

**Toruński Fundusz
Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
z siedzibą w Toruniu**

Raport ratingowy

Aktualny rating kredytowy	Perspektywa ratingu
BBB-	negatywna

1. Informacje o nadanym ratingu

1.1 Aktualny rating i historia ratingu Funduszu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data *
BBB-	negatywna	12.05.2022
BBB-	stabilna	08.02.2022
BBB-	stabilna	15.10.2021
BBB-	stabilna	19.07.2021
BBB-	stabilna	22.04.2021
BBB-	stabilna	29.01.2021
BBB-	stabilna	22.09.2020
BBB-	stabilna	17.07.2020
BBB-	stabilna	27.04.2020
BBB-	stabilna	19.12.2019
BBB-	stabilna	05.07.2019
BBB-	stabilna	23.04.2019
BBB-	stabilna	21.01.2019
BBB	negatywna	30.07.2018
BBB	stabilna	03.04.2015

* w tabeli pominięte zostały aktualizacje ratingu sprzed roku 2019 nieskutkujące zmianą poziomu ratingu lub jego perspektywy

Źródło: EuroRating

1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

Rating kredytowy nadany Toruńskiemu Funduszowi Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. z siedzibą w Toruniu dotyczy ryzyka związanego z udzielanymi przez Fundusz poręczeniami kredytów bankowych i pożyczek dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw 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 Toruński Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. zarejestrowane jest w Rejestrze Sądowym prowadzonym przez Sąd Rejonowy w Toruniu VII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000130814; numer REGON 871629491; NIP 879-23-35-587. Kapitał zakładowy spółki wynosi 4.190.000 zł (opłacony w całości) i dzieli się na 419 udziałów o wartości 10.000 zł każdy. Spółka została utworzona na czas nieoznaczony.

Siedziba TFPK Sp. z o.o. mieści się w Toruniu, przy ul. Kopernika 27. Zarząd spółki jest jednoosobowy – od początku istnienia Funduszu funkcję Prezesa Zarządu pełni pani Monika Mazur-Świerczyńska.

Strukturę udziałową spółki według stanu na dzień sporządzenia raportu przedstawia tabela nr 2.1.

Tabela 2.1 Toruński Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. – struktura udziałowa

Lp.	Udziałowcy	Liczba udziałów (szt.)	Kapitał (tys. zł)	Udział
1	Gmina Miasta Toruń	251	2 510	59,9%
2	Bank Gospodarstwa Krajowego	149	1 490	35,6%
3	Gmina Miasta Brodnica	4	40	0,95%
4	Gmina Miasta Rypina	3	30	0,72%
5	Powiat Brodnicki	3	30	0,72%
6	Powiat Rypiński	2	20	0,48%
7	Gmina Rypin	2	20	0,48%
8	Gmina Osiek	1	10	0,24%
9	Gmina Rogowo	1	10	0,24%
10	Gmina Radomin	1	10	0,24%
11	Gmina Wąpielsk	1	10	0,24%
12	Gmina Miasta Wąbrzeźno	1	10	0,24%
RAZEM		419	4 190	100,0%

Źródło: TFPK

2.2 Historia i przedmiot działalności

Toruński Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. został utworzony w 2002 r. na podstawie uchwały Rady Miasta Torunia w celu wspierania lokalnej przedsiębiorczości i przeciwdziałania bezrobociu. Jedynym założycielem spółki była Gmina Miasta Toruń.

W 2005 r. w podwyższeniu kapitału zakładowego Funduszu wziął udział BGK. W latach 2006-2007 nastąpiły kolejne podwyższenia kapitału zakładowego spółki (do kwoty 4,19 mln zł), w których uczestniczyły powiaty, gminy i miasta z województwa kujawsko-pomorskiego i Gmina Miasta Toruń. Oprócz wpłat wnoszonych przez udziałowców spółki, kapitał poręczeniowy Funduszu powiększany był o dotacje celowe otrzymywane przez TFPK w ramach unijnego programu Sektorowy Program Operacyjny „Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw na lata 2004-2006” (SPO-WKP).

W 2009 r. Fundusz podpisał umowę na wsparcie działalności poręczeniowej ze środków unijnych w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Kujawsko-Pomorskiego na lata 2007-2013 (RPO 1). W ramach programu TFPK otrzymał dofinansowanie zwrotne w łącznej kwocie 8,3 mln zł. Fundusz zakończył udzielanie poręczeń w ramach RPO w 2016 r. W 2017 r., na mocy podpisanego aneksu, Fundusz dokonał zwrotu części środków (4,66 mln zł) do Instytucji Zarządzającej. Pozostałe środki pozostaną w dyspozycji TFPK do zakończenia rozliczenia transakcji aktywnych (do 2022 r.) i będą zabezpieczać koszty zarządzania, koszty windykacyjne oraz przewidzianą w umowie stratowość.

W 2011 r. została podpisana umowa operacyjna z menedżerem projektu na dodatkowe wsparcie działalności poręczeniowej Funduszu ze środków unijnych, realizowane na zasadach tzw. inicjatywy JEREMIE. TFPK korzystał z reporeczeń w ramach JEREMIE I do 2012 r. W 2014 r. została zawarta kolejna umowa w ramach inicjatywy JEREMIE II, ten projekt został zakończony w 2015 r. W grudniu 2015 r. Fundusz rozpoczął projekt JEREMIE III, jego całkowita wartość wynosiła 5,3 mln zł (na poręczenia przeznaczono 4,4 mln zł), projekt ten był realizowany do 2016 r.

W październiku 2018 r. TFPK wraz z Kujawsko-Pomorskim Funduszem Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. (K-PFPK) i Grudziądzkimi Poręczeniami Kredytowymi Sp. z o.o. stworzyły konsorcjum, które następnie podpisało z Kujawsko-Pomorskim Funduszem Rozwoju Sp. z o.o. umowę na środki w ramach RPO WK-P z perspektywy na lata 2014-2020 (RPO2). Jednakże produkt ten nie był dostosowany do realiów panujących na rynku z powodu zbyt dużej ilości warunków wykluczających, co praktycznie uniemożliwiało realizację projektu. Ponieważ niezrealizowanie warunków umowy wiązało się z karami pieniężnymi, konsorcjum zdecydowało o rozwiązaniu umowy (nie wiązało się to z dodatkowymi kosztami).

Podstawowym celem Funduszu jest wspieranie bieżącej działalności oraz rozwoju mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw z terenu województwa kujawsko-pomorskiego, poprzez ułatwianie im dostępu do zewnętrznego finansowania, dzięki udzielanym poręczeniom kredytów i pożyczek.

TFPK nie jest przedsiębiorstwem nastawionym na maksymalizację zysku (działalność *not-for-profit*). Wszelkie ewentualne wypracowywane nadwyżki finansowe przeznaczone są na działalność statutową (udzielanie poręczeń).

3. Analiza ekonomiczno-finansowa

3.1 Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat spółki Toruński Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. za lata 2018-2021 przedstawia tabela nr 3.1.

Przychody ze sprzedaży

Na przychody ze sprzedaży składają się wyłącznie pobierane przez Fundusz prowizje i opłaty z tytułu udzielanych poręczeń.

Wartość przychodów ze sprzedaży TFPK rosła dynamicznie do 2011 r., co wynikało głównie ze wzrostu liczby i wartości udzielanych przez Fundusz poręczeń. W latach 2012-2021 wartość przychodów ze sprzedaży utrzymywała się w przedziale ok. 360-480 tys. zł.

Tabela 3.1 TFPK Sp. z o.o. – rachunek zysków i strat za lata 2018-2021*

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2018	Za rok 2019	Za rok 2020	Za rok 2021
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY	451,3	422,0	358,5	394,4
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	450,2	422,0	358,4	393,7
II. Zmiana stanu produktów	1,1	-	0,1	0,8
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	731,6	673,5	644,6	593,9
I. Amortyzacja	40,1	32,5	37,8	33,6
II. Zużycie materiałów i energii	24,7	24,0	22,8	26,6
III. Usługi obce	119,0	113,6	123,2	121,8
IV. Podatki i opłaty	8,2	6,3	6,4	7,2
V. Wynagrodzenia	446,4	408,2	373,4	331,4
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	85,0	80,9	73,5	66,2
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	8,1	8,1	7,5	7,1
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(280,3)	(251,5)	(286,1)	(199,4)
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	490,9	403,1	494,3	373,5
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	10,6	10,6	10,6	10,6
III. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	21,6	25,4	40,2	83,7
IV. Inne przychody operacyjne	458,7	367,1	443,5	279,1
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	354,1	262,4	324,5	164,3
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	136,0	124,3	177,7	113,2
III. Inne koszty operacyjne	218,1	138,1	146,7	51,1
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(143,5)	(110,7)	(116,3)	9,7
G. PRZYCHODY FINANSOWE	750,6	780,7	702,3	523,3
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	750,6	780,7	702,3	532,0
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	-	-	-	-
H. KOSZTY FINANSOWE	477,5	525,5	551,4	499,3
I. Odsetki	0,0	0,0	0,2	0,1
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	477,5	525,5	551,3	499,3
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	129,6	144,4	34,6	42,4
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	129,6	144,4	34,6	42,4
L. PODATEK DOCHODOWY	36,6	72,1	10,8	8,3
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIĘSZENIA ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	93,0	72,3	23,8	34,1

* sprawozdania finansowe za lata 2018-2021 zaudytowane

Źródło: TFPK

Koszty operacyjne

Struktura kosztów rodzajowych TFPK jest typowa dla działalności funduszy poręczeniowych. Głównym składnikiem kosztów są wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne, stanowiące w ostatnich latach łącznie ok. 60-75% ogółu kosztów operacyjnych. Drugim istotnym składnikiem kosztów są usługi obce, z udziałem na poziomie ok. 15-20%.

Koszty rodzajowe działalności operacyjnej systematycznie przewyższały wartość przychodów ze sprzedaży, w rezultacie czego Fundusz wykazuje stale ujemny wynik ze sprzedaży. W latach 2018-2021 strata ze sprzedaży wynosiła ok. 200-290 tys. zł.

Analizując wynik na tym poziomie rachunku zysków i strat warto zwrócić uwagę, że TFPK otrzymywał od 2011 r. refundację części kosztów związanych z realizacją projektów dofinansowywanych ze środków unijnych w ramach RPO 1 oraz inicjatywy JEREMIE. Przychody z tego tytułu były ujmowane na niższym poziomie RZiS w poz. D.IV – „inne przychody operacyjne”. Przy uwzględnieniu tych refundacji w latach 2011-2015 strata brutto ze sprzedaży byłaby niższa i kształtowała się w zakresie od -10 tys. zł do -193 tys. zł. Z kolei w latach 2016-2019 po uwzględnieniu otrzymanych refundacji kosztów TFPK zanotował dodatnie wyniki na tym poziomie RZiS (od 26 tys. zł do 160 tys. zł). W latach 2020-2021 skorygowany wynik ze sprzedaży uległ pogorszeniu przechodząc w stratę w wysokości ok. 35-40 tys. zł.

Generalnie ujemny wynik brutto ze sprzedaży należy traktować jako zjawisko typowe dla działalności funduszy poręczeniowych nienastawionych na maksymalizację zysku. W przypadku TFPK po skorygowaniu o refundację kosztów w ramach RPO i JEREMIE wynik na tym poziomie RZiS EuroRating ocenia jako umiarkowanie zadowalający.

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

Na pozostałe przychody operacyjne TFPK składały się w ostatnich latach głównie rozwiązywane rezerwy na wypłaty poręczeń, a także premie za zarządzanie wypłacane ze środków RPO oraz refundacje kosztów w ramach JEREMIE. Ponadto w pozycji D.IV – „inne przychody operacyjne” wykazywane są również rozwiązane odpisy aktualizujące należności oraz drobne kwoty zwrotów kosztów sądowych, komorniczych i innych przychodów pozaoperacyjnych. W pozostałych przychodach operacyjnych (w poz. D.II – „dotacje”) TFPK od 2011 r. wykazuje także niewielkie kwoty dotacji na remont kamienicy, w której mieści się siedziba Funduszu. Od końca 2016 r. Fundusz wykazuje również niewielkie kwoty w pozycji D.III „aktualizacja wartości aktywów niefinansowych” dotyczące rozwiązywanych odpisów aktualizujących na wypłacone należności.

„Pozostałe koszty operacyjne” wykazywane w rachunku zysków i strat TFPK dotyczą głównie tworzonych rezerw celowych i rezerwy ogólnej związanych z udzielanymi poręczeniami, a także odpisów na rezerwy na przychody uzyskane w ramach projektu RPO oraz kosztów windykacji i sądowych.

Warto zaznaczyć, że specyfika przyjętych przez TFPK zasad rachunkowości odnośnie księgowania wypłat poręczeń polega na tym, że w rachunku zysków i strat ujmowana jest tylko kwota odpisu na utratę wartości należności z tytułu poręczeń, odpowiadająca udziałowi wkładu własnego Funduszu w projekt (związany z dotacjami z programu SPO-WKP), w ramach którego poszczególne poręczenia były udzielane. Średnio wkład własny stanowił przy tym ok. 1/4 wartości projektu. Pozostała część odpisu na utratę wartości należności z tytułu wypłaconych poręczeń księgowana jest bezpośrednio w bilansie, w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia (pozycja A.X. pasywów). Związane jest to z faktem, że kapitał ten powstał z bezpośredniego zaksięgowania w pasywach otrzymanych dotacji w ramach programu SPO-WKP.

Taki sposób księgowania wypłat poręczeń ma z punktu widzenia oceny wyników finansowych i rzeczywistej rentowności Funduszu istotną implikację w postaci zawyżania wyniku netto o wartość odpisów związanych z wypłatami poręczeń księgowanych poza rachunkiem zysków i strat (bezpośrednio w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia).

W celu oceny faktycznej ekonomicznej wartości wyników finansowych generowanych przez TFPK należy zatem dokonać odpowiedniej korekty (*in minus*) księgowej wartości zysku netto wykazywanej w sprawozdaniach finansowych Funduszu. Kwestia ta została omówiona szerzej w punkcie dotyczącym wyniku finansowego netto.

Przychody i koszty finansowe

Uzyskiwane przez TFPK przychody finansowe związane były z otrzymywanymi odsetkami z lokat środków pieniężnych, a także z naliczanymi odsetkami od należności z tytułu wypłaconych poręczeń.

Systematyczny wzrost wartości przychodów z tytułu odsetek, jaki następował do 2012 r., wynikał przede wszystkim ze wzrostu stanu środków pieniężnych, co związane było głównie z otrzymywanymi przez Fundusz w kolejnych latach dotacjami w ramach programu SPO-WKP oraz RPO 1. Warto zaznaczyć, że dochody z lokat pochodzących ze środków programu RPO 1 powiększają kwotę do zwrotu i przeksięgowywane są poprzez tworzenie rezerw (poz. E.III RZiS) do zobowiązań długoterminowych (poz. B.II pasywów). W efekcie dochody z lokat środków z RPO 1 nie wpływają ostatecznie na wynik finansowy Funduszu.

W ciągu ostatnich kilku lat uzyskiwane przez Fundusz przychody z odsetek istotnie zmalały (z ok. 1,5 mln zł w 2012 r. do ok. 532 tys. zł w 2021 r.), co było konsekwencją ogólnego spadku oprocentowania lokat bankowych.

W kolejnych okresach można oczekiwać wzrostu przychodów odsetkowych w związku z dokonanymi podwyżkami stóp procentowych NBP. Z uwagi na występującą od dłuższego czasu dużą nadpłynność w sektorze bankowym oprocentowanie depozytów będzie najprawdopodobniej podwyższane w tempie znacznie wolniejszym od podwyżek stóp NBP.

W „innych kosztach finansowych” (poz. H.IV) TFPK wykazuje głównie odpisy aktualizujące na należności z tytułu naliczanych przez Fundusz odsetek od wypłaconych poręczeń.

Saldo przychodów i kosztów finansowych jest od początku istnienia Funduszu stale dodatnie i w istotny sposób wpływa na ostateczny wynik finansowy TFPK.

Wynik finansowy

Osiągane przez Fundusz przychody z odsetek od lokat środków pieniężnych (przy uwzględnieniu odpisów na dochody przynależne środkom w ramach RPO) pozwalały na pokrycie zarówno ujemnego wyniku ze sprzedaży, ujemnego salda pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych, jak i kosztów ryzyka. W rezultacie Fundusz od początku swojej działalności wykazywał dodatnie wartości księgowego wyniku netto.

Przyjęta przez agencję ratingową EuroRating metodologia oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych zakłada korygowanie wykazywanego księgowego wyniku netto w celu ustalenia jego wartości w ujęciu ekonomicznym (obrazującym rzeczywistą rentowność Funduszu w danym okresie). Korekty te polegają m.in. na nieuwzględnianiu tworzenia i rozwiązywania 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 TFPK dokonywana jest także korekta wyniku finansowego o zmianę salda dodatkowo doliczanych przez EuroRating (na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu) rezerw celowych na poręczenia zagrożone (kwestia ta została omówiona szczegółowo w punkcie 3.4).

Skorygowany wynik finansowy za lata 2018-2021, obliczony zgodnie z powyższymi założeniami, przedstawia tabela nr 3.2.

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

Lp.	Skorygowany wynik netto (tys. zł)	2018	2019	2020	2021
1	Księgowy wynik netto	93,0	72,3	23,8	34,1
2	Korekta o zmianę salda rezerwy na ryzyko ogólne	0,0	0,0	0,0	0,0
3	Korekta o dokonane odpisy bezpośrednio w ciężar KSP	-209,9	-217,2	-380,1	-52,8
4	Korekta o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych	-263,3	114,6	-86,8	-114,5
5	Wynik skorygowany = [1]+[2]+[3]+[4]	-380,3	-30,4	-443,1	-133,1

Źródło: obliczenia EuroRating na podstawie danych i sprawozdań finansowych TFPK

Skorygowany wynik finansowy Funduszu od 2009 r. do 2021 r. przyjmował praktycznie stale (oprócz 2015 r.) wartości ujemne i wahał się między -25 tys. zł a -687 tys. zł. Średni skorygowany wynik netto dla 10 ostatnich lat (2011-2021) wynosi ok. -350 tys. zł.

3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

Bilans TFPK zaprezentowany został w dwóch tabelach. Tabela nr 3.3 przedstawia aktywa, a tabela nr 3.4 – pasywa Funduszu według stanu na koniec lat 2018-2021.

Aktywa

Tabela 3.3 TFPK – bilans (aktywa) na koniec lat 2018-2021*

Bilans – aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2018	Na dzień 31.12.2019	Na dzień 31.12.2020	Na dzień 31.12.2021
A. AKTYWA TRWAŁE	1 307,8	1 211,7	1 661,0	1 528,6
I. Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	1 158,5	1 126,0	1 093,5	1 061,1
III. Należności długoterminowe	-	-	495,2	402,8
IV. Inwestycje długoterminowe	5,0	5,0	5,0	5,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	144,3	80,6	67,3	59,7
B. AKTYWA OBROTOWE	19 399,0	16 625,5	13 801,6	13 172,2
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	8,4	16,5	15,3	97,8
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	8,4	16,5	15,3	97,8
a) z tytułu dostaw i usług	5,6	11,2	8,0	1,4
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	2,7	5,1	7,3	1,3
c) inne	0,1	0,3	0,1	95,1
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	19 389,6	16 607,9	13 785,1	13 072,5
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	19 389,6	16 607,9	13 785,1	13 072,5
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	4 658,8	2 009,1	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	14 730,8	14 598,8	13 785,1	13 072,5
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,1	1,1	1,1	1,9
AKTYWA RAZEM	20 706,8	17 837,2	15 462,6	14 700,7

* sprawozdania finansowe za lata 2018-2021 zaudytowane

Źródło: TFPK

Struktura aktywów TFPK jest generalnie typowa dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe – majątek spółki stanowią w większości aktywa krótkoterminowe (obrotowe).

Majątek trwały stanowił w latach 2012-2019 tylko 4-7% łącznej wartości aktywów i składały się na niego głównie rzeczowe aktywa trwałe. W IV kw. 2020 r. Fundusz udzielił pożyczkę spółce Toruńska Infrastruktura Sportowa Sp. z o.o. (w której 100% udziałów posiada Gmina Miasta Toruń) z końcowym terminem spłaty na koniec czerwca 2026 r. (spłaty co roku począwszy od czerwca 2022 r. po ok. 100 tys. zł). Długoterminowa część tej pożyczki wykazywana jest (łącznie w odsetkami) w „należnościach długoterminowych” (na koniec 2021 r. ok. 403 tys. zł), a część krótkoterminowa w należnościach krótkoterminowych „innych” (na koniec 2021 r. ok. 95 tys. zł).

W konsekwencji udzielenia powyższej pożyczki udział majątku trwałego w aktywach od IV kw. 2020 r. wynosi ponad 10%. Ponadto Fundusz wykazuje długoterminowe rozliczenia międzyokresowe, dotyczące aktywów z tytułu odroczonego podatku dochodowego. Od 2017 r. w skład aktywów trwałych wchodzi także kwota 5 tys. zł „inwestycji długoterminowych” (poz. A.IV), dotycząca objętych udziałów w spółce zależnej – Toruńskim Laboratorium Biznesu Sp. z o.o.

Na aktywa obrotowe Funduszu składały się w ostatnich latach niemal wyłącznie inwestycje krótkoterminowe w postaci środków pieniężnych i innych aktywów finansowych.

Łączna wartość aktywów uległa zmniejszeniu z 32,2 mln zł na koniec 2016 r. do ok. 14,7 mln zł na koniec 2021 r. Było to związane m.in. ze zwrotem kwoty 4,7 mln zł w ramach RPO1 (2017 r.), zmniejszeniem zobowiązań z tytułu JEREMIE oraz wypłatami poręczeń w poszczególnych latach.

Strukturę aktywów TFPK z punktu widzenia oceny ich jakości i płynności EuroRating ocenia umiarkowanie pozytywnie. Zastrzeżenia agencji budzi udzielenie długoterminowej pożyczki spółce o bardzo słabej kondycji finansowej.

Pasywa

Od 2009 r. księgową wartość kapitału własnego TFPK ulegała stopniowej erozji (m.in. na skutek dokonywanych wypłat poręczeń), natomiast jego udział w sumie pasywów zmniejszał się jeszcze szybciej (na koniec 2014 r. wyniósł 40% i na zbliżonym poziomie utrzymał się w latach 2015-2016). Miało to związek z otrzymywanymi przez Fundusz kolejnymi transzami dofinansowania zwrotnego w ramach RPO 1 oraz JEREMIE II i III, ujmowanych w poz. B.II – „zobowiązania długoterminowe”.

Po dokonanych w 2017 r. zwrocie części dofinansowania z RPO udział kapitału własnego w pasywach zwiększył się do 50%. Od 2018 r. do 2021 r. udział ten wzrósł do 76%.

Do końca 2020 r. zobowiązania i rezerwy TFPK składały się głównie z zobowiązań długookresowych z tytułu otrzymanego dofinansowania zwrotnego w ramach RPO 1 i JEREMIE. Znaczący spadek zobowiązań długookresowych z 18,9 mln zł na koniec 2016 r. do 0,9 mln zł na koniec 2021 r. nastąpił na skutek corocznego zwrotu dofinansowania w ramach RPO 1 i JEREMIE. Na koniec 2021 r. kwota 2,2 mln zł dofinansowania zwrotnego przypadającego do zwrotu w 2022 r. została wykazana w zobowiązaniach krótkoterminowych „innych”.

W skład „zobowiązań i rezerw na zobowiązania” wchodzi także stosunkowo niewielkie kwoty rezerw (celowych oraz – do 2015 r. – także rezerwa na ryzyko ogólne) związane z udzielanymi poręczeniami oraz drobne kwoty rezerw z tytułu odroczonego podatku dochodowego.

Przyjęte przez Fundusz zasady rachunkowości zakładają także ujmowanie w „rozliczeniach międzyokresowych” (poz. B.IV) kwoty pozostającej do rozliczenia (wraz z amortyzacją środków trwałych) otrzymanej przez TFPK dotacji na modernizację siedziby.

Tabela 3.4 TFPK – bilans (pasywa) na koniec lat 2018-2021*

Bilans – pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2018	Na dzień 31.12.2019	Na dzień 31.12.2020	Na dzień 31.12.2021
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	11 830,7	11 578,9	11 224,4	11 112,8
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	4 190,0	4 190,0	4 190,0	4 190,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	1 013,2	1 106,2	1 178,5	1 203,3
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	-	-	-	-
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-	-
VIII. Zysk (strata) netto	93,0	72,3	23,8	34,1
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
X. Kapitał specjalnego przeznaczenia	6 534,5	6 210,4	5 832,1	5 686,4
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	8 876,1	6 258,3	4 238,2	3 587,9
I. Rezerwy na zobowiązania	276,2	264,0	172,2	115,5
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	5,1	3,8	0,1	0,9
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	271,1	260,2	172,1	114,6
II. Zobowiązania długoterminowe	8 199,1	5 616,1	3 690,1	940,8
III. Zobowiązania krótkoterminowe	60,5	48,4	56,8	2 223,1
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	60,5	48,4	56,8	2 223,1
- kredyty i pożyczki	-	-	16,9	4,2
- z tytułu dostaw i usług	8,8	5,7	6,9	9,7
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	26,9	28,8	22,1	22,9
- z tytułu wynagrodzeń	6,3	10,6	10,6	5,7
- inne	18,6	3,4	0,3	2 180,6
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	340,3	329,7	319,0	308,4
PASYWA RAZEM	20 706,8	17 837,2	15 462,6	14 700,7

* sprawozdania finansowe za lata 2018-2021 zaudytowane

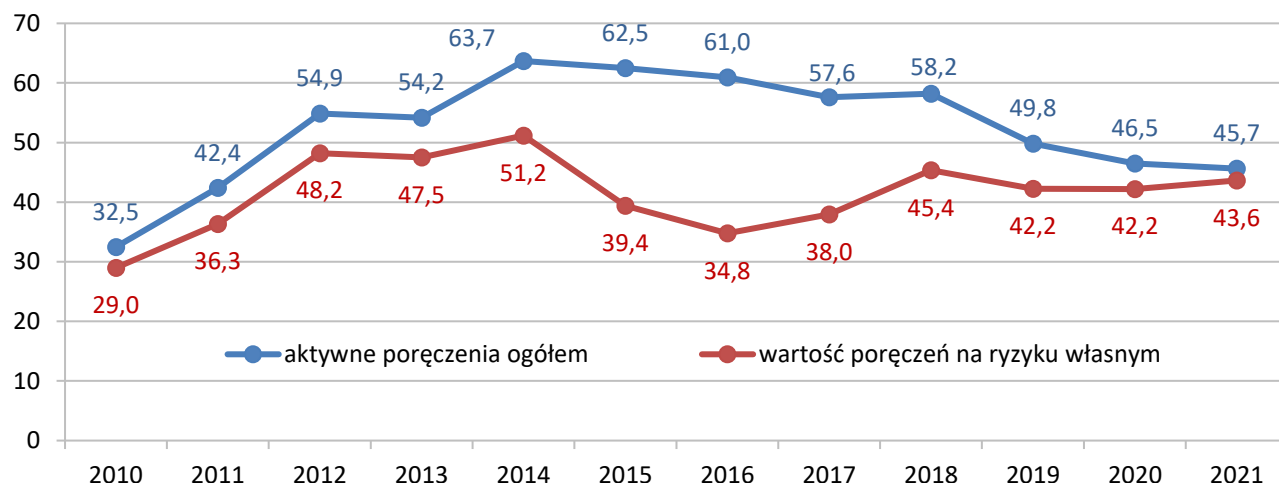
Źródło: TFPK

Na skutek otrzymanego przez TFPK dofinansowania zwrotnego na prowadzenie akcji poręczeniowej w ramach RPO 1, JEREMIE II i III, udział zobowiązań i rezerw w sumie pasywów wzrósł z 4% w 2008 r. do ok. 60% w latach 2014-2016. Po zwrocie kwoty 4,66 mln zł z projektu RPO w 2017 r. powyższy udział zmalał do 50% i w kolejnych kwartałach ulegał dalszej redukcji do 24% na koniec 2021 r.

Strukturę pasywów TFPK (przy uwzględnieniu specyficznych czynników związanych z warunkami otrzymanego dofinansowania w ramach RPO 1 oraz II i III edycji JEREMIE) należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe korzystające ze zwrotnego dofinansowania ze środków unijnych. Udział zobowiązań w strukturze pasywów Funduszu nie wiąże się z podwyższonym ryzykiem z uwagi na fakt, że mają one pełne pokrycie w środkach pieniężnych.

Pozycje pozabilansowe

Wykres 3.1 TFPK – wartość aktywnych poręczeń (mln zł)



Źródło: TFPK, EuroRating

Udzielane poręczenia stanowią dla funduszy poręczeniowych pozabilansowe zobowiązania warunkowe.

Wartość portfela aktywnych poręczeń TFPK rosła systematycznie do II kw. 2015 r., kiedy osiągnęła najwyższą dotychczas wartość 67,7 mln zł. Od tego czasu suma aktywnych poręczeń charakteryzuje się lekką tendencją spadkową – na koniec 2021 r. wyniosła ona 45,7 mln zł.

Należy jednak zaznaczyć, że (po istotnym spadku na przełomie 2015 i 2016 r.) od II kw. 2016 r. wartość ekspozycji własnej Funduszu na ryzyko poręczeń ponownie rosła – do 45,4 mln zł na koniec 2018 r. Od początku 2019 r. do końca 2021 r. wartość ekspozycji własnej Funduszu oscylowała w przedziale ok. 41-45 mln zł.

3.3 Analiza wskaźnikowa

Wartości najważniejszych parametrów finansowych oraz analizę wskaźnikową Funduszu przedstawia tabela nr 3.5. oraz wykresy nr 3.2. - 3.4.

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).

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

L.p		2018	2019	2020	2021
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	19 337	19 054	13 783	13 062
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	12 034	11 713	10 677	10 384
3	Skorygowany kapitał własny spółki (tys. zł)	9 935	9 807	8 880	8 661
4	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	58 202	49 804	46 493	45 650
5	- w tym aktywne poręczenia w ramach środków własnych (tys. zł)	44 808	41 834	42 075	43 592
6	- w tym aktywne poręczenia w ramach RPO (tys. zł)	7 808	4 465	3 185	1 719
7	- w tym aktywne poręczenia w ramach RPO2 (2014-20) (tys. zł)	-	934	-	-
8	- w tym kwota reporczana razem (tys. zł)	-	794	-	-
9	- w tym poręczenia reporczone w ramach JEREMIE (tys. zł)	5 587	2 571	1 233	339
10	- w tym kwota reporczana razem (tys. zł)	5 028	2 314	1 110	305
11	- w tym wartość poręczeń wadialnych (tys. zł)	-	60	27	147
12	- w tym wartość poręczeń wadialnych na kapitale własnym (tys. zł)	-	60	27	147
13	Aktywne poręcz. na ryzyku własnym (tys. zł) = [5]+[7-8]+[9-10]	45 367	42 231	42 198	43 626
14	Mnożnik kapitału poręczeniowego = [4] / [1]	3,01	2,61	3,37	3,49
15	Mnożnik kapitału poręcz. skorygowany = ([4-8-10-(12*0,5)]) / [2]	4,42	3,98	4,25	4,36
16	Mnożnik kapitału własnego spółki = [13-(12*0,5)] / [3]	4,57	4,30	4,75	5,03
17	Liczba aktywnych poręczeń	775	712	613	673
18	- w tym aktywne poręczenia w ramach środków własnych	664	618	568	659
19	- w tym aktywne poręczenia w ramach RPO	57	46	25	12
20	- w tym aktywne poręczenia w ramach RPO2 (2014-20)	-	11	-	-
21	- w tym poręczenia reporczone w ramach JEREMIE	54	37	20	2
22	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	75	70	76	68
23	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%
24	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%
25	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	11 058	10 198	9 412	8 790
26	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	553	510	471	440
27	20 największych poręczeń – część na ryzyku własnym (tys. zł)	10 060	9 741	8 975	8 790
28	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	19,0%	20,5%	20,2%	19,3%
29	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	91,9%	87,1%	88,1%	84,6%
30	Przeciętne największe poręczenie / Kapitał poręczeniowy *	4,6%	4,4%	4,4%	4,2%
31	20 najw. por. na ryz.wł. / Skoryg. kap. własny spółki = [27] / [3]	101,3%	99,3%	101,1%	101,5%
32	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	674	900	1 005	566
33	Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan aktywnych poręczeń	1,2%	1,7%	2,1%	1,2%
34	Wartość odzyskanych należn. z tyt. poręczeń w ciągu 4 kw. (tys. zł)	77	90	181	389
35	Wypłacone poręczenia netto / Śr. kapitał poręczeniowy *	4,8%	6,8%	7,4%	1,7%
36	Wypł. poręcz. netto bez RPO / Śr. skoryg. kapitał własny spółki	5,8%	5,5%	5,0%	2,0%
37	Skorygowany wynik finansowy / Śr. skor. kapitał własny spółki	-3,7%	-0,3%	-4,7%	-1,5%
38	Zmiana śr. skorygowanego kapitału własnego	-6,1%	-1,3%	-9,5%	-2,5%

* Wskaźniki wyliczone w oparciu o skorygowany kapitał poręczeniowy

Źródło: TFPK, EuroRating

Dla potrzeb wyliczenia skorygowanego kapitału własnego TFPK dokonano następujących korekt:

- korekta *in minus* o 30% wartości „rzeczowych aktywów trwałych” (z uwagi na niską płynność tego typu aktywów);
- korekta *in minus* o 100% wartości pożyczki (z odsetkami) udzielonej dla spółki Toruńska Infrastruktura Sportowa Sp. z o. o. (z uwagi na brak płynności tego składnika aktywów oraz bardzo słabą kondycję finansową pożyczkobiorcy i jego wysokie ryzyko kredytowe);
- okresowo korekta *in minus* o sumę objętych przez Fundusz udziałów w spółkach specjalnego przeznaczenia (księgowaną w aktywach w pozycji A.IV – „inwestycje długoterminowe”);
- okresowo korekta *in plus* o wartość utworzonej przez Fundusz rezerwy na ryzyko ogólne;
- korekta *in minus* o saldo dodatkowych rezerw celowych, doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu (kwestia ta została omówiona szerzej w punkcie 3.4).

Oprócz skorygowanego kapitału własnego spółki osobnym elementem szerzej rozumianego kapitału poręczeniowego w przypadku TFPK (od 2009 r.) jest otrzymane dofinansowanie w ramach „Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Kujawsko-Pomorskiego na lata 2007-2013” (RPO 1).

Gdyby do kapitału poręczeniowego według stanu na koniec 2021 r. (obliczonego zgodnie z powyższymi uwagami) dodać w całości dofinansowanie w ramach RPO (kwota środków projektu pozostawiona w dyspozycji Funduszu wyniosła na koniec 2021 r. 2,3 mln zł), łączny kapitał poręczeniowy TFPK wyniósłby 11 mln zł.

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

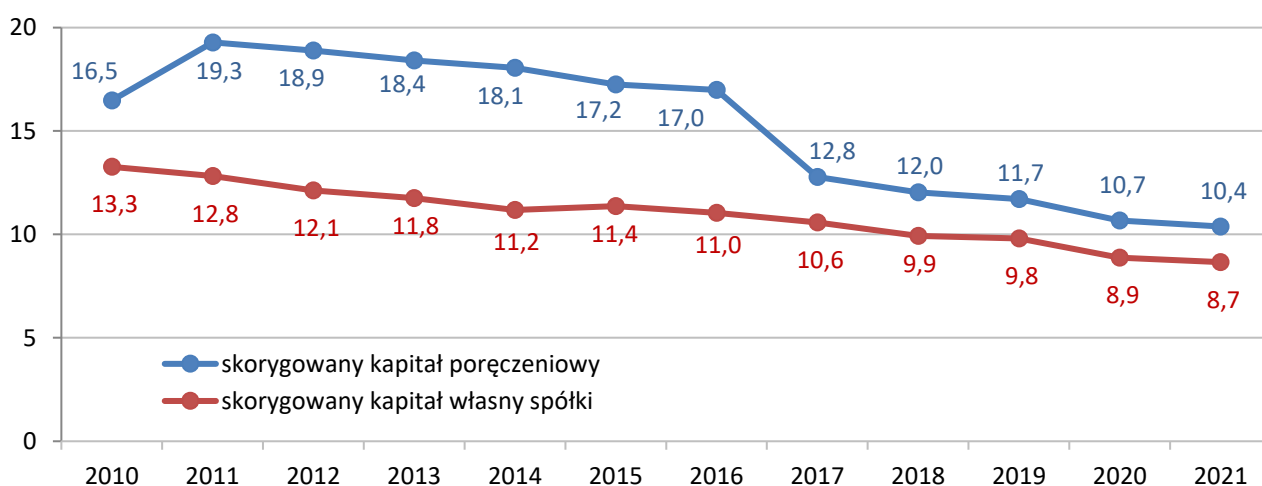
- otrzymane dofinansowanie ma charakter zwrotny; projekt trwał od 01.11.2009 r. do 31.12.2016 r.; zgodnie z aneksem określającym politykę wyjścia z projektu, Fundusz w październiku 2017 r. zwrócił większą część środków z RPO; pozostała część dofinansowania będzie w dyspozycji Funduszu do momentu zakończenia rozliczenia ostatnich poręczeń aktywnych udzielonych w ramach RPO (co spodziewane jest na 2022 r.);
- pierwotna umowa dopuszczała maksymalny wskaźnik wypłaty poręczeń (łączna wartość poręczeń wypłaconych do wartości poręczeń udzielonych w trakcie trwania programu) na poziomie 5%; limit ten został w październiku 2017 r. podwyższony do 10% aneksem do umowy RPO;
- Fundusz otrzymuje refundację części ponoszonych kosztów administracyjnych związanych z realizacją projektu (w ramach maksymalnego limitu według pierwotnej umowy wynoszącego średniorocznie 2% otrzymanego dofinansowania) w ciężar środków z RPO.

Na sytuację finansową Funduszu pozytywnie wpływa możliwość rozliczania w ciężar dofinansowania z RPO części własnych kosztów administracyjnych. W przeszłości do czynników ryzyka zaliczyć można było wysoką wartość wskaźnika wypłat netto (różnica między wartością poręczeń wypłaconych i odzyskanych do poręczeń udzielonych w ramach RPO), który na koniec września 2017 r. wynosił 4,8% i był bliski limitowi (5%) ustalonemu w pierwotnej umowie. Jednakże dzięki podpisanemu w październiku 2017 r. aneksowi do powyższej umowy, dopuszczalna maksymalna wartość tego wskaźnika wzrosła do 10%, co znacznie zmniejszyło ryzyko konieczności pokrywania przez TFPK nadwyżki wypłat z własnych kapitałów (na koniec 2021 r. wskaźnik szkodowości netto poręczeń w ramach RPO był na poziomie 5,2% – a więc znacznie poniżej aktualnego limitu).

Z uwagi na czynniki ryzyka związane z warunkami dofinansowania w ramach RPO, środki z tego programu na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu EuroRating dolicza do skorygowanego kapitału poręczeniowego po ich pomniejszeniu o 25% „rezerwę na ryzyko”, związaną ze specyficznymi warunkami tego dofinansowania.

Ostatecznie wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego [2] wyliczanego przez EuroRating, służącego do obliczania wskaźników opartych na wartości kapitału poręczeniowego (przedstawionych w tabeli 3.5), wyniosła na koniec 2021 r. 10,4 mln zł. Była to kwota o 2,7 mln zł niższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (13,1 mln zł). Należy przy tym zaznaczyć, że tak duża różnica wynika głównie z faktu, iż TFPK zalicza do kapitału poręczeniowego także otrzymaną kwotę dofinansowania zwrotnego w ramach JEREMIE II i III, podczas gdy EuroRating uwzględnia wsparcie w ramach tego programu w formule skorygowanego mnożnika.

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



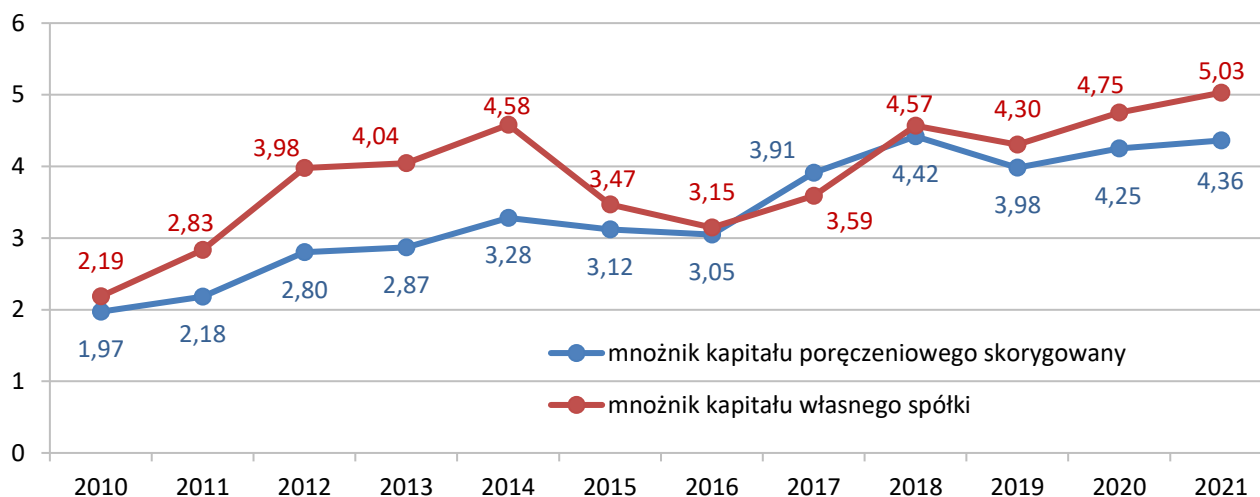
Źródło: TFPK, EuroRating

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.

Wykres 3.3 TFPK – wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego/własnego



Źródło: EuroRating

W latach 2011-2016 Fundusz udzielał poręczeń w ramach programu JEREMIE (w latach 2014 i 2015 TFPK otrzymał kolejne dwa limity na reporeczenia w ramach JEREMIE II i III). EuroRating przy wyliczaniu skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego uwzględnia tylko kwoty poręczeń, których ryzyko obciąża kapitał poręczeniowy TFPK, tj. w liczniku formuły skorygowanego mnożnika kapitałowego od łącznej wartości poręczeń odejmowana jest wartość kwot reporeczanych w ramach JEREMIE i RPO 2 (2014-20).

W wyniku dokonanego przez TFPK w 2017 r. zwrotu większości środków z projektu RPO 1, skutkującego spadkiem wartości kapitału poręczeniowego [2], wartość mnożnika [15] istotnie wzrosła i na koniec 2018 r. wyniosła 4,42. W 2019 r. skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego obniżył się do poziomu 3,98, jednakże w kolejnych latach ponownie wzrastał osiągając na koniec 2021 r. wartość 4,36.

Mnożnik kapitału własnego spółki [16] (uwzględniający w liczniku tylko wartość poręczeń na ryzyku własnym Funduszu, tj. z wyłączeniem poręczeń w ramach RPO [6] oraz kwot reporeczanych w ramach JEREMIE [10] i RPO2 (2014-20) [8] oraz w mianowniku tylko skorygowany kapitał własny spółki [3]) był skorelowany z mnożnikiem kapitału poręczeniowego [15], jednak przyjmował zwykle nieco wyższe wartości.

Mnożnik kapitału własnego spółki na koniec 2014 r. osiągnął wysoką wartość 4,58. W latach 2015-2016, w konsekwencji znacznego spadku wartości poręczeń aktywnych udzielonych w ramach środków własnych TFPK (przy jednoczesnym wzroście udziału poręczeń udzielonych w ramach RPO 1 oraz JEREMIE), wartość mnożnika kapitału własnego spółki uległa istotnemu obniżeniu – do 3,15 na koniec 2016 r. Od początku 2017 r., ze względu na zakończenie realizacji projektów RPO 1 i JEREMIE, Fundusz udzielał już tylko poręczeń w ramach środków własnych, co – przy wzroście wartości tego typu poręczeń – skutkowało ponownym wzrostem mnożnika kapitału własnego spółki do poziomu 4,57 na koniec 2018 r. W okresie od I kw. 2019 r. do I kw. 2020 r. nastąpił lekki spadek mnożnika kapitału własnego – do 4,19. Jednakże od II kw. 2020 r. mnożnik ponownie wzrastał aż do poziomu 5,03 na koniec 2021 r., co było konsekwencją zerwania umowy RPO2 (2014-20) i przeniesienia wszystkich poręczeń zawartych w ramach tej umowy do poręczeń w ramach środków własnych. Od końca 2020 r. wpływ na wzrost mnożnika kapitału własnego miało również pomniejszenie skorygowanego kapitału własnego o wartość pożyczki udzielonej spółce Toruńska Infrastruktura Sportowa Sp. z o.o.

Obecny poziom relacji wartości portfela poręczeń aktywnych do skorygowanego kapitału własnego spółki (już powyżej 5x) EuroRating ocenia jako zbyt wysoki. Fakt ten znacząco podwyższa ryzyko kredytowe Funduszu, ponieważ nawet stosunkowo niskie wskaźniki szkodowości portfela poręczeń udzielonych na ryzyku własnym w pięciokrotnie wyższym stopniu przekładać się będą na utratę przez Fundusz kapitału własnego. Utrzymywanie się mnożnika kapitału własnego na zbliżonym do obecnego poziomie (lub tym bardziej jego dalszy wzrost, w szczególności w sytuacji kontynuacji erozji wartości kapitału własnego spółki) wywierać będzie silny negatywny wpływ na bieżący poziom ratingu Funduszu.

Koncentracja portfela poręczeń

Wartość średniego poręczenia [22] w portfelu TFPK najwyższy dotychczas poziom (126 tys. zł) osiągnęła w 2012 r. Od tego czasu przeciętna wartość poręczenia aktywnego systematycznie spada i w latach 2018-2021 wynosiła ok. 70-80 tys. zł.

Od końca 2011 r. relacja średniej wartości poręczenia do portfela aktywnych poręczeń [23] utrzymywała się stale na bardzo niskim poziomie 0,1%-0,2%, a relacja średniego poręczenia do kapitału poręczeniowego [24] kształtowała się również na niskim i bezpiecznym poziomie 0,5%-0,7%.

W obowiązującym w TFPK regulaminie udzielania poręczeń indywidualnych limit maksymalnej wartości poręczeń na rzecz jednego klienta został ustalony na poziomie 5% kapitału poręczeniowego, przy czym wewnętrzne regulacje obowiązujące w Funduszu do stycznia 2017 r. ograniczały maksymalną wartość ekspozycji na ryzyko jednego przedsiębiorcy do 800 tys. zł (lub do 400 tys. zł w przypadku poręczeń udzielanych w ramach JEREMIE). W styczniu 2017 r. uchwałą Zarządu limit maksymalnej wartości jednostkowego poręczenia oraz maksymalnej wartości

ekspozycji na ryzyko pojedynczego przedsiębiorcy zostały obniżone do 500 tys. zł. Według stanu na koniec 2021 r. limit ten odpowiadał równowartości 4,8% skorygowanego kapitału poręczeniowego oraz 5,8% skorygowanego kapitału własnego spółki.

Wartość poręczeń aktywnych udzielonych przez TFPK na rzecz 20 największych klientów [25] w okresie od III kw. 2015 r. do III kw. 2017 r. wynosiła ok. 12-13 mln zł, co odpowiadało równowartości 72-78% skorygowanego kapitału poręczeniowego Funduszu [29]. Na skutek zwrotu większości dofinansowania z RPO w IV kw. 2017 r. wartość w/w wskaźnika wzrosła do ok. 85-95% (na koniec 2021 r. ok. 85%).

Po wyłączeniu kwot poręczeń udzielonych w ramach RPO oraz kwot podlegających reporczeniom w ramach JEREMIE, wartość części spośród 20 największych ekspozycji poręczeniowych na ryzyku własnym Funduszu [27] na koniec 2012 r. wyniosła 13,3 mln zł, co odpowiadało równowartości aż 109% kapitału własnego spółki. W latach 2015-2016 wartość ta zmniejszyła się do ok. 60%.

W związku z brakiem możliwości udzielania poręczeń w ramach RPO i JEREMIE od początku 2017 r. Fundusz udzielał już tylko poręczeń w ramach środków własnych. W efekcie kwota ekspozycji własnej w sumie 20 największych poręczeń na ryzyku własnym ponownie istotnie wzrosła – z 6,7 mln zł w 2016 r. do 10,1 mln zł w 2018 r. W latach 2019-2021 kwota ta spadła z 9,7 mln zł do 8,8 mln zł, co odpowiadało ok. 102% wartości całego skorygowanego kapitału własnego Funduszu.

Obowiązujący w TFPK limit ekspozycji na ryzyko pojedynczych klientów EuroRating ocenia jako nadal zbyt wysoki w relacji do posiadanego przez Fundusz kapitału własnego (limit 500 tys. zł odpowiada obecnie równowartości 5,8% skorygowanego kapitału własnego spółki). Ponieważ w ciągu czterech poprzednich lat Fundusz udzielał poręczeń w większości w ramach środków własnych, skutkowało to dalszym wzrostem relacji ekspozycji własnej na ryzyko największych poręczeń, którą EuroRating uznaje za zdecydowanie zbyt wysoką. Ewentualna wypłata jednego (lub tym bardziej kilku) z największych poręczeń miałyby istotny wpływ na utratę kapitału własnego Funduszu. Utrzymywanie się tego stanu, lub tym bardziej ewentualny dalszy wzrost relacji największych poręczeń na ryzyku własnym do kapitału własnego spółki, będzie wywierać negatywny wpływ na bieżący poziom ratingu TFPK.

Wypłaty poręczeń

Do końca 2009 r. wskaźnik szkodowości portfela poręczeń [33] nie przekraczał 1%. Sytuacja w tym zakresie uległa pogorszeniu w latach 2010-2014, kiedy to roczna wartość wypłat poręczeń wzrosła do ok. 0,7-1,2 mln zł [32], stanowiło to równowartość 1,2-2,7% średniorocznego portfela poręczeń aktywnych. W 2015 r., na skutek względnie dużych wypłat poręczeń udzielonych w ramach RPO 1, wartość wypłat zwiększyła się do 1,9 mln zł, a szkodowość portfela wzrosła do 3,1%. Należy przy tym zaznaczyć, że Fundusz w konsekwencji wspomnianych wypłat na koniec 2015 r. po raz pierwszy

przekroczył określony w umowie o dofinansowanie w ramach RPO 5-procentowy limit szkodowości poręczeń udzielonych.

W latach 2016-2018 wartość wypłat obniżyła się (z ok. 1 mln zł do ok. 0,7 mln zł), co przełożyło się na spadek wskaźnika szkodowości brutto [33] z 1,6% w 2016 r. do 1,2% w 2018 r. W latach 2019-2020 wartość wskaźnika wzrosła do 2,1%, natomiast na koniec 2021 r. uległa zmniejszeniu do 1,2%.

W przypadku poręczeń w ramach RPO wskaźnik relacji poręczeń wypłaconych netto do sumy poręczeń udzielonych na koniec 2021 r. wynosił 5,2%. Jest to poziom niższy od limitu określonego w umowie RPO, który został zwiększony aneksem z 5% do 10% w październiku 2017 r. Ewentualne kolejne wypłaty poręczeń w ramach RPO znajdujących się nadal w portfelu TFPK (na koniec 2021 r. wartość poręczeń aktywnych w ramach RPO wynosiła 1,7 mln zł) nie powinny zatem skutkować przekroczeniem limitu szkodowości poręczeń określonego w umowie, jak również koniecznością pokrycia nadwyżki ze środków własnych Funduszu.

Wartość odzyskiwanych przez TFPK należności z tytułu wypłaconych poręczeń [34] utrzymywała się na umiarkowanym poziomie (Fundusz odzyskał dotychczas ok. 17% z łącznej kwoty wypłaconych poręczeń).

Ze względu na rosnący w ostatnich latach poziom mnożnika kapitału poręczeniowego wskaźnik relacji wypłat poręczeń netto (tj. po uwzględnieniu kwot odzyskanych w poszczególnych okresach) do kapitału poręczeniowego [35] przyjmował wyższe wartości niż wskaźnik szkodowości portfela aktywnych poręczeń brutto. W latach 2010-2014 oscylował on na poziomie ok. 3-5%, jednak w 2015 r., na skutek wysokiego wzrostu wypłat, osiągnął on najwyższą dotychczas wartość 10,2%. W latach 2016-2018 wartość tego wskaźnika utrzymywała się nadal na podwyższonym poziomie ok. 5%. W latach 2019-2020 wartość wskaźnika jeszcze wzrosła do poziomu 7,4%. Taka podwyższona wartość wskaźnika (ok. 6-7%) utrzymywała się w pierwszych trzech kwartałach 2021 r. (licząc dla czterech ostatnich kwartałów), natomiast na koniec 2021 r. wskaźnik ten uległ wyraźnemu zmniejszeniu do 1,7%.

Wskaźnik relacji wypłat poręczeń netto z wyłączeniem kwot wypłat i odzysków poręczeń udzielonych w ramach RPO (kwoty te obciążają lub powiększają środki zwrotne w ramach RPO) do kapitału własnego spółki [36], z uwagi na mnożnik kapitału własnego spółki wyższy od mnożnika kapitału poręczeniowego, przyjmował w ostatnich latach najczęściej podwyższone wartości. Średnio dla lat 2011-2021 było to 5,2%. Na koniec 2021 r. wskaźnik wyniósł 2,0%.

Dotychczasową ogólną szkodowość portfela poręczeń udzielanych przez TFPK EuroRating ocenia jako umiarkowaną, jednakże z uwagi na dość wysoki w ostatnich latach poziom mnożnika kapitału własnego spółki, nawet relatywnie niska szkodowość portfela poręczeń przekłada się na istotną erozję skorygowanego kapitału własnego TFPK (który od końca 2009 r. zmniejszył się już o ok. 38%), co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu EuroRating ocenia negatywnie.

Rentowność kapitału

Skorygowany wynik finansowy TFPK (wyliczony zgodnie z zasadami omówionymi wcześniej w pkt. 3.1 w sekcji „Wynik finansowy” – patrz tabela 3.2) w latach 2009-2021 przyjmował praktycznie stale (poza 2015 r.) wartości ujemne. Najniższą w dotychczas wartości (-687,2 tys. zł) osiągnął w 2012 r. (co stanowiło równowartość 5,5% średniorocznego skorygowanego kapitału spółki [37]). Za rok 2021 skorygowany wynik netto był nadal ujemny (-133,1 tys. zł), co przełożyło się na wskaźnik rentowności kapitału na poziomie -1,5%.

EuroRating, z uwagi na specyficzne zasady rachunkowości przyjęte przez TFPK, oprócz rentowności skorygowanego kapitału spółki liczonej na podstawie skorygowanych wyników finansowych, bierze także pod uwagę dynamikę zmian wartości skorygowanego kapitału własnego spółki w poszczególnych latach [38].

Wskaźnik zmiany skorygowanego kapitału własnego spółki od 2009 r. prawie we wszystkich latach wykazywał wartości ujemne, na co wpływ miały głównie dokonywane wypłaty poręczeń, skutkujące postępującą erozją wartości skorygowanego kapitału własnego. Zjawisko to z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego agencja ocenia negatywnie, a utrzymanie się tej tendencji w dłuższym okresie może wywierać negatywną presję na bieżący poziom ratingu kredytowego Funduszu.

Biorąc pod uwagę charakter działalności Funduszu (instytucja *not-for-profit* mająca na celu wspieranie rozwoju drobnej przedsiębiorczości), generowanie okresowo niewielkiego ujemnego wyniku finansowego należy traktować jako zjawisko normalne. **W przypadku TFPK ujemna wartość skorygowanego wyniku finansowego jest widoczna od wielu lat, co przekłada się na ujemne poziomy wskaźnika rentowności kapitału, który okresowo przyjmuje podwyższone wartości.**

Generowanie straty przez ponad dekadę znalazło swoje odzwierciedlenie w stopniowej erozji skorygowanego kapitału własnego TFPK. Wobec braku dokapitalizowania Funduszu, przy stosunkowo dużej skali prowadzonej akcji poręczeniowej, skutkuje to występowaniem podwyższonych poziomów mnożnika kapitałowego w tym okresie, co pogarsza profil ryzyka kredytowego Funduszu. **Dalsze utrzymywanie ujemnej rentowności w perspektywie średnioterminowej oraz dalszy spadek wartości kapitału własnego spółki, przy jednoczesnej wysokiej ekspozycji własnej na ryzyko poręczeń, będzie negatywnie rzutować na bieżący poziom ratingu TFPK.**

3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń

Polityka tworzenia rezerw

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

Stosowaną przez TFPK klasyfikację poręczeń zagrożonych (według terminowości spłaty kredytów) wraz ze wskaźnikami tworzenia rezerw celowych przedstawia tabela nr 3.6.

Tabela 3.6 Toruński FPK - klasyfikacja kredytów i wskaźniki rezerw celowych

Klasyfikacja poręczonego kredytu	Opóźnienie w spłacie	Wskaźnik rezerwy celowej
pod obserwacją	1-3 miesięcy	0%
poniżej standardu	3-6 miesięcy	5%
wątpliwe	6-12 miesięcy	15%
stracone	powyżej 12 miesięcy	100%

Źródło: TFPK

Praktycznie symboliczne wskaźniki rezerw dla trzech pierwszych klas ryzyka (w tym również na poręczenia kredytów z zaległością w spłacie sięgającą nawet roku) w ocenie agencji nie odzwierciedlają w sposób wystarczająco konserwatywny ryzyka przyszłych wypłat poręczeń, a tym samym ryzyko to nie jest uwidoczniane z odpowiednim wyprzedzeniem w sprawozdaniach finansowych Funduszu.

Wartość utworzonych rezerw

Wartość utworzonych przez TFPK rezerw według stanu na lata 2018-2021 w podziale na rezerwy celowe i rezerwę na ryzyko ogólne, przedstawia tabela nr 3.7.

Tabela 3.7 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	XII.2018	XII.2019	XII.2020	XII.2021
Rezerwy celowe (tys. zł)	271,1	260,2	172,1	114,6
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	0,0	0,0	0,0	0,0
Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)	271,1	260,2	172,1	114,6
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	0,6%	0,6%	0,4%	0,3%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Akt. poręcz. na ryzyku własnym	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	0,6%	0,6%	0,4%	0,3%
Rezerwy celowe / Skorygowany kapitał poręczeniowy	2,3%	2,2%	1,6%	1,1%
Rezerwa na ryz. ogólne / Skorygowany kapitał poręczeniowy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rezerwy razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	2,3%	2,2%	1,6%	1,1%

Źródło: TFPK, EuroRating

Analizując wartość utworzonych przez TFPK rezerw celowych należy wziąć pod uwagę, iż Fundusz tworzy rezerwy tylko na poręczenia, których ryzyko obciąża ryzyko własne Funduszu, tj. na poręczenia udzielone w ramach środków własnych oraz na część poręczeń w ramach JEREMIE i RPO2 (2014-2020), której nie obejmuje kwota reporeczana (rezerwy nie były więc tworzone na poręczenia w ramach RPO oraz na część poręczeń objętych reporeczeniem w ramach JEREMIE i RPO2).

Wartość rezerw celowych w latach 2016-2021 utrzymywała się stale na bardzo niskim poziomie ok. 115-270 tys. zł, co odpowiadało zaledwie ok. 0,3-0,7% wartości aktywnych poręczeń na ryzyku własnym. Skrajnie niski poziom rezerw celowych TFPK oznacza, że ewentualne kolejne wypłaty poręczeń (dotyczących środków własnych Funduszu) w najbliższych kwartałach będą przekładały się niemal w całości bezpośrednio na wynik finansowy Funduszu. **Ryzyko dotyczące potencjalnych przyszłych wypłat poręczeń zagrożonych nie jest zatem obecnie praktycznie w żadnym stopniu uwzględnione z wyprzedzeniem w wyniku finansowym oraz w księgowej wartości kapitału własnego spółki.**

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 TFPK EuroRating uwzględnia konieczność doliczenia w poszczególnych okresach dodatkowych rezerw celowych (w stosunku do wartości rezerw utworzonych przez Fundusz), tak aby wskaźnik relacji rezerw celowych do wartości poręczeń na ryzyku własnym wynosił co najmniej 4%. Stosowne wyliczenia dla TFPK dotyczące lat 2018-2021 zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.8.

Tabela 3.8 Wartość dodatkowo naliczonych rezerw na ryzyko udzielonych poręczeń

	XII.2018	XII.2019	XII.2020	XII.2021
Wskaźnik dodatkowych rezerw celowych	3,4%	3,4%	3,6%	3,7%
Wartość dodatkowych rezerwy celowych (tys. zł)	1 543,6	1 429,0	1 515,9	1 630,4
Rezerwy celowe razem* (utworz. przez TFPK oraz dodatkowe)	1 814,7	1 689,3	1 687,9	1 745,0
Rezerwy celowe razem* / Aktywne poręcz. na ryzyku własnym	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Rezerwy celowe razem* / Skorygowany kapitał poręczeniowy	15,1%	14,4%	15,8%	16,8%

* dotyczy rezerw celowych na poręczenia udzielone w ramach kapitału własnego

Źródło: EuroRating

Zmiany salda dodatkowych rezerw w poszczególnych okresach uwzględnione zostały w skorygowanym wyniku finansowym (patrz tabela nr 3.2 wiersz [4]), a saldo tych rezerw pomniejszyło skorygowany kapitał własny spółki oraz skorygowany kapitał poręczeniowy Funduszu (tabela 3.5 wiersz [3] i [2]).

3.5 Ocena czynników niefinansowych

Koniunktura gospodarcza

Ze względu 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, w polskiej gospodarce miała miejsce recesja (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 mogło bardzo ucierpieć i w związku z tym mogą one mieć przez dłuższy czas poważne problemy z utrzymaniem płynności oraz z regulowaniem zobowiązań finansowych.

Powyższe problemy zostały w pewnym stopniu złagodzone przez działania antykrzysowe podejmowane przez rząd i nadzór finansowy. 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. Ponieważ wypłaty poręczeń następują często z dużym opóźnieniem w stosunku do pogorszenia jakości kredytów, można spodziewać się, że wskaźnik wypłat poręczeń w krajowych funduszach poręczeniowych może utrzymywać się przez kolejne kwartały na podwyższonym poziomie.

Z punktu widzenia osiągniętych przez fundusze poręczeniowe wyników finansowych istotnym czynnikiem makroekonomicznym jest także poziom stóp procentowych NBP i będące jego pochodną oprocentowanie depozytów bankowych. Po okresie utrzymywania przez RPP stóp procentowych na poziomie zbliżonym do zera, od początku października 2021 r. ma miejsce cykl gwałtownych podwyżek stóp NBP, które (ze względu na najwyższy od wielu lat poziom inflacji) prawdopodobnie będą jeszcze kontynuowane w kolejnych miesiącach. Fakt ten jest korzystny dla funduszy poręczeniowych (dla których jednym z głównych źródeł przychodów są przychody z tytułu odsetek od lokat środków pieniężnych), jednakże należy spodziewać się, że ze względu na występującą wciąż wysoką nadpłynność w bankach, oprocentowanie lokat będzie prawdopodobnie rosło znacznie wolniej od oficjalnych stóp procentowych NBP.

Historia kredytowa i stabilność sytuacji finansowej Funduszu

Dotychczasową sytuację finansową TFPK należy określić jako stosunkowo dobrą.

Fundusz nie miał dotychczas żadnych problemów z wywiązywaniem się ze zobowiązań wynikających z udzielonych poręczeń. Nie występowały także w dotychczasowej historii 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 płynności i bezpieczeństwa inwestycji aktywów funduszu należy do najważniejszych elementów oceny jego ryzyka kredytowego.

TFPK lokował dotychczas posiadane środki pieniężne głównie w depozytach bankowych, bonach skarbowych, a w 2014 r. również w obligacje jednego z banków spółdzielczych. W IV kw. 2020 r. Fundusz udzielił pożyczki spółce Toruńska Infrastruktura Sportowa Sp. z o.o. (której właścicielem jest główny udziałowiec TFPK), charakteryzującej się bardzo słabą kondycją finansową.

Zgodnie z obowiązującym od 2010 r. w TFPK „Ramowym regulaminie inwestowania środków finansowych” Fundusz może lokować środki w depozyty bankowe, obligacje i bony skarbowe Skarbu Państwa oraz papiery wartościowe emitowane przez NBP do 100% posiadanych środków pieniężnych. W jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego ulokowane może zostać maksymalnie 20%, a w obligacje komunalne maksymalnie 10% środków. W przypadku depozytów bankowych regulamin określa dodatkowo limit koncentracji lokat w jednym banku na poziomie 45% środków finansowych Funduszu.

Według stanu na koniec 2021 r. Fundusz posiadał lokaty i środki na rachunkach bieżących w pięciu bankach oraz wykazywał należności z tytułu ww. pożyczki. Koncentracja lokat jest wysoka, gdyż jeden z banków miał udział na poziomie ponad 4/5 (ryzyko z tym związane neutralizuje jednak fakt, że bank ten charakteryzuje się niskim ryzykiem kredytowym).

Kwota pożyczki udzielonej dla TIS Sp. z o.o. stanowiła tylko 3,7% całego portfela lokat. Pożyczka ta (pomimo wysokiego ryzyka kredytowego pożyczkobiorcy) nie wpływa zatem w istotny sposób na ogólny poziom ryzyka całego portfela inwestycji Funduszu. EuroRating zwraca jednak uwagę, że **środki przeznaczone na tę pożyczkę zostały zamrożone na okres kilku lat** (do 2026 roku, z planowaną częściową spłatą w okresach wcześniejszych).

EuroRating zwraca również uwagę na fakt, że TFPK nadal lokuje środki pieniężne w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym (ratingi w grupie BB), choć do czynników pozytywnych agencja zalicza fakt, że udział tego typu lokat obniżył się z 60% na koniec 2018 r. do 5% na koniec 2021 r. (w tym ww. pożyczka).

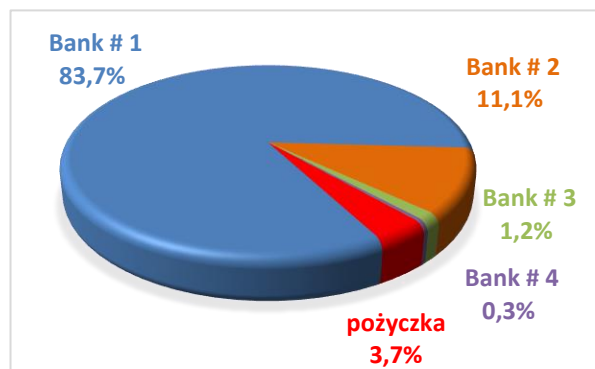
Ogólnie realizowaną przez TFPK polityką lokat środków pieniężnych EuroRating ocenia umiarkowanie pozytywnie.

Struktura branżowa udzielonych poręczeń

Fundusz nie prowadzi statystyk w zakresie struktury branżowej poręczeń aktywnych na koniec poszczególnych okresów sprawozdawczych. Dostępne są jedynie dane o wartości udzielonych

Wykres 3.4

Struktura inwestycji na koniec 2021 r.



Źródło: TFPK, EuroRating

w danym okresie poręczeń w podziale na poszczególne sektory gospodarki. Ze względu na fakt, że większość udzielanych poręczeń dotyczy kredytów obrotowych (o okresie trwania zwykle wynoszącym ok. 12 miesięcy), dane dotyczące struktury poręczeń udzielonych mogą stanowić także pewne przybliżenie aktualnej struktury portfela poręczeń aktywnych.

Zestawienie poręczeń udzielonych przez Toruński Fundusz Poręczeń Kredytowych w podziale na główne sektory gospodarki w latach 2018-2021 przedstawia tabela nr 3.9.

Tabela 3.9 TFPK – struktura branżowa udzielonych poręczeń

Branża	Rok 2018	Rok 2019	Rok 2020	Rok 2021
usługi	42,8%	45,5%	50,0%	65,6%
handel	22,6%	25,2%	14,2%	16,9%
produkcja	19,0%	16,8%	24,0%	12,8%
budownictwo	8,3%	11,2%	10,8%	4,7%
inne	7,2%	1,4%	1,0%	0,0%
Razem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: TFPK, EuroRating

Dywersyfikację portfela poręczeń TFPK w ujęciu branżowym EuroRating ocenia obecnie jako zbyt niską, bowiem Fundusz od 2018 r. posiada stale ekspozycję na ryzyko sektora usług przekraczającą maksymalny poziom, który według metodologii stosowanej przez EuroRating można uznać za bezpieczny (40%). **Do czynników negatywnych EuroRating zalicza również fakt, że dominacja tego jednego sektora jest w ostatnich latach coraz większa (obecnie stanowi on już prawie 2/3 łącznych udzielanych poręczeń).**

Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

W spółce obecnie są zatrudnione 4 osoby (łącznie na 2,33 etatu oraz prezes zarządu na kontrakcie menedżerskim). Fundusz współpracuje także z zewnętrznym radcą prawnym. Niska liczba pracowników Funduszu wynika z konieczności dostosowywania kosztów operacyjnych do poziomu uzyskiwanych przychodów z prowizji i lokat środków pieniężnych.

Podwyższone ryzyko operacyjne związane z ewentualnymi trudnościami w prowadzeniu działalności operacyjnej Funduszu może również dotyczyć funkcjonowania jednoosobowego Zarządu TFPK (nie ma prokurenta, który mógłby reprezentować spółkę w razie ewentualnej konieczności związanej z dłuższą nieobecnością w pracy prezesa zarządu).

Perspektywy rozwoju i plan finansowy

Fundusz od 2009 r. korzystał ze zwrotnego dofinansowania ze środków unijnych w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Kujawsko-Pomorskiego na lata 2007-2013 oraz od 2011 r. ze wsparcia akcji poręczeniowej z Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego, działającego na zasadach tzw. inicjatywy JEREMIE. W latach 2014-2015 Fundusz uzyskał wsparcie

w ramach drugiej i trzeciej edycji JEREMIE (wsparcie w ramach tego projektu polegało na uzyskiwaniu przez Fundusz reporeczeń dla udzielanych poręczeń).

Z końcem 2016 r. programy wsparcia w ramach unijnej perspektywy na lata 2007-2013 zostały zakończone. Obecnie realizowana jest polityka wyjścia z projektu RPO 1 – Fundusz w 2017 r. zwrócił większość dofinansowania. Do dyspozycji TFPK pozostała kwota zabezpieczająca opłaty za zarządzanie, rezerwy oraz szkodowość poręczeń do poziomu wskazanego w umowie. Środki te pozostaną w dyspozycji Funduszu do 2022 r. Środki z projektu JEREMIE wycofywane będą stopniowo, wraz z wygaszaniem portfela poręczeń.

W 2017 r. zarejestrowany został Kujawsko-Pomorski Fundusz Rozwoju Sp. z o.o., który ma pełnić rolę „funduszu funduszy”, tj. administrować środkami z perspektywy 2007-2013 oraz wybierać pośredników finansowych do udzielania pożyczek i poręczeń w ramach perspektywy unijnej na lata 2014-2020. W 2018 r. TFPK wraz z Kujawsko-Pomorskim Funduszem Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. i Grudziądzkimi Poręczeniami Kredytowymi Sp. z o.o. stworzył konsorcjum pod nazwą „Poręczenia Kredytowe Kujaw i Pomorza”. Konsorcjum następnie podpisało z Kujawsko-Pomorskim Funduszem Rozwoju Sp. z o.o. umowę na środki w ramach RPO WK-P z perspektywy na lata 2014-2020 (RPO 2). Jednakże produkt ten nie był dostosowany do realiów panujących na rynku, co praktycznie uniemożliwiało jego realizację. By uniknąć kar wynikających z umowy konsorcjum zdecydowało o jej bezkosztowym rozwiązaniu.

Negatywny wpływ na skalę prowadzonej przez Fundusz akcji poręczeniowej ma obecnie polityka samorządu województwa, który podjął decyzję o wycofaniu środków z poprzedniej perspektywy finansowej od pośredników finansowych. Niekorzystny wpływ na działalność poręczeniową Funduszu może mieć również wprowadzanie konkurencyjnych produktów systemowych, dystrybuowanych centralnie m.in. przez BGK, takich jak: Portfelowa Linia Gwarancyjna *de minimis*, linia gwarancji COSME ze środków Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego, gwarancja BIZNESMAX w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój czy gwarancje w ramach Funduszu Gwarancyjnego dla rozwoju innowacyjności MŚP (FG POIG). Poręczenia te charakteryzuje ogólnokrajowy zasięg i niskie prowizje, co powoduje, że funduszom poręczeniowym jest bardzo ciężko z nimi konkurować.

W planach finansowych Fundusz deklarował zakończenie procedowania wykupu udziałów BGK przez większościowego udziałowca – Gminę Miasta Toruń. Wykup udziałów BGK miał umożliwić Funduszowi wprowadzenie nowych produktów do oferty (pożyczki, dotacje, gwarancje należytego wykonania dzieła itp.), które mogą stanowić konkurencję dla oferty BGK i z tego powodu były blokowane przez bank. Wykup udziałów został wstrzymany z uwagi na pandemię Covid-19.

Zarząd Funduszu widzi kilka wariantów dalszego funkcjonowania spółki, jednak decydujące znaczenie będzie miała opinia większościowego udziałowca, który zlecił firmie zewnętrznej opracowanie strategii dla TFPK. Wciąż brak jednak szczegółów oraz ostatecznych decyzji.

Plan finansowy na lata 2022-2023 został zatwierdzony w marcu 2022 r. Przewidziano w nim m.in., że wartość czynnych poręczeń wyniesie na koniec 2022 r. 44 mln zł, a na koniec 2023 r. 42 mln zł (zdecydowana większość w ramach środków własnych) – zakłada się zatem jedynie nieznaczne zmniejszenie wobec obecnej wartości portfela poręczeń. W zakresie kapitału własnego plan przewiduje jego zmniejszanie do poziomu ok. 11 mln zł na koniec 2022 r. oraz 10,7 mln zł na koniec 2023 r. – zakłada się więc dalsze kurczenie się bazy kapitałowej spółki. **EuroRating ocenia, że jeżeli TFPK w najbliższych kwartałach nie zostanie dokapitalizowany i/lub nie otrzyma nowych znacznych środków na wsparcie akcji poręczeniowej, skutkować to będzie utrzymywaniem się nadal zbyt wysokiego mnożnika kapitału własnego oraz kontynuacją ponoszenia przez Fundusz strat i dalszym spadkiem kapitału własnego, co będzie wpływać na wzrost ogólnego ryzyka kredytowego Funduszu.**

4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

Toruński FPK należy do funduszy średniej wielkości pod względem wartości posiadanego kapitału wśród funduszy wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej. TFPK początkowo funkcjonował jako fundusz lokalny, jednak obszar działalności Funduszu był z czasem stopniowo rozszerzany i od 2011 r. obejmuje całe województwo kujawsko-pomorskie.

Aktywa spółki składają się w zdecydowanej większości (na koniec 2021 r. było to 89%) ze środków pieniężnych. **Strukturę aktywów TFPK z punktu widzenia oceny ich jakości i płynności EuroRating ocenia umiarkowanie pozytywnie. Zastrzeżenia agencji budzi udzielenie długoterminowej pożyczki spółce o bardzo słabej kondycji finansowej.** Również struktura pasywów Funduszu (przy uwzględnieniu specyficznych czynników związanych ze sposobem księgowania oraz warunkami operacyjnymi otrzymanego dofinansowania w ramach SPO-WKP i RPO 1) należy określić jako typową dla działalności funduszy poręczeniowych i bezpieczną. Udział zobowiązań w strukturze pasywów Funduszu nie wiąże się z podwyższonym ryzykiem z uwagi na fakt, że mają one pełne pokrycie w środkach pieniężnych.

Obecny poziom relacji wartości portfela poręczeń aktywnych do skorygowanego kapitału własnego spółki (już powyżej 5x) EuroRating ocenia jako zbyt wysoki. Fakt ten znacząco podwyższa ryzyko kredytowe Funduszu, ponieważ nawet stosunkowo niskie wskaźniki szkodowości portfela poręczeń udzielonych na ryzyku własnym w pięciokrotnie wyższym stopniu przekładać się będą na utratę przez Fundusz kapitału własnego. Utrzymywanie się mnożnika kapitału własnego na zbliżonym do obecnego poziomie (lub tym bardziej jego dalszy wzrost, w szczególności w sytuacji kontynuacji erozji wartości kapitału własnego spółki) wywierać będzie silny negatywny wpływ na bieżący poziom ratingu Funduszu.

Obowiązujący w TFPK limit ekspozycji na ryzyko pojedynczych klientów EuroRating ocenia jako nadal zbyt wysoki w relacji do posiadanego przez Fundusz kapitału własnego (limit 500 tys. zł odpowiada obecnie równowartości 5,8% skorygowanego kapitału własnego spółki). Ponieważ w ciągu czterech poprzednich lat Fundusz udzielał poręczeń w większości w ramach środków własnych, skutkowało to dalszym wzrostem relacji ekspozycji własnej na ryzyko największych poręczeń, którą EuroRating uznaje za zdecydowanie zbyt wysoką. Ewentualna wypłata jednego (lub tym bardziej kilku) z największych poręczeń miałaby istotny wpływ na utratę kapitału własnego Funduszu. Utrzymywanie się tego stanu, lub tym bardziej ewentualny dalszy wzrost relacji największych poręczeń na ryzyku własnym do kapitału własnego spółki, będzie wywierać negatywny wpływ na bieżący poziom ratingu TFPK.

Dotychczasową ogólną szkodowość portfela poręczeń udzielanych przez TFPK EuroRating ocenia jako umiarkowaną, jednakże z uwagi na dość wysoki w ostatnich latach poziom mnożnika kapitału własnego spółki, nawet relatywnie niska szkodowość portfela poręczeń przekłada się na istotną erozję skorygowanego kapitału własnego TFPK, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu EuroRating ocenia negatywnie.

W kontekście ryzyka przyszłych wypłat poręczeń EuroRating uważa także za konieczne zgłoszenie zastrzeżenia dotyczącego **zdecydowanie zbyt niskich wskaźników rezerw celowych, określonych w obowiązującym w TFPK „Regulaminie tworzenia rezerw”.** W rezultacie, od końca 2013 r. wskaźnik relacji rezerw celowych do sumy poręczeń aktywnych na ryzyku własnym kształtował się na skrajnie niskich poziomach w zakresie 0-0,8% (na koniec 2021 r. wynosił 0,3%).

Skorygowany wynik finansowy TFPK od 2009 r. przyjmował praktycznie stale (oprócz 2015 r.) wartości ujemne. **Ponoszone straty (będące m.in. rezultatem dokonywanych wypłat poręczeń) skutkowały stopniowym spadkiem wartości skorygowanego kapitału własnego, jakim dysponuje TFPK.** Wobec braku jakiegokolwiek dokapitalizowania Funduszu od ponad dekady oraz prowadzonej jednocześnie akcji poręczeniowej na dużą skalę (w relacji do posiadanego kapitału własnego), przekładało się to na podwyższone poziomy mnożnika kapitałowego, co pogarsza profil ryzyka kredytowego Funduszu. **Dalsze utrzymywanie ujemnej rentowności w perspektywie średnioterminowej oraz dalszy spadek wartości kapitału własnego spółki, przy jednoczesnej wysokiej ekspozycji własnej na ryzyko poręczeń, będzie negatywnie rzutować na bieżący poziom ratingu TFPK.**

Oceniając sposób lokowania posiadanych przez TFPK środków pieniężnych (stanowiących główne zabezpieczenie udzielanych poręczeń) EuroRating ocenia, iż zapisy obowiązującego w Funduszu „Ramowego regulaminu inwestowania środków finansowych” są zbyt mało konserwatywne i zbyt ogólne (określają zbyt wysoki maksymalny limit udziału lokat w jednym banku, a także nie zawierają kryteriów oceny wiarygodności finansowej banków, którym Fundusz powierza środki pieniężne). W rezultacie TFPK utrzymywał okresowo stosunkowo wysoką koncentrację portfela lokat, a także wysoki udział banków charakteryzujących się podwyższonym lub wysokim ryzykiem kredytowym.

EuroRating negatywnie ocenia fakt udzielenia pożyczki spółce, której właścicielem jest główny udziałowiec TFPK. Ponieważ jednak pożyczka ta stanowi tylko 3,7% całego portfela lokat, to pomimo wysokiego ryzyka kredytowego pożyczkobiorcy nie wpływa ona w istotny sposób na ogólny poziom ryzyka całego portfela inwestycji Funduszu. EuroRating zwraca jednak uwagę, że **środki przeznaczone na tę pożyczkę zostały zamrożone na okres kilku lat** (do 2026 roku, z planowaną częściową spłatą w okresach wcześniejszych). Agencja podkreśla również, że TFPK nadal lokuje środki pieniężne w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym (ratingi w grupie BB), choć do czynników pozytywnych agencja zalicza fakt, że udział tego typu lokat obniżył się z 60% na koniec 2018 r. do 5% na koniec 2021 r. (w tym ww. pożyczka). **Ogólnie realizowaną przez TFPK polityką lokat środków pieniężnych EuroRating ocenia umiarkowanie pozytywnie.**

Podsumowując, EuroRating ocenia ryzyko kredytowe Toruńskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. jako umiarkowane. **Rating kredytowy Funduszu zostaje potwierdzony na poziomie 'BBB-'. Jednak z uwagi na nagromadzenie czynników, które wywierają lub mogą wywierać negatywny wpływ na ogólne ryzyko kredytowe Funduszu, przy jednoczesnym braku strategicznych rozstrzygnięć co do kierunków dalszego działania Funduszu, perspektywa ratingu zostaje zmieniona ze stabilnej na negatywną.**

5. Podatność nadanego ratingu na zmiany

Do potencjalnych czynników mogących mieć pozytywny wpływ na ocenę ryzyka kredytowego TFPK EuroRating zalicza: ewentualne istotne zmniejszenie ekspozycji własnej Funduszu na ryzyko poręczeń i spadek skorygowanego mnożnika kapitału własnego spółki; znaczne zmniejszenie ekspozycji własnej Funduszu na ryzyko największych udzielanych poręczeń; poprawa wypracowywanych skorygowanych wyników finansowych; trwałe zwiększenie bezpieczeństwa portfela lokat środków pieniężnych poprzez poprawę dywersyfikacji lokat przy utrzymaniu niskiego udziału (lub wyeliminowaniu) lokat w bankach (lub innych podmiotach) charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym; a także ewentualne dokapitalizowanie Funduszu przez udziałowców i/lub otrzymanie przez Fundusz znaczącego wsparcia akcji poręczeniowej (co przyczyniłoby się do obniżenia poziomu mnożnika kapitału własnego spółki).

Negatywny wpływ na ocenę ratingową TFPK mogłyby mieć natomiast: utrzymanie obecnego poziomu lub tym bardziej ewentualny dalszy wzrost wartości poręczeń na ryzyku własnym Funduszu, skutkujące wzrostem poziomu mnożnika kapitału własnego; ewentualny istotny wzrost wartości wypłat poręczeń; kontynuacja generowania strat i dalszy spadek wartości kapitału własnego spółki; pogorszenie obecnej dywersyfikacji lokat i/lub ponowne zwiększenie lokat w bankach (i/lub innych podmiotach) charakteryzujących się podwyższonym (a zwłaszcza wysokim) ryzykiem kredytowym; a także utrzymywanie się na obecnym wysokim poziomie (lub tym bardziej ewentualny wzrost) ekspozycji własnej Funduszu na ryzyko największych 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 Toruńskiemu 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 Toruńskiemu 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) 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

Stanisław Kubik

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 24 89

e-mail: stanislaw.kubik@eurorating.com

Przewodniczący Komitetu Ratingowego

Adam Dobosz

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 24 33

e-mail: adam.dobosz@eurorating.com