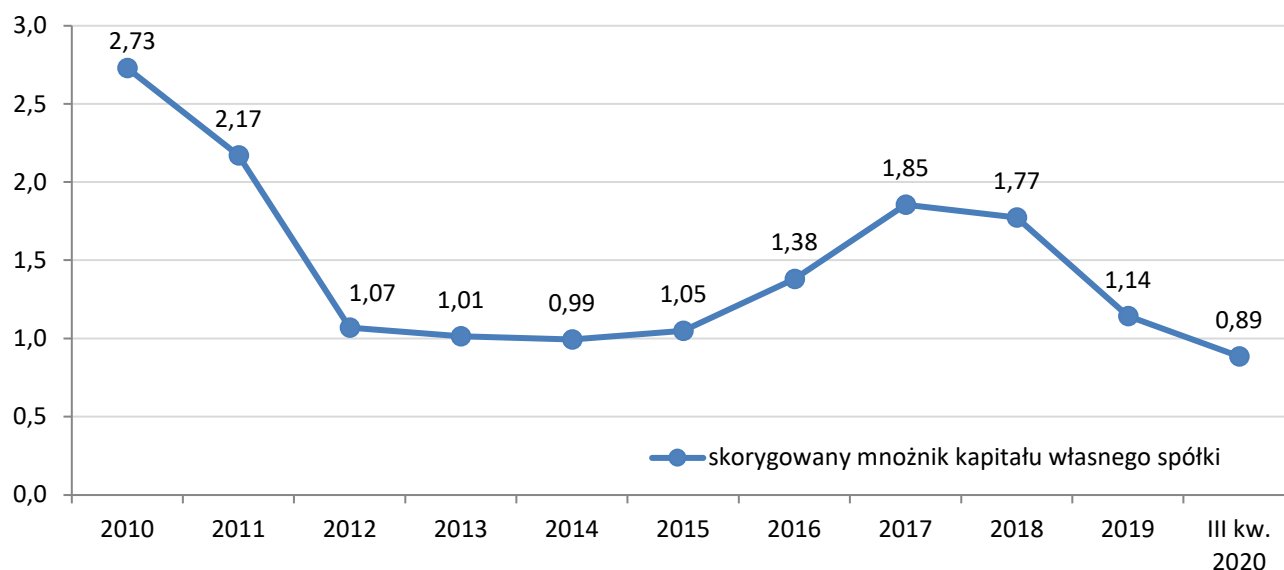
Skala zaangażowania funduszu poręczeniowego w akcję poręczeniową w relacji do posiadanego kapitału jest jednym z najważniejszych czynników wpływających na (obecną i przyszłą) sytuację finansową funduszu oraz poziom jego ryzyka kredytowego.

Łączna wartość poręczeń aktywnych osiągnęła najwyższą dotychczas wartość (65,8 mln zł) na koniec 2015 roku. W latach 2016-2018, ze względu na wygaszanie programu JEREMIE 1 w województwie dolnośląskim, DFG ograniczył akcję poręczeniową, co spowodowało spadek wartości portfela poręczeń do 46,9 mln zł.

Do końca III kw. 2020 r. wartość portfela poręczeń spadła do 30,9 mln zł. Należy zaznaczyć, że dominujący wpływ na wartość portfela ma obecnie sytuacja na rynku kredytów MMSP w roku 2020, co bezpośrednio przekłada się na zmianę struktury portfela poręczeń DFG, w którym coraz większy udział stanowią poręczenia wadiów, charakteryzujące się dużą rotacją, krótkimi terminami obowiązywania i niskim ryzykiem poręczeniowym.

Zgodnie z metodologią agencji ratingowej EuroRating, w przypadku funduszy poręczeniowych korzystających z zewnętrznego wsparcia w postaci reporeczeń (w przypadku DFG są to projekty JEREMIE 1 i REPO), skorygowany mnożnik kapitału własnego oblicza się jako iloraz wartości poręczeń aktywnych będących na ryzyku własnym funduszu [8] do wartości skorygowanego kapitału własnego spółki (w przypadku DFG jest on tożsamy z kapitałem poręczeniowym) [2]. Wartość poręczeń na ryzyku własnym funduszu oblicza się odejmując od sumy wartości wszystkich aktywnych poręczeń [3] kwotę podlegającą reporeczeniu w ramach JEREMIE i REPO [5] i [7]. Jest to bowiem kwota, którą menedżer projektu JEREMIE/REPO zwraca Funduszowi w przypadku konieczności dokonania wypłat poręczeń reporeczonych w ramach danego projektu.

**Wykres 3.3 DFG – wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego/własnego**



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



Wartość skorygowanego mnożnika kapitałowego [10] przy uwzględnieniu reporeczeń JEREMIE obniżyła się w 2012 r. do poziomu 1,07 i do końca 2015 r. (pomimo systematycznego wzrostu łącznej nominalnej wartości poręczeń aktywnych) utrzymywała się stale na poziomie zbliżonym do 1,0. Od 2016 r. Fundusz nie udzielał już poręczeń w ramach JEREMIE, przez co wraz z wygasaniem starszych poręczeń zwiększała się ekspozycja własna DFG na ryzyko własne związane z udzielonymi poręczeniami. Skutkowało to wzrostem skorygowanego mnożnika kapitału własnego (tożsamego z mnożnikiem kapitału poręczeniowego), który na koniec 2017 r. wzrósł do 1,85. Od 2018 r. nastąpił spadek skorygowanego mnożnika kapitału własnego z 1,77 do 0,89 na koniec III kw. 2020 r. (na skutek malejącej wartości aktywnych poręczeń na ryzyku własnym, która w tym okresie spadła z 40,0 mln zł do 18,5 mln zł).

**Ekspozycję własną Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń oceniamy obecnie jako niską i bezpieczną, co jest głównym czynnikiem wpływającym na utrzymywanie się ryzyka kredytowego Funduszu na niskim poziomie.** Bierzemy obecnie również pod uwagę fakt, że w 2018 r. Fundusz podpisał umowę z DFR Sp. z o.o. na środki post-JEREMIE ("REPO"). Umowa weszła w życie z początkiem 2019 r., a pierwsze poręczenia zostały udzielone w I kw. 2019 r. Od momentu pozyskania nowego wsparcia w postaci reporeczeń udział poręczeń na ryzyku własnym Funduszu w portfelu poręczeń aktywnych uległ istotnemu zmniejszeniu. W przyszłości nie można wykluczyć dalszego kontynuowania tego trendu, zwłaszcza jeżeli DFG uda się pozyskać dodatkowe wsparcie w ramach nowej perspektywy unijnej na lata 2021-2027.

### **Koncentracja portfela poręczeń**

Przeciętna wartość aktywnych poręczeń [14] do 2015 roku systematycznie rosła (do 174 tys. zł). Od 2016 roku Fundusz zaczął udzielać przeciętnie nieco mniejszych poręczeń, przez co średnia wartość poręczenia spadła do 87 tys. zł na koniec III kw. 2020 r. Wskaźnik relacji średniego poręczenia do całego portfela aktywnych poręczeń [15] utrzymywał stale stabilną i niską wartość ok. 0,2-0,3%.

Stosunkowo dobrą ogólną dywersyfikację portfela poręczeń obrazuje także wskaźnik średniej wartości poręczenia do kapitału poręczeniowego [16], który oscyluje w ostatnich latach w zakresie 0,4-0,7%.

Ekspozycja DFG na największe poręczenia od roku 2012 (po dokapitalizowaniu Funduszu) liczona jako relacja łącznych poręczeń dla 20 największych klientów do skorygowanego kapitału poręczeniowego utrzymuje się na umiarkowanym poziomie w zakresie 40-65% [21]. Ponadto, dzięki uzyskiwaniu przez DFG w kolejnych latach reporeczeń w ramach JEREMIE (i w ostatnim czasie REPO), realna ekspozycja własna Funduszu na ryzyko tych poręczeń (uwzględniająca kwoty reporeczane) utrzymywała się na relatywnie niskim poziomie ok. 20-40% [22].

**Dywersyfikację portfela poręczeń aktywnych DFG, zarówno pod względem średniej wartości poręczenia, jak również pod względem ekspozycji własnej na ryzyko największych poręczeń, oceniamy jako dobrą i bezpieczną.**

### **Wypłaty poręczeń**

Do roku 2006 Fundusz nie dokonywał praktycznie żadnych wypłat, natomiast w latach 2007-2008 roczna wartość wypłacanych poręczeń [24] wynosiła ok. 230-250 tys. zł, co odpowiadało 0,9-2,0% średniej wartości portfela aktywnych poręczeń [26].

Sytuacja uległa istotnemu pogorszeniu w latach 2009-2013. Silne osłabienie koniunktury gospodarczej, jakie miało miejsce na przełomie lat 2008/2009, znalazło swoje odbicie w znaczącym pogorszeniu jakości portfela poręczanych przez DFG kredytów. W rezultacie wartość wypłaconych poręczeń wzrosła w 2009 roku do 1,6 mln zł (3,7% średniorocznej wartości portfela), a w roku 2010 do 2,2 mln zł (4,6%). W kolejnych dwóch latach wartość wypłat utrzymywała się również na podwyższonym poziomie (3-5%), natomiast rekordowy pod względem wypłat był rok 2013, kiedy DFG wypłacił poręczenia o łącznej wartości 4,2 mln zł (10,1% średniorocznej wartości portfela poręczeń aktywnych).

Ze względu na znaczący wzrost poziomu mnożnika [10], jaki miał miejsce w latach 2009-2010 (do 2,47 w 2009 r. i 2,73 w 2010 r.), istotny wzrost szkodowości portfela poręczeń miał znacznie silniejsze przełożenie na relację wypłaconych poręczeń netto (tj. po uwzględnieniu ewentualnych poręczeń odzyskanych) do wartości kapitału poręczeniowego [29]. Wskaźnik ten wzrósł w 2009 roku gwałtownie do 7,3% (z ok. 1,0-1,3% w ciągu poprzednich dwóch lat), a w latach 2010-2013 utrzymywał się na jeszcze wyższych poziomach ok. 10-15%.

Sytuacja pod względem szkodowości portfela poręczeń uległa znacznej poprawie od 2014 r., wolumeny wypłat spadły do ok. 0,4-1 mln zł w skali roku. W latach 2016-2018 wskaźnik szkodowości utrzymywał się na stosunkowo niskim poziomie ok. 1%, a wypłaty netto w odniesieniu do kapitału poręczeniowego [29] w 2018 roku spadły do poziomu -1,3% (Fundusz odzyskał więcej należności z tytułu wypłaconych poręczeń niż wypłacił nowych poręczeń). W 2019 r. zarówno wartość wypłaconych poręczeń jak i odzyskanych należności uległy znacznej redukcji i zbliżyły się do siebie, a wartość wskaźnika wyniosła 0,2%. W ciągu trzech kwartałów 2020 r. Fundusz nie wypłacił żadnych poręczeń co spowodowało spadek wartości wskaźnika liczonego dla danych za cztery ostatnie kwartały do -0,9% (wartość poręczeń odzyskanych była większa niż wypłaty).

**Znaczny spadek wartości wypłat poręczeń, jaki miał miejsce w ciągu ostatnich lat (przy jednoczesnym wzroście wartości odzyskanych należności z tytułu wypłaconych poręczeń), z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu zaliczamy obecnie do czynników pozytywnych.** Bierzymy jednak jednocześnie pod uwagę ryzyko wzrostu wypłat w kolejnych kwartałach z uwagi na negatywny wpływ osłabienia koniunktury gospodarczej oraz ograniczeń w prowadzeniu działalności niektórych przedsiębiorstw w wyniku pandemii Covid-19.

## Rentowność kapitału

Skorygowany wynik netto Funduszu był w latach 2004-2010 (za wyjątkiem 2006 roku) stale ujemny, przy czym w latach 2009-2010 skorygowane straty przyjmowały już znaczne wartości, odpowiadające równowartości -6,9% oraz aż -25,9% skorygowanego kapitału własnego spółki [31].

W latach 2011-2015 skorygowany wynik finansowy DFG uległ znacznej poprawie, przyjmując przez większość czasu niewielkie wartości dodatnie (na co jednak istotny wpływ miało stopniowe rozwiązywanie utworzonych wcześniej rezerw celowych). Wskaźnik rentowności kapitału własnego w tym okresie oscylował na poziomie zbliżonym do zera.

W latach 2016-2017 skorygowany wynik finansowy DFG uległ pogorszeniu, m.in. na skutek spadku rezerw celowych poniżej poziomu 4% wartości poręczeń aktywnych, przez co konieczne stało się doliczenie na potrzeby oceny ryzyka kredytowego dodatkowych rezerw celowych, których zmiana salda wpłynęła negatywnie na skorygowany wynik Funduszu. Dodatkowym czynnikiem negatywnie wpływającym na wynik Funduszu było zmniejszenie refundacji kosztów związane z wygasaniem portfela poręczeń JEREMIE 1. W 2016 roku skorygowana rentowność kapitału własnego wyniosła -2,7%, a w 2017 roku -1,1%.

W latach 2018-2019 skorygowana rentowność kapitału własnego spadła do poziomu poniżej -8% (skorygowany wynik uległ pogorszeniu głównie ze względu na wysoką stratę netto, na którą w istotny sposób wpłynęły odpisy aktualizujące należności oraz zwiększenie rezerw celowych – zgodnie z zaleceniami audytora). W ciągu trzech kwartałów 2020 r. Fundusz nie dokonał żadnego odpisu aktualizującego należności, a rezerwy celowe wzrosły już nieznacznie, co przyczyniło się do poprawy tego wskaźnika (rentowność kapitału dla wyniku za ostatnie cztery kwartały wyniosła -6,7%, a dla wyniku za pierwsze trzy kwartały 2020 r. było to -2,8%).

**Obserwowane w ostatnich latach pogorszenie rentowności kapitału DFG i generowanie przez Fundusz strat, które przyczyniały się do stopniowej erozji kapitału własnego spółki, oceniamy negatywnie.** Bierzymy jednak pod uwagę, że stosunkowo wysoka strata w latach 2018-2019 wynikała w dużym stopniu ze zwiększenia rezerw celowych (które nie muszą się wiązać w przyszłości z analogiczną wypłatą poręczeń). Ponadto wyniki w 2020 roku uległy poprawie. Należy jednak zaznaczyć, że w przypadku gdyby ponoszone przez Fundusz straty uległy ponownemu istotnemu zwiększeniu miałyby to negatywny wpływ na jego ocenę ratingową.

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

#### Polityka tworzenia rezerw

Aktualne zasady tworzenia rezerw celowych w DFG określają, że zmiana poziomu rezerw celowych następuje co najmniej raz na kwartał (co należy ocenić pozytywnie), na podstawie oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej kredytobiorców oraz terminowości obsługi kredytów (informacje te Fundusz otrzymuje od instytucji finansowych, na rzecz których kredyty zostały poręczone).

Fundusz przy tworzeniu rezerw celowych wykorzystuje metodologię ustalania wartości wskaźnika rezerwy (zawierającego się w przedziale od 5% do 100%) z uwzględnieniem: 1) stopnia prawdopodobieństwa wypłaty poręczeń, biorąc pod uwagę w szczególności informacje dotyczące oceny sytuacji finansowo – ekonomicznej przedsiębiorcy i poręczonego kredytu, 2) przebiegu realizowanej przez bank procedury restrukturyzacji lub widykacji zadłużenia, 3) klasyfikacji transakcji kredytowej przedsiębiorcy określanej przez instytucję finansową.

## Wartość utworzonych rezerw

Tabela 3.6 DFG – wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	XII.2017	XII.2018	XII.2019	IX.2020
Rezerwy celowe (tys. zł)	884,4	2 576,8	3 056,0	3 378,8
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	39,5	37,9	20,1	20,1
<b>Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)</b>	<b>923,9</b>	<b>2 614,7</b>	<b>3 076,1</b>	<b>3 398,9</b>
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	2,0%	6,4%	12,6%	18,2%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Akt. poręcz. na ryzyku. wł.	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Rezerwy razem / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym</b>	<b>2,1%</b>	<b>6,5%</b>	<b>12,7%</b>	<b>18,3%</b>
Rezerwy celowe / Skorygowany kapitał poręczeniowy	3,7%	11,4%	14,4%	16,1%
Rezerwa na ryz. ogólne / Skoryg. kapitał poręczeniowy	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
<b>Rezerwy razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy</b>	<b>3,8%</b>	<b>11,6%</b>	<b>14,5%</b>	<b>16,2%</b>

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

W 2016 r. Fundusz rozwiązał większość utworzonych wcześniej rezerw celowych, efekcie czego w latach 2016-2017 poziom rezerw utrzymywał się na poziomie ok. 0,8-0,9 mln zł, co stanowiło równowartość 2,0-2,4% sumy aktywnych poręczeń na ryzyku Funduszu. W 2018 r. Fundusz w wyniku zaleceń biegłego rewidenta zwiększył wartość rezerw celowych do poziomu ok. 2,6 mln zł, co odpowiadało ok. 6,4% sumy aktywnych poręczeń na ryzyku własnym. W 2019 r. relacja rezerw celowych do poręczeń aktywnych na ryzyku własnym wzrosła do 12,6%, a do III kw. 2020 r. wskaźnik ten wzósł do aż 18,2% (do czego przyczynił się zarówno wzrost wartości rezerw, jak i spadek wartości poręczeń na ryzyku własnym).

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

Stąd też na potrzeby oceny ryzyka kredytowego DFG uwzględniamy konieczność doliczenia w poszczególnych okresach ewentualnych dodatkowych rezerw celowych (w stosunku do wartości rezerw utworzonych przez Fundusz), tak aby wskaźnik relacji rezerw celowych do wartości poręczeń na ryzyku własnym wynosił co najmniej 4% (dotyczyło to lat 2004-2009 oraz okresu od IV kw. 2016 r. do III kw. 2018 r.). Stosowne wyliczenia dla DFG dotyczące lat 2017-2019 oraz III kw. 2020 r. zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.7.

**Tabela 3.7 Wartość dodatkowo naliczonych rezerw na ryzyko udzielonych poręczeń**

	XII.2017	XII.2018	XII.2019	IX.2020
Wskaźnik dodatkowych rezerw celowych	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wartość dodatkowych rezerw celowych (tys. zł)	<b>903,4</b>	<b>0,0</b>	0,0	0,0
<b>Rezerwy celowe razem* (utworz. przez DFG oraz dodatkowe)</b>	<b>1 787,8</b>	<b>2 576,8</b>	<b>3 056,0</b>	<b>3 378,8</b>
Rezerwy celowe razem* / Aktywne poręcz. na ryzyku własnym	4,0%	6,4%	12,6%	18,2%
Rezerwy celowe razem* / Skorygowany kapitał poręczeniowy	7,4%	11,4%	14,4%	16,1%

\* dotyczy rezerw celowych na poręczenia na ryzyku Funduszu

Źródło: EuroRating

Zmiana salda dodatkowych rezerw celowych została uwzględniona w skorygowanym wyniku finansowym (patrz tabela nr 3.2), a saldo tych rezerw pomniejszyło skorygowany kapitał poręczeniowy Funduszu (tabela 3.5 wiersz [2]).

DFG posiadał w ostatnich latach niewielką rezerwę na ryzyko ogólne (na koniec III kw. 2020 r. wynosiła ona 20,1 tys. zł). Rezerwa ta nie dotyczy jednak ryzyka poszczególnych poręczeń zagrożonych i jej tworzenie traktujemy jako zabieg czysto księgowy, mający na celu umożliwienie Funduszowi łagodzenia w pewnym stopniu wpływu wahań jakości portfela poręczeń na bieżące wyniki finansowe. Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne jest neutralne, bowiem według metodologii stosowanej przez EuroRating wpływ tej rezerwy na wynik finansowy oraz wartość kapitału poręczeniowego podlega odpowiednim korektom w procesie analizy ryzyka.

### 3.5 Ocena czynników niefinansowych

#### Koniunktura gospodarcza

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 na przełomie 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 branżę, 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 mogą zostać w pewnym stopniu złagodzone przez działania antykrzysowe 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 z pewnością przełoży 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 wzrostu wskaźnika wypłat poręczeń.

Z punktu widzenia osiągniętych przez fundusze poręczeniowe wyników finansowych istotnym czynnikiem makroekonomicznym jest także dalszy spadek oprocentowania depozytów bankowych. Należy spodziewać się, że niemal zerowe stopy procentowe i oprocentowanie lokat bankowych będą utrzymywały się przez dłuższy czas, co będzie nadal negatywnie rzutować na przychody finansowe i w konsekwencji wynik netto Funduszu w kolejnych kwartałach.

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

Sytuacja finansowa Funduszu była dotychczas dobra i stosunkowo stabilna. Jedynie okresowo (ostatnio w latach 2009-2013) występowały podwyższone wskaźniki wypłat oraz ujemne wyniki finansowe. Mnożnik kapitału własnego utrzymywał się stale na niskim lub umiarkowanym poziomie.

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.

Dolnośląski Fundusz Gospodarczy lokował dotychczas posiadane środki pieniężne w depozytach bankowych, bonach skarbowych, obligacjach korporacyjnych (gwarantowanych przez bank) oraz funduszach inwestycyjnych rynku pieniężnego. 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.

W przypadku depozytów bankowych DFG w ciągu ostatnich kilku lat lokował gotówkę w 3-5 różnych bankach. Strukturę lokat DFG według stanu na koniec III kw. 2020 r. przedstawia wykres nr 3.4.

Fundusz posiada od 2011 roku wdrożoną procedurę pt. „Zasady zarządzania środkami finansowymi DFG Sp. z o.o.” (została ona zaktualizowana w lutym 2020 r. i obecnie obowiązuje na lata 2020-2022).

Procedura ta ogranicza zakres instrumentów finansowych, w jakie mogą być inwestowane środki pieniężne Funduszu, a także określa, iż w przypadku lokat bankowych środki powinny być zdeponowane przynajmniej w trzech różnych bankach, przy czym udział żadnego z nich w łącznym portfelu lokat nie może przekroczyć 50%. Wybór banków powinien być przy tym dokonywany nie tylko w oparciu o stopy zwrotu na kapitale, ale również uwzględniać bezpieczeństwo środków w oparciu o standing banków wyrażony ratingami agencji ratingowych.

Jakkolwiek ogólnie pozytywnie oceniamy zapisy zawarte w w/w regulacji dotyczące dywersyfikacji portfela lokat na poszczególne banki, to uważamy za konieczne zgłoszenie zastrzeżenia dotyczącego faktu, iż procedura ta nie określa maksymalnego poziomu akceptowanego przez Fundusz ryzyka kredytowego banków (np. w postaci minimalnego dopuszczalnego ratingu kredytowego).

W efekcie, wzrost dywersyfikacji portfela lokat Funduszu w podziale na banki (z 1-2 do 4-5 różnych instytucji) odbywał się w latach 2011-2016 poprzez lokowanie ponad połowy środków w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem.

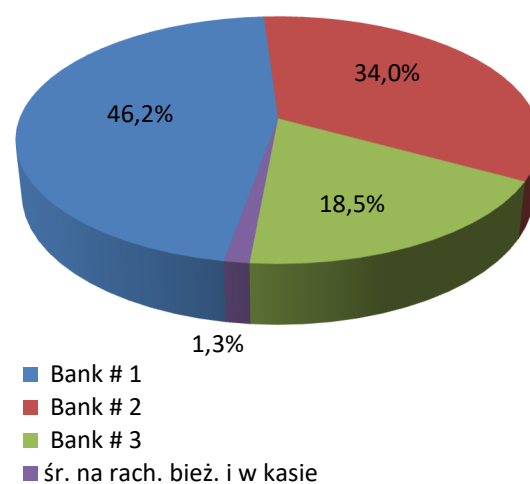
Udział tego typu banków w portfelu lokat DFG w 2018 r. zmniejszył się z ok. 1/3 sumy posiadanych przez Fundusz środków pieniężnych do zera i pozostał na tym poziomie w I-III kw. 2020 r.

**Obserwowaną w ostatnich kwartałach poprawę w zakresie profilu ryzyka portfela lokat oceniamy pozytywnie.** W przypadku jednak, gdyby Fundusz zaczął ponownie lokować istotne środki w bankach charakteryzujących się podwyższonym lub wysokim ryzykiem kredytowym, miałyby to negatywny wpływ na bieżący poziom jego ratingu kredytowego.

### Struktura branżowa poręczeń

Zestawienie portfela poręczeń aktywnych Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego w podziale na główne sektory gospodarki, według stanu na koniec lat 2017-2019 oraz na koniec III kw. 2020 r. przedstawia tabela nr 3.8.

**Wykres 3.4 Struktura inwestycji DFG na koniec III kw. 2020 r.**



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

**Tabela 3.8 Dolnośląski Fundusz Gospodarczy – struktura branżowa aktywnych poręczeń**

Branża	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2020
usługi	51,7%	43,5%	43,2%	43,1%
handel	32,0%	32,0%	33,3%	27,7%
budownictwo	7,7%	15,1%	16,3%	22,2%
produkcja	8,5%	9,3%	7,2%	7,0%
inne	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
<b>Razem</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

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

Dywersyfikację portfela poręczeń DFG w ujęciu branżowym w ostatnich czterech latach oceniamy jako niewystarczającą. Portfel poręczeń Funduszu charakteryzuje się bowiem obecnie nieco zbyt wysoką ekspozycją na ryzyko sektora usług (według metodologii stosowanej przez EuroRating za maksymalny bezpieczny udział jednego sektora w portfelu poręczeń uznaje się 40%).

### Stosowane procedury wewnętrzne

Istniejące w DFG procedury wewnętrzne regulują większość najważniejszych obszarów działalności tej instytucji:

- „Regulamin poręczeń kredytowych” szczegółowo 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 lub pożyczki oraz kwotowo do 1 mln zł, przy czym łączne zaangażowanie na rzecz jednego klienta nie może przekroczyć 5% kapitału poręczeniowego Funduszu;
- „Regulamin udzielania poręczeń wadialnych” szczegółowo określa ogólne zasady i procedury dotyczące udzielania poręczeń wadialnych; maksymalna wartość poręczeń udzielonych zarówno w ramach pakietu jak i jednemu zobowiązanemu nie może przekroczyć 1,0 mln zł. Obligatoryjnym prawnym zabezpieczeniem zobowiązań są weksle własne in blanco.
- „Regulamin organizacyjny” określa strukturę organizacyjną Funduszu oraz zakres obowiązków i kompetencji poszczególnych stanowisk pracy;
- „Procedura udzielania poręczeń” wraz z załącznikami reguluje tryb postępowania z wnioskami kredytowymi, sposób analizy wniosku oraz ryzyka kredytowego wnioskodawcy (m.in. przy wykorzystaniu systemu scoringowego), a także późniejszy monitoring i sprawozdawczość dotyczącą udzielonych poręczeń;
- „Regulamin tworzenia rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń” szczegółowo określa sposób, częstotliwość i wysokość tworzenia rezerw celowych oraz rezerwy na ryzyko ogólne;
- „Regulamin ochrony praw własności intelektualnej i własności przemysłowej przedsiębiorców będących klientami DFG Sp. z o.o.” określa zasady postępowania (ochrony, obrotu, zakazu



ingerencji i poufności) w obszarze ochrony praw własności intelektualnej i przemysłowej klientów Funduszu;

- „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Dolnośląskim Funduszu Gospodarczym Sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu” określający zasady zarządzania konfliktami interesów w spółce;
- „Zasady zarządzania środkami finansowymi DFG Sp. z o.o. na lata 2020-2022” określają ogólne wytyczne dotyczące rodzajów inwestycji środków pieniężnych oraz ograniczenia dotyczące koncentracji portfela lokat bankowych;
- „Regulamin komitetu inwestycyjnego” określa zadania komitetu, do których należy składanie wniosków do rozpatrzenia na posiedzeniu zarządu jak również nadzorowanie i kontrola stanu poręczeń zagrożonych, czynnych i wygasłych wraz z archiwizowaniem dokumentów;
- „Instrukcja gospodarki kasowej” określa zasady funkcjonowania gospodarki kasowej w spółce, np. obiegu dokumentów kasowych, transportu i przechowywania gotówki;
- „Zasady (polityka) rachunkowości” określa przyjęte zasady rachunkowości tj. wybrane i stosowane przez spółkę rozwiązania dopuszczone ustawą o rachunkowości oraz wydanymi na jej podstawie rozporządzeniami, KSH, umową spółki i innymi przepisami powszechnie obowiązującymi;

Generalnie obowiązujące w Dolnośląskim Funduszu Gospodarczym procedury wewnętrzne oceniamy pozytywnie, z zastrzeżeniem dotyczącym bardziej precyzyjnego określenia kryteriów „bezpieczeństwa środków”, o których mowa w „Zasadach zarządzania środkami finansowymi”.

## **Ryzyko operacyjne działalności Funduszu**

Na koniec III kw. 2020 r., w spółce zatrudnionych było 17 osób: 14 osób na umowę o pracę, 1 osoba na kontrakcie menadżerskim (Prezes Zarządu) oraz 2 osoby na umowach cywilno-prawnych.

Liczebność personelu Funduszu – w analizowanym okresie – oceniamy jako stosunkowo wysoką, co z jednej strony powinno zapewniać sprawne działanie Funduszu nawet przy znacznie większej od obecnej skali prowadzonej akcji poręczeniowej, jednak z drugiej strony wiąże się to z generowaniem relatywnie wysokich kosztów wynagrodzeń.

Nieco podwyższone ryzyko operacyjne dotyczące sprawności prowadzenia bieżącej działalności Funduszu związane jest z funkcjonowaniem jednoosobowego Zarządu spółki. W celu jego zmytgowania w I kw. 2020 r. Zarząd spółki powołał prokurenta samoistnego.

## **Perspektywy rozwoju i plan finansowy**

W planie finansowym na lata 2020-2022 Fundusz przewiduje wzrost wskaźnika zaangażowania środków funduszu do 1,82 pod koniec 2022 r.

Na sytuację finansową Funduszu i jego możliwości ponownego zwiększenia akcji poręczeniowej istotny wpływ miało wsparcie ze środków unijnych w ramach RPO na lata 2007-2013, który w województwie dolnośląskim realizowany był na zasadach określonych przez tzw. inicjatywę JEREMIE. DFG otrzymał cztery limity na reporeczenia, z których ostatni został wykorzystany przed końcem 2015 roku. Obecnie portfel poręczeń JEREMIE 1 w szybkim tempie maleje na skutek wygasania udzielonych w poprzednich latach poręczeń.

W 2018 roku Fundusz podpisał umowę (w dwóch częściach) z Dolnośląskim Funduszem Rozwoju Sp. z o.o. na środki post-JEREMIE (świadczenie usługi pośrednictwa finansowego w zakresie udzielenia poręczeń za zobowiązania MŚP w oparciu o Regionalne Reporeczenie). DFR Sp. z o.o. udostępni limit reporeczenia w wysokości łącznie 80 mln zł (32 mln zł + 48 mln zł). Okres budowy portfela wynosi 2 lata, a okres wygaszania portfela wynosi 60 miesięcy od dnia zawarcia umowy o udzielenie poręczenia. Zamawiający przewiduje również prawo opcji, gdzie wysokość kapitału reporeczeniowego wyniesie do 100% wysokości pierwotnego zamówienia. Za wykonanie pierwotnego zamówienia Fundusz otrzyma wynagrodzenie w wysokości 5,6 mln zł (2,24 mln zł + 3,36 mln zł), jak również ma możliwość otrzymania wynagrodzenia wynikającego z prawa opcji w takiej samej kwocie (maksymalne łączne wynagrodzenie z tego tytułu to zatem 11,2 mln zł). Obie części umowy weszły w życie z dniem 01.01.2019 r., a pierwsze poręczenia reporeczane w ramach REPO zostały udzielone w I kw. 2019 r.

W II kw. 2020 r. zostały podpisane aneksy do powyższych umów między DFG a DFR, zmniejszające kapitał reporeczeniowy - w przypadku pierwszej umowy z kwoty 9 mln zł do 6 mln zł, a w przypadku drugiej umowy z kwoty 12 mln zł do 9 mln zł. Podpisane aneksy są wynikiem porozumienia stron i wynikają z potrzeby dostosowania zapisów umów do powstałych warunków rynkowych. W planie finansowym na lata 2020-2022 Fundusz przewidział zrealizowanie wskaźników obu umów, co powinno umożliwić uruchomienie prawa opcji i przyznanie kolejnej puli środków limitu globalnego o wartości 60 mln zł reporeczeń.

Fundusz planował wcześniej także podpisanie z BGK (jako menedżerem projektu) dwóch umów operacyjnych w ramach nowej perspektywy unijnej na lata 2014-2020 (Instrument Finansowy "Poręczenie"). Jednakże w II kw. 2019 r. Fundusz otrzymał informację od BGK o odstąpieniu banku od zawarcia umów.

Pozyskanie wsparcia w ramach REPO wiązać się powinno ze zmniejszaniem akcji poręczeniowej prowadzonej w oparciu o środki własne DFG, a tym samym zmniejszeniem ryzyka działalności poręczeniowej Funduszu wyrażonym m. in. wartością mnożnika kapitału własnego spółki.

W 2018 r. Fundusz podjął działania operacyjne mające za zadanie rozszerzenie oferty o nowy produkt – poręczenie faktoringu. DFG stara się także rozwijać ofertę i zwiększać w portfelu udział poręczeń leasingu i stosunkowo mało ryzykownych poręczeń wadiów przetargowych.

W planie finansowym na lata 2020-2022 Fundusz przewiduje również zmniejszenie udziału poręczeń wadialnych objętych reporeczeniem w ramach realizacji umów o pośrednictwo finansowe we wszystkich poręczeniach wadialnych z 91% w I kw. 2020 roku do 60% w latach 2021-2022.

#### 4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o. we Wrocławiu należy do grupy funduszy stosunkowo dużych pod względem wartości posiadanego kapitału poręczeniowego i jest jednym z większych 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 dolnośląskiego, stąd też dywersyfikację jego portfela poręczeń pod względem geograficznym można ocenić jako stosunkowo dobrą.

Struktura aktywów DFG jest typowa dla działalności funduszu poręczeniowego: **majątek spółki stanowią w zdecydowanej większości środki pieniężne i ich ekwiwalenty, co z punktu widzenia oceny jakości i płynności majątku Funduszu oceniamy pozytywnie. Także strukturę pasywów DFG Sp. z o.o. oceniamy jako bardzo bezpieczną.**

**Ekspozycję własną Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń oceniamy obecnie jako niską i bezpieczną, co jest głównym czynnikiem wpływającym na utrzymywanie się ryzyka kredytowego Funduszu na niskim poziomie.** Bierzymy obecnie również pod uwagę fakt, że od początku 2019 roku Fundusz korzysta ze wsparcia akcji poręczeniowej ze środków post-JEREMIE ("REPO"). Dzięki reporeczeniom w ramach tego programu udział poręczeń na ryzyku własnym Funduszu w portfelu poręczeń aktywnych uległ istotnemu zmniejszeniu.

**Dywersyfikację portfela poręczeń aktywnych DFG, zarówno pod względem średniej wartości poręczenia, jak również pod względem ekspozycji własnej na ryzyko największych poręczeń, oceniamy jako dobrą i bezpieczną.**

Po okresie podwyższonego wskaźnika wypłat poręczeń w latach 2009-2013 od roku 2014 sytuacja pod względem szkodowości portfela poręczeń uległa znacznej poprawie. W ostatnich latach wolumeny wypłat istotnie spadły, a wskaźnik szkodowości portfela poręczeń obniżył się w 2020 r. do 0%. **Znaczny spadek wartości wypłat poręczeń, jaki miał miejsce w ciągu ostatnich lat (przy jednoczesnym wzroście wartości odzyskanych należności z tytułu wypłaconych poręczeń), z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu zaliczamy obecnie do czynników pozytywnych.** Bierzymy jednak jednocześnie pod uwagę ryzyko wzrostu wypłat w kolejnych kwartałach z uwagi na negatywny wpływ osłabienia koniunktury gospodarczej oraz ograniczeń w prowadzeniu działalności niektórych przedsiębiorstw w wyniku pandemii Covid-19.

**Obserwowane w ostatnich latach pogorszenie rentowności kapitału DFG i generowanie przez Fundusz strat, które przyczyniały się do stopniowej erozji kapitału własnego spółki, oceniamy negatywnie.** Bierzymy jednak pod uwagę, że stosunkowo wysoka strata w latach 2018-2019 wynikała w dużym stopniu ze zwiększenia rezerw celowych (które nie muszą się wiązać w przyszłości z analogiczną wypłatą poręczeń). Ponadto wyniki w 2020 roku uległy poprawie. Należy jednak zaznaczyć, że w przypadku gdyby ponoszone przez Fundusz straty uległy ponownemu istotnemu zwiększeniu miałyby to negatywny wpływ na jego ocenę ratingową.

**W ostatnich latach uległ poprawie profil ryzyka portfela lokat środków pieniężnych DFG. Obecnie ryzyko to można ocenić jako niskie, co oceniamy pozytywnie.**

Po wygaszeniu akcji poręczeniowej w ramach programu JEREMIE 1, na perspektywy Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego i zdolność Funduszu do rozwoju (lub choćby utrzymania) skali akcji poręczeniowej pozytywnie wpływać będzie obecnie otrzymane wsparcie ze środków post-JEREMIE (ponowne wykorzystanie środków z perspektywy unijnej na lata 2007-2013 – "REPO"). DFG otrzymał limit reporeczenia w wysokości łącznie 80 mln zł, z prawem opcji na pozyskanie kolejnego limitu o tej samej wartości. Ponadto Fundusz ma otrzymać łączne wynagrodzenie za realizację projektu (z prawem opcji) w kwocie aż 11,2 mln zł. Pierwsze poręczenia reporeczane w ramach REPO zostały udzielone w I kwartale 2019 r.

W 2020 r. zostały podpisane aneksy do powyższych umów między DFG a DFR, zmniejszające kapitał reporeczeniowy - w przypadku pierwszej umowy z kwoty 9 mln zł do 6 mln zł, a w przypadku drugiej umowy z kwoty 12 mln zł do 9 mln zł. W planie finansowym na lata 2020-2022 Fundusz przewiduje zrealizowanie wskaźników obu umów, co powinno umożliwić uruchomienie prawa opcji i przyznanie kolejnej puli środków limitu globalnego o wartości 60 mln zł reporeczeń.

Pozyskanie wsparcia w ramach REPO w istotny sposób wpłynęło na zmniejszenie akcji poręczeniowej prowadzonej w oparciu o środki własne DFG, a tym samym zmniejszyło ryzyko działalności poręczeniowej Funduszu wyrażone m. in. wartością mnożnika kapitału własnego spółki.

Podsumowując, sytuacja finansowa Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego we Wrocławiu jest w naszej opinii dobra, a jego ryzyko kredytowe oceniamy jako niskie. **Rating Funduszu zostaje utrzymany na poziomie A. Perspektywa ratingu pozostaje stabilna.**

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

Do potencjalnych najistotniejszych czynników mogących wpływać pozytywnie na ocenę ryzyka kredytowego DFG zaliczamy: dalsze obniżenie realnej ekspozycji własnej Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń i spadek poziomu mnożnika kapitału własnego spółki; znaczna poprawa wypracowywanych wyników finansowych i osiąganie zysków; dalsze zwiększenie bezpieczeństwa portfela lokat środków pieniężnych poprzez zwiększenie dywersyfikacji lokat przy jednoczesnym utrzymaniu niskiego (lub zerowego) udziału lokat w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym; a także utrzymywanie się wartości wypłat poręczeń na bardzo niskich poziomach.

Negatywny wpływ na ocenę ratingową DFG wywierać może natomiast: istotny wzrost poziomu skorygowanego mnożnika kapitału własnego spółki; ewentualny znaczący wzrost wskaźnika szkodowości portfela poręczeń; dalsze generowanie przez Fundusz ujemnych wyników finansowych (lub tym bardziej ponowny wzrost strat) i kontynuacja obniżania się wartości skorygowanego kapitału własnego spółki; ponowny wzrost udziału lokat środków pieniężnych w bankach o podwyższonym ryzyku kredytowym i/lub wzrost koncentracji portfela lokat; a także zwiększenie udziału największych poręczeń w portfelu aktywnych poręczeń.

## 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 Dolnośląskiemu Funduszowi Gospodarczemu 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 Dolnośląskiemu Funduszowi Gospodarczemu 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.