

Agencja Ratingowa

EuroRatingTM

www.EuroRating.pl

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

e-mail: agencja@eurorating.pl

ul. Szolc-Rogozińskiego 17 lok. 62, 02-777 Warszawa

Warmińsko-Mazurski Fundusz
„Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o.
z siedzibą w Działdowie

Ratingowa ocena
ryzyka kredytowego

Agencja Ratingowa EuroRating

Warszawa

15.12.2011 r.

Główny analityk ratingowy: dr Mirosław Bajda

SPIS TREŚCI

1. Informacje o przyznanym ratingu	3
1.1 Aktualny rating oraz historia ratingu Funduszu	3
1.2 Zakres jakiego dotyczy rating	3
2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie	3
2.1 Dane rejestrowe	3
2.2 Historia Funduszu i przedmiot działalności	4
3. Analiza ekonomiczno-finansowa	6
3.1 Rachunek zysków i strat	6
3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe	12
3.3 Analiza wskaźnikowa	18
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	27
3.5 Ocena czynników niefinansowych	29
4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego	35
5. Skala ratingów Agencji Ratingowej EuroRating	38
6. Warunki korzystania z ratingów	39

1. Informacje o przyznanym ratingu

1.1 Aktualny rating oraz historia ratingu Funduszu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data
A+	stabilna	15.12.2011
A+	stabilna	28.06.2011
A+	stabilna	23.03.2011
A+	stabilna	28.12.2010
A+	stabilna	05.10.2010
A+	stabilna	23.07.2010
A+	stabilna	21.04.2010
A+	stabilna	08.01.2010
A+	stabilna	15.10.2009
A+	stabilna	17.07.2009

1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

Rating przyznany Warmińsko-Mazurskiemu Funduszowi „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o. z siedzibą w Działdowie dotyczy ryzyka związanego z udzielanymi przez Fundusz poręczeniami kredytów bankowych i pożyczek dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Rating określa ryzyko wystąpienia sytuacji, w której Fundusz stanie się niewypłacalny, tzn. nie będzie w stanie terminowo i w pełnej wysokości uregulować zobowiązań wynikających z udzielonych przez niego poręczeń, które zostały postawione w stan wymagalności przez banki (lub inne podmioty) akceptujące te poręczenia.

2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie

2.1 Dane rejestrowe

Przedsiębiorstwo Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o. zarejestrowane jest w Rejestrze Sądowym prowadzonym przez Sąd Rejonowy w Olsztynie, VIII Wydział Gospodarczy KRS, pod numerem KRS 0000217603; numer REGON 519586722; NIP 571-16-19-647. Kapitał zakładowy spółki wynosi 6.880.000 zł (opłacony w całości). Spółka została utworzona na czas nieograniczony.

Siedziba Funduszu mieści się w Działdowie (13-200), przy ul. Wolności 4. Zarząd Spółki jest jednoosobowy – funkcję Prezesa Zarządu od początku działalności pełni Pan Marek Stefanina.

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

**Tabela 2.1 Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o.
– struktura udziałowa**

Lp.	Udziałowcy	Liczba udziałów (szt.)	Kapitał (tys. zł)	Udział
1	Działdowska Agencja Rozwoju S.A.	322	3 220	46,8%
2	Bank Gospodarstwa Krajowego	249	2 490	36,2%
3	Województwo Warmińsko-Mazurskie	50	500	7,3%
4	Wojewódzki Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej w Olsztynie	50	500	7,3%
5	Gmina Miasto Elbląg	5	50	0,7%
6	Powiat Działdowski	5	50	0,7%
7	Powiat Ełcki	5	50	0,7%
8	Powiat Giżycki	2	20	0,3%
RAZEM		688	6 880	100,0%

Największym udziałowcem Funduszu (posiadającym prawie połowę udziałów) jest Działdowska Agencja Rozwoju S.A. – spółka w której ok. 70% akcji posiadają miasto i gmina Działdowo, działająca na zasadach non-profit, powołana w celu wspierania rozwoju miasta Działdowa i terenów go otaczających.

Drugim dużym udziałowcem Funduszu jest Bank Gospodarstwa Krajowego, posiadający ponad 1/3 udziałów. Dwaj najwięksi udziałowcy mają razem 83% udziałów w spółce.

Po 7,3% udziałów należy do Województwa Warmińsko-Mazurskiego oraz Wojewódzkiego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej w Olsztynie. Niewielką liczbę udziałów posiada ponadto kilka lokalnych samorządów z terenu województwa warmińsko-mazurskiego.

2.2 Historia i przedmiot działalności

Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o. został utworzony we wrześniu 2004 roku. Założycielami Funduszu byli: Urząd Marszałkowski Województwa

Warmińsko-Mazurskiego, Działdowska Agencja Rozwoju S.A., Wojewódzki Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej w Olsztynie oraz kilka jednostek samorządowych z terenu województwa warmińsko-mazurskiego.

Fundusz, działający na zasadzie non-profit, powstał w celu zarządzania Regionalnym Funduszem Poręczeniowym, którego głównym zadaniem miało być wspieranie mikro, małych i średnich przedsiębiorstw z terenu województwa warmińsko-mazurskiego poprzez ułatwianie im dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania. Powstanie i działalność Funduszu wpisane były w „Program Rozwoju Regionalnego na lata 2004-2006” Urzędu Marszałkowskiego Województwa Warmińsko-Mazurskiego.

W 2005 roku Fundusz pozyskał nowego udziałowca – Bank Gospodarstwa Krajowego w Warszawie, którego udziały podwyższyły kapitał zakładowy Spółki o 2,49 mln zł ze środków rządowego programu rozbudowy funduszy poręczeniowych „Kapitał dla Przedsiębiorczych”. Dzięki temu Fundusz wszedł w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej, tworzącej sieć lokalnych i regionalnych funduszy poręczeniowych służących wspieraniu finansowemu mikro, małych i średnich przedsiębiorstw.

W kwietniu 2005 roku Fundusz zawarł umowę z PARP o dofinansowanie w kwocie 10 mln zł ze środków unijnych na realizację projektu pod tytułem „Regionalny Fundusz Poręczeniowy dla Województwa Warmińsko-Mazurskiego” w ramach Sektorowego Programu Operacyjnego Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw (SPO-WKP). Dotacja ta istotnie powiększyła w ciągu kolejnych trzech lat kapitał poręczeniowy Funduszu.

W 2005 roku Fundusz otworzył dwa własne Punkty Poręczeniowe (w Ełku i Giżycku), mające na celu zwiększenie dostępności do usług poręczeniowych w odległych od siedziby Funduszu rejonach województwa warmińsko-mazurskiego. W 2008 roku otwarty został trzeci taki punkt – w Olsztynie, a w 2010 roku czwarty – w Elblągu.

Pod koniec 2009 roku Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” zawarł umowę na dofinansowanie działalności poręczeniowej ze środków Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego „Warmia i Mazury” na lata 2007-2013 (RPO). Dofinansowanie to ma charakter zwrotny, a jego łączna kwota wynosi 27,2 mln zł. Otrzymane środki powiększają kapitał poręczeniowy Funduszu.

W grudniu 2010 roku Fundusz zawarł umowę z Województwem Warmińsko-Mazurskim na realizację projektu pn. „Regionalne Centrum Informacji Finansowej dla przedsiębiorców” (RCIF), finansowanego ze środków unijnych. Spółka otrzymać ma dofinansowanie na remont budynku biurowego w Działdowie i jego wyposażenie w kwocie 1,5 mln zł (co pokrywa 85%

całkowitych kosztów). W ramach realizacji tego projektu WMFPK otworzył pięć punktów informacyjnych dla przedsiębiorców (w Działdowie, Elblągu, Ełku, Giżycku i Olsztynie), gdzie konsultanci świadczą bezpłatne usługi informacyjno-doradcze dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w zakresie możliwości pozyskiwania finansowania działalności gospodarczej.

W czerwcu 2011 roku WMFPK zawarł kolejną umowę na wsparcie akcji poręczeniowej ze środków unijnych, w ramach Programu Operacyjnej Rozwój Polski Wschodniej (RPW). Wsparcie w ramach tego programu polega na uzyskiwaniu przez Fundusz reporeczeń na udzielane poręczenia ze środków będących w dyspozycji Menedżera Projektu. Fundusz otrzymał limit reporeczeń w kwocie 15 mln zł.

3. Analiza ekonomiczno-finansowa

3.1 Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o. za lata 2008-2010 * oraz za okres I-III. kw. 2011 roku przedstawia tabela nr 3.1.

Przychody ze sprzedaży

Na przychody ze sprzedaży składały się w ostatnich latach w przytłaczającej większości przychody z tytułu prowizji i opłat od udzielanych poręczeń. W roku 2008 niewielką część (ok. 14%) przychodów spółki stanowiły przychody z tytułu świadczeń promocyjnych na rzecz odbiorców zewnętrznych oraz odpłatnej organizacji spotkania Krajowej Grupy Poręczeniowej, a także przychody z tytułu najmu posiadanego lokalu (w 2008 roku było to zaledwie 0,5% ogółu przychodów). W latach 2009-2010 całość przychodów ze sprzedaży pochodziła z prowizji od udzielonych poręczeń.

W latach 2007-2010 wartość przychodów ze sprzedaży charakteryzowała się tendencją wzrostową, co związane było przede wszystkim ze znacznym wzrostem liczby i wartości udzielanych w tym czasie przez WMFPK poręczeń. W ciągu pierwszych trzech kwartałów roku bieżącego nastąpił już jednak lekki spadek (o ok. 15% w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego) liczby i wartości udzielanych poręczeń, co wpłynęło na obniżenie wartości przychodów z prowizji od udzielanych poręczeń.

* Roczne sprawozdania finansowe Funduszu podlegają badaniu przez biegłego rewidenta.

**Tabela 3.1 Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o.
 – rachunek zysków i strat za lata 2008-2010 i I-III. kw. 2011 (tys. zł)**

Rachunek zysków i strat	Za rok 2008	Za rok 2009	Za rok 2010	Za okres I-IX.2011
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY	240,2	329,2	360,7	174,4
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	248,2	326,7	348,6	162,6
II. Zmiana stanu produktów	(8,0)	2,6	12,5	11,8
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	684,0	820,2	1 166,2	1 260,4
I. Amortyzacja	25,2	27,6	86,0	277,1
II. Zużycie materiałów i energii	43,6	53,3	109,9	102,0
III. Usługi obce, w tym:	167,5	181,2	326,7	200,4
IV. Podatki i opłaty	8,4	13,7	12,8	14,4
V. Wynagrodzenia	330,9	405,4	488,7	520,2
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	67,1	76,8	88,4	104,4
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	41,4	61,8	53,6	42,0
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(443,8)	(490,9)	(805,4)	(1 086,1)
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	138,9	616,0	1 814,5	1 498,1
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	0,3	-
II. Dotacje	6,0	7,6	51,5	5,4
III. Inne przychody operacyjne	132,9	608,4	1 762,7	1 492,7
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	531,3	980,5	1 409,6	553,2
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	-	679,5	17,5
III. Inne koszty operacyjne	531,3	980,5	730,1	535,7
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(836,2)	(855,4)	(400,6)	(141,2)
G. PRZYCHODY FINANSOWE	1 044,5	1 026,0	764,9	598,3
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	1 044,5	1 025,7	764,9	598,0
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	-	0,3	-	0,3
H. KOSZTY FINANSOWE	0,0	0,3	21,2	31,5
I. Odsetki	0,0	0,3	21,2	31,5
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	-	-	-	-
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	208,2	170,3	343,2	425,6
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	208,2	170,3	343,2	425,6
L. PODATEK DOCHODOWY	101,7	86,8	229,0	64,8
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIJSZ. ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	106,5	83,5	114,1	360,8

Jeszcze istotniejszym czynnikiem, który wpłynął na znaczący spadek przychodów ze sprzedaży wykazanych w RZiS za pierwsze trzy kwartały b.r. jest fakt, że przychody z prowizji od poręczeń udzielonych w ramach projektu RPO WiM nie są wykazywane w rachunku zysków i strat, lecz bezpośrednio powiększają bilansową wartość środków projektu (poz. B.II pasywów). W okresie I-IX.2011 r. wartość prowizji z tytułu realizacji projektu RPO WiM wyniosła 119,7 tys. zł. Przy uwzględnieniu tej kwoty łączne przychody z prowizji zmalały już tylko nieznacznie (o 8%) w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego.

Koszty operacyjne

Do głównych składników kosztów rodzajowych Funduszu należą wynagrodzenia i świadczenia pracownicze, stanowiące razem ok. 50% łącznych kosztów działalności operacyjnej.

W II. kwartale 2011 roku nastąpił istotny wzrost wartości amortyzacji (po trzech kwartałach b.r. stanowiła ona 22% łącznych kosztów rodzajowych), spowodowany rozpoczęciem tworzenia odpisów amortyzacyjnych na oddany do użytku lokal biurowy oraz faktem, że Fundusz dokonał jednorazowej amortyzacji środków trwałych w kwocie 196 tys. zł.

Do istotnych składników kosztów operacyjnych zaliczyć należy również usługi obce, których udział kształtował się w ostatnich latach na poziomie ok. 20-25%.

Koszty działalności operacyjnej stale przekraczały wartość generowanych przychodów prowizyjnych, w wyniku czego WMFPK osiągał ujemny wynik brutto ze sprzedaży. Wartość straty ze sprzedaży do roku 2009 przyrastała w umiarkowanym tempie kilkudziesięciu tysięcy złotych rocznie. W roku 2010, na skutek silnego wzrostu wartości poniesionych kosztów działalności operacyjnej (wzrost o 42% rok do roku), przy jednoczesnym niewielkim wzroście wartości przychodów ze sprzedaży, strata brutto ze sprzedaży zwiększyła się do 805,4 tys. zł (wobec 491 tys. zł w roku 2009). Pierwsze trzy kwartały roku bieżącego upłynęły pod znakiem dalszego wzrostu ponoszonych kosztów (w okresie I-IX.2011 ich wartość przekroczyła już wartość kosztów poniesionych w całym roku 2010). Przy jednoczesnym znaczącym spadku przychodów ze sprzedaży spowodowało to dalszy wzrost straty ze sprzedaży – do 1,1 mln zł w ciągu pierwszych trzech kwartałów b.r.

Przy ocenie wyniku brutto ze sprzedaży należy jednak wziąć pod uwagę fakt, że WMFPK od 2010 roku realizuje nowe projekty dofinansowywane ze środków unijnych

(RPO, RCIF oraz – od II. połowy 2011 roku – RPW). Wiąże się to z ponoszeniem dodatkowych kosztów, które w rachunku zysków i strat ujmowane są na poziomie kosztów z działalności operacyjnej. Koszty te podlegają jednak refundacji w ramach realizowanych projektów. Refundacja ta (w roku 2010 wynosząca 696,4 tys. zł, a w ciągu pierwszych trzech kwartałów b.r. 1.348,1 tys. zł) ujmowana jest przy tym na niższym poziomie RZiS – w pozostałych przychodach operacyjnych.

Przy uwzględnieniu otrzymywanych przez Fundusz zwrotów kosztów związanych z realizacją projektów RPO, RCIF i RPW, wynik brutto ze sprzedaży uległby w ostatnim czasie istotnej poprawie (w 2010 roku strata zmniejszyłaby się do 109 tys. zł, a w okresie I-III. kw. 2011 r. wynik byłby już dodatni na poziomie 262 tys. zł).

Generalnie ujemny lub oscylujący wokół zera wynik brutto ze sprzedaży traktujemy jako zjawisko typowe dla działalności funduszy poręczeniowych nie nastawionych na maksymalizację zysku. W przypadku WMFPK wartość straty na tym poziomie RZiS do roku 2009 można było określić jako umiarkowaną (stanowiła ona równowartość ok. 1-2% kapitału poręczeniowego).

Pomimo istotnego nominalnego wzrostu straty brutto ze sprzedaży w roku 2010 i w okresie I-III. kw. 2011 r., przy uwzględnieniu uzyskiwanej przez WMFPK refundacji istotnej części ponoszonych kosztów operacyjnych, sytuacja uległa w ostatnim czasie nawet pewnej poprawie.

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

Do 2009 roku na pozostałe przychody operacyjne spółki Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o. składały się głównie drobne dotacje (z Powiatowego Urzędu Pracy na utworzenie stanowiska pracy) oraz przychody z tytułu rozwiązywania utworzonych wcześniej rezerw celowych.

W roku 2010 wartość „dotacji” (poz. D.II) powiększyły przychody z tytułu realizacji projektu RCIF w kwocie 17,8 tys. zł.

Od roku 2010 WMFPK wykazuje w pozycji D.III – „inne przychody operacyjne”, oprócz wartości rozwiązywanych rezerw (1.084,1 tys. zł w roku 2010 oraz 141,6 tys. zł w okresie I-III. kw. 2011 r.), także naliczane kwoty refundacji kosztów operacyjnych ponoszonych w ramach programów RPO, RCIF oraz RPW. W roku 2010 była to kwota 696,4 tys. zł, a w ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy bieżącego roku 1.348,1 tys. zł.

W latach 2006-2007 Fundusz księgował tworzenie rezerw celowych i na ryzyko ogólne w kosztach finansowych (pozycja H.IV). W roku 2008 sposób księgowania tworzonych rezerw uległ zmianie – nowo utworzone rezerwy stanowią „inne koszty operacyjne” (pozycja E.III). Również kwoty wykazywane w tej pozycji w roku 2009 dotyczą prawie w całości utworzonych w tych okresach rezerw celowych i na ryzyko ogólne.

W roku 2010 Fundusz zmienił zasady ujmowania wypłaconych poręczeń w RZiS. Dotychczas wypłaty poręczeń księgowane były jako odpisy aktualizacyjne (poz. E.II) z tytułu wypłaconych poręczeń, oraz równolegle rozwiązywaniu podlegały utworzone wcześniej rezerwy celowe w pozycji D.III („inne przychody operacyjne”). Od 2011 roku Fundusz zaprzestał prezentowania w RZiS odpisu aktualizacyjnego z tytułu wypłaconych poręczeń oraz rozwiązywanych rezerw na wypłacane poręczenia.

Głównie za sprawą przychodów z tytułu refundacji kosztów realizacji projektów operacyjnych finansowanych przez UE (RPO, RCIF oraz RPW) strata z działalności operacyjnej WMFPK uległa istotnemu zmniejszeniu w roku 2010 oraz w ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy roku bieżącego.

Przychody i koszty finansowe

Uzyskiwane przez WMFPK przychody finansowe związane były z odsetkami z lokat środków pieniężnych. Ich systematyczny wzrost do roku 2007 wynikał przede wszystkim ze wzrostu stanu środków pieniężnych (co związane było głównie z otrzymywanymi przez Fundusz dotacjami z PARP w ramach programu SPO-WKP), a w roku 2008 dynamiczny wzrost przychodów z tego tytułu wynikał także z istotnego wzrostu oprocentowania lokat bankowych.

Warto zaznaczyć, że duży wzrost stanu środków pieniężnych, jaki nastąpił pod koniec 2009 roku po otrzymaniu przez WMFPK dofinansowania w ramach RPO, nie przełożył się na wzrost wartości przychodów finansowych Spółki wykazywanych w rachunku zysków i strat. Dochody z lokat środków pochodzących z dofinansowania w ramach RPO nie stanowią bowiem przychodów Spółki, lecz powiększają środki projektu RPO (przenoszone są bezpośrednio do pasywów bilansu w poz. B.II. – „zobowiązania długoterminowe”).

W roku 2010 miał miejsce istotny, 25-procentowy spadek przychodów z odsetek od lokat środków pieniężnych, wynikający głównie z ogólnego spadku oprocentowania lokat bankowych. W ciągu pierwszych trzech kwartałów b.r. dochody z lokat ustabilizowały się na poziomie z roku ubiegłego.

Pomijając kwoty związane z tworzonymi przez Fundusz w latach 2006-2007 rezerwami celowymi i na ryzyko ogólne (księgowanymi wówczas w pozycji H.IV – „inne koszty finansowe”), WMFPK do roku 2009 wykazywał znikome koszty finansowe (związane z odsetkami od należności budżetowych i z tytułu rozliczeń z kontrahentami).

Od III. kwartału 2010 roku Fundusz zaczął ponosić koszty odsetek od zaciągniętego kredytu inwestycyjnego na remont budynku, który od II. połowy 2010 roku jest siedzibą Funduszu.

Saldo przychodów i kosztów finansowych było w całym analizowanym okresie dodatnie i wysokie, co w sposób bardzo istotny wpływało na wypracowywany przez Fundusz wynik finansowy.

Wynik brutto i netto

W ciągu ostatnich lat osiągnęte przez WMFPK przychody z odsetek pozwalały na pokrycie ujemnego wyniku na działalności operacyjnej i wykazywanie przez Fundusz niewielkiego dodatniego księgowego wyniku finansowego brutto i netto.

Przyjęta przez Agencję Ratingową EuroRating metodyka oceny ryzyka funduszy poręczeniowych zakłada jednak, iż w celu oceny faktycznego wyniku finansowego w ujęciu ekonomicznym i rzeczywistej rentowności Funduszu dokonuje się korekt księgowej wartości wyniku netto o ewentualne kwoty otrzymanych dotacji (jeśli były księgowane poprzez RZiS), zmiany salda rezerwy na ryzyko ogólne oraz ewentualne bezpośrednie odpisy kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych.

Ponieważ WMFPK nie księgował otrzymywanych w latach 2005-2008 dotacji w ramach programu SPO-WKP poprzez rachunek zysków i strat, lecz bezpośrednio w bilansie, dotacje te nie miały wpływu na księgową wartość wyniku Funduszu.

Z kolei drobne kwoty „dotacji” (poz. D.II) wykazywane w RZiS w latach 2005-2011 dotyczą głównie refundacji kosztów utworzenia stanowisk pracy, a także (w roku 2010) refundacji kosztów związanych z realizacją projektu RCIF. Dotacje te nie są więc związane z dopłatami do kapitału poręczeniowego i nie wpływają na skorygowany wynik finansowy wykazywany w wierszu [1] tabeli nr 3.2 (wartości te są zatem równe księgowemu wynikowi netto wykazywanemu w sprawozdaniach finansowych).

Na wartość skorygowanego wyniku finansowego Funduszu wpływały natomiast zmiany stanu rezerwy na ryzyko ogólne. Rezerwa ta, w odróżnieniu od rezerw celowych, które

również obciążają wynik finansowy Funduszu, nie jest związana bezpośrednio z poręczeniami zagrożonymi. W praktyce służy ona łagodzeniu wahań jakości portfela poręczeń na księgowy wynik netto Funduszu. Wynik finansowy w ujęciu ekonomicznym powinien być więc korygowany o zmiany salda rezerwy na ryzyko ogólnej w poszczególnych okresach [2].

Skorygowany wynik finansowy WMFPK dla lat 2008-2010 oraz za okres I-III kw. 2011 roku zaprezentowany został w tabeli nr 3.2.

**Tabela 3.2 Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o.
– wynik po uwzględnieniu dotacji i zmiany rezerwy ogólnej (tys. zł)**

Lp.	Wynik skorygowany	2008	2009	2010	I-IX. 2011
1	Wynik bez dotacji	106,5	83,5	114,1	360,8
2	Wynik bez dotacji i zmiany stanu rezerwy na ryzyko ogólne	350,2	-252,5	234,1	460,8

Po skorygowaniu wpływu zmiany stanu rezerwy na ryzyko ogólne wynik Funduszu w latach 2004-2008 osiągał dodatnie i rosnące wartości.

W roku 2009, głównie na skutek utworzenia stosunkowo wysokich rezerw celowych na ryzyko wypłaty poręczeń zagrożonych (czemu towarzyszyło również rozwiązanie całej utworzonej wcześniej rezerwy na ryzyko ogólne), skorygowany wynik finansowy WMFPK po raz pierwszy osiągnął wartość ujemną.

W 2010 roku skorygowany wynik Funduszu ponownie osiągnął wartość dodatnią. W ciągu pierwszych trzech kwartałów roku 2011 skorygowany wynik uległ dalszej poprawie i osiągnął najwyższą w dotychczasowej historii WMFPK wartość 460,8 tys. zł.

Osiągnięcie przez Fundusz generalnie dodatniego (i w ostatnim czasie rosnącego) skorygowanego wyniku finansowego z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego należy ocenić pozytywnie.

3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

Bilans Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o. zaprezentowany został w dwóch tabelach. Tabela nr 3.3 przedstawia aktywa, natomiast tabela nr 3.4 – pasywa Funduszu według stanu na koniec lat 2008-2010 oraz na koniec III. kwartału 2011 roku.

Aktywa

Tabela 3.3 Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o.
 – bilans (aktywa) na koniec lat 2008-2010 oraz III. kw. 2011 r. (tys. zł)

Bilans - Aktywa	Na dzień 31.12.2008	Na dzień 31.12.2009	Na dzień 31.12.2010	Na dzień 30.09.2011
A. AKTYWA TRWAŁE	616,6	722,5	2 296,4	5 037,5
I. Wartości niematerialne i prawne	9,9	2,0	4,0	3,4
II. Rzeczowe aktywa trwałe	352,2	669,9	1 530,4	2 472,1
III. Należności długoterminowe	-	-	-	-
IV. Inwestycje długoterminowe	250,0	50,0	762,0	2 562,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	4,5	0,6	-	-
B. AKTYWA OBROTOWE	17 345,4	43 479,1	43 434,7	41 804,2
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	26,4	531,6	10,7	1 340,7
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	26,4	8,2	10,7	1 340,7
a) z tytułu dostaw i usług	12,1	8,1	9,0	13,1
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	-	-	-	-
c) inne	14,4	0,1	1,7	1 327,6
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
3. Należności z tytułu wypłaconych poręczeń		523,4	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	17 121,0	42 623,4	42 511,6	40 413,2
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	17 121,0	42 623,4	42 511,6	40 413,2
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	17 121,0	42 623,4	42 511,6	40 413,2
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	72,8	123,1	22,9	50,6
- inne środki pieniężne	17 048,1	42 500,2	42 488,7	40 362,5
- inne aktywa pieniężne	-	-	-	-
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	198,0	324,1	912,5	50,3
AKTYWA RAZEM	17 961,9	44 201,5	45 731,1	46 841,7

Struktura aktywów WMFPK nie odbiega zasadniczo od typowej dla działalności funduszu poręczeniowego: majątek Spółki stanowią w przytłaczającej większości aktywa krótkoterminowe (obrotowe).

Na **majątek trwały** Spółki (stanowiący na koniec III. kwartału b.r. 10,8% sumy aktywów) składają się głównie rzeczowe aktywa trwałe oraz inwestycje długoterminowe.

Rzeczowe aktywa trwałe (A.II) wykazywane w bilansie WMFPK (stanowiące na koniec września b.r. 5,3% łącznych aktywów Spółki) składały się z pozycji „budynki

i lokale” (2.328,9 tys. zł), „grunty” (81,1 tys. zł) oraz „urządzenia techniczne i maszyny” (7,3 tys. zł) i „inne aktywa trwałe” (54,8 tys. zł).

Największą pozycję rzeczowych składników majątku trwałego Spółki stanowi zakupiony przez WMFPK w 2006 roku budynek biurowy zlokalizowany w Działdowie, przy ul. Wolności 4 (w budynku tym mieści się obecnie siedziba Funduszu). Wartość budynku podwyższona została przy tym w ostatnim czasie w efekcie poniesionych nakładów na generalny remont.

Kwota 250 tys. zł „**inwestycji długoterminowych**” (pozycja A.IV) wykazywana w bilansie na koniec roku 2008 dotyczy zakupionych przez Fundusz w 2007 roku 3-letnich certyfikatów depozytowych jednego z banków. Wartość tą można zatem traktować jako jedną z form lokat środków pieniężnych Funduszu, która – ze względu na długoterminowy charakter – zaksięgowana została w aktywach trwałych.

W 2009 roku w „inwestycjach długoterminowych” wykazana została kwota 50 tys. zł, która związana jest z objęciem przez WMFPK udziałów w nowopowstałej spółce Krajowa Grupa Poręczeniowa Sp. z o.o. (będącej spółką celową powołaną do wspierania działalności funduszy poręczeniowych, w których udziałowcem jest Bank Gospodarstwa Krajowego).

Na koniec III. kwartału b.r. na kwotę 2.562 tys. zł „inwestycji długoterminowych”, oprócz wspomnianej wyżej wartości udziałów w spółce KGP Sp. z o.o., składały się: długoterminowa lokata bankowa (1.800 tys. zł) oraz gwarancja bankowa (712 tys. zł) stanowiąca zabezpieczenie zaciągniętego przez WMFPK kredytu na remont i przebudowę siedziby Spółki.

Na **aktywa obrotowe** Funduszu w całym analizowanym okresie składały się „należności krótkoterminowe”, „inwestycje krótkoterminowe” (stanowiące niemal całość aktywów obrotowych) oraz „krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe”.

W roku 2008 miała miejsce pierwsza większa wypłata poręczenia – na kwotę 14,4 tys. zł. Należność z tytułu wypłaconego poręczenia wykazana została w aktywach bilansu w pozycji B.II.2.c aktywów – „należności krótkoterminowe - inne”. Od roku 2009 Fundusz wykazywał należności z tego tytułu w osobnej pozycji aktywów B.II.3 – „należności z tytułu zapłaconych poręczeń”.

Do roku 2010 obowiązujące w Warmińsko-Mazurskim Funduszu „Poręczenia Kredytowe” zasady rachunkowości określały, iż na wypłacone poręczenia nie były tworzone od razu odpisy na utratę wartości i Fundusz wykazywał należności z tytułu wypłaconych poręczeń w aktywach bilansu do momentu, kiedy uzyska informacje o braku możliwości

egzekucji należności z tytułu poszczególnych wypłaconych poręczeń. Taki sposób wykazywania w bilansie należności z tytułu wypłaconych poręczeń nie miał przy tym wpływu na wartość kapitałów własnych Funduszu ani na wynik finansowy, ponieważ należnościom z tytułu wypłaconych poręczeń odpowiadają utworzone rezerwy celowe, wykazywane w rachunku zysków i strat oraz w pasywach bilansu (wyższa była jedynie suma bilansowa).

Zasady dotyczące ujmowania wypłaconych poręczeń zostały zmienione w II. kwartale 2010 roku. Na należności z tytułu wypłaconych poręczeń tworzone są odpisy aktualizacyjne (czemu towarzyszy rozwiązywanie rezerw celowych) i należności te nie są obecnie już wykazywane w aktywach bilansu.

Od 2010 roku Fundusz wykazuje natomiast stosunkowo duże kwoty „innych należności krótkoterminowych” (poz. B.II.2.c). Składają się na nie głównie należności z tytułu refundacji wydatków kwalifikowanych (kosztów) związanych z realizacją programów unijnych RPO, RCIF oraz RPW.

Przytłaczającą większość aktywów obrotowych (powyżej 95%) stanowiła w całym analizowanym okresie pozycja B.III – „**inwestycje krótkoterminowe**”, które w całości składały się ze środków pieniężnych lokowanych w bankach.* Warto przy tym zaznaczyć, że większa część tej pozycji bilansowych aktywów Funduszu pochodzi z dofinansowania zwrotnego w ramach RPO „Warmia i Mazury”.

Pasywa

Struktura pasywów bilansu WMFPK podlegała w ostatnich latach dużym wahaniom, na co wpływ miał przede wszystkim sposób księgowania otrzymywanych przez Fundusz dotacji w ramach SPO-WKP oraz dofinansowania w ramach RPO.

Udział bilansowej wartości **kapitału własnego** w sumie pasywów malał w latach 2004-2007 (do zaledwie 42% w roku 2007), jednak wynikało to niemal wyłącznie ze wzrostu wartości zobowiązań długoterminowych (poz. B.II) – w której to pozycji księgowane były do momentu rozliczenia programu (tj. do roku 2008) dotacje z PARP w ramach SPO-WKP.

Ponieważ przez cały czas istniało bardzo duże prawdopodobieństwo pozytywnego rozliczenia dotacji i docelowego zaksięgowania otrzymanych dotacji do kapitałów własnych Funduszu, dla celów analizy struktury bilansu kwoty wykazywane w pozycji B.II pasywów

* Kwestia bezpieczeństwa, płynności i efektywności lokat środków pieniężnych Funduszu omówiona została szerzej w punkcie 3.5.

można traktować jako część kapitałów własnych funduszu. Tak skorygowany kapitał własny miał w latach 2004-2007 około 98-99,9% udział w łącznych pasywach.

**Tabela 3.4 Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o.
– bilans (pasywa) na koniec lat 2008-2010 oraz III. kw. 2011 r. (tys. zł)**

Bilans - Pasywa	Na dzień 31.12.2008	Na dzień 31.12.2009	Na dzień 31.12.2010	Na dzień 30.09.2011
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	17 158,6	17 242,1	17 356,3	17 717,1
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	6 880,0	6 880,0	6 880,0	6 880,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	64,5	75,5	83,9	95,4
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	10 107,6	10 203,1	10 278,2	10 380,9
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-	-
VIII. Zysk (strata) netto	106,5	83,5	114,1	360,8
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	803,3	26 959,4	28 374,8	29 124,7
I. Rezerwy na zobowiązania	583,1	951,8	593,4	975,0
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	583,1	951,8	593,4	975,0
II. Zobowiązania długoterminowe	-	25 871,4	27 567,0	28 104,0
III. Zobowiązania krótkoterminowe	215,4	119,2	206,3	45,7
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	215,4	119,2	196,8	42,4
- kredyty i pożyczki	-	-	45,8	11,5
- z tytułu dostaw i usług	87,1	74,7	24,0	6,5
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	105,6	41,4	126,9	7,2
- z tytułu wynagrodzeń	19,3	-	-	11,0
- inne	0,7	-	0,1	6,3
3. Fundusze specjalne	2,7	3,2	9,5	3,3
IV. Rozliczenia międzyokresowe	4,8	17,0	8,1	-
PASYWA RAZEM	17 961,9	44 201,5	45 731,1	46 841,7

Łącznie w ramach unijnego programu pomocowego SPO-WKP Warmińsko Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” otrzymał dotację w wysokości 10 mln zł. Po końcowej kontroli PARP kwota ta została w 2008 roku zaksięgowana w kapitale własnym w pozycji A.VI – „pozostałe kapitały rezerwowe”.

W 2008 roku udział kapitału własnego w pasywach zmalał jednak nieco (do 96%), na co wpływ miało zwiększenie rezerw na ryzyko z tytułu udzielanych poręczeń (w tym głównie rezerwy na ryzyko ogólne).

Dużo większy spadek udziału kapitału własnego (do 39%) miał przy tym miejsce w roku 2009, kiedy to WMFPK otrzymał dofinansowanie zwrotne (w kwocie 25,8 mln zł) w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego „Warmia i Mazury” na lata 2007-2013. Kwota ta bardzo istotnie powiększyła sumę bilansową Spółki i została wykazana w aktywach bilansu jako „środki pieniężne” (B.III.c), natomiast po stronie pasywów zaksięgowana została w pozycji B.II – **„zobowiązania długoterminowe”**. W kolejnych kwartałach wartość ta była powiększana o odsetki od lokat środków pochodzących z RPO (zgodnie z warunkami programu nie stanowią one dochodu Funduszu, lecz powiększają środki w ramach projektu RPO). Na koniec III. kwartału b.r. zobowiązania z tego tytułu wynosiły 27.512,1 tys. zł.

W odróżnieniu od dotacji otrzymanych przez WMFPK wcześniej w ramach SPO-WKP, środki z projektu realizowanego w ramach RPO mają charakter zwrotny i w ujęciu ekonomicznym nie mogą być traktowane bezpośrednio jako element kapitału własnego Spółki. Z uwagi na szczególne warunki realizacji tego projektu (co zostało omówione szerzej w punkcie 3.3) środki te stanowią jednak element szerzej rozumianego kapitału poręczeniowego.

Pozycja B.II – „zobowiązania długoterminowe” na koniec III. kwartału b.r. obejmuje przy tym także długoterminowy kredyt bankowy (w kwocie 591,9 tys. zł), jaki WMFPK zaciągnął na remont biurowca, który od czerwca 2010 roku stanowi nową siedzibę Spółki. Fundusz brał na ten cel kredyt, zamiast finansować inwestycję ze środków własnych, aby nie zmniejszać wartości posiadanego kapitału poręczeniowego i możliwości prowadzenia akcji poręczeniowej.

Na pozostałe pozycje wchodzące w skład **„zobowiązań i rezerw na zobowiązania”** składały się głównie rezerwy na ryzyko związane z udzielanymi poręczeniami (poz. B.I.3) oraz zobowiązania bieżące z tytułu dostaw i usług oraz podatków. Drobne kwoty „rozliczeń międzyokresowych” (poz. B.IV) składały się w ostatnich latach głównie z rozliczeń dotyczących otrzymanych przez WMFPK dotacji z Powiatowego Urzędu Pracy na utworzenie stanowiska pracy.

Według stanu na koniec III. kwartału b.r. zobowiązania i rezerwy miały 62-procentowy udział w sumie bilansowej Funduszu.

Pozycje pozabilansowe

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

	2008	2009	2010	IX.2011
Wartość aktywnych poręczeń na koniec okresu (tys.zł)	21 870,7	30 991,9	40 452,6	44 704,0
<i>Dynamika wartości poręczeń (r/r)</i>	16%	42%	31%	11%
Liczba aktywnych poręczeń na koniec okresu (szt.)	300	408	450	454
<i>Dynamika ilości poręczeń (r/r)</i>	17%	36%	10%	1%

Fundusze poręczeniowe księgują udzielane poręczenia jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe.

Wartość portfela aktywnych poręczeń WMFPK rosła dynamicznie od początku działalności Funduszu: z 2,3 mln zł w 2005 roku (pierwszy pełny rok obrotowy) do 40,5 mln zł w 2010 roku i 44,7 mln zł na koniec III. kwartału 2011 roku.

3.3 Analiza wskaźnikowa

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

Skorygowany kapitał poręczeniowy

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

Według metodyki oceny ryzyka funduszy poręczeniowych stosowanej przez Agencję Ratingową EuroRating **wartość kapitału poręczeniowego** obliczana jest według formuły: kapitał własny (z uwzględnieniem ewentualnych niezbędnych korekt) + otrzymane dofinansowanie (jeśli zostało zaksięgowane w pozycjach pasywów innych niż kapitał własny oraz w ujęciu ekonomicznym może być traktowane jako składnik kapitału poręczeniowego) + rezerwa na ryzyko ogólne (rezerwa ta nie ma bezpośredniego związku z poręczeniami zagrożonymi).

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

Lp.		2008	2009	2010	I-IX. 2011
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	16 651	42 556	42 604	42 631
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł) *	17 495	36 596	37 623	38 521
3	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	21 871	30 992	40 453	44 704
4	w tym poręczenia w ramach RPO (tys. zł)			3 332	11 707
5	Mnożnik 1 = [3] / [1]	1,31	0,73	0,95	1,05
6	Mnożnik 2 (skorygowany) = [3] / [2] *	1,25	0,85	1,08	1,16
7	Liczba aktywnych poręczeń	300	408	450	454
8	w tym liczba poręczeń aktywnych w ramach RPO			30	90
9	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	73	76	90	98
10	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
11	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,4%	0,2%	0,2%	0,3%
12	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	7 448	9 681	15 344	17 638
13	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	372	484	767	882
14	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	34,1%	31,2%	37,9%	39,5%
15	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	42,6%	26,5%	40,8%	45,8%
16	Przeciętne największe poręczenie / Kap. poręczeniowy *	2,1%	1,3%	2,0%	2,3%
17	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	14	509	158	150
18	Wypłacone poręczenia brutto / Śr.stan akt. poręczeń	0,1%	1,9%	0,4%	0,4%
19	Wartość odzyskanych należn. z tyt.poręczeń w ciągu 4 kw. (tys. zł)	0,5	0,0	2,0	6,0
20	Wypłacone poręczenia netto / Śr. kapitał poręczeniowy *	0,1%	1,9%	0,4%	0,4%
21	Wynik (bez dotacji) za 4 kw. / Średni kapitał poręczeniowy *	0,6%	0,3%	0,3%	1,0%
22	Wynik (bez dot. i zm.st.rez.og.) za 4 kw. / Śr.kapitał poręcz. *	2,1%	-0,9%	0,6%	1,2%

* Wskaźniki wyliczone zostały w oparciu o kapitał poręczeniowy skorygowany, obliczany według formuły:
 skorygowany kapitał własny + otrzymane dotacje (jeśli były księgowane poza kapitałem własnym) + rezerwa
 na ryzyko ogólne + 75% otrzymanego dofinansowania w ramach RPO

Korekty wartości kapitału własnego, służącego do wyliczania kapitału poręczeniowego, dokonujemy (*in minus*) począwszy od roku 2009 o kwotę 50 tys. zł (księgowaną w aktywach w pozycji A.IV – „inwestycje długoterminowe”), która dotyczy objętych przez Fundusz udziałów w spółce specjalnego przeznaczenia Krajowa Grupa Poręczeniowa Sp. z o.o. Przyjmujemy bowiem konserwatywne założenie, iż (ponieważ spółka ta nie będzie działała w celu maksymalizacji zysku dla udziałowców) udziały w KGP Sp. z o.o. nie będą miały faktycznej wartości ekonomicznej, która mogłaby w razie potrzeby zostać spieniężona na pokrycie ewentualnych zobowiązań Funduszu z tytułu udzielonych poręczeń.

Dla lat 2005-2007 jako element kapitału poręczeniowego traktujemy otrzymane przez WMFPK dotacje w ramach SPO-WKP, które były wówczas wykazywane w bilansie jako zobowiązania długoterminowe.

Osobnym elementem kapitału poręczeniowego (od końca roku 2009) jest otrzymane **dofinansowanie w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego „Warmia i Mazury” lata 2007-2013** (RPO).

Gdyby do kapitału poręczeniowego według stanu na koniec III. kwartału b.r. (obliczonego zgodnie z powyższymi uwagami) dodać w całości otrzymane dotychczas dofinansowanie w ramach RPO (łącznie z wypracowanymi odsetkami kwota środków projektu wynosiła na koniec września b.r. 27,5 mln zł), łączny kapitał poręczeniowy WMFPK wyniósłby 45,4 mln zł.

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

- otrzymane dofinansowanie ma charakter zwrotny; projekt trwa od 06.11.2009 r. do 30.06.2015 r. i po jego zakończeniu Marszałek Województwa Warmińsko-Mazurskiego ma zdecydować o dalszych losach środków w ramach RPO
- poręczenia udzielane w ramach środków z RPO podlegają odrębnej ewidencji (następuje rozróżnienie pomiędzy poręczeniami udzielanymi w ramach środków własnych Funduszu oraz w ramach środków z RPO)
- umowa dopuszcza maksymalny wskaźnik wypłaty poręczeń (łączna wartość poręczeń wypłaconych do wartości poręczeń udzielonych w trakcie trwania programu) na poziomie 5%; do tego limitu wypłata poręczeń udzielanych w ramach środków z RPO obciążać będzie bezpośrednio kapitał z dofinansowania, natomiast ewentualna wyższa szkodowość poręczeń udzielanych w ramach środków z RPO księgowana byłaby już (poprzez RZiS) w ciężar kapitału własnego Funduszu (chyba, że Instytucja Zarządzająca RPO wyrazi zgodę na przekroczenie w/w limitu utraty kapitału)
- dochody z lokat środków pieniężnych pochodzące z dofinansowania w ramach RPO nie stanowią dochodu WMFPK, lecz powiększają środki projektu RPO (są księgowane bezpośrednio w bilansie – po stronie pasywów w poz. B.II – „zobowiązania długoterminowe”)

- Fundusz ma prawo księgować część ponoszonych kosztów administracyjnych (w ramach maksymalnego limitu wynoszącego średniorocznie 2% otrzymanego dofinansowania) w ciężar środków z RPO.

Ocena długoterminowego wpływu, jaki na ryzyko kredytowe Funduszu będzie miało dofinansowanie w ramach RPO nie jest jednoznaczna, z uwagi na relatywnie skomplikowane warunki na jakich dofinansowanie zostało przyznane oraz związane z tym istotne czynniki niepewności.

Z jednej strony limit szkodowości udzielanych poręczeń na poziomie 5% wydaje się stosunkowo bezpieczny, bowiem WMFPK (podobnie zresztą jak praktycznie wszystkie pozostałe fundusze poręczeniowe oceniane przez EuroRating) w dotychczasowej historii nie osiągał tak wysokiego wskaźnika wypłaty poręczeń. Ponadto na sytuację finansową Funduszu pozytywnie wpływać będzie możliwość zaliczania w ciężar dofinansowania z RPO części własnych kosztów administracyjnych.

Z drugiej jednak strony w przypadku wystąpienia ewentualnego trwałego, silnego wzrostu wskaźnika wypłat poręczeń (powyżej 5%) oraz udzielenia bardzo wielu poręczeń (zastosowanie wysokiego mnożnika dla poręczeń udzielanych w ramach RPO) straty własne Funduszu mogą być teoretycznie nieograniczone.

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

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

W latach 2007-2008 oraz 2010-2011 kapitał poręczeniowy powiększała także rezerwa na ryzyko ogólne (na koniec III. kwartału 2011 roku wynosząca 220 tys. zł).

Ostatecznie **wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego** [2] wyliczanego przez EuroRating, służącego do obliczania wskaźników opartych na wartości kapitału poręczeniowego (zaprezentowanych w tabeli 3.6), **wyniosła na koniec III. kwartału**

2011 roku 38,5 mln zł. Była to kwota o 4,1 mln zł niższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (42,6 mln zł).

Skala zaangażowania w akcję poręczeniową

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

Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” od początku działalności systematycznie zwiększał liczbę i wartość udzielanych poręczeń. Do 2008 roku wzrost wartości portfela poręczeń [3] był przy tym szybszy niż wzrost wartości kapitału poręczeniowego [2] (który w latach 2005-2008 zwiększał się niemal wyłącznie dzięki otrzymywanym przez Fundusz dotacjom w ramach SPO-WKP). W rezultacie systematycznie rosła wartość skorygowanego mnożnika kapitałowego [6], przekraczając w 2007 roku po raz pierwszy wartość 1,0. W wyniku dalszego wzrostu wartości portfela poręczeń skorygowany mnożnik na koniec III. kwartału 2009 roku osiągnął najwyższy dotychczas poziom 1,75.

Sytuacja, w której wartość zobowiązań warunkowych (z tytułu udzielonych poręczeń) przekracza wartość kapitałów funduszu jest nie tylko zupełnie normalną, lecz także (z punktu widzenia celu dla którego fundusz został powołany) pożądana. Fundusz poręczeniowy nie udziela bowiem pożyczek, lecz (zachowując środki pieniężne na własnych rachunkach) jedynie gwarantuje innym instytucjom finansowym wypłatę zobowiązań kredytobiorców, którzy okażą się niewypłacalni. Wypłacie podlega przy tym zwykle jedynie bardzo niewielka część udzielonych poręczeń, stąd też fundusz wykorzystuje posiadany kapitał efektywnie jedynie wówczas, kiedy udziela poręczeń o łącznej wartości znacznie przekraczającej kapitał jakim dysponuje.

W IV. kwartale 2009 roku Fundusz otrzymał dofinansowanie w ramach RPO (w łącznej kwocie 27,2 mln zł), które podwoiło wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego WMFPK. W rezultacie skorygowany mnożnik spadł do poziomu 0,85.

W roku 2010 oraz w ciągu trzech kwartałów 2011 roku, na skutek dalszego systematycznego wzrostu portfela poręczeń aktywnych, **wartość skorygowanego mnożnika ponownie wzrosła i na koniec września b.r. wynosiła 1,16.**

Obecną wartość portfela poręczeń w relacji do kapitału poręczeniowego Funduszu należy określić jako niską i bardzo bezpieczną. Władze Funduszu planują

przy tym dalsze zwiększanie liczby i wartości udzielanych poręczeń w dłuższym horyzoncie czasu.

Nie musi to jednak oznaczać dalszego wzrostu poziomu mnożnika, z uwagi na fakt, iż WMFPK otrzymał w ostatnim czasie kolejne wsparcie akcji poręczeniowej ze środków unijnych w ramach programu „Rozwój Polski Wschodniej”. Program funkcjonuje na zasadach określonych przez tzw. inicjatywę JEREMIE i polega na uzyskiwaniu przez Fundusz reporeczeń na udzielane poręczenia.

Zgodnie z metodyką przyjętą przez EuroRating, w przypadku funduszy poręczeniowych korzystających ze wsparcia w ramach programu JEREMIE skorygowany mnożnik oblicza się jako relację poręczeń aktywnych będących na ryzyku własnym funduszu do wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego [2]. Wartość poręczeń na ryzyku własnym funduszu oblicza się natomiast odejmując od sumy wartości wszystkich aktywnych poręczeń [3] kwotę podlegającą reporeczeniu w ramach JEREMIE. Jest to bowiem kwota, którą menedżer projektu JEREMIE zwraca Funduszowi w przypadku konieczności dokonania wypłat poręczeń reporeczonych w ramach tego programu. WMFPK otrzymał limit reporeczeń w kwocie 15 mln zł.

Jeśli więc dalszy wzrost akcji poręczeniowej WMFPK realizowany będzie w istotnej części w ramach programu RPW (JEREMIE), nie będzie musiało się to przekładać na proporcjonalny wzrost mnożnika kapitałowego.

Koncentracja portfela poręczeń

Średnia wartość poręczeń znajdujących się w portfelu Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” [9] rosła w ostatnich latach systematycznie (z 40 tys. zł w roku 2005 do 98 tys. zł obecnie). Na skutek dużo szybszego wzrostu wartości portfela poręczeń wskaźnik średniego poręczenia do łącznej wartości poręczeń aktywnych [10] stale zmniejszał się (z 1,7% w roku 2005 do 0,2% obecnie). Bieżący poziom tego wskaźnika należy uznać za niski i bezpieczny.

Także relację średniego poręczenia do kapitału poręczeniowego [11] na poziomie 0,3% (w latach 2005-2010 wskaźnik ten był stabilny i oscylował w granicach 0,2-0,5%) należy uznać za bezpieczną.

W ciągu ostatnich lat rosła dynamicznie wartość największych udzielanych przez Fundusz poręczeń. Przepisy określają maksymalną wartość poręczenia w relacji do kapitału własnego Funduszu na poziomie 5%. Wewnętrzne regulacje wprowadzone przez

Zarząd WMFPK ograniczają maksymalną wartość poręczeń udzielonych jednemu klientowi do 770 tys. zł. Kwota ta obecnie odpowiada około 2% skorygowanego kapitału poręczeniowego (z uwzględnieniem środków z RPO), lub też ok. 4,3% kapitału własnego Spółki (bez wliczania zwrotnego dofinansowania w ramach RPO).

Średnia ekspozycja na ryzyko największych klientów [13], związane z udzielonymi przez WMFPK poręczeniami, rosła w ostatnich latach systematycznie zarówno w ujęciu nominalnym (z 88 tys. zł w roku 2005 do 882 tys. zł w III. kwartale 2011 roku), jak też w relacji do kapitału poręczeniowego Funduszu (z 1,0% w roku 2005 do 2,8% w połowie 2009 roku). Na skutek znacznego powiększenia kapitału poręczeniowego pod koniec 2009 roku wskaźnik ten obniżył się znacznie (do 1,3% na koniec 2009 roku).

Ponieważ wartość łącznej ekspozycji na ryzyko 20 największych klientów Funduszu [12] niemal podwoiła się w ciągu ostatnich dwóch lat, przy jednoczesnym wzroście portfela poręczeń aktywnych [3] o niecałą połowę, znacząco (z 31,2% w roku 2009 do 39,5% na koniec III. kwartału b.r.) zwiększył się udział poręczeń dla tej niewielkiej liczby klientów w łącznym portfelu poręczeń aktywnych [14]. Poziom ten uznajemy już za podwyższony i świadczący o nadmiernej ekspozycji portfela poręczeń na ryzyko wąskiej grupy największych klientów.

Wzrost łącznej wartości największych poręczeń przełożył się także na wzrost wskaźnika relacji przeciętnego największego poręczenia do kapitału poręczeniowego (z 1,3% na koniec 2009 roku do 2,3% na koniec III. kwartału 2011 roku). Obecny poziom tego wskaźnika jest co prawda wciąż niższy od granicy poziomu uznawanego według metodyki Agencji Ratingowej EuroRating za bezpieczny (2,5%), jednak ewentualny dalszy wzrost wartości największych poręczeń może wkrótce spowodować przekroczenie tego poziomu.

Jakkolwiek ogólną dywersyfikację portfela poręczeń (liczoną według średniej wartości poręczenia) można określić jako dobrą, to ekspozycja na ryzyko największych klientów zaczyna być już w naszej opinii zbyt wysoka. Jej ewentualny dalszy wzrost może negatywnie rzutować na ogólną ocenę ryzyka kredytowego Funduszu.

Wypłaty poręczeń

Obowiązujące dotychczas umowy zawarte przez Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” ze zdecydowaną większością banków określały, iż banki mogły występować do Funduszu o wypłatę zobowiązania z tytułu poręczonego kredytu dopiero po

wcześniejszym przeprowadzeniu windykacji należności z majątku dłużnika. Należy przypuszczać, że m.in. z tego faktu wynika dotychczasowa **niska szkodowość portfela poręczeń WMFPK** [18].

Nie licząc bardzo drobnej kwoty wypłaconej w roku 2006, Fundusz dokonał pierwszej istotnej wypłaty poręczenia dopiero w roku 2008 – także na niewielką kwotę 14,4 tys. zł. Sytuacja w tym zakresie uległa pewnemu pogorszeniu w roku 2009. Silne osłabienie koniunktury gospodarczej, jakie miało miejsce na przełomie lat 2008/2009, znalazło swoje odzwierciedlenie w pogorszeniu jakości portfela poręczanych przez WMFPK kredytów. W rezultacie wartość wypłaconych poręczeń wzrosła w 2009 roku do 509 tys. zł, co odpowiadało 1,9% średniorocznej wartości portfela. W kolejnych okresach sytuacja uległa poprawie i w roku 2010 oraz w okresie I-III. kw. 2011 r. wskaźnik wypłat ustabilizował się na niskim poziomie 0,4%. Warto przy tym zaznaczyć, że na wartość tego wskaźnika na koniec III. kwartału b.r. wpływa fakt, że obliczany jest on dla czterech ostatnich kwartałów. Tymczasem w okresie styczeń-wrzesień 2011 r. WMFPK dokonał już tylko jednej wypłaty poręczenia na niewielką kwotę 20,3 tys. zł. **Obserwowany w ostatnim czasie spadek wskaźnika wypłat poręczeń należy zaliczyć do czynników pozytywnych.**

Ze względu na fakt, że mnożnik kapitałowy [6] oscylował w ostatnich latach wokół jedności, oraz na bardzo niską wartość poręczeń odzyskanych [19], wskaźnik relacji wypłaconych poręczeń netto (tj. po uwzględnieniu wartości poręczeń odzyskanych) do wartości kapitału poręczeniowego [20] kształtował się na bardzo zbliżonych poziomach jak w przypadku wskaźnika wypłat brutto do średniej wartości portfela poręczeń aktywnych [18].

Generalnie dotychczasowy wskaźnik szkodowości portfela poręczeń WMFPK (szczególnie biorąc pod uwagę silne osłabienie koniunktury gospodarczej, jakie wystąpiło na przełomie lat 2008/2009) należy ocenić jako niski. Oprócz relatywnie korzystnych warunków współpracy z bankami w zakresie wypłat poręczeń, znaczący wpływ na dobrą jakość portfela poręczeń WMFPK ma przy tym także fakt, że Fundusz dość ostrożnie podchodzi do oceny ryzyka kredytowego klientów (w wyniku czego w ostatnich latach odrzucanych było kilkanaście procent wniosków o udzielenie poręczenia, co jest jednym z najwyższych wskaźników wśród funduszy poręczeniowych ocenianych przez EuroRating).

Należy jednak przypuszczać, że w dłuższej perspektywie wskaźnik wypłat poręczeń nie będzie już tak niski jak w poprzednich latach, bowiem władze Funduszu zamierzają wdrożyć nowy regulamin zmieniający zasady współpracy z bankami w zakresie wypłat poręczeń.

Zasady współpracy z bankami zawarte w planowanym do wdrożenia przez WMFPK nowym regulaminie udzielania poręczeń określają, iż banki będą mogły występować o wypłatę należności z tytułu poręczenia już w momencie wypowiedzenia umowy kredytu i stwierdzeniu utraty zdolności kredytowej przez kredytobiorcę. Oznacza to zatem, że **Fundusz zobowiązany będzie do wypłaty kwoty poręczenia „na żądanie” i po jej dokonaniu przejmie należność z tytułu udzielonego przez bank kredytu oraz będzie musiał przeprowadzać jej windykację we własnym zakresie.** Taką konstrukcję umów z bankami oceniamy jako mniej korzystną dla Funduszu, niż zasady dotychczas obowiązujące. Nowe warunki udzielania poręczeń stają się jednak obecnie rynkowym standardem i są zgodne z rekomendacją Związku Banków Polskich dotyczącą współpracy banków z funduszami poręczeniowymi.

Dla Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” wprowadzenie nowych zasad współpracy z bankami oznaczać będzie istotną zmianę, bowiem można spodziewać się, że wiązać się to będzie ze zgłaszaniem przez banki większej liczby poręczeń do wypłaty. Ponadto Fundusz będzie musiał we własnym zakresie przeprowadzać windykację należności z tytułu wypłaconych poręczeń, na którym to obszarze WMFPK (z uwagi na dotychczasową niską szkodowość portfela) nie zdobył jeszcze zbyt dużego doświadczenia.

Zgodnie z informacjami uzyskanymi od kierownictwa Funduszu, WMFPK zamierza przeprowadzać windykację należności samodzielnie. W przypadku gdyby liczba wypłacanych poręczeń wzrosła istotnie, możliwe jest zlecenie przeprowadzania windykacji wyspecjalizowanym firmom zewnętrznym lub też zatrudnienie dodatkowego pracownika, który zająłby się tym obszarem działalności Funduszu.

Rentowność kapitału

Po skorygowaniu księgowego wyniku netto Funduszu o wpływ dotacji i zmian stanu rezerwy na ryzyko ogólne (kwestia ta została omówiona szczegółowo w punkcie 3.1 w sekcji „Wynik brutto i netto”) skorygowany wynik WMFPK (patrz wiersz 2 w tabeli nr 3.2) w latach 2006-2008 osiągał dodatnie i rosnące wartości, a wskaźnik rentowności kapitału poręczeniowego [22] wzrósł z 0% w roku 2005 do 2,1% w roku 2008.

W roku 2009, głównie na skutek utworzenia stosunkowo wysokich rezerw celowych na ryzyko wypłaty poręczeń zagrożonych, skorygowany wynik finansowy WMFPK po raz pierwszy osiągnął wartość ujemną, odpowiadającą 0,9% średniorocznego skorygowanego

kapitału poręczeniowego (z uwzględnieniem środków z RPO) oraz 1,5% wartości kapitału własnego Spółki (bez uwzględniania środków z RPO).

W ubiegłym roku Fundusz ponownie wypracował dodatni skorygowany wynik finansowy (odpowiadający 0,6% średniorocznej wartości kapitału poręczeniowego). W ciągu pierwszych trzech kwartałów bieżącego roku skorygowany wynik uległ dalszej poprawie i osiągnął najwyższą dotychczas wartość 460,8 tys. zł (narastająco za ostatnie cztery kwartały wskaźnik rentowności kapitału poręczeniowego wyniósł 1,2%).

Osiągnięcie przez WMFPK generalnie dodatnich i stosunkowo stabilnych wyników finansowych z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego ocenić należy pozytywnie.

3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń

Polityka tworzenia rezerw

Zasady tworzenia rezerw celowych w Warmińsko-Mazurskim Funduszu „Poręczenia Kredytowe” określają, że zmiana poziomu rezerw następuje z częstotliwością kwartalną (co oceniamy pozytywnie), na podstawie oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej kredytobiorców oraz terminowości obsługi kredytu (w praktyce rezerwy tworzone są na podstawie otrzymywanych od banków informacji dotyczących klasyfikacji poszczególnych poręczonych przez Fundusz kredytów).

Stosowaną przez WMFPK klasyfikację poręczeń zagrożonych (według terminowości spłaty kredytów) wraz ze wskaźnikami tworzenia rezerw celowych przedstawia tabela nr 3.7.

Tabela 3.7 WMFPK - 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%

Fundusz wprowadził w życie regulamin tworzenia rezerw po raz pierwszy w 2006 roku i w tym też roku utworzone zostały pierwsze rezerwy celowe. Rezerwę na ryzyko ogólne Fundusz zaczął tworzyć od roku 2007.

Obowiązujący obecnie regulamin tworzenia rezerw określa, że rezerwa na ryzyko ogólne tworzona jest w oparciu o plan finansowy Funduszu na dany rok, a jej wysokość zależy od bieżącej i planowanej sytuacji finansowej Funduszu (w tym głównie od wypracowywanego wyniku finansowego). Wartość rezerwy ogólnej nie powinna być przy tym mniejsza niż 1% aktualnej wartości portfela poręczeń.

Wartość utworzonych rezerw

Wartość utworzonych przez WMFPK rezerw według stanu na koniec lat 2008-2010 oraz na koniec III. kwartału 2011 roku, w podziale na rezerwy celowe i rezerwę na ryzyko ogólne, przedstawia tabela nr 3.8.

Tabela 3.8 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	XII.2008	XII.2009	XII.2010	IX.2011
Rezerwy celowe (tys. zł)	247,1	951,8	473,4	755,0
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	336,0	0,0	120,0	220,0
Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)	583,1	951,8	593,4	975,0
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia	1,1%	3,1%	1,2%	1,7%
Rezerwa na ryz.ogólne / Aktywne poręczenia	1,5%	0,0%	0,3%	0,5%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia	2,7%	3,1%	1,5%	2,2%
Rezerwy celowe / Skorygow. kapitał poręczeniowy	1,4%	2,6%	1,3%	2,0%
Rezerwa na ryz.ogólne / Skoryg. kapitał poręczeniowy	1,9%	0,0%	0,3%	0,6%
Rezerwy razem / Skorygow. kapitał poręczeniowy	3,3%	2,6%	1,6%	2,5%

Analizując utworzone przez WMFPK rezerwy na ryzyko wypłat poręczeń wziąć pod uwagę fakt, że obowiązujące w Funduszu do I. kwartału 2010 roku zasady rachunkowości określały, iż poręczenia wypłacone nadal wykazywane były w bilansie Spółki (w aktywach w odrębnej pozycji B.II.3 – „należności z tytułu zapłaconych poręczeń”), w związku z czym również związane z nimi rezerwy celowe nie były rozwiązywane i nadal wykazywane były w pasywach bilansu w poz. B.I.3 – „pozostałe rezerwy” razem z rezerwami celowymi na ryzyko poręczeń jeszcze nie wypłaconych. Zasada ta została zmieniona począwszy od II. kwartału 2010 r. – co zostało już omówione wcześniej w punktach 3.1 i 3.2.

Po wyłączeniu rezerw celowych związanych z poręczeniami wypłaconymi, wartość pozostałych rezerw celowych na koniec czerwca 2010 roku zmniejszyła się o niemal połowę. W kolejnych kwartałach rezerwy celowe rosły już jednak systematycznie – zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w relacji do wartości portfela poręczeń (wskaźnik ten wyniósł na koniec września b.r. 1,7%). Pomimo pewnego wzrostu w ostatnim czasie, wartość rezerw celowych

nadal można ocenić jako niską – nie stanowią one zatem obecnie zapowiedzi dalszego pogorszenia jakości poręczanych kredytów i ewentualnego istotnego wzrostu szkodowości portfela poręczeń WMFPK.

Tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne Fundusz rozpoczął w roku 2007. Rezerwa ta została powiększona w roku 2008 do 336 tys. zł, co odpowiadało ok. 1,5% portfela aktywnych poręczeń. Zarząd WMFPK planował docelowo utworzenie rezerwy na ryzyko ogólne w kwocie 770 tys. zł (kwota ta odpowiada obowiązującemu w Funduszu limitowi ekspozycji na ryzyko największych klientów), jednak na skutek wystąpienia w 2009 roku konieczności utworzenia dość wysokich rezerw celowych (m.in. związanych z poręczeniami wypłacanymi), rezerwa celowa – w celu złagodzenia wpływu pogorszenia jakości portfela poręczeń na księgową wartość wyniku finansowego netto – została w całości rozwiązana. W kolejnych kwartałach rezerwa ta została ponownie utworzona i na koniec III. kwartału b.r. wynosiła 220 tys. zł, co odpowiada 0,5% wartości portfela poręczeń aktywnych.

Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego tworzenie lub rozwiązywanie przez Fundusz rezerwy na ryzyko ogólne jest przy tym neutralne, bowiem według metodologii stosowanej przez EuroRating wpływ tej rezerwy na wynik finansowy oraz na wartość kapitału poręczeniowego podlega odpowiednim korektom w procesie analizy ryzyka.

3.5 Ocena czynników niefinansowych

Koniunktura gospodarcza

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

Koniunktura gospodarcza poprawiała się od połowy 2009 roku do pierwszej połowy 2011 roku, jednak tempo wzrostu gospodarczego (m.in. ze względu na trudną sytuację w wielu krajach europejskich) było w ostatnich kwartałach umiarkowane. Prognozy realnej dynamiki PKB na rok 2011 mówią obecnie najczęściej o wzroście na poziomie około 4,0%. Istnieje

przy tym jednak zagrożenie, że w 2012 roku może nastąpić ponowne spowolnienie dynamiki PKB poniżej poziomu 3,0%.

Jest to tempo rozwoju gospodarki zbliżone, lub nawet nieco niższe od długoterminowego potencjalnego tempa wzrostu polskiej gospodarki. Oznacza to, że większość firm nadal nie będzie w stanie wykorzystywać w pełni mocy produkcyjnych, bezrobocie nie będzie się w sposób istotny zmniejszać (a wręcz mogą wystąpić tendencje do jego wzrostu), a realne płace oraz popyt wewnętrzny będą rosły w wolnym tempie.

Bardzo istotnym czynnikiem ryzyka jest przy tym obecnie również zagrożenie związane z narastającym kryzysem zadłużeniowym części państw Unii Europejskiej. Ewentualne nasilenie problemów z wypłacalnością poszczególnych krajów skutkować mogłoby wystąpieniem kryzysu w sektorze finansowym, co z pewnością przełożyłoby się na sferę realną i zagroziłoby wejściem światowej gospodarki w kolejną recesję.

Podsumowując – bieżącą i prognozowaną na najbliższe kilka kwartałów koniunkturę gospodarczą w Polsce należy określić jako umiarkowanie korzystną, jednak z tendencją do pogarszania się w przyszłości. Po okresie poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw, jaka następowała od połowy 2009 roku, w poszczególnych branżach i regionach kraju sytuacja może zatem ulec pogorszeniu. Nadchodzące kwartały dla krajowych funduszy poręczeniowych mogą więc upłynąć pod znakiem ponownego wzrostu ryzyka portfela poręczeń.

Historia kredytowa i stabilność sytuacji finansowej Funduszu

Od momentu rozpoczęcia przez WMFPK działalności operacyjnej (tj. od roku 2004) sytuacja finansowa Funduszu była bardzo dobra i stabilna. Wskaźnik wypłaty poręczeń był niski (do 2008 roku niemal zerowy), a generowane dochody z lokat środków pieniężnych pozwalały na osiągnięcie przez Fundusz dodatniego wyniku finansowego.

Pewnemu pogorszeniu sytuacja uległa jednak w roku 2009, kiedy to (głównie na skutek silnego osłabienia koniunktury gospodarczej), miało miejsce pogorszenie jakości portfela poręczeń, w rezultacie czego Fundusz zmuszony był do utworzenia znacząco wyższych rezerw celowych oraz do wypłaty pierwszych większych poręczeń. Wpłynęło to jednocześnie na wygenerowanie przez Fundusz po raz pierwszy ujemnego skorygowanego wyniku finansowego, odpowiadającego równowartości 0,9% średniorocznego kapitału poręczeniowego oraz 1,5% kapitału własnego Spółki (bez uwzględniania dofinansowania

w ramach RPO). Sytuacja poprawiła się jednak w tym zakresie już w roku 2010 i w ciągu ostatnich dwóch lat Fundusz osiągał dodatni skorygowany wynik finansowy.

Poziom skorygowanego mnożnika kapitałowego WMFPK charakteryzował się w ostatnich latach dużą stabilnością i w okresie 2007 – III. kw. 2011 r. kształtował się na niskim poziomie w zakresie 0,85-1,25.

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

Bezpieczeństwo i efektywność lokat środków pieniężnych

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

W latach 2004-2006 Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” lokował istotną część posiadanych środków pieniężnych w obligacje komunalne oraz bony skarbowe. Od roku 2007 Fundusz trzyma środki pieniężne na lokatach bankowych oraz okresowo miał niewielką kwotę ulokowaną w długoterminowych certyfikatach depozytowych jednego z banków. Dokonywane przez WMFPK inwestycje co do zasady należą do kategorii bezpiecznych i generujących stabilny dochód, stąd z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu nie wnosimy zastrzeżeń odnośnie rodzaju dokonywanych przez Fundusz inwestycji.

Strukturę lokat WMFPK na koniec III. kwartału b.r. w podziale na poszczególne banki przedstawia tabela nr 3.8.

Według stanu na koniec września b.r. środki pieniężne Funduszu ulokowane były w dziewięciu bankach, przy maksymalnym udziale jednego banku na poziomie 20% łącznego portfela inwestycji.

Tabela 3.8 Struktura inwestycji Funduszu na koniec III. kw. 2011 r.

	30.09.2011
Bank # 1	20,0%
Bank # 2	17,3%
Bank # 3	17,1%
Bank # 4	16,6%
Bank # 5	14,9%
Bank # 6	4,7%
Bank # 7	4,7%
Bank # 8	4,7%
Bank # 9	0,1%
Razem lokaty bankowe	100,0%

Obowiązująca w Funduszu instrukcja zarządzania środkami odnośnie lokat bankowych narzuca właściwie tylko jedno ograniczenie, mówiące iż suma lokat w jednym banku (lub grupie banków powiązanych kapitałowo) nie może przekroczyć 75% wolnych środków Funduszu. Dodatkowo limit ten może zostać przekroczony decyzją Zarządu jeśli kwota lokaty ma decydujący wpływ na jej rentowność. W naszej opinii zapisy te są zbyt liberalne i nie zapewniają utrzymywania odpowiedniej dywersyfikacji lokat środków pieniężnych Funduszu. Ponadto instrukcja zarządzania środkami nie określa szczegółowo sposobu oceny wiarygodności finansowej instytucji finansowych, którym Fundusz powierza posiadane środki.

W powyższym kontekście pozytywnie oceniamy fakt, iż w ciągu ostatnich kwartałów Fundusz miał w praktyce dość dobrze zdywersyfikowany portfel lokat (środki utrzymywane były w co najmniej 5-6 różnych bankach i w żadnym nie było ulokowana więcej niż połowa płynnych aktywów Funduszu). **Nasze zastrzeżenia budzi jednak fakt, że istotna część (średnio około połowa) środków pieniężnych posiadanych przez Fundusz nadal lokowana jest w bankach, których ryzyko kredytowe oceniamy jako podwyższone.**

Ponieważ WMFPK lokuje środki wyłącznie w bankach, naszym zdaniem można rozważyć, czy Fundusz nie powinien zmniejszyć uzależnienia bezpieczeństwa (obecnie praktycznie całości) swoich aktywów od kondycji sektora bankowego, lokując stale pewną część środków w instrumenty dłużne emitowane przez Skarb Państwa i/lub jednostki funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego. Celowość takich inwestycji należałoby jednak rozważyć także w kontekście oczekiwanej stopy zwrotu.

Strukturę terminową lokat Fundusz dostosowuje do spodziewanych tendencji rynkowych odnośnie zmian stóp procentowych, oprocentowania lokat bankowych oraz stóp zwrotu z innych bezpiecznych instrumentów finansowych. Na koniec III. kwartału b.r. większość środków ulokowana była na depozytach terminowych o okresie zapadalności do 3 miesięcy.

Struktura branżowa poręczeń

Strukturę portfela poręczeń aktywnych Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” w podziale na główne sektory gospodarki, według stanu na koniec lat 2009 i 2010 oraz na koniec III. kwartału 2011 roku przedstawia tabela nr 3.9.

Tabela 3.9 WMFPK – struktura branżowa aktywnych poręczeń

Branża	XII.2009		XII.2010		IX.2011	
	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%
usługi	7 419	23,9%	15 330	37,9%	20 668	46,2%
handel	11 887	38,4%	9 745	24,1%	9 209	20,6%
produkcja	4 018	13,0%	3 304	8,2%	5 884	13,2%
budownictwo	3 874	12,5%	7 795	19,3%	5 561	12,4%
inne	3 794	12,2%	4 278	10,6%	3 382	7,6%
RAZEM	30 992	100,0%	40 453	100,0%	44 704	100,0%

Dywersyfikację portfela poręczeń w ujęciu branżowym oceniamy w ostatnim czasie jako niewystarczającą. Okresowo Fundusz ma bowiem od dwóch kwartałów nieco zbyt wysoką ekspozycję na ryzyko sektora usługowego. Według metodyki stosowanej przez Agencję Ratingową EuroRating za maksymalny bezpieczny udział jednej branży w portfelu poręczeń uznaje się 40%. W przypadku WMFPK przekroczenie bezpiecznego poziomu jest jednak jeszcze stosunkowo niewielkie, stąd też nie ma ono istotnego wpływu na ocenę ryzyka kredytowego Funduszu.

Stosowane procedury wewnętrzne

Istniejące w Warmińsko-Mazurskim Funduszu „Poręczenia Kredytowe” procedury wewnętrzne regulują większość najważniejszych obszarów działalności tej instytucji:

- „Regulamin funduszu poręczeniowego” określa ogólne zasady działalności Funduszu oraz kwestie związane z udzielaniem poręczeń; precyzuje grono podmiotów uprawnionych do ubiegania się o poręczenie; ogranicza maksymalną wartość udzielanych poręczeń do wysokości 60% kwoty poręczanego kredytu; a także ustanawia łączny limit poręczeń na rzecz jednego podmiotu na poziomie 5% kapitału poręczeniowego Funduszu (limit ten został dodatkowo zmniejszony uchwałą zarządu do kwoty 770 tys. zł);
- „Metodologia oceny ryzyka poręczeniowego” bardzo szczegółowo określa proces przyjmowania i weryfikowania wniosków a także analizę ryzyka kredytowego wnioskodawców (model scoringowy)
- „Instrukcja służbowa – zarządzanie środkami oraz planowanie i sprawozdawczość w WMFPK” określa dopuszczalne rodzaje inwestycji środków pieniężnych oraz w sposób bardzo ogólny opisuje dopuszczalne limity koncentracji tych inwestycji, a także zasady tworzenia rocznego i trzyletniego tworzenia planu finansowego;

- „Regulamin tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością poręczeniową” szczegółowo określa sposób, częstotliwość i wysokość tworzenia rezerw celowych oraz rezerwy na ryzyko ogólne.

Obowiązujące w WMFPK procedury wewnętrzne oceniamy pozytywnie, jakkolwiek niektóre zapisy w nich zawarte należy naszym zdaniem określić jako zbyt ogólne i liberalne. Dotyczy to w szczególności sposobu lokowania środków pieniężnych – w tym oceny wiarygodności instytucji, którym Fundusz powierza swoje aktywa oraz limitów koncentracji lokat.

Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

Struktura organizacyjna Spółki jest w naszej opinii dostosowana zarówno do rodzaju, jak też do skali prowadzonej przez nią działalności.

Według stanu na koniec III. kwartału b.r. w Spółce zatrudnionych było 12 osób. Fundusz współpracował także z zewnętrznym radcą prawnym. Oceniamy, że liczebność personelu dostosowana jest już obecnie do planowanego dalszego wzrostu skali działalności Funduszu mierzonej wartością udzielanych poręczeń.

Jedynе większe ryzyko operacyjne związane z trudnościami w prowadzeniu działalności operacyjnej Funduszu może wiązać się z faktem funkcjonowania jednoosobowego Zarządu spółki. Zakładamy jednak, że w przypadku wystąpienia konieczności czasowego zastępstwa Prezesa Zarządu bieżące działania Funduszu mogą być wspierane przez członków Rady Nadzorczej spółki.

Perspektywy rozwoju i plan finansowy

Długoterminowy plan strategiczny WMFPK zakłada dalsze zwiększanie efektywności działalności Funduszu mierzonej liczbą i wartością udzielonych poręczeń – zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w relacji do posiadanego kapitału poręczeniowego.

Wewnętrzne regulacje Funduszu nie narzucają maksymalnego poziomu mnożnika, jednak w umowach WMFPK z większością banków wpisany jest maksymalny mnożnik na poziomie 3,0. W naszej ocenie taką docelową wartość mnożnika nadal będzie można uznać za bezpieczną.

Na sytuację finansową Funduszu i jego zdolność do bezpiecznego zwiększania akcji poręczeniowej istotny wpływ ma dofinansowanie w ramach RPO, jakie WMFPK otrzymał

w IV. kwartale 2009 roku (w kwocie 27,2 mln zł) oraz otrzymane w II. połowie 2010 roku kolejne wsparcie akcji poręczeniowej w ramach programu Rozwój Polski Wschodniej (limit reporeczeń w wysokości 15 mln zł).

Pomimo zwrotnego charakteru dofinansowania w ramach RPO, środki te można traktować jako element kapitału poręczeniowego Funduszu, dzięki czemu istotnemu obniżeniu uległ w ostatnim czasie poziom mnożnika kapitałowego. Z kolei dzięki wsparciu w ramach RPW dalszy wzrost skali akcji poręczeniowej nie musi się wiązać z proporcjonalnym wzrostem poziomu mnożnika, bowiem kwoty reporeczane (na zasadach tzw. inicjatywy JEREMIE) nie będą wliczane do skorygowanego mnożnika.

Zarząd Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” planuje także udział Funduszu w tzw. programie CIP (reporeczeń udzielanych przez Europejski Fundusz Inwestycyjny), jednak nie są jeszcze znane dokładne warunki tego programu i nie można obecnie stwierdzić czy Fundusz zdecyduje się na skorzystanie z niego (a jeśli tak, to w jaki sposób wpłynie to na sytuację finansową i ryzyko WMFPK).

4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” w Działdowie należy do funduszy średniej wielkości pod względem wartości posiadanego kapitału wśród funduszy wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej. Jako fundusz regionalny, obejmujący zasięgiem swojej działalności całe województwo warmińsko-mazurskie, WMFPK ma portfel poręczeń stosunkowo dobrze zdywersyfikowany pod względem geograficznym.

Od początku swojej działalności (tj. od 2004 roku) Fundusz powiększał wartość kapitału poręczeniowego (dzięki pozyskiwanym dotacjom w ramach programu SPO-WKP oraz w ostatnim czasie dzięki dofinansowaniu zwrotnemu w ramach RPO) oraz systematycznie rozwijał akcję poręczeniową. Dotychczasowy maksymalny poziom skorygowanego mnożnika kapitałowego (wynoszący 1,75) WMFPK osiągnął w III. kwartale 2009 roku.

W IV. kwartale 2009 roku, na skutek otrzymanego wówczas przez WMFPK dużego dofinansowania w ramach RPO i związanego z tym ponad dwukrotnego wzrostu kapitału poręczeniowego, mnożnik obniżył się do poziomu zaledwie 0,85. W roku 2010 oraz w ciągu trzech kwartałów 2011 roku wartość mnożnika ponownie zwiększała się i na koniec września b.r. wyniosła 1,16.

Obecną wartość portfela poręczeń w relacji do kapitału poręczeniowego Funduszu należy określić jako wciąż niską i bardzo bezpieczną. Władze Funduszu planują przy tym dalsze zwiększanie liczby i wartości udzielanych poręczeń w dłuższym horyzoncie czasu. Nie musi to jednak oznaczać proporcjonalnego wzrostu poziomu mnożnika, z uwagi na fakt, iż WMFPK otrzymał w ostatnim czasie kolejne wsparcie akcji poręczeniowej ze środków unijnych w ramach programu „Rozwój Polski Wschodniej”. Program funkcjonuje na zasadach określonych przez tzw. inicjatywę JEREMIE i polega na uzyskiwaniu przez Fundusz reporeczeń na udzielane poręczenia. Zgodnie z metodyką oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych stosowaną przez Agencję Ratingową EuroRating kwoty reporeczane w ramach JEREMIE nie są wliczane do skorygowanego mnożnika.

Ogólną dywersyfikację portfela poręczeń (liczoną według średniej wartości poręczenia) oceniamy jako dobrą. Zbyt wysoka w ostatnim czasie zaczyna być jednak ekspozycja Funduszu na ryzyko największych klientów. Na skutek szybkiego wzrostu wartości największych poręczeń, jaki nastąpił w ciągu kilku ostatnich kwartałów, wzrósł zarówno ich udział w całym portfelu poręczeń (poręczenia udzielone na rzecz wąskiej grupy 20 największych klientów stanowiły na koniec września b.r. prawie 40% portfela), jak też zwiększyła się relacja tych poręczeń do wartości kapitału poręczeniowego Funduszu oraz kapitału własnego Spółki. Ewentualny dalszy wzrost wartości największych udzielanych przez Fundusz poręczeń mógłby już negatywnie rzutować na ocenę jego ryzyka kredytowego.

Szkodowość portfela poręczeń była w ostatnich latach generalnie niska, co oceniamy pozytywnie. Pierwszych większych wypłat poręczeń (na łączną kwotę 509 tys. zł, odpowiadającą 1,9% średniorocznej wartości portfela poręczeń), WMFPK dokonał w roku 2009. W kolejnych okresach sytuacja uległa poprawie i na koniec września 2011 roku wskaźnik szkodowości portfela zmniejszył się do 0,4%.

Rentowność kapitału Funduszu była w latach 2004-2008 dodatnia i charakteryzowała się tendencją wzrostową. W roku 2009, głównie na skutek utworzenia stosunkowo wysokich rezerw celowych na ryzyko wypłaty poręczeń zagrożonych, skorygowany wynik finansowy WMFPK po raz pierwszy osiągnął wartość ujemną, odpowiadającą 0,9% kapitału poręczeniowego i 1,5% średniorocznego kapitału własnego Spółki (bez uwzględniania środków z RPO). W kolejnych okresach sytuacja uległa ponownej poprawie i zarówno w roku 2010, jak i w ciągu pierwszych trzech kwartałów bieżącego roku skorygowany wynik finansowy był dodatni. **Osiągnięcie przez WMFPK generalnie dodatnich i stosunkowo stabilnych wyników finansowych z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego ocenić należy pozytywnie.**

Oceniając sposób lokowania posiadanych przez WMFPK środków pieniężnych (stanowiących główne zabezpieczenie udzielanych poręczeń) stwierdzamy, iż Fundusz prowadzi stosunkowo bezpieczną politykę inwestycyjną. Według stanu na koniec września b.r. środki pieniężne Funduszu ulokowane były w dziewięciu bankach, przy maksymalnym udziale jednego banku na poziomie 20%. Dość wysoką w ostatnim czasie dywersyfikację portfela lokat oceniamy pozytywnie, jednak **nasze zastrzeżenia budzi fakt, że istotna część (średnio około połowa) środków pieniężnych posiadanych przez Fundusz lokowana jest w bankach, których ryzyko kredytowe oceniamy jako podwyższone.**

Podsumowując, sytuacja finansowa Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” w Działdowie jest w naszej opinii bardzo dobra i stabilna, a jego ryzyko kredytowe oceniamy jako niskie. Według przyjętej przez Agencję Ratingową EuroRating metodyki na dzień publikacji niniejszego raportu (tj. 15.12.2011 r.) **rating Funduszu zostaje utrzymany na poziomie "A+". Perspektywa ratingu jest stabilna.**

5. Skala ratingów Agencji Ratingowej EuroRating

Poniższa tabela zawiera opis ryzyka kredytowego związanego z poszczególnymi klasami ratingów nadawanych przez Agencję Ratingową EuroRating:

Grupa	Rating	Opis ryzyka
Poziom inwestycyjny	AAA	Znikomy poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na najwyższym poziomie. Rating nadawany wyłącznie w przypadku wyjątkowo wysokiej zdolności do obsługi zobowiązań finansowych.
	AA+ AA AA-	Bardzo niski poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na bardzo wysokim poziomie. Bardzo wysoka zdolność do obsługi zobowiązań. Niska podatność na niekorzystne warunki gospodarcze.
	A+ A A-	Niski poziom ryzyka kredytowego. Wysoka wiarygodność finansowa i zdolność do obsługi zobowiązań. Przeciętna odporność na wpływ niekorzystnych warunków gospodarczych utrzymujących się przez dłuższy czas.
	BBB+ BBB BBB-	Ryzyko kredytowe na średnim poziomie. Dobra wiarygodność finansowa i wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w dłuższym terminie. Podwyższona podatność na utrzymujące się przez dłuższy czas niekorzystne warunki gospodarcze.
Poziom spekulacyjny	BB+ BB BB-	Podwyższone ryzyko kredytowe. Relatywnie niższa wiarygodność finansowa. Wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w przeciętnych lub sprzyjających warunkach gospodarczych. Wysoki lub średni poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
	B+ B B-	Wysokie ryzyko kredytowe. Zdolność do obsługi zobowiązań jedynie przy sprzyjających warunkach zewnętrznych. Średni lub niski poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
	CCC CC C	Bardzo wysokie ryzyko kredytowe. Bardzo niska zdolność do obsługi zobowiązań nawet w przypadku sprzyjających warunków gospodarczych. Niski lub bardzo niski poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
	D	Ekstremalnie wysokie ryzyko kredytowe. Całkowity brak zdolności do obsługi zobowiązań. Bez dodatkowego wsparcia z zewnątrz poziom odzyskania wierzytelności bardzo niski lub bliski zeru.

6. Warunki korzystania z ratingów

Niniejsze warunki korzystania dotyczą ratingów kredytowych nadawanych przez Agencję Ratingową EuroRating. Wykorzystanie w jakikolwiek sposób tychże ratingów oznacza **potwierdzenie zapoznania się** z niniejszymi warunkami oraz ich **akceptację**.

Ratingi kredytowe nadawane przez Agencję Ratingową EuroRating stanowią wyłącznie **własną opinię** Agencji na temat kondycji finansowo-ekonomicznej i ryzyka kredytowego (ryzyka niewypłacalności) podmiotów podlegających ocenie i nie mogą być traktowane w inny sposób.

Agencja Ratingowa EuroRating nie zajmuje się doradztwem inwestycyjnym, a przyznawane przez EuroRating ratingi **nie stanowią rekomendacji** kupna, trzymania, bądź też sprzedaży jakichkolwiek papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych, jak również nie stanowią rekomendacji utrzymywania bądź zaprzestania innych form współpracy biznesowej z ocenianymi podmiotami. Osoby podejmujące decyzje w oparciu o przyznane przez EuroRating ratingi robią to wyłącznie **na własne ryzyko**. Agencja Ratingowa EuroRating nie ponosi żadnej odpowiedzialności za ewentualne straty użytkowników lub stron trzecich, jakie mogą wyniknąć w związku z korzystaniem z nadawanych przez Agencję ratingów.

Raporty ratingowe z ratingami Agencji Ratingowej EuroRating nie są prospektami, ani też nie mogą zastępować informacji i dokumentów prezentowanych inwestorom przez emitenta lub jego przedstawicieli w związku ze sprzedażą papierów wartościowych. EuroRating przeprowadza analizy i dokonuje ocen sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw w oparciu o informacje ze źródeł, które uważa za wiarygodne (w tym również od ocenianych przedsiębiorstw). Agencja nie ma jednak możliwości weryfikacji prawdziwości, ścisłości i aktualności wszystkich pozyskiwanych informacji. EuroRating nie bierze więc odpowiedzialności za prawdziwość i aktualność informacji zawartych w raportach.

Za świadczone usługi oceny wiarygodności finansowej wyrażonej ratingami kredytowymi (z wyłączeniem specjalnie oznaczonych ratingów niekomercyjnych) Agencja Ratingowa EuroRating pobiera **opłaty** od ocenianych podmiotów. Opłata taka może mieć charakter jednorazowy, bądź też może mieć formę rocznego abonamentu za przyznanie ratingu i późniejszy bieżący monitoring ryzyka kredytowego. Wysokość tych opłat uzależniona jest przede wszystkim od skali i stopnia skomplikowania działalności ocenianego podmiotu. Jednocześnie **poziom nadanego ratingu nie jest uzależniony od formy i wysokości wnoszonych przez oceniany podmiot opłat**.

Ratingi mogą podlegać zmianie, bądź też wycofaniu w dowolnym momencie i z jakiegokolwiek powodu – decyzja o tym leży wyłącznie w gestii Agencji EuroRating. **Informacje o aktualnych poziomach ratingów** zamieszczone są w witrynie internetowej Agencji (www.EuroRating.pl). EuroRating nie gwarantuje oraz nie bierze odpowiedzialności za prawdziwość oraz aktualność informacji o poziomie ratingów przekazywanych użytkownikom przez strony trzecie.