

**Fundusz Rozwoju i Promocji
Województwa Wielkopolskiego S.A.
z siedzibą w Poznaniu**

Raport ratingowy

Aktualny rating kredytowy	Perspektywa ratingu
A	stabilna

EuroRating

Warszawa

29.07.2021 r.

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym

1.1 Aktualny rating oraz historia ratingu Funduszu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data aktualizacji *
A	stabilna	29.07.2021
A	stabilna	20.01.2021
A	stabilna	05.11.2020
A	stabilna	14.08.2020
A	stabilna	07.11.2019
A	stabilna	30.08.2019
A	stabilna	26.06.2019
A	stabilna	07.02.2019
A	stabilna	09.10.2018
A	stabilna	12.07.2018
A	stabilna	10.01.2018
A	stabilna	18.10.2017
A	stabilna	28.04.2017
A	stabilna	16.01.2017
A	stabilna	05.10.2016
A	stabilna	15.06.2016
A	stabilna	23.02.2016
A	negatywna	28.01.2015
A	stabilna	06.09.2013
A+	negatywna	23.01.2013
A+	stabilna	29.06.2009

* w tabeli pominięte zostały weryfikacje ratingu sprzed roku 2016 nieskutkujące zmianą poziomu ratingu lub jego perspektywy

Źródło: EuroRating

1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

Rating kredytowy nadany Funduszowi Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego S.A. z siedzibą w Poznaniu ("FRiPWW", "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 (poręczenia wadów przetargowych, leasingów, itp.). 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 Fundusz Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego S.A. zarejestrowane jest w Rejestrze Sądowym prowadzonym przez Sąd Rejonowy Poznań – Nowe Miasto i Wilda, Wydział VIII Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000094064; numer REGON 634269441; NIP 778-13-97-561. Kapitał zakładowy Spółki wynosi 13.350.000 zł (opłacony w całości) i dzieli się na 267 akcji imiennych nieuprzywilejowanych o wartości nominalnej 50.000 zł każda. Spółka została utworzona na czas nieograniczony.

Zarząd spółki jest obecnie dwuosobowy – funkcję Prezesa Zarządu pełni pan Krzysztof Leń, a funkcję Wiceprezesa Zarządu pełni pan Eugeniusz Grzeszczak. Siedziba Funduszu mieści się w Poznaniu (60-589), przy ul. Pięknej 58.

Tabela 2.1 FRiPWW S.A. – struktura udziałowa

Lp.	Akcjonariusze	Liczba akcji (szt.)	Kapitał (tys. zł)	Udział
1	Województwo Wielkopolskie	222	11 100	83,2%
2	Wojewódzki Fundusz Ochrony Środowiska i Gosp. Wodnej w Poznaniu	40	2 000	15,0%
3	Miasto Konin	2	100	0,7%
4	Powiat Poznański	1	50	0,4%
5	Powiat Śremski	1	50	0,4%
6	Powiat Wągrowiecki	1	50	0,4%
RAZEM		267	13 350	100,0%

Źródło: FRiPWW S.A.

Dominującą rolę w działalności spółki pełni Samorząd Województwa Wielkopolskiego, który ma większościowy udział w kapitale oraz w głosach na zgromadzeniu akcjonariuszy.

2.2 Historia i przedmiot działalności

Fundusz Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego S.A. został powołany przez Zarząd Województwa Wielkopolskiego w grudniu 2001 r. Początkowo Fundusz został wyposażony w kapitał w wysokości 3 mln zł, a jedynym akcjonariuszem spółki było Województwo Wielkopolskie. W późniejszym okresie do grona akcjonariuszy Funduszu dołączył Bank Gospodarstwa Krajowego, Wojewódzki Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej w Poznaniu oraz cztery samorządy z terenu województwa wielkopolskiego. W czerwcu 2020 roku Województwo Wielkopolskie nabyło od BGK 60 akcji. Obecnie kapitał zakładowy FRiPWW S.A. wynosi 13,35 mln zł.

Poza wpłatami wnoszonymi przez akcjonariuszy spółki, w latach 2005-2008 kapitał poręczeniowy Funduszu powiększany był o dotacje celowe otrzymywane przez Fundusz za pośrednictwem Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości w ramach unijnego programu Sektorowy Program Operacyjny „Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw” (SPO-WKP).

W 2010 roku FRiPWW zawarł z Bankiem Gospodarstwa Krajowego (jako menedżerem projektu) pierwszą umowę na wsparcie w ramach kolejnego programu unijnego „Wspólne Europejskie Zasoby dla Mikro, Małych i Średnich Przedsiębiorstw” (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises – JEREMIE). Wsparcie to polegało na reporeczaniu poręczeń udzielanych przez Fundusz.

W 2018 roku Fundusz zawarł umowę na wsparcie akcji poręczeniowej ze środków unijnych w ramach projektu JEREMIE 2 (perspektywa na lata 2014-2020). Fundusz otrzymał dofinansowanie zwrotne w wysokości 7,5 mln zł, przy wkładzie własnym na poziomie minimum 1,3 mln zł..

W grudniu 2019 roku Fundusz podpisał z Wielkopolskim Funduszem Rozwoju Sp. z o.o. („WFR”) umowę na środki z perspektywy 2007-2013 w ramach „Instrumentu Finansowego Reporeczanie”. Limit reporeczania wynosi 50 mln zł, do udzielenia będą poręczenia o wartości 62,5 mln zł.

W grudniu 2019 roku Fundusz poprzez „Wielkopolskie Konsorcjum Poręczeniowe” podpisał z WFR także drugą umowę w ramach powyższego przetargu. W skład konsorcjum wchodzi FRiPWW (lider) oraz powiązana spółka Finansowanie i Doradztwo Sp. z o.o. (FIDO Sp. z o.o.). Limit reporeczania wynosi 37,5 mln zł, do udzielenia będą poręczenia o wartości 46,9 mln zł.

W lipcu 2020 roku Fundusz podpisał z WFR umowę na środki z perspektywy 2007-2013 w ramach „Instrumentu Finansowego Reporeczanie” wspierającego MŚP z obszaru województwa wielkopolskiego negatywnie dotkniętych skutkami epidemii COVID-19. Limit reporeczania wynosi 100 mln zł, do udzielenia będą poręczenia o wartości 125 mln zł.

We wrześniu 2020 roku Fundusz zawarł umowę z BGK w ramach projektu JEREMIE 2 „COVID”. Fundusz otrzyma dofinansowanie zwrotne w wysokości 7,5 mln zł, przy wkładzie własnym na poziomie minimum 1,3 mln zł. Zgodnie z umową w dniu 02.10.2020 roku BGK dokonał wpłaty pierwszej transzy w kwocie 3,75 mln zł.

Podstawowym celem Funduszu jest wspieranie bieżącej działalności i rozwoju mikroprzedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw z terenu województwa wielkopolskiego poprzez poręczanie kredytów i pożyczek. FRiPWW nie jest przedsiębiorstwem nastawionym na osiągnięcie zysku (instytucja typu *not-for-profit*), a wszelkie wypracowywane nadwyżki finansowe przeznaczone są na prowadzenie działalności statutowej.

3. Analiza ekonomiczno-finansowa

3.1 Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat Funduszu Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego za lata 2018-2020 oraz za I kw. 2021 roku przedstawia tabela nr 3.1.

Tabela 3.1 Fundusz Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego S.A.
– rachunek zysków i strat za lata 2018-2020* oraz za I kw. 2021 roku

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2018	Za rok 2019	Za rok 2020	Za okres I-III.2021
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY	630,7	623,8	2 132,1	1 102,7
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	630,7	623,8	2 132,1	1 102,7
II. Zmiana stanu produktów	-	-	-	-
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	4 686,7	4 837,8	4 275,2	950,6
I. Amortyzacja	75,0	53,3	68,2	10,8
II. Zużycie materiałów i energii	275,2	259,3	185,2	49,9
III. Usługi obce	796,4	683,8	725,9	159,0
IV. Podatki i opłaty	2,8	10,4	3,6	-
V. Wynagrodzenia	2 756,8	2 999,8	2 576,9	571,4
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	562,2	571,2	514,0	123,5
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	218,4	260,0	201,5	36,0
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(4 056,0)	(4 214,1)	(2 143,1)	152,1
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	6 514,2	6 931,7	5 548,9	1 029,7
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	0,1	35,2	-	-
II. Dotacje	-	-	-	-
III. Inne przychody operacyjne	6 514,1	6 896,6	5 548,9	1 029,7
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	3 110,2	3 299,7	3 690,1	1 081,6
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	37,6	-	-	-
III. Inne koszty operacyjne	3 072,6	3 299,7	3 690,1	1 081,6
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(652,1)	(582,1)	(284,3)	100,3
G. PRZYCHODY FINANSOWE	685,6	691,1	390,4	23,0
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	595,3	360,8	210,1	23,0
III. Zysk ze zbycia inwestycji	90,3	327,7	180,2	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	0,0	2,6	-	-
H. KOSZTY FINANSOWE	2,6	8,8	3,1	-
I. Odsetki	0,0	8,0	0,0	-
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	2,6	0,7	3,0	-
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	31,0	100,3	103,0	123,2
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	31,0	100,3	103,0	123,2
L. PODATEK DOCHODOWY	(78,5)	(69,9)	(8,2)	-
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIĘSZENIA ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	109,4	170,1	111,2	123,2

*2018-2020 sprawozdania roczne zaudytowane

Źródło: FRiPWW S.A.

Przychody ze sprzedaży

Fundusz generuje przychody ze sprzedaży niemal wyłącznie z prowizji i opłat z tytułu udzielanych poręczeń. W ciągu ostatnich kilku lat wartość rocznych przychodów FRiPWW utrzymywała się w zakresie ok. 550-700 tys. zł. W 2020 roku istotnemu rozszerzeniu uległ katalog produktów poręczeniowych oferowanych przez Fundusz. Obok dotychczas udzielanych poręczeń kredytów, pożyczek i leasingów od I kw. 2020 roku Fundusz zaczął również udzielać tzw. poręczeń kontraktowych obejmujących, obok poręczeń zapłaty wadium, również poręczenia należytego wykonania umowy, poręczenia usunięcia wad i usterek oraz poręczenia zwrotu zaliczki. Powyższe zmiany w ofercie Funduszu przyczyniły się do zwiększenia akcji poręczeniowej (w ujęciu ilościowym i wartościowym), co wpłynęło na znaczny wzrost przychodów ze sprzedaży w 2020 r. do 2,1 mln zł. W I kw. 2021 roku przychody były ponad siedmiokrotnie wyższe niż w analogicznym okresie roku poprzedniego i wyniosły 1,1 mln zł.

Koszty działalności operacyjnej

Struktura kosztów rodzajowych FRiPWW jest typowa dla działalności funduszy poręczeniowych. Głównymi składnikami kosztów są wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne (z udziałem na poziomie powyżej 70%) oraz usługi obce (stanowiące ok. 15-20% łącznych kosztów rodzajowych).

Do 2019 roku łącznie wartość ponoszonych kosztów operacyjnych systematycznie rosła, osiągając w tymże roku najwyższy dotychczas poziom 4,8 mln zł. W 2020 roku koszty obniżyły się do 4,3 mln zł, na co główny wpływ miały niższe koszty wynagrodzeń. Za wyjątkiem I kw. 2021 r. koszty stale kilkakrotnie przekraczały wartość uzyskiwanych przychodów ze sprzedaży. W latach 2011-2015 strata ze sprzedaży wzrosła z -1,0 mln zł do -3,1 mln zł. W 2016 roku strata zmniejszyła się do -2,7 mln zł, jednakże w kolejnych latach nastąpił ponowny wzrost straty ze sprzedaży do najwyższego dotychczas poziomu -4,2 mln zł w 2019 roku. W 2020 roku Fundusz zredukował o ponad 10% koszty operacyjne, co w połączeniu ze wzrostem zysku przełożyło się na zmniejszenie straty ze sprzedaży o połowę do -2,1 mln zł.

Przy ocenie wyniku brutto ze sprzedaży, bierzemy pod uwagę fakt, że Fundusz otrzymuje refundację znaczącej części kosztów operacyjnych związanych z realizacją projektów ze środków unijnych (głównie JEREMIE). Refundacje te księgowane są przy tym na niższym poziomie rachunku zysków i strat – w poz. D.III. „inne przychody operacyjne”.

Wynik ze sprzedaży skorygowany o otrzymane refundacje kosztów netto (tj. pomniejszone o koszty realizacji projektów wykazywane w „pozostałych kosztach operacyjnych”) był do 2014 roku okresowo dodatni, w latach 2013-2014 nawet wysoki (Fundusz otrzymywał zachęty w ramach projektu JEREMIE). Jednakże w latach 2015-2017, w wyniku spadku udziału poręczeń JEREMIE w strukturze poręczeń udzielanych, refundacje również uległy zmniejszeniu i nie pokrywały już straty ze sprzedaży (oraz kosztów realizacji projektów wykazywanych w poz. E.III RZiS). W roku 2017 Fundusz wygenerował najwyższą dotychczas skorygowaną stratę ze sprzedaży w kwocie -2 mln zł.

Od 2018 roku dzięki przychodom z nowego projektu (JEREMIE 2) skorygowana strata na sprzedaży stopniowo malała, do ok. -900 tys. zł w 2019 roku. W 2020 roku i w I kw. 2021 roku, głównie dzięki znacznemu wzrostowi przychodów ze sprzedaży (na skutek dużej sprzedaży nowych produktów – w tym przede wszystkim gwarancji wykonania umowy) skorygowany wynik ze sprzedaży osiągnął wartości dodatnie (odpowiednio 252 tys. zł oraz 422 tys. zł).

Obserwowaną w ostatnim czasie poprawę wyniku brutto ze sprzedaży co do zasady należy ocenić pozytywnie. Należy jednak jednocześnie wziąć pod uwagę, że poprawa ta wynika ze wzrostu przychodów ze sprzedaży związanego z dużą sprzedażą nowych, bardziej ryzykownych produktów.

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

W „pozostałych przychodach operacyjnych” FRiPWW wykazywał w ostatnich latach głównie kwoty rozwiązywanych rezerw na poręczenia oraz otrzymywane refundacje kosztów projektu JEREMIE. Od roku 2013 w pozycji tej ujmowane również były otrzymane przez Fundusz od menedżera projektu JEREMIE tzw. zachęty za sprawną realizację programu (mierzoną wartością udzielonych poręczeń). W 2019 r. wykazano także zysk ze sprzedaży środka trwałego (samochodu osobowego), a w 2020 roku przychody związane ze zwolnieniem z opłat 50% składek na ubezpieczenie społeczne za okres III-V 2020 roku.

„Pozostałe koszty operacyjne” obejmują natomiast w głównej mierze koszty dotyczące realizacji refundowanych projektów, prowizje JEREMIE należne BGK, rezerwy celowe na poręczenia zagrożone oraz zwiększenia stanu rezerwy ogólnej.

Przychody i koszty finansowe

W ciągu ostatnich lat spółka ponosiła jedynie znikome koszty finansowe. Na saldo przychodów i kosztów finansowych wpływ miały zatem praktycznie tylko przychody z tytułu odsetek od lokat środków pieniężnych. Najwyższą dotychczas wartość (2 mln zł) przychody finansowe osiągnęły w 2012 roku. Od tego czasu następuje ich systematyczny spadek, co (przy stosunkowo stabilnej wartości posiadanych przez Fundusz środków pieniężnych) wynikało z ogólnego spadku oprocentowania lokat bankowych. Ze względu na dokonane w I połowie 2020 r. obniżki stóp NBP do niemal zerowego poziomu oraz dalszy spadek oprocentowania depozytów bankowych, należy spodziewać się kontynuacji spadku przychodów finansowych osiąganym przez Fundusz, co będzie wywierało negatywny wpływ na jego wynik netto.

Wynik finansowy

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 dotacji na powiększenie kapitału własnego (jeśli były księgowane przez RZiS) oraz ewentualne bezpośrednie odpisy kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych. W przypadku funduszy wykazujących zbyt niskie stany rezerw celowych (poniżej 4%) w odniesieniu do portfela poręczeń na ryzyku własnym dokonujemy także korekty wyniku finansowego o zmianę salda dodatkowo doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu rezerw.

W przypadku FRiPWW otrzymane wcześniej dotacje w ramach SPO-WKP nie miały wpływu na wynik finansowy Funduszu. Refundacje kosztów operacyjnych związanych z realizacją projektu JEREMIE i projektu szkoleniowego PARP również nie podlegały korektom przy wyliczaniu skorygowanego wyniku finansowego. Fundusz nie dokonuje także bezpośrednich odpisów kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych.

Księgowe wartości wyniku netto podlegają natomiast w niektórych okresach korektom 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). Dokonane korekty księgowego wyniku netto dotyczą także zmiany salda rezerwy na ryzyko ogólne.

W latach 2007-2015 skorygowany wynik finansowy Funduszu był stale dodatni. W 2016 roku skorygowany wynik netto Funduszu po raz pierwszy od 10 lat był nieznacznie ujemny, co było wynikiem korekty *in minus* o zmianę stanu rezerwy na ryzyko ogólne.

Skorygowany wynik netto za lata 2018-2020 oraz za I kw. 2021 r. przedstawia tabela 3.2.

Tabela 3.2 FRiPWW S.A. – skorygowany wynik finansowy

Lp.	Wynik skorygowany (tys. zł)	2018	2019	2020	I-III.2021
1	Księgowy wynik netto	109,4	170,1	111,2	123,2
2	Korekta o zmianę stanu rezerwy na ryzyko ogólne	-250,0	0,0	462,1	600,0
3	Korekta o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych	200,6	49,3	16,5	218,5
4	Wynik skorygowany [1] + [2] + [3]	60,0	219,4	589,8	941,7

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych i sprawozdań finansowych FRiPWW S.A.

W 2017 roku skorygowany wynik netto obniżył się do -1,5 mln zł. Za tak duży spadek (szczególnie wobec wykazanego przez Fundusz dodatniego księgowego wyniku netto w kwocie 0,4 mln zł) w głównej mierze odpowiada korekta *in minus* o zmianę stanu rezerwy na ryzyko ogólne (FRiPWW w 2017 roku zmniejszył tę rezerwę o 1 mln zł) oraz korekta *in minus* o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych (w wysokości -0,9 mln zł). W ciągu trzech ostatnich lat skorygowany wynik netto rósł systematycznie, głównie dzięki korektom *in plus* o zmianę stanu rezerwy na ryzyko ogólne, osiągając wartość 0,9 mln zł w I kw. 2021 roku.

3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

Bilans Funduszu Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego S.A. zaprezentowany został w dwóch tabelach. Tabela nr 3.3 przedstawia aktywa, natomiast tabela nr 3.4 – pasywa Funduszu wg stanu na koniec lat 2018-2020 oraz na koniec I kw. 2021 r.

Aktywa

Tabela 3.3 FRiPWW S.A. – bilans (aktywa) na koniec lat 2018-2020* i na koniec I kw. 2021 r.

Bilans – Aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2018	Na dzień 31.12.2019	Na dzień 31.12.2020	Na dzień 31.03.2021
A. AKTYWA TRWAŁE	153,8	868,2	1 939,7	1 922,7
I. Wartości niematerialne i prawne	27,9	20,8	13,7	11,9
II. Rzeczowe aktywa trwałe	120,9	73,2	71,9	62,9
III. Należności długoterminowe	-	-	-	-
IV. Inwestycje długoterminowe	5,0	774,2	1 854,2	1 847,9
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-
B. AKTYWA OBROTOWE	42 534,2	45 637,2	48 431,9	49 060,0
I. Zapasy	-	3,0	-	3,7
II. Należności krótkoterminowe	180,9	816,6	228,2	277,1
1. Należności od jednostek powiązanych	-	191,0	2,1	4,2
2. Należności od pozostałych jednostek	180,9	625,6	226,1	273,0
a) z tytułu dostaw i usług	30,1	40,6	185,9	172,5
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	122,5	0,5	29,6	56,7
c) inne	28,3	264,4	10,6	43,7
d) dochodzone na drodze sądowej	-	320,2	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	40 099,9	44 086,2	46 434,2	46 439,5
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	40 099,9	44 086,2	46 434,2	46 439,5
a) w jednostkach powiązanych	1 697,4	94,1	30,9	37,0
b) w pozostałych jednostkach	30 505,0	24 307,4	22 907,7	22 872,4
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	7 897,5	19 684,7	23 495,6	23 530,1
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	4 642,8	10 696,2	14 495,6	15 036,8
- inne środki pieniężne	3 219,9	8 988,5	9 000,0	8 493,3
- inne aktywa pieniężne	34,8	-	-	-
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	2 253,4	731,4	1 769,5	2 339,7
AKTYWA RAZEM	42 688,0	46 505,3	50 371,6	50 982,7

*2018-2020 sprawozdania roczne zaudytowane

Źródło: FRiPWW S.A.

Struktura aktywów FRiPWW jest typowa dla działalności funduszu poręczeniowego: **majątek spółki stanowią niemal wyłącznie aktywa krótkoterminowe (środki pieniężne), co z punktu widzenia oceny jakości i płynności majątku Funduszu oceniamy pozytywnie.**

Majątek trwały nie przekraczał w ostatnich latach 4% łącznej wartości aktywów i składał się głównie z niewielkich kwot rzeczowych aktywów trwałych, wartości niematerialnych i prawnych oraz długoterminowych rozliczeń międzyokresowych. Od 2018 roku w aktywach trwałych Fundusz

wykazuje również inwestycje długoterminowe, których wartość od końca 2018 roku wzrosła z 5 tys. zł do 1,8 mln zł na koniec 2020 r. i I kw. 2021 roku. W skład inwestycji długoterminowych w ciągu kilku ostatnich kwartałów weszły pożyczki udzielone spółce Finansowanie i Doradztwo Sp. z o.o. (w której Fundusz ma 100% udziałów) oraz spółce CWJ Hipodrom Wola Sp. z o.o.

Na aktywa obrotowe FRiPWW składały się dotychczas prawie w całości inwestycje krótkoterminowe. Większość środków pieniężnych posiadanych przez FRiPWW (stanowiących główne zabezpieczenie udzielanych poręczeń) lokowana była w depozytach bankowych.

Suma bilansowa spółki wykazuje ogólną tendencję wzrostową, początkowo na skutek otrzymanego dofinansowania w ramach unijnego programu SPO-WKP (15 mln zł), następnie dzięki wypracowywanym przez Funduszu dodatnim wynikom finansowym, a w ostatnich latach na skutek otrzymania przez FRiPWW kolejnych transz dofinansowania zwrotnego w ramach JEREMIE 2.

Pasywa

Tabela 3.4 FRiPWW S.A. – bilans (pasywa) na koniec lat 2018-2020* i na koniec I kw. 2021 r.

Bilans – Pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2018	Na dzień 31.12.2019	Na dzień 31.12.2020	Na dzień 31.03.2021
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	35 474,6	36 444,8	36 555,9	36 679,2
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	13 350,0	13 350,0	13 350,0	13 350,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	22 815,2	22 124,6	23 094,8	23 094,8
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	-	-	-	-
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	(800,0)	800,0	-	111,2
VIII. Zysk (strata) netto	109,4	170,1	111,2	123,2
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	7 213,4	10 060,6	13 815,7	14 303,6
I. Rezerwy na zobowiązania	2 463,2	2 253,6	2 316,9	2 639,8
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	98,4	28,5	20,4	20,4
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	76,0	76,0
3. Pozostałe rezerwy	2 364,8	2 225,0	2 220,6	2 543,4
II. Zobowiązania długoterminowe	3 750,0	7 500,0	11 250,0	11 250,0
III. Zobowiązania krótkoterminowe	1 000,2	307,0	248,8	213,7
1. Wobec jednostek powiązanych	804,8	16,4	91,6	125,8
2. Wobec pozostałych jednostek	195,4	290,6	157,2	87,9
- kredyty i pożyczki	-	-	-	-
- z tytułu dostaw i usług	29,4	37,8	72,7	49,1
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	110,8	148,4	33,2	32,4
- z tytułu wynagrodzeń	52,3	103,8	51,2	-
- inne	2,9	0,7	0,2	6,4
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	-	0,0	-	200,1
PASYWA RAZEM	42 688,0	46 505,4	50 371,6	50 982,7

*2018-2020 sprawozdania roczne zaudytowane; źródło: FRiPWW S.A.

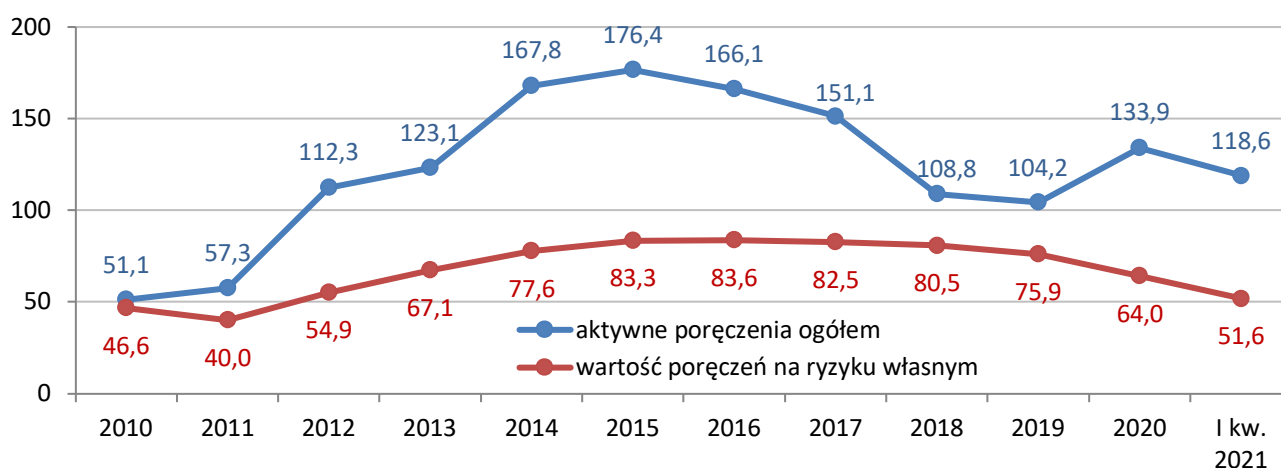
W „zobowiązaniach i rezerwach” poza rezerwami na udzielone poręczenia (poz. B.I.3) oraz (od 2018 r.) dofinansowaniem zwrotnym w ramach JEREMIE 2 (poz. B.II) Fundusz wykazywał również niewielkie kwoty rezerw z tytułu odroczonego podatku dochodowego (poz. B.I.1), a także drobne kwoty bieżących zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz podatków.

Strukturę pasywów FRiPWW należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe i bezpieczną (zobowiązaniom z tytułu JEREMIE 2 odpowiadają środki pieniężne), co pozytywnie wpływa na nadany Funduszowi rating kredytowy.

Pozycje pozabilansowe

Udzielane przez Fundusz poręczenia księgowane są jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe.

Wykres 3.1 FRiPWW S.A.– wartość aktywnych poręczeń (mln zł)



Źródło: FRiPWW S.A., obliczenia własne

Łączna wartość portfela aktywnych poręczeń FRiPWW do 2015 roku charakteryzowała się ogólną tendencją wzrostową, przy czym – dzięki reporczeniom uzyskiwanym w ramach programu JEREMIE – kwota obciążająca ryzyko własne Funduszu rosła znacznie wolniej.

W latach 2016-2017 wartość portfela poręczeń aktywnych wahała się w zakresie ok. 155-180 mln zł, po czym nastąpił silny spadek łącznej wartości poręczeń aktywnych, co wynikało głównie z zakończenia realizacji projektu JEREMIE 1. Od 2017 roku Fundusz mógł udzielać już tylko poręczeń na ryzyku własnym, w efekcie czego suma poręczeń aktywnych spadła o prawie 70 mln zł (tj. o 38%). W latach 2018-2020 oraz w I kw. 2021 roku wartość poręczeń aktywnych wynosiła ok. 100-135 mln zł.

Należy zaznaczyć, że w ostatnich latach znacznemu zmniejszeniu uległa wartość poręczeń na ryzyku własnym. Dotyczyło to w szczególności okresu od I kw. 2019 r. do I kw. 2021 r., kiedy to (pomimo wzrostu łącznej wartości portfela aktywnych poręczeń) wartość poręczeń na ryzyku własnym spadła z 84,5 mln zł do 51,6 mln zł. W tym okresie FRiPWW zwiększył wartość aktywnych poręczeń reporczenych w ramach JEREMIE 2, a od początku 2020 r. aktywnie udziela poręczeń w ramach WFR (które jedynie w 20% obciążają ryzyko własne Funduszu).

3.3 Analiza wskaźnikowa

Tabela 3.5 FRiPWW S.A. – najważniejsze dane i wskaźniki finansowe

Lp.		2018	2019	2020	III.2021
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	38 264	43 767	46 343	46 160
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	36 589	42 214	45 545	46 491
3	Kapitał własny skorygowany (tys. zł)	32 839	34 714	34 295	35 241
4	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	108 762	104 181	133 928	118 634
5	w tym poręczenia reporęczane w ramach JEREMIE 1 (tys. zł)	31 371	18 106	11 362	8 839
6	w tym kwota reporęczana JEREMIE 1 razem (tys. zł)	23 609	13 600	8 494	6 671
7	w tym poręczenia w ramach JEREMIE 2 (tys. zł)	5 448	17 231	20 984	19 530
8	w tym kwota reporęczana JEREMIE 2 razem (tys. zł)	4 631	14 646	17 837	16 601
9	w tym poręczenia w ramach WFR (tys. zł)	-	-	54 455	54 650
10	w tym udział środków WFR (tys. zł)	-	-	43 564	43 720
11	wartości poręczeń wadialnych	6 893	9 399	28 854	13 365
12	wartości poręczeń gwarancji	-	-	29 428	41 885
13	wartości poręczeń wadialnych na kapitale własnym	6 893	9 399	8 611	2 810
14	wartości poręczeń wadialnych w ramach WFR	-	-	20 243	10 555
15	w tym udział środków WFR	-	-	16 195	8 444
16	Akt. poręczenia na koniec okresu na ryzyku Funduszu (tys. zł)	80 522	75 935	64 033	51 642
17	Mnożnik 1 = [4] / [1]	2,84	2,38	2,89	2,57
18	Mnożnik 2 (kap. poręcz. skoryg.)=[16-13*0,5-(14-15)*0,5]/[2]*	2,11	1,69	1,27	1,06
19	Mnożnik 3 (kapitał własny skoryg.)=[16-13*0,5-(14-15)*0,5]/[3]	2,35	2,05	1,68	1,40
20	Liczba aktywnych poręczeń	641	710	1 382	1 144
21	w tym poręczenia reporęczane w ramach JEREMIE 1	171	113	60	47
22	w tym poręczenia w ramach JEREMIE 2	14	56	50	47
23	w tym poręczenia w ramach WFR	-	-	857	814
24	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	170	147	97	104
25	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
26	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,5%	0,3%	0,2%	0,2%
27	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	20 000	20 000	20 000	20 000
28	w tym część na ryzyku własnym	6 000	6 000	6 000	6 000
29	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	1 000	1 000	1 000	1 000
30	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	18,4%	19,2%	14,9%	16,9%
31	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	54,7%	47,4%	43,9%	43,0%
32	20 największych poręczeń na ryz. wł. / Kapitał poręczeniowy*	18,3%	17,3%	17,5%	17,0%
33	Przeciętne największe poręczenie / Kapitał poręczeniowy *	2,7%	2,4%	2,2%	2,2%
34	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	81	843	20	98
35	Wartość wypłaconych poręczeń na ryz. wł. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	29	531	20	98
36	Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan akt. poręczeń	0,1%	0,8%	0,0%	0,1%
37	Wartość odzyskanych należn. z tyt. poręcz. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	10	155	20	65
38	Odzyskane należn. z tyt. por. na ryz. wł. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	10	107	20	65
39	Wypłacone poręczenia netto / Śr. kapitał poręczeniowy *	0,2%	1,7%	0,0%	0,1%
40	Wypłacone por. netto na ryz. wł. / Śr. skorygowany kap. wł.	0,1%	1,3%	0,0%	0,1%
41	Skorygowany wynik za 4 kw. / Średni kapitał własny spółki *	0,2%	0,6%	1,7%	5,1%

* Wskaźniki wyliczone w oparciu o skorygowany kapitał poręczeniowy

Źródło: FRiPWW S.A., obliczenia własne

Skorygowany kapitał poręczeniowy

Według metodologii oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych stosowanej przez agencję ratingową EuroRating aktualną wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego oblicza się według formuły: skorygowany kapitał własny (uwzględniający m.in. również rezerwę na ryzyko ogólne) + 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 własnego) + 75% środków zwrotnych w ramach RPO 1 (2007-2013) + 100% środków zwrotnych w ramach RPO 2 (2014-2020) w przypadku funduszy korzystających z tego typu wsparcia.

Dla potrzeb wyliczenia skorygowanego kapitału własnego FRiPWW dokonujemy następujących korekt:

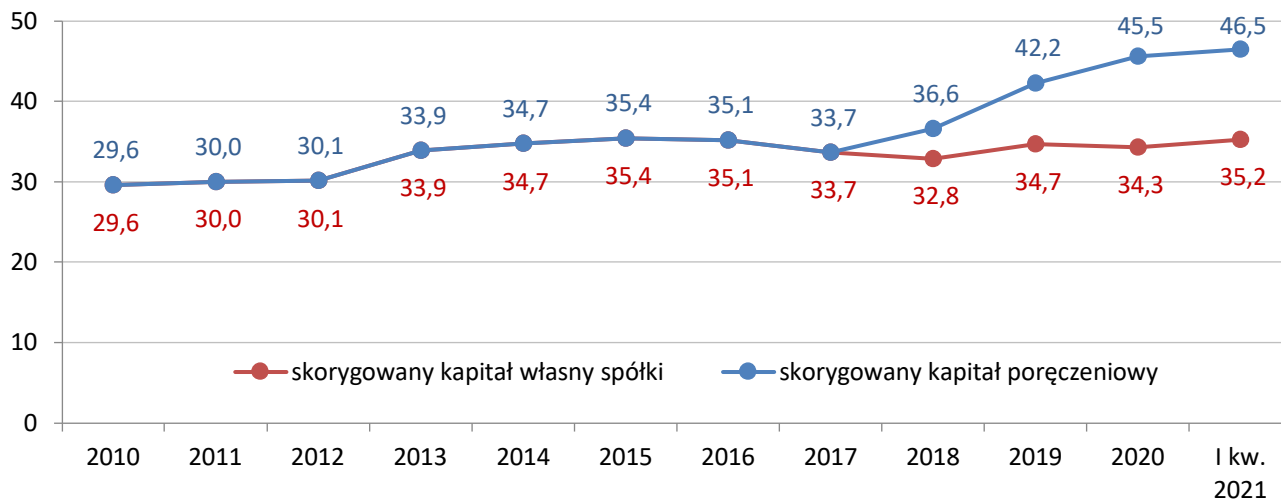
- okresowo korekta *in plus* o wykazywane w rozliczeniach międzyokresowych (poz. B.IV pasywów) dotacje na powiększenie kapitału poręczeniowego w ramach programu SPO-WKP;
- korekta *in minus* 100% wartości niematerialnych i prawnych ze względu na fakt, iż nie mają one rzeczywistej wartości zbywczej;
- korekta *in minus* o 30% bilansowej wartości rzeczowych aktywów trwałych (poz. A.II), z uwagi na niską płynność tego typu aktywów;
- okresowo korekta *in minus* o saldo dodatkowych rezerw celowych, doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu;
- okresowo korekta *in minus* o wartość udzielonych pożyczek (wraz z odsetkami) spółkom CWJ Hipodrom Wola Sp. z o.o. oraz Finansowanie i Doradztwo Sp. z o.o. (oraz o wartość posiadanych udziałów w tej spółce);
- okresowo korekta *in minus* o wartość aktywów z tytułu odroczonego podatku dochodowego wykazywanych w długoterminowych rozliczeniach międzyokresowych (poz. A.V aktywów);
- okresowo korekta *in minus* o wartość należności dochodzonych na drodze sądowej;
- okresowo korekta *in plus* o wartość utworzonej przez Fundusz rezerwy na ryzyko ogólne.

Ponieważ FRiPWW nie korzystał ze zwrotnego dofinansowania w ramach RPO 1, kapitał poręczeniowy Funduszu do końca I kw. 2018 r., był tożsamy z wartością skorygowanego kapitału własnego spółki. Od II kw. 2018 r. Fundusz zaczął otrzymywać dofinansowanie zwrotne w ramach nowej perspektywy unijnej na lata 2014-2020 (RPO 2 / JEREMIE 2), w skład kapitału poręczeniowego wchodzi także łączna kwota 11,25 mln zł otrzymanego dofinansowania zwrotnego.

Ostatecznie wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego [2] wyliczanego przez EuroRating, służącego do obliczania wskaźników opartych na wartości kapitału poręczeniowego (zaprezentowanych w tabeli 3.5), wyniosła na koniec I kw. 2021 roku 46,5 mln zł i była o ok. 0,3 mln zł niższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (46,2 mln zł).

Wykres 3.2 przedstawia wartości skorygowanego kapitału własnego spółki oraz skorygowanego kapitału poręczeniowego (w przypadku FRiPWW do II kw. 2018 roku równego wartości kapitału własnego spółki) w latach 2010-2020 oraz na koniec I kw. 2021 roku.

Wykres 3.2 FRiPWW – skorygowany kapitał poręczeniowy i kapitał własny (mln zł)



Źródło: FRiPWW S.A., obliczenia własne

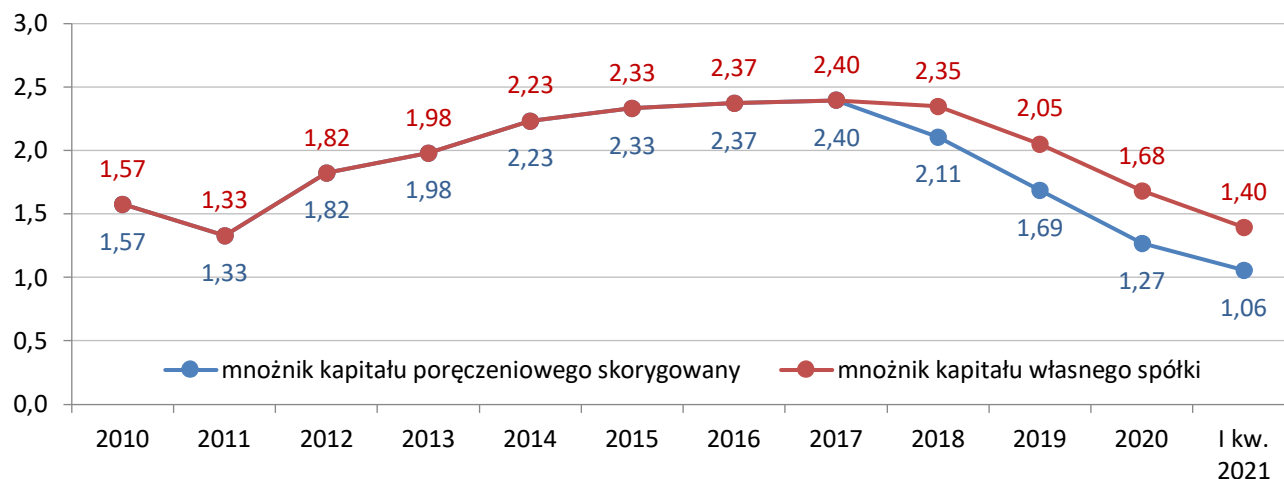
Skala zaangażowania w akcję poręczeniową

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

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 odzyskanie wypłaconego poręczenia wadialnego jest dużo większa niż w przypadku poręczenia kredytu, gdzie fundusz poręczeniowy najczęściej dochodzi swych roszczeń z masy upadłościowej. Ze względu na niższe ryzyko charakteryzujące tego typu poręczenia do obliczenia mnożników wliczane jest 50% wartości aktywnych poręczeń wadialnych. W przypadku mnożnika kapitału poręczeniowego uwzględniane są wszystkie poręczenia wadialne, a dla mnożnika kapitału własnego spółki uwzględniane są tylko poręczenia na ryzyku własnym Funduszu.

Wartości mnożnika kapitału własnego spółki oraz mnożnika kapitału poręczeniowego (w przypadku FRiPWW do II kw. 2018 r. równego wartości mnożnika kapitału własnego) w latach 2010-2020 oraz na koniec I kw. 2021 roku przedstawia wykres 3.3.

Na skutek szybkiego wzrostu łącznej akcji poręczeniowej [4], jaka miała miejsce do 2015 roku (patrz wykres 3.1) wzrost realnej ekspozycji własnej na udzielone poręczenia (pomimo korzystania przez Fundusz od 2010 roku z reporeczeń w ramach JEREMIE 1) przyczynił się do zwężki poziomu mnożnika skorygowanego kapitału własnego [19] do ok. 2,4.

Wykres 3.3 FRiPWW – mnożnik kapitału poręczeniowego i skorygowanego kapitału własnego

Źródło: FRiPWW S.A., obliczenia własne

Ponieważ spadek wartości poręczeń aktywnych, jaki nastąpił od 2017 r. dotyczył głównie poręczeń reporcowanych w ramach JEREMIE 1, realna ekspozycja własna Funduszu na udzielone poręczenia utrzymywała się na poziomie ok. 75-85 mln zł, w efekcie czego mnożnik kapitału własnego w latach 2016-2017 oscylował nadal wokół najwyższych w historii Funduszu poziomów (2,2-2,9).

Od II kw. 2018 r. FRiPWW zaczął otrzymywać dofinansowanie zwrotne w ramach projektu JEREMIE 2 (co skutkowało łącznym wzrostem wartości kapitału poręczeniowego łącznie o 11,25 mln zł). Od tego też czasu wartość kapitału własnego spółki różni się (jest niższa) od wartości kapitału poręczeniowego (w skład którego wchodzi środki zwrotne), a zatem mnożnik kapitału poręczeniowego jest niższy niż mnożnik kapitału własnego. Od I kw. 2020 r. Fundusz zaczął udzielać poręczeń w ramach nowego projektu WFR, co przyczyniło się do spadku wartości ekspozycji własnej Funduszu na udzielone poręczenia oraz mnożników. Na koniec I kw. 2021 r. skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego wyniósł 1,06, a mnożnik kapitału własnego 1,40.

Istotny spadek ekspozycji własnej FRiPWW na ryzyko udzielonych poręczeń (mierzonej relacją poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu do posiadanego kapitału własnego spółki), jaka nastąpiła od roku 2019 z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego należy ocenić pozytywnie, a obecny poziom mnożnika kapitału własnego należy określić jako stosunkowo niski.

Ponieważ Fundusz rozpoczął już korzystanie ze wsparcia akcji poręczeniowej w ramach nowych programów WFR i JEREMIE 2 „COVID”, oczekujemy, że nowe poręczenia będą reporcowane lub udzielane ze środków z nowych programów (Fundusz odpowiada środkami własnymi jedynie za odpowiednio 20% i 15% wartości tych poręczeń), co pozwoli na przeniesienie ryzyka nowoudzielanych poręczeń z kapitału własnego Funduszu w większej części na środki w ramach WFR i JEREMIE 2 „COVID”.

Bierzemy jednak jednocześnie pod uwagę fakt, że od 2020 r. FRiPWW udziela na rzecz mikro- i małych przedsiębiorstw nowego rodzaju poręczeń – dotyczących gwarancji rzetelnego wykonania umowy. W ocenie agencji ratingowej EuroRating ryzyko tego typu poręczeń jest trudne

do oszacowania (ponieważ oprócz kondycji finansowej samej firmy w grę może wchodzić szereg innych czynników mogących mieć wpływ na konieczność dokonania wypłaty gwarancji i w konsekwencji poręczenia). EuroRating szacuje, że co do zasady ryzyko tego typu poręczeń jest wyższe niż w przypadku klasycznych poręczeń kredytów. W przypadku FRiPWW jest to szczególnie istotne, ponieważ na koniec I kw. 2021 r. wartość poręczeń aktywnych tego typu wyniosła już 41,9 mln zł i stanowiły one już ok. 1/3 łącznego portfela poręczeń.

Koncentracja portfela poręczeń

Średnia wartość poręczenia wynosiła w ostatnich latach ok. 100-210 tys. zł [24], co odpowiadało zaledwie ok. 0,1-0,2% całego portfela poręczeń [25]. Przeciętna wartość poręczenia w odniesieniu do kapitału poręczeniowego [26] od kilku lat również utrzymuje się na niskim i stabilnym poziomie 0,2-0,7%. **Ogólną dywersyfikację całego portfela poręczeń oceniamy więc jako dobrą.**

Przepisy określają maksymalną wartość poręczenia w relacji do kapitału własnego funduszu poręczeniowego na poziomie 5%. Wewnętrzne regulacje FRiPWW ograniczają dodatkowo maksymalną wartość poręczeń udzielonych jednemu klientowi do 1 mln zł (co obecnie odpowiada 2,2% wartości kapitału poręczeniowego i 2,8% skorygowanego kapitału własnego Funduszu).

Łączna wartość poręczeń aktywnych udzielonych na rzecz 20 największych klientów [27] od 2015 roku wynosi stale 20 mln zł. Oznacza to, że każde z 20 największych poręczeń osiągnęło obowiązujący w Funduszu limit 1 mln zł dotyczący maksymalnej ekspozycji na jednego klienta (w praktyce poręczeń o wartości maksymalnej może być więcej).

Kwota łącznej ekspozycji na ryzyko 20 największych klientów odpowiadała w ostatnim czasie równowartości ok. 45-60% skorygowanego kapitału poręczeniowego (w przypadku FRiPWW do II kw. 2018 r. tożsamego ze skorygowanym kapitałem własnym spółki) [31]. Ryzyko związane z podwyższoną ekspozycją na największe poręczenia w znacznym stopniu neutralizowane było jednak przez fakt, iż zdecydowana większość największych poręczeń podlegała reporeczeniom w ramach JEREMIE 1 lub była udzielana ze środków dofinansowania zwrotnego w ramach JEREMIE 2, a więc realna ekspozycja Funduszu na ryzyko tych poręczeń była znacznie niższa (stanowiła ona w ostatnich latach równowartość ok. 17-18% kapitału własnego).

Z uwagi na fakt, że FRiPWW zakończył już udzielanie poręczeń w ramach JEREMIE 1 (poręczenia reporeczone w ramach tego programu będą w najbliższych kwartałach stopniowo wygasać), a także zakończył budowę portfela w ramach JEREMIE 2, **ewentualny wzrost ekspozycji własnej na ryzyko największych klientów byłby czynnikiem negatywnie wpływającym na ocenę ryzyka kredytowego Funduszu. Oczekujemy jednak, że Fundusz będzie udzielał dużych poręczeń głównie w ramach nowych programów WFR i JEREMIE 2 „COVID”, w efekcie czego ryzyko własne z tym związane nie będzie istotnie rosnąć.**

Wypłaty poręczeń

Od początku działalności spółki szkodowość portfela poręczeń [34] była bardzo niska, a dokonywane wypłaty stanowiły równowartość zaledwie 0-0,8% średniorocznej wartości portfela poręczeń aktywnych [36]. Średni wskaźnik szkodowości brutto dla dziesięciu ostatnich lat wynosi tylko 0,2%.

Ponieważ większość dotychczasowych wypłat dotyczyła poręczeń udzielonych w ramach środków własnych Funduszu, a także z uwagi na fakt, że mnożnik kapitału własnego spółki do końca 2019 roku zazwyczaj przekraczał poziom 2x, wskaźnik relacji wypłat poręczeń netto (przy uwzględnieniu ewentualnych kwot odzyskanych) do kapitału własnego spółki [40] przyjmował nieco wyższe wartości (0-1,3%) od ogólnego wskaźnika szkodowości. Wraz ze spadkiem mnożnika kapitału własnego spółki różnica między powyższymi wskaźnikami uległa zmniejszeniu, a poziomy obu wskaźników na koniec I kw. 2021 r. należy ocenić jako niskie.

Dotychczasową bardzo niską (bliską zera) szkodowość portfela poręczeń FRiPWW z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu oceniamy bardzo pozytywnie. Bierzymy jednak pod uwagę fakt, że kryzys związany z pandemią Covid-19 z pewnością przełoży się negatywnie na sytuację finansową i wypłacalność wielu przedsiębiorstw z sektora MŚP (w tym w szczególności w sektorze usług, który zdecydowanie dominuje w strukturze portfela poręczeń FRiPWW). W efekcie w ciągu kolejnych kwartałów można spodziewać się wzrostu wskaźnika wypłat poręczeń.

Rentowność kapitału

Wskaźnik skorygowanego wyniku netto (patrz tabela 3.2) w relacji do średniej wartości skorygowanego kapitału własnego spółki [41] w latach 2007-2015 osiągał stale dodatnie i okresowo wysokie wartości.

Od roku 2016 generowane przez FRiPWW skorygowane wyniki netto uległy jednak istotnemu pogorszeniu, co było rezultatem z jednej strony spadku wartości otrzymywanych refundacji kosztów i nagród w ramach JEREMIE 1, a z drugiej – ze znacznego wzrostu ponoszonych przez Fundusz kosztów operacyjnych. W efekcie w 2016 roku Fundusz zanotował po raz pierwszy od 10 lat niewielką skorygowaną stratę netto w wysokości -76 tys. zł, co odpowiadało 0,2% kapitału własnego spółki. W 2017 roku skorygowana strata powiększyła się do -1,5 mln zł, a wskaźnik rentowności obniżył się do -4,4%. W latach 2018-2020 skorygowany wynik, dzięki przychodom z nowego programu unijnego (JEREMIE 2) oraz rozszerzeniu katalogu produktów, ponownie osiągnął dodatnie wartości, a wskaźnik rentowności kapitału wzrósł do 1,7% w 2020 roku. Na koniec I kw. 2021 roku wskaźnik liczony dla wyniku za cztery ostatnie kwartały wzrósł do 5,1%.

Osiągane przez FRiPWW wyniki finansowe można określić jako zadowalające. Bierzymy jednak pod uwagę, że na wyniki Funduszu w kolejnych kwartałach negatywną presję może wywierać spodziewane pogorszenie jakości poręczanych kredytów (będące skutkiem epidemii Covid-19), a także niskie przychody finansowe (na skutek utrzymania zerowych stóp procentowych NBP, co z kolei przekłada się na praktycznie zerowe oprocentowania depozytów bankowych).

3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń

Polityka tworzenia rezerw

Aktualne zasady tworzenia rezerw celowych w FRiPWW (zawarte w regulaminie zmodyfikowanym w 2010 roku) określają, że zmiana poziomu rezerw 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).

W przypadku poręczeń reporęczanych w ramach JEREMIE Fundusz tworzył przy tym rezerwy tylko w odniesieniu do udziału własnego w ryzyku poręczenia.

Regulamin określa także zasady tworzenia rezerwy ogólnej. O dokładnej wysokości tego współczynnika decyduje Zarząd Funduszu (opierając się m.in. na planie finansowym na dany rok).

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

Tabela 3.6 FRiPWW - klasyfikacja kredytów i wskaźniki rezerw celowych

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

Źródło: FRiPWW S.A.

Generalnie politykę Funduszu w zakresie tworzenia rezerw należy ocenić pozytywnie, aczkolwiek pewne zastrzeżenia może budzić fakt przyjęcia niskich wskaźników rezerw dla poręczeń zakwalifikowanych do kategorii „pod obserwacją” oraz „poniżej standardu”. Rezerwy te mogą bowiem nie odzwierciedlać w sposób wystarczająco konserwatywny ryzyka wypłat poręczeń, a tym samym ryzyko to może nie być uwidoczniane z odpowiednim wyprzedzeniem w sprawozdaniach finansowych Funduszu.

Wartość utworzonych rezerw

Wartość utworzonych przez Fundusz rezerw według stanu na koniec lat 2018-2020 oraz na koniec I kw. 2021 r. w odniesieniu do sumy aktywnych poręczeń oraz do skorygowanego kapitału poręczeniowego, przedstawia tabela nr 3.7.

Tabela 3.7 Wartość rezerw na ryzyko związane z udzielonymi poręczeniami

	XII.2018	XII.2019	XII.2020	III.2021
Rezerwy celowe (tys. zł)	2 214,3	2 080,1	1 620,6	1 343,4
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	137,9	137,9	600,0	1 200,0
Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)	2 352,2	2 218,0	2 220,6	2 543,4
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	2,7%	2,7%	2,5%	2,6%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	0,2%	0,2%	0,9%	2,3%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	2,9%	2,9%	3,5%	4,9%
Rezerwy celowe / Skorygowany kapitał poręczeniowy	6,7%	6,0%	4,7%	3,8%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Skorygowany kapitał poręczeniowy	0,4%	0,4%	1,7%	3,4%
Rezerwy razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	7,2%	6,4%	6,5%	7,2%

Źródło: FRiPWW S.A., obliczenia własne

Wartość utworzonych przez FRiPWW rezerw celowych na poręczenia zagrożone oscylowała w ciągu ostatnich kilku lat w zakresie ok. 2,1-4,3 mln zł. Rezerwy te w odniesieniu do łącznej wartości poręczeń aktywnych na ryzyku własnym kształtowały się na poziomie 2,5-6,5%. Najwyższą wartość z tego zakresu wskaźnik ten osiągnął w II kwartale 2014 roku, a najniższą na koniec 2017 roku.

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 FRiPWW uwzględniamy konieczność doliczenia w poszczególnych okresach ewentualnych dodatkowych rezerw celowych (w stosunku do wartości rezerw utworzonych przez Fundusz), tak aby wskaźnik relacji rezerw celowych do wartości poręczeń na ryzyku własnym wynosił co najmniej 4%. Stosowne wyliczenia dotyczące lat 2018-2020 oraz I kw. 2021 roku zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.8.

Tabela 3.8 Wartość dodatkowo naliczonych rezerw na ryzyko udzielonych poręczeń

	XII.2018	XII.2019	XII.2020	III.2021
Wskaźnik dodatkowych rezerw celowych	1,3%	1,3%	1,5%	1,4%
Wartość dodatkowych rezerw celowych (tys. zł)	1 006,6	957,3	940,8	722,3
Rezerwy celowe razem* (utw. przez FRiPWW oraz dodatkowe)	3 220,9	3 037,4	2 561,3	2 065,7
Rezerwy celowe razem* / Aktywne poręcz. na ryzyku własnym	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Rezerwy celowe razem* / Skorygowany kapitał poręczeniowy	9,8%	8,7%	7,5%	5,9%

* dotyczy rezerw celowych na poręczenia udzielone w ramach kapitału własnego

Źródło: EuroRating

Konieczność doliczania dodatkowych rezerw celowych występowała w okresie od III kw. 2015 r. do I kw. 2017 r. oraz od III kw. 2017 r. do I kw. 2021 r. Zmiana salda dodatkowych rezerw celowych uwzględniana jest w skorygowanych wynikach finansowych (patrz tabela nr 3.2), a saldo tych rezerw pomniejsza skorygowany kapitał własny Funduszu (tabela 3.5 wiersz [3]).

FRiPWW tworzy także rezerwę na ryzyko ogólne, która najwyższy poziom (2,1 mln zł) osiągnęła w latach 2014-2015, w kolejnych latach rezerwa ta w większości została rozwiązana. W IV kw. 2020 roku oraz w I kw. 2021 roku rezerwa ogólna została ponownie zwiększona do 1,2 mln zł. Tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne służyć ma łagodzeniu w przyszłości w pewnym stopniu wpływu wahań jakości portfela poręczeń na bieżącą księgową wartość wyniku netto. Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne jest jednak neutralne, bowiem według metodologii stosowanej przez EuroRating wpływ tej rezerwy na wynik finansowy i na 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 od przełomu I II kwartału 2020 r. światowej pandemii koronawirusa Covid-19 i związane z tym wprowadzone (również w Polsce) ograniczenia w prowadzeniu działalności bardzo wielu przedsiębiorstw i branż, spodziewane spowolnienie wzrostu zamieniło się w recesję (spadek realnego PKB).

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

Powyższe problemy zostały w pewnym stopniu złagodzone przez działania 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 przełożył się negatywnie na sytuację finansową i wypłacalność bardzo wielu przedsiębiorstw z sektora MŚP, które są klientami funduszy poręczeniowych. W efekcie w ciągu kolejnych kwartałów należy spodziewać się wzrostu wskaźnika wypłat poręczeń (wypłaty mogą następować ze znacznym opóźnieniem w stosunku do pogorszenia jakości portfela kredytów w bankach).

Z punktu widzenia osiągniętych przez fundusze poręczeniowe wyników finansowych istotnym czynnikiem makroekonomicznym jest także utrzymywanie przez RPP stóp procentowych NBP na poziomie zbliżonym do zera. Prawdopodobne jest, że wysoka inflacja skłoni RPP w kolejnych kwartałach do dokonywania stopniowych podwyżek stóp procentowych, jednak proces ten będzie prawdopodobnie rozłożony w czasie, a ponadto ze względu na występującą obecnie wysoką

nadpłynność w bankach oprocentowanie lokat będzie prawdopodobnie rość znacznie wolniej od oficjalnych stóp procentowych.

Historia kredytowa i stabilność sytuacji finansowej Funduszu

Od momentu rozpoczęcia przez Fundusz Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego działalności operacyjnej (tj. od roku 2002) sytuacja finansowa Funduszu była dobra i stabilna.

Wartość skorygowanego mnożnika kapitału własnego przyjmowała dotychczas bezpieczne wartości. Wskaźnik wypłaty poręczeń praktycznie w całej dotychczasowej historii Funduszu był bardzo niski. Stabilność większości wskaźników finansowych była dotychczas stosunkowo wysoka.

W czasie swojej dotychczasowej 19-letniej historii działalności Fundusz nie miał żadnych problemów z wypłacalnością. Nie występowały także okresy podwyższonego ryzyka kredytowego.

Bezpieczeństwo i efektywność lokat środków pieniężnych

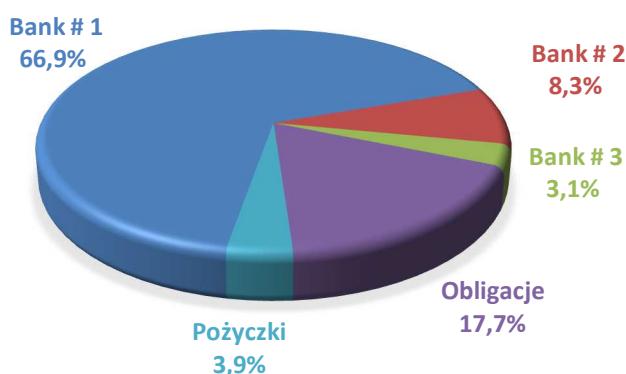
Ponieważ posiadane przez fundusz poręczeniowy środki pieniężne stanowią główne (a często jedyne) zabezpieczenie udzielanych przez niego poręczeń, kwestia bezpieczeństwa inwestycji aktywów funduszu należy do najważniejszych elementów oceny jego ryzyka kredytowego.

W obszarze oceny dokonywanych przez Fundusz lokat środków pieniężnych kilka kwestii budzi nasze zastrzeżenia. Po pierwsze – FRiPWW nie ma procedury określającej politykę inwestycyjną oraz zasady oceny ryzyka kredytowego podmiotów, którym Fundusz powierza swoje środki pieniężne. Z informacji uzyskanych od zarządu spółki wynika jedynie, że Fundusz stara się nie lokować więcej niż 1/3 posiadanych środków w jednym banku. Zasadę tą należałoby ocenić pozytywnie, jednak sama w sobie nie jest ona wystarczającą gwarancją odpowiedniej dywersyfikacji i bezpieczeństwa lokat – tym bardziej, że reguła ta w poprzednich latach w praktyce nie była przestrzegana.

Po drugie – z brakiem w/w procedury wiąże się fakt, że Fundusz nie przeprowadza formalnej i wiarygodnej (tj. opartej m.in. na sprawozdaniach finansowych i/lub ratingach przyznawanych przez agencje ratingowe) oceny ryzyka kredytowego poszczególnych banków i innych podmiotów, którym Fundusz powierza środki pieniężne.

Po trzecie – z brakiem analizy ryzyka banków wiąże się fakt, że Fundusz lokuje okresowo znaczną część środków w instytucjach charakteryzujących się podwyższonym lub nawet wysokim ryzykiem kredytowym.

Wykres 3.4 Struktura inwestycji FRiPWW na koniec I kw. 2021 r.



W ciągu kilku ostatnich lat udział lokat w bankach o podwyższonym bądź wysokim ryzyku sięgał do nawet 55% łącznych środków, jakimi FRiPWW dysponuje.

W latach 2018-2020 Fundusz wycofał większą część środków z bardziej ryzykownych banków, w efekcie czego udział tego typu lokat zmniejszył się do 8% na koniec I kw. 2021 r. Jednakże Fundusz posiada udzielone dwie pożyczki na łączną kwotę 1,9 mln zł, co zwiększa udział środków ulokowanych w podmiotach o wysokim ryzyku do 12%.

Z punktu widzenia oceny ryzyka portfela inwestycji Funduszu wątpliwości może budzić udzielenie przez FRiPWW wspomnianych dwóch pożyczek: na rzecz spółki należącej do samorządu województwa wielkopolskiego CWJ Hipodrom Wola Sp. z o.o. (w 2012 roku), a także pożyczki na kwotę 1,1 mln zł dla spółki zależnej – Finansowanie i Doradztwo Sp. z o.o. (od 2019 roku). Ze względu jednak na fakt, że kwoty tych pożyczek (łącznie 1,9 mln zł) stanowią nadal tylko niecałe 4% łącznych aktywów płynnych Funduszu należy stwierdzić, iż nie wpływa to w sposób istotny na ogólny poziom ryzyka całego portfela inwestycji Funduszu.

Realizowaną przez FRiPWW politykę inwestowania środków pieniężnych, ze względu na częste lokowanie części posiadanej gotówki w bankach charakteryzujących się podwyższonym lub nawet wysokim ryzykiem kredytowym, udzielanie pożyczek podmiotom charakteryzującym się wysokim ryzykiem kredytowym, a także okresowo zbyt wysoką koncentracją portfela lokat, oceniamy negatywnie. Bierzymy przy tym pod uwagę pewną poprawę w tym zakresie, jaka nastąpiła w latach 2018-2020, jednak w przypadku jeżeli Fundusz ponownie inwestowałby dużą część środków w bardziej ryzykownych bankach, miałyby to negatywny wpływ na obecny poziom jego ratingu kredytowego.

Struktura branżowa udzielonych poręczeń

Zestawienie poręczeń udzielonych przez Fundusz w podziale na główne sektory gospodarki w latach 2017-2020 przedstawia tabela nr 3.9.

Tabela 3.9 FRiPWW S.A. – struktura branżowa udzielonych poręczeń

Branża	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
usługi	68,5%	85,2%	85,9%	90,6%
handel	14,0%	4,5%	4,6%	6,9%
produkcja	5,7%	3,6%	4,3%	1,8%
budownictwo	5,9%	3,2%	3,5%	0,4%
inne	5,8%	3,5%	1,7%	0,3%
Razem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych FRiPWW S.A.

Analiza dywersyfikacji portfela poręczeń FRiPWW w ujęciu branżowym jest nieco utrudniona z uwagi na fakt, że Fundusz nie prowadzi tego typu statystyk w odniesieniu do poręczeń aktywnych (prezentowane dane dotyczą poręczeń udzielonych w poszczególnych latach).

Koncentrację branżową udzielanych przez FRiPWW poręczeń oceniamy jako zdecydowanie zbyt wysoką. Według raportowanych przez Fundusz danych, w ciągu ostatnich lat zdecydowana większość (nawet ponad 90%) poręczeń udzielanych było na rzecz tylko jednego sektora – usług. Sprawia to, że portfel poręczeń Funduszu może być szczególnie wrażliwy na ewentualne problemy jednej branży – co może mieć obecnie szczególne znaczenie w kontekście epidemii Covid-19 i związanych z nią ograniczeń w działalności poszczególnych przedsiębiorstw i branż.

Należy zaznaczyć, że czerwcu 2020 roku Województwo Wielkopolskie nabyło od Banku Gospodarstwa Krajowego 60 akcji Funduszu. Odkąd BGK nie jest udziałowcem Funduszu FRiPWW nie prowadzi już sprawozdawczości w zakresie struktury branżowej udzielonych poręczeń, więc ocena tego obszaru od 2021 roku nie będzie już możliwa.

Stosowane procedury wewnętrzne

Istniejące w Funduszu Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego procedury wewnętrzne regulują następujące obszary działalności tej instytucji:

- „Regulamin poręczeń indywidualnych” 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 50% kwoty pożyczki, przy czym łączne zaangażowanie na rzecz jednego klienta nie może przekroczyć 5% zasobów majątkowych Funduszu (dodatkowo uchwała Zarządu ogranicza wartość jednostkowego poręczenia do kwoty 1 mln zł); określa zasady wypłat poręczeń (zakładające m.in. możliwość występowania o wypłatę poręczenia już w momencie wypowiedzenia umowy kredytu/pożyczki); a także określa zasady monitorowania sytuacji ekonomiczno-finansowej kredytobiorców oraz terminowość spłaty kredytów/pożyczek;
- „Regulamin poręczeń portfela transakcji wystandaryzowanych” – określa zasady udzielania poręczeń portfelowych; ogranicza wartość pojedynczego poręczenia do 200 tys. zł i nie więcej niż 70% kwoty kredytu (lub pożyczki); oraz określa zasady współpracy z bankiem (m.in. możliwość wystąpienia przez bank o wypłatę poręczenia bez wcześniejszej egzekucji należności z majątku dłużnika);
- „Regulamin poręczeń dla małych i średnich przedsiębiorców” – określa zasady i tryb postępowania w zakresie udzielania poręczeń dla małych i średnich przedsiębiorstw; określa łączne maksymalne zaangażowanie Funduszu z tytułu udzielonych poręczeń na poziomie trzykrotności posiadanych zasobów majątkowych; oraz ogranicza maksymalną wartość udzielanych poręczeń do wysokości 80% kwoty poręczanego kredytu lub 50% kwoty pożyczki;
- „Regulamin udzielania poręczeń wadialnych” określa zasady i warunki udzielania poręczeń wadialnych, zakres podmiotów, które mogą ubiegać się o takie poręczenie oraz procedury

związane z przyznaniem pakietów wadialnych/indywidualnego poręczenia wadialnego. Maksymalna kwota indywidualnego poręczenia wadialnego może przy tym wynieść 500 tys. zł, a pakietu wadialnego – 1 mln zł;

- „Wzorcowy regulamin współpracy pomiędzy firmą leasingową a Funduszem w zakresie udzielania poręczeń indywidualnych” określa warunki udzielania poręczeń, zabezpieczenia na rzecz Funduszu, warunki udzielania poręczeń, a także wysokość opłat oraz sposób monitorowania i wypłaty poręczeń leasingowych. Maksymalna wartość poręczenia wynosi 5% kapitału poręczeniowego Funduszu, nie więcej jednak niż 80% wartości leasingu;
- „Metodologia oceny ryzyka poręczeniowego” określa zakres, tryb i sposób przeprowadzania oceny wniosków o udzielenie poręczenia oraz analizy ryzyka kredytowego wnioskodawców;
- „Metodologia oceny ryzyka poręczeń leasingowych” określa zakres, tryb i sposób przeprowadzania oceny wniosków o udzielenie poręczenia transakcji leasingu oraz analizy ryzyka kredytowego leasingobiorców;
- „Metodologia oceny ryzyka poręczeń wadialnych” określa zakres, tryb i sposób udzielania poręczeń zapłaty wadium oraz analizy ryzyka kredytowego podmiotów wnioskujących;
- „Regulamin tworzenia rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń” szczegółowo określa sposób, częstotliwość i wysokość tworzenia rezerw celowych oraz rezerwy na ryzyko ogólne;
- „Polityka bezpieczeństwa danych osobowych” określa sposób postępowania z danymi osobowymi klientów oraz wyznacza osobę odpowiedzialną za przetwarzanie danych osobowych (wraz z jej zakresem obowiązków zgodnie z regulaminem).
- „Regulamin udzielania poręczeń indywidualnych w ramach współpracy z Agencją Rozwoju Przemysłu S.A. z siedzibą w Warszawie” szczegółowo określa ogólne zasady i procedury dotyczące udzielania poręczeń w ramach współpracy z ARP.

Generalnie obowiązujące w Funduszu Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego procedury wewnętrzne oceniamy pozytywnie, poza istotnym zastrzeżeniem dotyczącym braku procedury określającej zasady polityki inwestycyjnej Funduszu oraz kryteria wyboru podmiotów, którym Fundusz powierza posiadane środki pieniężne.

Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

Struktura organizacyjna spółki jest w naszej opinii dostosowana zarówno do rodzaju, jak też do skali prowadzonej przez nią działalności. Według stanu na koniec I kwartału 2021 roku Fundusz zatrudniał 15 osób (w tym dwuosobowy Zarząd).

Perspektywy rozwoju i plan finansowy

Długoterminowy plan strategiczny Funduszu zakłada dalsze systematyczne zwiększanie liczby i wartości udzielanych poręczeń. Fundusz przyjmuje, że łączna kwota udzielonych poręczeń nie może przekroczyć pięciokrotności „zasobów majątkowych Funduszu”. Oznaczałoby to, iż Fundusz planuje nieprzekraczanie nieskorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego na poziomie 5. Do poziomu tego FRiPWW zbliżył się w latach 2014-2016. Nie oznaczało to jednak nadmiernego wzrostu ekspozycji Funduszu na ryzyko, ponieważ większość poręczeń podlegała reporeczeniom, co wydatnie redukowało ryzyko własne spółki (mnożnik skorygowanego kapitału własnego wahał się wówczas w zakresie ok. 2-3).

W 2020 roku rozszerzeniu uległ katalog produktów poręczeniowych oferowanych przez FRiPWW. Obok dotychczas udzielanych poręczeń kredytów, pożyczek i leasingów od I kw. 2020 roku Fundusz zaczął udzielać tzw. poręczeń kontraktowych obejmujących, obok poręczeń zapłaty wadium, również poręczenia należytego wykonania umowy, poręczenia usunięcia wad i usterek oraz poręczenia zwrotu zaliczki.

Nawiązano także współpracę z Agencją Rozwoju Przemysłu S.A. W ramach współpracy z ARP Fundusz będzie miał możliwość dotarcia z ofertą do szerszej grupy przedsiębiorstw z sektora MŚP działających w branży przemysłowej.

Na zdolność Funduszu do bezpiecznego kontynuowania aktywnej akcji poręczeniowej wpływ ma obecnie z jednej strony zakończenie budowy portfela w ramach programu JEREMIE 2 (perspektywa na lata 2014-2020), a z drugiej strony rozpoczęcie korzystania od 2020 r. ze wsparcia ze środków w ramach WFR (perspektywa na lata 2007-2013) oraz JEREMIE 2 „COVID”.

W grudniu 2019 roku Fundusz podpisał z Wielkopolskim Funduszem Rozwoju Sp. z o.o. umowę na środki z perspektywy 2007-2013 w ramach „Instrumentu Finansowego Reporeczenie”. Limit reporeczenia wynosi 50 mln zł, do udzielenia będą poręczenia o wartości 62,5 mln zł. Umowa posiada prawo opcji. Łączna wartość opłaty za zarządzanie należnej Funduszowi ma wynieść 2,2 mln zł (wraz z prawem opcji).

W grudniu 2019 roku Fundusz poprzez „Wielkopolskie Konsorcjum Poręczeniowe” podpisał z WFR także drugą umowę w ramach powyższego przetargu. W skład konsorcjum wchodzi FRiPWW (lider) oraz powiązana spółka Finansowanie i Doradztwo Sp. z o.o. (FIDO Sp. z o.o.). Limit reporeczenia wynosi 37,5 mln zł, do udzielenia będą poręczenia o wartości 46,9 mln zł. Umowa także posiada prawo opcji, łączna wartość opłaty za zarządzanie należnej Konsorcjum ma wynieść 1,6 mln zł (wraz z prawem opcji). Wynagrodzenie oraz koszty związane z realizacją w/w umowy pomiędzy członkami Konsorcjum będą dzielone w proporcji 50/50. W przypadku obu umów okres budowy portfela wynosi 2 lata, a maksymalna wartość ekspozycji na klienta jest równa 1 mln zł.

W lipcu 2020 roku Fundusz podpisał z WFR umowę na środki z perspektywy 2007-2013 w ramach „Instrumentu Finansowego Reporęczenie” wspierającego MŚP z obszaru województwa wielkopolskiego negatywnie dotkniętych skutkami epidemii COVID-19. Limit reporęczenia wynosi 100 mln zł, do udzielenia będą poręczenia o wartości 125 mln zł. Łączna wartość opłaty za zarządzanie należnej Funduszowi ma wynieść 3,0 mln zł.

Ponieważ przy udzielaniu nowych poręczeń w ramach WFR Fundusz będzie odpowiadał jedynie za 20-30% ewentualnych wypłat, nowe wsparcie powinno pozwolić mu na ponowne bezpieczne zintensyfikowanie akcji poręczeniowej.

We wrześniu 2020 roku Fundusz zawarł umowę z BGK w ramach projektu JEREMIE 2 „COVID”. Fundusz otrzyma dofinansowanie zwrotne w wysokości 7,5 mln zł, przy wkładzie własnym na poziomie minimum 1,3 mln zł. Zgodnie z umową w dniu 02.10.2020 roku BGK dokonał wpłaty pierwszej transzy w kwocie 3,75 mln zł.

Pomimo wystąpienia od przełomu I i II kwartału 2020 r. światowej pandemii koronawirusa Covid-19 Fundusz prowadził działalność bez zakłóceń, zachowując przy tym wszelkie środki bezpieczeństwa, a pracownicy Funduszu w razie konieczności mogli pracować zdalnie. Fundusz wystąpił z szeregiem propozycji pakietowych do BGK oraz WFR w celu ułatwienia działalności poręczeniowej. Aktualny stan i ryzyko z tytułu zbudowanego portfela Fundusz ocenia jako zadowalający, niemniej jednak prawdopodobne spodziewane skutki gospodarcze pandemii widoczne na poziomie przedsiębiorstw z sektora MŚP mogą być widoczne dopiero w drugiej połowie 2021 roku.

4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

Fundusz Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego w Poznaniu należy do grupy funduszy stosunkowo dużych pod względem wartości posiadanego kapitału poręczeniowego wśród funduszy wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej skupionej wokół Banku Gospodarstwa Krajowego. Jest to przy tym fundusz o zasięgu regionalnym, udzielający poręczeń przedsiębiorstwom z terenu całego województwa wielkopolskiego. Dywersyfikację portfela poręczeń pod względem geograficznym można więc ocenić jako stosunkowo dobrą.

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

Również strukturę pasywów FRiPWW należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe i bezpieczną, co pozytywnie wpływa na nadany Funduszowi rating kredytowy.

Mnożnik kapitału własnego najwyższe dotychczas poziomy (ok. 2,2-2,9) osiągał w latach 2016-2017. Od II kw. 2018 r. FRiPWW zaczął otrzymywać dofinansowanie zwrotne w ramach projektu JEREMIE 2, a od I kw. 2020 r. Fundusz zaczął udzielać poręczeń w ramach nowego projektu WFR, co przyczyniło się do spadku wartości ekspozycji własnej Funduszu na udzielone poręczenia oraz mnożnika. Na koniec I kw. 2021 r. skorygowany mnożnik kapitału własnego wyniósł 1,40.

Istotny spadek ekspozycji własnej FRiPWW na ryzyko udzielonych poręczeń, jaka nastąpiła od roku 2019 z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego należy ocenić pozytywnie, a obecny poziom mnożnika kapitału własnego należy określić jako stosunkowo niski.

Ponieważ Fundusz rozpoczął już korzystanie ze wsparcia akcji poręczeniowej w ramach nowych programów WFR i JEREMIE 2 „COVID”, oczekujemy, że nowe poręczenia będą reporczone lub udzielane ze środków z nowych programów (Fundusz odpowiada środkami własnymi jedynie za odpowiednio 20% i 15% wartości tych poręczeń), co pozwoli na przeniesienie ryzyka nowoudzielanych poręczeń z kapitału własnego Funduszu w większej części na środki w ramach WFR i JEREMIE 2 „COVID”.

Bierzemy jednak jednocześnie pod uwagę fakt, że od 2020 r. FRiPWW udziela na rzecz mikro- i małych przedsiębiorstw nowego rodzaju poręczeń – dotyczących gwarancji rzetelnego wykonania umowy. EuroRating szacuje, że co do zasady ryzyko tego typu poręczeń jest wyższe niż w przypadku klasycznych poręczeń kredytów. W przypadku FRiPWW jest to szczególnie istotne, ponieważ na koniec I kw. 2021 r. wartość poręczeń aktywnych tego typu wyniosła już 41,9 mln zł i stanowiły one już ok. 1/3 łącznego portfela poręczeń.

Ogólną dywersyfikację portfela aktywnych poręczeń Funduszu oceniamy nadal jako dobrą. Z uwagi na fakt, że FRiPWW zakończył budowę portfela w ramach JEREMIE 2, ewentualny wzrost ekspozycji własnej na ryzyko największych klientów byłby czynnikiem negatywnie wpływającym na ocenę ryzyka kredytowego Funduszu. Oczekujemy jednak, że Fundusz będzie udzielał dużych poręczeń głównie w ramach nowych programów WFR i JEREMIE 2 „COVID”, w efekcie czego ryzyko własne z tym związane nie będzie istotnie rosnąć.

W kontekście oceny dywersyfikacji portfela poręczeń **do czynników negatywnych zaliczamy natomiast zbyt wysoką koncentrację branżową portfela poręczeń**, w którym aż ponad 90-procentowy udział miał w ostatnich kwartałach sektor usług. Ponieważ w 2020 r. BGK przestał być udziałowcem FRiPWW, Fundusz zaprzestaje prowadzenia sprawozdawczości w zakresie struktury branżowej udzielonych poręczeń. Ocena tego obszaru od 2021 roku nie będzie już więc możliwa.

Szkodowość portfela poręczeń FRiPWW była dotychczas bardzo niska (roczne wypłaty w relacji do średniej wartości portfela poręczeń nie przekraczały 0,8%, przy średniej dla dziesięciu ostatnich lat na poziomie zaledwie 0,2%), **co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu**

oceniaamy bardzo pozytywnie. Bierzemy jednak pod uwagę fakt, że kryzys związany z pandemią Covid-19 z pewnością przełoży się negatywnie na sytuację finansową i wypłacalność wielu przedsiębiorstw z sektora MŚP (w tym w szczególności w sektorze usług, który zdecydowanie dominuje w strukturze portfela poręczeń FRiPWW). W efekcie w ciągu kolejnych kwartałów można spodziewać się wzrostu wskaźnika wypłat poręczeń.

Osiągane przez FRiPWW wyniki finansowe można określić jako zadowalające. Bierzemy jednak pod uwagę, że na wyniki Funduszu w kolejnych kwartałach negatywną presję może wywierać spodziewane pogorszenie jakości poręczanych kredytów (będące skutkiem epidemii Covid-19), a także niskie przychody finansowe (na skutek utrzymania zerowych stóp procentowych NBP, co z kolei przekłada się na praktycznie zerowe oprocentowania depozytów bankowych).

Oceniając sposób lokowania posiadanych przez Fundusz środków pieniężnych (stanowiących główne zabezpieczenie udzielanych poręczeń) uważamy za konieczne zgłoszenie zastrzeżenia dotyczącego braku posiadania przez FRiPWW procedury określającej politykę inwestycyjną oraz zasady oceny ryzyka kredytowego podmiotów, którym Fundusz powierza swoje płynne aktywa. Brak tej procedury skutkuje w praktyce częstym lokowaniem przez FRiPWW dużej części posiadanej gotówki w bankach charakteryzujących się podwyższonym lub nawet wysokim ryzykiem kredytowym, a także okresowo zbyt wysoką koncentracją portfela lokat.

Realizowaną przez FRiPWW politykę inwestowania środków pieniężnych, ze względu na częste lokowanie części posiadanej gotówki w bankach charakteryzujących się podwyższonym lub nawet wysokim ryzykiem kredytowym, udzielanie pożyczek podmiotom charakteryzującym się wysokim ryzykiem kredytowym, a także okresowo zbyt wysoką koncentracją portfela lokat, oceniamy negatywnie. Bierzemy przy tym pod uwagę pewną poprawę w tym zakresie, jaka nastąpiła w latach 2018-2020, jednak w przypadku jeżeli Fundusz ponownie inwestowałby dużą część środków w bardziej ryzykownych bankach, miałyby to negatywny wpływ na obecny poziom jego ratingu kredytowego.

Na zdolność Funduszu do bezpiecznego kontynuowania aktywnej akcji poręczeniowej wpływ ma obecnie z jednej strony zakończenie budowy portfela w ramach programu JEREMIE 2 (perspektywa na lata 2014-2020), a z drugiej strony rozpoczęcie korzystania od 2020 r. ze wsparcia ze środków w ramach WFR (perspektywa na lata 2007-2013) oraz JEREMIE 2 „COVID”.

Ponieważ przy udzielaniu nowych poręczeń w ramach WFR Fundusz będzie odpowiadał jedynie za 20% ewentualnych wypłat, a w ramach JEREMIE 2 „COVID” za 15%, nowe wsparcie powinno pozwolić mu na ponowne bezpieczne zintensyfikowanie akcji poręczeniowej.

Podsumowując, sytuacja ekonomiczno-finansowa Funduszu Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego S.A. w Poznaniu jest w naszej opinii dobra i stabilna, 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 mieć pozytywny wpływ na ocenę ryzyka kredytowego FRiPWW EuroRating zalicza: ewentualny dalszy spadek poziomu mnożnika skorygowanego kapitału własnego (np. na skutek udzielania większości poręczeń w ramach projektu WFR); trwała poprawa bezpieczeństwa portfela lokat środków pieniężnych poprzez zwiększenie dywersyfikacji lokat przy jednoczesnym wyeliminowaniu udziału lokat w bankach i inwestycji w podmiotach charakteryzujących się podwyższonym i (zwłaszcza) wysokim ryzykiem kredytowym; istotna poprawa generowanych wyników finansowych; ewentualne zmniejszenie ekspozycji na największe udzielane poręczenia; a także znaczne zmniejszenie koncentracji branżowej portfela poręczeń.

Negatywny wpływ na ocenę ratingową Funduszu mogłyby mieć natomiast: ewentualny istotny wzrost poziomu mnożnika kapitału własnego; generowanie ujemnych wyników finansowych, skutkujące m.in. erozją kapitału własnego spółki; ewentualne pogorszenie jakości portfela poręczanych kredytów i istotny wzrost wartości wypłat; wzrost ekspozycji własnej Funduszu na ryzyko największych klientów; a także pogorszenie profilu ryzyka portfela lokat środków pieniężnych (np. na skutek wzrostu udziału lokat w bankach o podwyższonym/wysokim ryzyku kredytowym, dalszego wzrostu koncentracji lokat i/lub udzielania kolejnych pożyczek innym spółkom).

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 Funduszowi Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego S.A. 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 Funduszowi Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego S.A. 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:

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