

Agencja Ratingowa

EuroRatingTM

www.EuroRating.com

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

e-mail: info@eurorating.com

ul. Cynamonowa 19 lok. 548, 02-777 Warszawa (Poland)

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

Raport ratingowy

Aktualny rating kredytowy	Perspektywa ratingu
A-	stabilna

EuroRating

Warszawa

07.02.2018 r.

SPIS TREŚCI

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym	3
1.1 Aktualny rating i historia ratingu	3
1.2 Zakres jakiego dotyczy rating	3
2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie	4
2.1 Dane rejestrowe	4
2.2 Historia i przedmiot działalności	4
3. Analiza ekonomiczno-finansowa	6
3.1 Rachunek zysków i strat	6
3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe	11
3.3 Analiza wskaźnikowa	15
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	22
3.5 Ocena czynników niefinansowych	25
4. Podsumowanie analizy i ostateczna ocena ryzyka kredytowego	29
5. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating	33
6. Ujawnienia regulacyjne	34

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym

1.1 Aktualny rating oraz historia ratingu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data*
A-	stabilna	07.02.2018
A-	stabilna	17.10.2017
A-	stabilna	29.06.2017
A-	stabilna	10.03.2017
A-	stabilna	14.11.2016
A	negatywna	11.05.2016
A	negatywna	08.02.2016
A	stabilna	09.10.2015
A	stabilna	15.07.2015
A	stabilna	27.04.2015
A	stabilna	04.02.2015
A+	negatywna	22.10.2014
A+	stabilna	17.07.2009

* w tabeli pominięte zostały aktualizacje ratingu sprzed roku 2015 nieskutkujące zmianą poziomu ratingu lub jego perspektywy

Źródło: EuroRating

Główny analityk ratingowy

Robert Pieńkoś

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 21 46

e-mail: robert.pienkos@eurorating.com

Przewodniczący Komitetu Ratingowego

Kamil Kolczyński

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 24 33

e-mail: kamil.kolczynski@eurorating.com

1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

Rating nadany 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, a także innych zobowiązań o charakterze finansowym dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Rating określa ryzyko wystąpienia sytuacji, w której Fundusz stałby się niewypłacalny, tzn. nie byłby 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 pełni pan Sławomir Gutkowski. 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 w kapitale	Liczba głosów (szt.)	Udział w głosach
1	Działdowska Agencja Rozwoju S.A.	322	3 220	46,8%	644	60,8%
2	Bank Gospodarstwa Krajowego	249	2 490	36,2%	249	23,5%
3	Województwo Warmińsko-Mazurskie	50	500	7,3%	100	9,4%
4	WFOŚiGW w Olsztynie	50	500	7,3%	50	4,7%
5	Gmina Miasto Elbląg	5	50	0,7%	5	0,5%
6	Powiat Działdowski	5	50	0,7%	5	0,5%
7	Powiat Ełcki	5	50	0,7%	5	0,5%
8	Powiat Giżycki	2	20	0,3%	2	0,2%
RAZEM		688	6 880	100,0%	1 060	100,0%

Źródło: WMFPK Sp. z o.o.

Dominującym udziałowcem Funduszu (posiadającym prawie połowę udziałów uprawniających do 60,8% głosów na Zgromadzeniu Wspólników) jest Działdowska Agencja Rozwoju S.A. – spółka, w której ok. 98 % akcji posiadają miasto Działdowo oraz gmina Działdowo, działająca na zasadach not-for-profit, powołana w celu wspierania rozwoju miasta Działdowa i terenów go otaczających.

Dużym udziałowcem Funduszu jest również Bank Gospodarstwa Krajowego, posiadający ponad 1/3 udziałów. 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 w 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 not-for-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.

W 2005 roku Fundusz pozyskał nowego udziałowca – Bank Gospodarstwa Krajowego, 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.

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 I). 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 otrzymała dofinansowanie na remont budynku biurowego w Działdowie i jego wyposażenie w kwocie 1,5 mln zł (co pokryło 85% całkowitych kosztów). W ramach realizacji tego projektu WMFPPK otworzył pięć punktów informacyjnych dla przedsiębiorców, gdzie konsultanci świadczyli bezpłatnie usługi informacyjno-doradcze dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w zakresie możliwości pozyskiwania finansowania działalności gospodarczej. Rzeczowe zakończenie realizacji projektu nastąpiło z końcem 2013 r., natomiast finansowe zakończenie z końcem 2014 r.

W czerwcu 2011 roku WMFPPK zawarł z Bankiem Gospodarstwa Krajowego (jako menedżerem projektu) umowę na wsparcie akcji poręczeniowej ze środków unijnych w ramach Programu Operacyjnego Rozwój Polski Wschodniej (RPW I). 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 (który w marcu 2013 r. został zmniejszony do 9 mln zł). W kwietniu 2012 r. WMFPPK otrzymał kolejny limit na reporeczenia w ramach RPW (RPW II) w wysokości 5 mln zł. W grudniu 2012 roku WMFPPK zawarł z Województwem Warmińsko-Mazurskim kolejną umowę na wsparcie akcji poręczeniowej w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego „Warmia i Mazury” na lata 2007-2013 (RPO II), w ramach której WMFPPK otrzymał dofinansowanie zwrotne w łącznej kwocie 4,0 mln zł.

Realizacja limitów w ramach RPW I oraz RPW II została zakończona odpowiednio w 2013 i 2014 roku natomiast wykorzystanie dofinansowania w ramach RPO na mocy aneksów z dnia 30 marca 2017 roku zostało przedłużone do końca 2023 roku.

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 2014-2016 oraz za pierwsze trzy kwartały 2017 roku przedstawia tabela nr 3.1.

Przychody ze sprzedaży

Na przychody ze sprzedaży produktów (poz. A.I RZiS) składały się w ostatnich latach niemal wyłącznie przychody z tytułu prowizji i opłat od udzielanych poręczeń, a w latach 2011-2013 również rozliczenia części kosztów związanych z informatorem projektu RCIF (wykazywane w poz. A.II – zmiana stanu produktów). Od 2013 roku Fundusz czerpał również niewielkie przychody z podnajmu nieruchomości.

Do roku 2010 łącznie wartość przychodów ze sprzedaży produktów charakteryzowała się tendencją wzrostową, co związane było przede wszystkim ze znacznym wzrostem liczby i wartości udzielanych w tym czasie przez WMFPK poręczeń.

W roku 2011 przychody ze sprzedaży produktów uległy znacznemu obniżeniu (o ok. 1/4), na co znaczący wpływ miał istotny wzrost udziału poręczeń udzielanych w ramach RPO. Zgodnie z warunkami wsparcia w ramach RPO, przychody z prowizji od tego typu poręczeń powiększają środki projektu (podlegające zwrotowi), stąd też Fundusz nie wykazuje ich w rachunku zysków i strat, lecz księguje bezpośrednio w pasywach bilansu, w poz. B.II – „zobowiązania długoterminowe”.

W roku 2012, pomimo wzrostu ogólnej wartości udzielonych poręczeń oraz spadku udziału poręczeń w ramach RPO, przychody ze sprzedaży produktów pozostały stabilne. Wpływ na to miało rozpoczęcie pod koniec 2011 roku udzielania poręczeń reporeczanych w ramach RPW, w przypadku których obowiązuje niższa stawka prowizji.

W latach 2013-2015 przychody ze sprzedaży produktów ponownie istotnie wzrosły (o prawie połowę), co wynikało głównie ze wzrostu wartości udzielonych poręczeń na ryzyku własnym Funduszu, za które Spółka pobiera wyższe prowizje. W 2016 roku przychody ponownie spadły (o 28% r/r) w następstwie spadku wartości poręczeń udzielanych w ramach środków własnych.

W 2017 roku miał natomiast miejsce kilkukrotny wzrost wartości przychodów ze sprzedaży (poz. A.I RZiS), przy zbliżonej wartości udzielonych poręczeń. Wynikało to z księgowego przeniesienia przychodów z tytułu refundacji kosztów kwalifikowalnych RPO z pozostałych przychodów operacyjnych. W wyniku w/w zmiany sposobu księgowania przychody ze sprzedaży WMFPK wyniosły po pierwszych trzech kwartałach 2017 roku 782,7 tys. zł i były ponad 3-krotnie wyższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku.

Tabela 3.1 WMFPK Sp. z o.o. - rachunek zysków i strat za lata 2014-2016* oraz za I-III. kw. 2017 r.

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2014	Za rok 2015	Za rok 2016	Za okres I-IX.2017
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY	369,7	367,8	265,4	782,7
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	360,3	370,3	262,3	766,5
II. Zmiana stanu produktów	1,0	(3,9)	1,9	10,5
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	0,8	-	-	-
V. Przychody z tytułu podnajmu	7,7	1,3	1,2	5,8
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	1 793,2	1 549,9	1 240,9	1 057,9
I. Amortyzacja	84,8	93,2	91,9	61,6
II. Zużycie materiałów i energii	110,3	75,0	74,6	46,3
III. Usługi obce	316,6	212,1	124,9	142,9
IV. Podatki i opłaty	15,4	14,7	27,0	14,9
V. Wynagrodzenia	974,7	952,9	734,1	648,1
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	181,9	165,5	153,6	131,1
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	109,4	36,6	34,7	13,0
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(1 423,5)	(1 182,1)	(975,4)	(275,2)
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	1 643,8	1 187,2	962,0	104,0
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	-	-	-	-
III. Inne przychody operacyjne	1 643,8	1 187,1	962,0	104,0
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	625,3	1 352,6	315,6	57,8
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	527,3	738,7	259,9	36,0
III. Inne koszty operacyjne	98,0	613,8	55,7	21,8
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(404,9)	(1 347,5)	(329,0)	(229,0)
G. PRZYCHODY FINANSOWE	660,3	473,2	366,2	240,0
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	592,3	469,0	364,3	239,3
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	68,0	4,1	2,0	0,7
H. KOSZTY FINANSOWE	28,2	20,8	16,4	9,8
I. Odsetki	28,2	20,8	16,4	9,7
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	-	-	-	0,0
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	227,1	(895,1)	20,8	1,3
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	227,1	(895,1)	20,8	1,3
L. PODATEK DOCHODOWY	144,4	97,2	10,4	-
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIĘSZENIA ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	82,7	(992,4)	10,5	1,3

Źródło: WMFPK Sp. z o.o. *roczne sprawozdania finansowe zaudytowane

Koszty operacyjne

Do głównych składników kosztów rodzajowych Funduszu należą wynagrodzenia i świadczenia pracownicze, stanowiące w ostatnich latach ok. 60-75% łącznych kosztów działalności operacyjnej. Do najistotniejszych składników kosztów operacyjnych zaliczyć należy również usługi obce, których udział kształtował się na poziomie ok. 10-25%.

Koszty działalności operacyjnej stale znacznie przekraczały wartość generowanych przychodów prowizyjnych, w wyniku czego WMFPK osiągał ujemny wynik brutto ze sprzedaży. Wartość straty ze sprzedaży do roku 2009 (m.in. z uwagi na rosnące przychody ze sprzedaży) przyrastała w umiarkowanym tempie kilkudziesięciu tysięcy złotych rocznie.

W latach 2010-2011, na skutek silnego wzrostu wartości ponoszonych kosztów działalności operacyjnej (wzrost o 120% w ciągu dwóch lat), przy jednoczesnym ustabilizowaniu się łącznych przychodów, strata brutto ze sprzedaży zwiększyła się do -1.455 tys. zł w roku 2011 (wobec -491 tys. zł w roku 2009). W latach 2012-2014 wartość wykazywanej w RZiS straty ze sprzedaży ustabilizowała się na poziomie ok. 1,4-1,5 mln zł. W kolejnych latach, ze względu na dokonaną redukcję kosztów operacyjnych, strata brutto na sprzedaży obniżyła się do -1,2 mln zł w 2015 roku i do -975 tys. zł w 2016 roku. Po trzech kwartałach 2017 roku strata brutto na sprzedaży wykazywana w RZiS zmniejszyła się kilkukrotnie, co wynikało zmiany sposobu księgowania refundacji kosztów związanych z realizacją RPO (które z pozostałych przychodów operacyjnych zostały przeniesione do przychodów ze sprzedaży produktów).

Przy ocenie wyniku brutto ze sprzedaży należy 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). Wiązało się to z ponoszeniem dodatkowych kosztów (w tym ze znacznym wzrostem stanu zatrudnienia), które w rachunku zysków i strat ujmowane są na poziomie kosztów z działalności operacyjnej. Koszty te podlegają jednak częściowej refundacji w ramach realizowanych projektów. Refundacje te do 2016 roku ujmowane były na niższym poziomie RZiS – w pozostałych przychodach operacyjnych (poz. D.III).

Przy uwzględnieniu otrzymywanych przez Fundusz zwrotów kosztów związanych z realizacją projektów RPO, RPW oraz (do końca 2015 roku) RCIF, skorygowany wynik brutto ze sprzedaży był nadal ujemny (z wyjątkiem roku 2011), jednak straty kształtowałyby się na niższych poziomach: w roku 2011 skorygowany wynik był dodatni na poziomie 408 tys. zł, w roku 2012 skorygowana strata ze sprzedaży wyniosła -329 tys. zł, a w latach 2013-2015 kształtowała się na poziomie -580 tys. zł. W 2016 roku skorygowana strata na tym poziomie RZiS była już nieco niższa i wyniosła -425 tys. zł. Od początku 2017 roku Fundusz przeniósł omawiane refundacje kosztów do przychodów ze sprzedaży, w konsekwencji czego wynik brutto ze sprzedaży za trzy kwartały 2017 roku wykazany w RZiS w kwocie -275,2 tys. zł jest już de facto tożsamy z wynikiem skorygowanym.

Generalnie ujemny lub oscylujący wokół zera wynik brutto ze sprzedaży traktujemy jako zjawisko typowe dla działalności funduszy poręczeniowych nienastawionych na maksymalizację zysku. W przypadku WMFPK wartość skorygowanej straty na tym poziomie RZiS w latach od 2013 do 2015

(odpowiadającej równowartości ok. 4% skorygowanego kapitału własnego Spółki) oceniamy jako umiarkowaną. Pozytywnie oceniamy przy tym zmniejszenie w/w straty w 2016 roku (do 2,9% skorygowanego kapitału własnego), a po pierwszych trzech kwartałach 2017 roku – utrzymanie skorygowanego wyniku brutto na sprzedaży na poziomie zbliżonym do analogicznego okresu poprzedniego roku.

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

Od roku 2010 WMFPK wykazuje w pozycji D.III – „inne przychody operacyjne” przede wszystkim rozwiązywane rezerwy. Do 2016 roku Fundusz wykazywał w tej pozycji również naliczane kwoty wspomnianej wcześniej refundacji kosztów operacyjnych ponoszonych w ramach programów RPO, RPW, a do końca 2015 roku również RCIF. Ponadto, w pozycji tej wykazywane są również odzyskane należności z tytułu wypłaconych poręczeń.

W pozostałych kosztach operacyjnych wykazywane są głównie koszty utworzonych rezerw celowych na poręczenia zagrożone wypłatą oraz rezerwy na ryzyko ogólne (poz. E.III – „inne koszty operacyjne”) oraz odpisy aktualizacyjne na należności z tytułu wypłaconych poręczeń (poz. E.II).

Głównie za sprawą przychodów z tytułu refundacji kosztów realizacji projektów operacyjnych finansowanych przez UE (RPO, RCIF oraz RPW) ujemny wynik z działalności operacyjnej WMFPK w latach 2010-2014 utrzymywał się na umiarkowanym poziomie ok. 300-550 tys. zł. W 2015 roku strata z działalności operacyjnej silnie wzrosła (do -1,3 mln zł), głównie na skutek wzrostu wartości odpisów aktualizujących na wypłacone poręczenia oraz wzrostu kosztu utworzonych rezerw. W 2016 roku wynik na działalności operacyjnej istotnie się poprawił (do -329 tys. zł), a w kolejnych kwartałach ustabilizował – na koniec III. kw. 2017 r. strata na tym poziomie RZiS wyniosła -229 tys. zł.

Przychody i koszty finansowe

Uzyskiwane przez WMFPK przychody finansowe związane były głównie z odsetkami od lokat środków pieniężnych. Ich systematyczny wzrost do roku 2008 wynikał przede wszystkim ze wzrostu stanu środków pieniężnych (co związane było głównie z otrzymywanymi przez Fundusz dotacjami w ramach programu SPO-WKP).

Warto zaznaczyć, że znaczny 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 zwrotne środki projektu RPO (przenoszone są bezpośrednio do pasywów bilansu w poz. B.II. – „zobowiązania długoterminowe”).

Od 2012 roku uzyskiwane przez WMFPK przychody odsetkowe systematycznie maleją, co jest konsekwencją obniżającego się średniego oprocentowania lokat bankowych.

WMFPK od roku 2010 wykazuje niewielkie wartości kosztów finansowych, które związane są przede wszystkim z odsetkami od zaciągniętego kredytu inwestycyjnego na remont budynku, stanowiącego od II. połowy 2010 roku siedzibę 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 finansowy

Do końca 2014 roku przychody z odsetek pozwalały na pokrycie ujemnego wyniku na działalności operacyjnej i wykazywanie przez Fundusz niewielkiego dodatniego księgowego wyniku finansowego brutto i netto za rok obrotowy. W 2015 roku ze względu na wysoką stratę operacyjną Fundusz wykazał ujemny wynik finansowy na poziomie ok. -1 mln zł. W 2016 roku i po trzech kwartałach 2017 roku księgowe wyniki brutto i netto ponownie osiągają nieznacznie dodatnie wartości.

Przyjęta przez agencję ratingową EuroRating metodologia oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych zakłada korygowanie wykazywanego księgowego wyniku netto w celu ustalenia jego wartości w ujęciu ekonomicznym (obrazującym rzeczywistą rentowność Funduszu w danym okresie). Korekty te polegają m.in. na odliczaniu kwot otrzymanych dotacji na powiększenie kapitału poręczeniowego (jeśli były księgowane przez RZiS), a także ewentualnych bezpośrednich odpisów kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych (jeśli były dokonywane). Wynik korygowany jest także o saldo zmian rezerwy na ryzyko ogólne (w odróżnieniu od rezerw celowych nie jest to rezerwa związana bezpośrednio z poręczeniami zagrożonymi). W przypadku Funduszy wykazujących zbyt niskie stany rezerw celowych w odniesieniu do portfela poręczeń na ryzyku własnym dokonujemy także korekty wyniku finansowego o zmianę salda rezerw dodatkowo doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu.

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 dotyczyły głównie refundacji kosztów utworzenia stanowisk pracy.

W kontekście korygowania wyniku finansowego, jako dotacji na powiększenie kapitału poręczeniowego nie traktujemy również otrzymywanych przez WMFPK od 2010 roku refundacji kosztów związanych z realizacją projektów RCIF, RPO i RPW. Dofinansowania te nie wpływają więc na skorygowany wynik.

Na wartość skorygowanego wyniku finansowego Funduszu wpływały natomiast zmiany stanu rezerwy na ryzyko ogólne oraz zmiany 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).

Wyliczenia skorygowanego wyniku finansowego WMFPK za lata 2014-2016 oraz za trzy kwartały 2017 roku zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.2.

Tabela 3.2 WMFPK Sp. z o.o. – skorygowany wynik netto

Lp.	Skorygowany wynik finansowy netto (tys. zł)	2014	2015	2016	I-IX.2017
1	Księgowy wynik netto	82,7	-992,4	10,5	1,3
2	Korekta o zmianę salda rezerwy ogólnej	-74,0	-180,1	38,1	0,0
3	Korekta o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych	-458,4	126,5	-205,5	92,7
4	Skorygowany wynik finansowy netto	-449,7	-1 046,0	-156,9	94,0

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

Skorygowany wynik finansowy Funduszu do 2009 roku oscylował wokół zera. W latach 2010-2015 (z wyjątkiem roku 2011) skorygowany wynik był już stale ujemny, przy czym wartość generowanej straty w latach 2013-2015 systematycznie rosła. W 2016 r. skorygowany wynik finansowy netto był nadal ujemny, jednak wartość straty była znacznie niższa niż w poprzednim roku. Po trzech kwartałach 2017 roku fundusz osiągnął z kolei skorygowany zysk netto na poziomie dodatnim.

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 2014-2016 oraz na koniec III. kwartału 2017 roku.

Aktywa

Struktura aktywów WMFPK jest typowa dla działalności funduszu poręczeniowego: majątek Spółki stanowią w zdecydowanej większości aktywa krótkoterminowe (środki pieniężne i ich ekwiwalenty), co z punktu widzenia oceny jakości i płynności majątku Funduszu oceniamy pozytywnie.

Na majątek trwałe Spółki, stanowiący na koniec trzeciego kwartału 2017 roku 10,6 % sumy aktywów składały się głównie rzeczowe aktywa trwałe oraz inwestycje długoterminowe. W skład rzeczowych aktywów trwałych (poz. A.II) wykazywanych w bilansie WMFPK (stanowiących na koniec trzeciego kwartału 2017 r. 4,1% łącznych aktywów Spółki) wchodzi głównie prawo do lokalu stanowiącego siedzibę Funduszu wraz z działką, a także środki transportu oraz urządzenia techniczne i maszyny.

Od 2009 roku w „inwestycjach długoterminowych” wykazywana jest kwota 50 tys. zł, dotycząca objętych przez WMFPK udziałów w spółce Krajowa Grupa Poręczeniowa Sp. z o.o. (będącej spółką celową powołaną do wspierania działalności funduszy poręczeniowych, w których udziałowcem jest Bank Gospodarstwa Krajowego).

Od roku 2010 do III. kwartału 2016 roku w pozycji „inwestycje długoterminowe”, oprócz wspomnianej wyżej wartości udziałów w spółce KGP Sp. z o.o., ujmowana była kaucja bankowa (w kwocie ok. 800 tys. zł) stanowiąca zabezpieczenie zaciągniętego przez WMFPK kredytu na remont i przebudowę siedziby Spółki. Od IV. kwartału 2016 roku kaucja ta wykazywana jest w pozycji

„należności długoterminowych”, na które od roku 2013 składają się również wypłacone poręczenia zabezpieczone hipotekami.

Okresowo (na koniec 2013 roku oraz od IV. kwartału 2016 roku) w pozycji „inwestycje długoterminowe” Fundusz wykazuje również długoterminowe lokaty bankowe.

**Tabela 3.3 Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o.
– bilans (aktywa) na koniec lat 2014-2016* oraz na koniec III. kw. 2017 r.**

Bilans – aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2014	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 30.09.2017
A. AKTYWA TRWAŁE	3 224,3	3 245,3	5 438,2	5 439,1
I. Wartości niematerialne i prawne	0,8	-	-	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	2 320,9	2 231,4	2 145,0	2 099,6
III. Należności długoterminowe	37,8	127,9	926,3	923,2
IV. Inwestycje długoterminowe	864,8	886,1	2 366,9	2 416,4
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-
B. AKTYWA OBROTOWE	50 317,7	49 660,3	46 324,7	46 018,8
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	27,0	34,3	52,4	299,0
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	27,0	34,3	52,4	299,0
a) z tytułu dostaw i usług	24,0	30,5	9,8	257,1
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	-	2,3	40,8	40,7
c) inne	3,0	1,5	1,9	1,2
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
3. Należności z tytułu wypłaconych poręczeń	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	49 861,9	49 422,8	46 108,3	45 697,7
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	49 861,9	49 422,8	46 108,3	45 697,7
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	49 861,9	49 422,8	46 108,3	45 697,7
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	140,1	226,5	105,2	25,3
- inne środki pieniężne	49 721,7	49 196,4	46 003,1	45 672,4
- inne aktywa pieniężne	-	-	-	-
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	428,9	203,2	164,1	22,1
AKTYWA RAZEM	53 542,0	52 905,6	51 762,9	51 458,0

Źródło: WMFPK Sp. z o.o. *roczne sprawozdania finansowe zaudytowane

Niemal całość aktywów obrotowych stanowią „inwestycje krótkoterminowe”, na które składają się wyłącznie środki pieniężne lokowane w bankach. Na koniec trzeciego kwartału 2017 r. była to kwota 45,7 mln zł. Należy zaznaczyć, że większa część tej pozycji bilansowej aktywów Funduszu pochodzi z dofinansowania zwrotnego w ramach RPO.

Wartość aktywów (czyli de facto środków pieniężnych) WMFPK do 2014 roku rosła systematycznie, co było w głównej mierze rezultatem otrzymywania przez Fundusz kolejnych dofinansowań. Od I. kwartału 2015 roku wartość łącznych aktywów Spółki z kwartału na kwartał nieznacznie się obniża, na co wpływ mają głównie dokonywane wypłaty poręczeń.

Strukturę majątku WMFPK oceniamy pozytywnie, z zastrzeżeniem, że obserwowana w ostatnich dwóch latach erozja sumy majątku Funduszu (skutkująca w rezultacie obniżaniem się wartości skorygowanego kapitału własnego Spółki) ma obecnie lekko negatywny wpływ na ocenę ryzyka kredytowego Funduszu.

Pasywa

Tabela 3.4 Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o.
– bilans (pasywa) na koniec lat 2014-2016* oraz na koniec III. kw. 2017 r.

Bilans – pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2014	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 30.09.2017
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	17 906,1	16 913,7	16 924,2	16 925,5
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	142,2	150,5	150,5	151,6
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	10 801,2	10 875,6	9 883,3	9 892,6
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-	-
VIII. Zysk (strata) netto	82,7	(992,4)	10,5	1,3
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	35 635,9	35 991,9	34 838,7	34 532,5
I. Rezerwy na zobowiązania	553,8	705,0	411,8	367,6
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	553,8	705,0	411,8	367,6
II. Zobowiązania długoterminowe	34 967,8	35 222,4	34 360,9	34 142,2
III. Zobowiązania krótkoterminowe	111,3	61,8	62,7	22,7
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	76,5	54,5	60,9	20,8
- kredyty i pożyczki	45,8	45,8	45,8	-
- z tytułu dostaw i usług	6,0	3,7	3,6	11,3
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	19,1	-	0,0	0,3
- z tytułu wynagrodzeń	0,6	-	0,4	-
- inne	5,1	5,0	11,0	9,2
3. Fundusze specjalne	34,8	7,3	1,9	1,9
IV. Rozliczenia międzyokresowe	3,0	2,7	3,2	-
PASYWA RAZEM	53 542,0	52 905,6	51 762,9	51 458,0

Źródło: WMFPK Sp. z o.o. *roczne sprawozdania finansowe zaudytowane

Do roku 2008 włącznie udział kapitału własnego (przy zaliczeniu do niego także wykazywanych tymczasowo w zobowiązaniach długoterminowych środków z SPO-WKP) w strukturze pasywów kształtował się stale na poziomie powyżej 96%.

W 2009 roku 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 po stronie pasywów zaksięgowana została w pozycji „zobowiązania długoterminowe”, na skutek czego udział kapitału własnego w sumie pasywów zmniejszył się do 39%. W kolejnych latach wartość zobowiązań długoterminowych była powiększana o prowizje od poręczeń udzielanych w ramach RPO oraz o odsetki od lokat środków pochodzących z RPO (zgodnie z warunkami programu nie stanowią one dochodu Funduszu, lecz powiększają środki w ramach projektu RPO), w wyniku czego udział kapitału własnego w sumie pasywów zmniejszył się do 33%.

Pozycja B.II – „zobowiązania długoterminowe” od roku 2011 obejmuje także długoterminowy kredyt bankowy (na koniec trzeciego kwartału 2017 r. w kwocie 332,1 tys. zł), jaki WMFPK zaciągnął na remont biurowca, który od czerwca 2010 roku stanowi siedzibę Spółki.

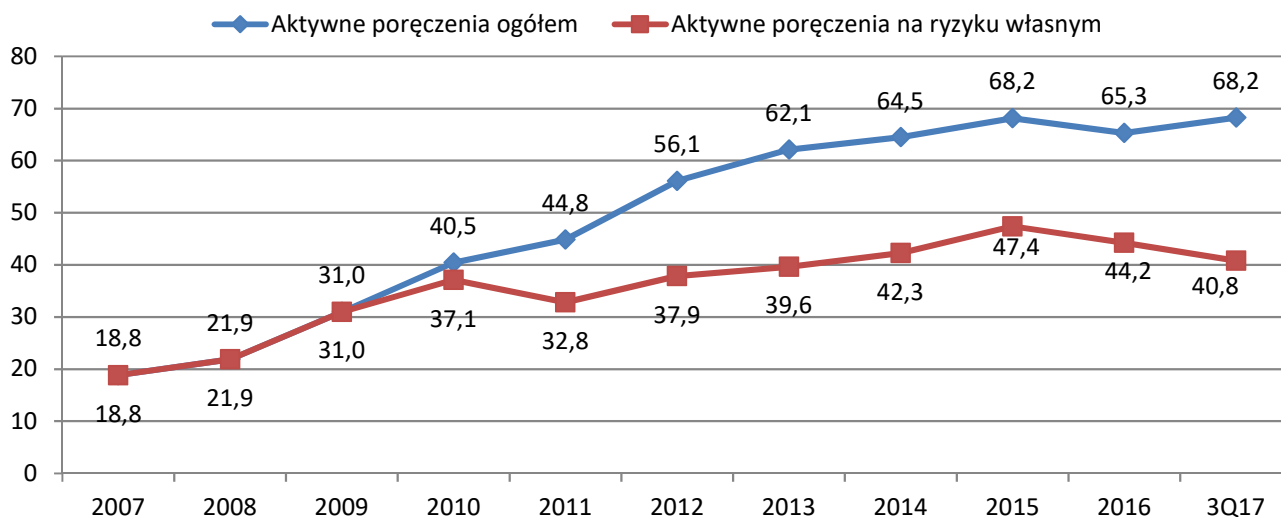
Na pozostałe pozycje wchodzące w skład „zobowiązań i rezerw na zobowiązania” składały się głównie rezerwy związane z udzielanymi poręczeniami (poz. B.I.3) oraz niewielkie wartości kredytów i pożyczek, zobowiązań bieżących z tytułu dostaw, podatków, ceł, ubezpieczeń oraz funduszy specjalnych.

Strukturę pasywów WMFPK (przy uwzględnieniu specyficznych czynników związanych ze sposobem księgowania otrzymanego dofinansowania w ramach RPO) należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe korzystające ze zwrotnego dofinansowania ze środków unijnych. **Stosunkowo wysoki udział zobowiązań w strukturze pasywów WMFPK nie stanowi w naszej ocenie dla Funduszu nadmiernego ryzyka, ponieważ dotyczą one niemal w całości nieoprocenowanych długoterminowych środków zwrotnych, a ponadto odpowiadają im płynne aktywa w postaci środków pieniężnych.**

Pozycje pozabilansowe

Udzielane poręczenia księgowane są jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe.

Wartość portfela aktywnych poręczeń Funduszu do 2015 roku charakteryzowała się ogólną tendencją rosnącą: z 2,3 mln zł w 2005 roku (pierwszy pełny rok obrotowy) do 68,2 mln zł na koniec 2015 roku. W latach 2016-2017 wartość portfela aktywnych poręczeń ustabilizowała się na poziomie ok. 65-68 mln zł.

Wykres 3.1 WMFPK Sp. z o.o. – wartość i liczba aktywnych poręczeń (mln zł)


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

3.3 Analiza wskaźnikowa

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

Skorygowany kapitał poręczeniowy

Według metodologii oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych stosowanej przez agencję ratingową EuroRating aktualną wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego oblicza się według formuły: skorygowany kapitał własny (uwzględniający m.in. również rezerwę na ryzyko ogólne, która nie ma bezpośredniego związku z poręczeniami zagrożonymi) + otrzymane bezzwrotne dotacje na podwyższenie kapitału poręczeniowego (jeśli zostały zaksięgowane w pozycjach pasywów innych niż kapitał własny oraz w ujęciu ekonomicznym mogą być traktowane jako składnik kapitału poręczeniowego) + 75% środków zwrotnych w ramach RPO (w przypadku funduszy korzystających z tego typu wsparcia).

Na potrzeby wyliczenia skorygowanego kapitału własnego dokonujemy następujących korekt:

- dla lat 2005-2007 jako element kapitału własnego zaliczamy otrzymane przez WMFPK bezzwrotne dotacje w ramach SPO-WKP, które były wówczas wykazywane w bilansie jako zobowiązania długoterminowe;
- do III. kwartału 2015 roku korekta *in minus* o całość wykazywanych w bilansie wartości niematerialnych i prawnych z uwagi na fakt, iż nie miały one rzeczywistej wartości zbywczej;
- korekta *in minus* o 30% księgowej wartości wykazywanych w bilansie „rzeczowych aktywów trwałych” z uwagi na niską płynność tych aktywów;
- począwszy od IV. kwartału 2013 r. kapitał własny korygujemy *in minus* o połowę wartości należności z tytułu wypłaconych poręczeń zabezpieczonych hipoteką, w zaawansowanej egzekucji lub spłacanych zgodnie z ugodami (wykazanych w pozycji A.III. RZiS „należności

długoterminowe”); przyjmujemy bowiem konserwatywne założenie, iż należności te – pomimo zabezpieczenia na majątku – mogą nie zostać odzyskane w całości;

- korekta *in minus* o kwotę 50 tys. zł (księgowaną w pozycji A.IV aktywów – „inwestycje długoterminowe”), dotycząca objętych przez Fundusz udziałów w spółce specjalnego przeznaczenia KGP Sp. z o.o.; przyjmujemy bowiem konserwatywne założenie, iż (ponieważ spółka ta nie działa w celu maksymalizacji zysku dla udziałowców oraz generuje wysokie straty) jej udziały nie będą miały faktycznej wartości ekonomicznej, która mogłaby w razie potrzeby zostać spieniężona na pokrycie ewentualnych zobowiązań Funduszu z tytułu udzielonych poręczeń;
- korekta *in minus* o wartość doliczanych przez EuroRating „dodatkowych” rezerw celowych (do minimalnego wymaganego poziomu 4%) na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu;
- korekta *in plus* o wartość utworzonej przez Fundusz rezerwy na ryzyko ogólne.

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

Gdyby do kapitału własnego według stanu na koniec września 2017 roku (obliczonego zgodnie z powyższymi uwagami) dodać w całości otrzymane dotychczas dofinansowanie w ramach RPO (łącznie z wypracowanymi odsetkami i prowizjami za udzielone poręczenia kwota środków projektu wynosiła na koniec III. kw. 2017 r. 34,1 mln zł), łączny kapitał poręczeniowy WMFPK wyniósłby 48,8 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. i był dwukrotnie przedłużany – ostatni aneks do umowy podpisany w marcu 2017 roku przewiduje jego zakończenie na 31.12.2023 r.; 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.

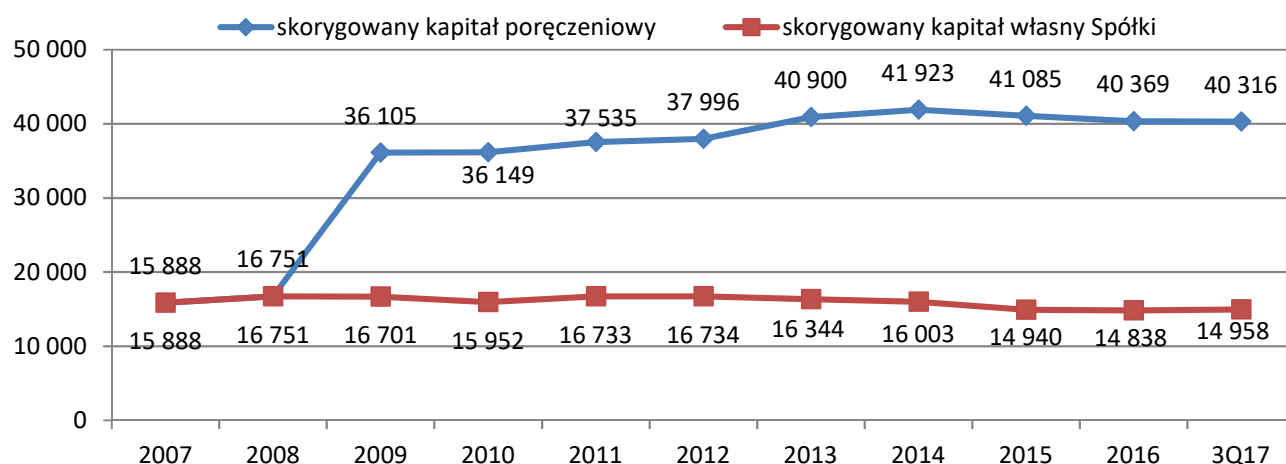
Ocena długoterminowego wpływu, jaki na ryzyko kredytowe Funduszu będzie miało dofinansowanie w ramach RPO nie jest jednoznaczna, z uwagi na relatywnie skomplikowane warunki na jakich dofinansowanie zostało przyznane oraz związane z tym istotne czynniki niepewności.

Z jednej strony limit szkodowości udzielanych poręczeń na poziomie 5% wydaje się stosunkowo bezpieczny, bowiem WMFPK w dotychczasowej historii nie osiągał tak wysokiego wskaźnika wypłaty poręczeń. Ponadto na sytuację finansową Funduszu pozytywnie wpływa możliwość zaliczania w ciężar dofinansowania z RPO części własnych kosztów administracyjnych. Z drugiej jednak strony, w przypadku wystąpienia ewentualnego dalszego wzrostu wskaźnika utraty poręczeń udzielonych w ramach RPO (powyżej limitu 5%) straty z tego tytułu obciążąby już kapitał własny Funduszu.

Zgodnie z metodologią stosowaną przez EuroRating środki z dofinansowania w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego „Warmia i Mazury” są doliczane do skorygowanego kapitału poręczeniowego po ich pomniejszeniu o 25% „rezerwę na ryzyko” związaną ze specyficznymi warunkami tego dofinansowania.

Ostatecznie **wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego** [2] wyliczanego przez EuroRating, służącego do obliczania wskaźników opartych na wartości kapitału poręczeniowego (zaprezentowanych w tabeli 3.5), **wyniosła na koniec trzeciego kwartału 2017 roku 40,3 mln zł.** Była to kwota o 9,5 mln zł niższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (49,8 mln zł).

Wykres 3.2 WMFPK Sp. z o.o. – wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego oraz skorygowanego kapitału własnego Spółki (tys. zł)



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

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

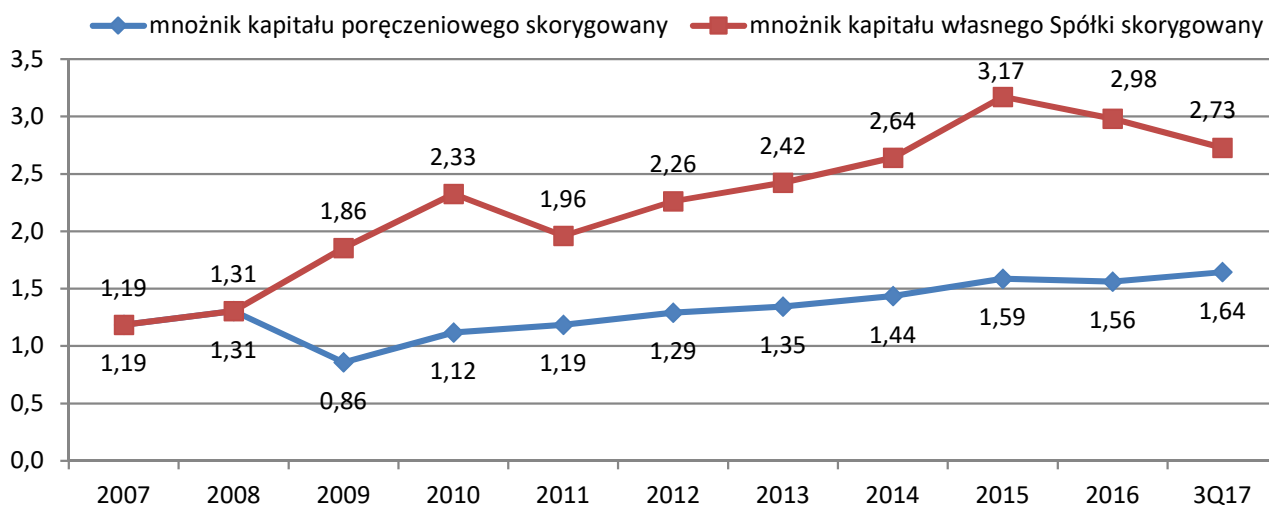
Lp.		2014	2015	2016	I-IX. 2017
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	51 710	51 831	50 057	49 826
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł) *	41 923	41 085	40 369	40 316
3	Skorygowany kapitał własny Spółki (tys. zł)	16 003	14 940	14 838	14 958
4	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	64 507	68 155	65 324	68 248
5	- w tym poręczenia w ramach środków własnych (tys. zł)	39 749	45 367	42 567	39 332
6	- w tym poręczenia w ramach RPO (tys. zł)	17 961	17 821	18 811	25 465
7	- w tym poręczenia reporęczane w ramach RPW (tys. zł)	6 797	4 966	3 946	3 450
8	- w tym kwota reporęczana razem (tys. zł)	4 280	2 946	2 271	1 963
9	Aktywne poręczenia na ryzyku Funduszu = [5]+[7]-[8] (tys. zł)	42 266	47 387	44 242	40 819
10	Mnożnik kapitału poręczeniowego = [4] / [1]	1,25	1,31	1,31	1,37
11	Skorygowany mnożnik kap. poręczeniowego = ([4] - [8]) / [2]*	1,44	1,59	1,56	1,64
12	Mnożnik kapitału własnego Spółki = [9] / [3]	2,64	3,17	2,98	2,73
13	Liczba aktywnych poręczeń	590	646	697	733
14	- w tym liczba poręczeń w ramach środków własnych	366	435	469	471
15	- w tym poręczenia w ramach RPO (szt.)	166	172	198	240
16	- w tym poręczenia reporęczane w ramach RPW I + II (szt.)	58	39	30	22
17	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	109	106	94	93
18	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
19	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
20	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	15 484	16 507	16 912	14 846
21	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	774	825	846	742
22	20 najw. aktywnych poręczeń na ryzyku własnym (tys. zł)	b.d.	10 691	12 500	8 593
23	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	24,0%	24,2%	25,9%	21,8%
24	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	36,9%	40,2%	41,9%	36,8%
25	20 najw. por. na ryzyku własnym / Kapitał własny Spółki	b.d.	71,6%	84,2%	57,4%
26	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	602	848	1 309	73
27	Wartość wypłat na kapitale własnym w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	468	734	248	72
28	Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan akt. poręczeń	1,0%	1,3%	2,0%	0,1%
29	Wartość odzyskanych należn. z tyt. por. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	577	62	179	61
30	Odzyskane należn. Odzyskanych na kap. wł. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	577	19	128	59
31	Wypłacone poręczenia netto / Śr. kapitał poręczeniowy *	0,1%	1,9%	2,8%	0,0%
32	Wypłacone poręczenia netto na ryz. wł./ Śr. skoryg. KW	-0,7%	4,6%	0,8%	0,1%
33	Wynik skorygowany za 4 kw. / Średni kapitał własny Spółki *	-2,8%	-6,8%	-1,1%	0,5%

* Wskaźniki wyliczone w oparciu o kapitał poręczeniowy skorygowany

Źródło: WMFPK Sp. z o.o., 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.

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


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

Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” od początku działalności systematycznie zwiększał liczbę i wartość udzielanych poręczeń. Do 2008 roku wzrost wartości portfela poręczeń [4] 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 kapitału poręczeniowego [11], przekraczając w 2007 roku po raz pierwszy wartość 1,0. W wyniku dalszego wzrostu wartości portfela poręczeń mnożnik ten na koniec III. kw. 2009 r. osiągnął najwyższy dotychczas poziom 1,81.

W IV. kwartale 2009 r. Fundusz otrzymał dofinansowanie w ramach RPO (w łącznej kwocie 27,2 mln zł), które podwoiło wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego WMFPK. W rezultacie skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego obniżył się do poziomu 0,86. W ciągu kolejnych lat na skutek dalszego systematycznego wzrostu portfela poręczeń aktywnych, przy stabilnej wartości kapitału poręczeniowego, wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego stopniowo rosła, osiągając na koniec 2015 roku poziom 1,59. W kolejnych kwartałach wskaźnik ten ustabilizował się na poziomie ok. 1,5-1,6.

Należy przy tym zaznaczyć, iż WMFPK od czwartego kwartału 2011 roku do I. kwartału 2014 r. udzielał poręczeń reporeczanych w ramach programu „Rozwój Polski Wschodniej” (RPW). Program funkcjonował na zasadach zbliżonych do tzw. inicjatywy JEREMIE i polegał na uzyskiwaniu przez Fundusz reporeczeń na udzielane poręczenia. Zgodnie z metodologią agencji ratingowej EuroRating, w przypadku funduszy poręczeniowych korzystających ze wsparcia w ramach RPW, skorygowany mnożnik oblicza się jako relację poręczeń aktywnych będących na ryzyku własnym funduszu (kwota aktywnych poręczeń niepodlegająca reporeczaniom) do wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego [2]. Fundusz otrzymał dwa limity reporeczeń na łączną kwotę 14 mln zł. Z uwagi na szybkie wykorzystanie limitów, Fundusz zakończył budowę portfela dla drugiego limitu RPW WiM w marcu 2014 r. i od II. kwartału 2014 r. nie udziela już poręczeń w ramach RPW.

Należy również wziąć pod uwagę fakt, iż kapitał własny Spółki obciążony jest ryzykiem w większym stopniu, niż obrazuje to klasyczny mnożnik kapitału poręczeniowego (w skład którego wlicza się zwrotne środki w ramach RPO). Fundusz udziela bowiem nadal większości poręczeń w ramach kapitału własnego, a ponadto jest eksponowany na ryzyko części poręczeń w ramach RPW niepodlegających reporeczeniu.

Wskaźnik realnej ekspozycji kapitału własnego na ryzyko udzielonych poręczeń (tj. po wyłączeniu poręczeń w ramach RPO oraz części poręczeń w ramach RPW podlegających reporeczeniu), czyli mnożnik kapitału własnego Spółki [12], w ostatnich latach systematycznie wzrastał: z 1,96 na koniec 2011 roku do najwyższego dotychczas poziomu 3,17, osiągniętego na koniec 2015 roku. W kolejnych kwartałach wartość poręczeń aktywnych na ryzyku Funduszu [9] stopniowo obniżała się. W konsekwencji spadał również mnożnik kapitału własnego, który na koniec III. kwartału 2017 roku wynosił 2,73.

O ile obecną wartość portfela poręczeń w relacji do skorygowanego kapitału poręczeniowego można nadal określić jako dość niską i bezpieczną, to mnożnik kapitału własnego Spółki, pomimo niewielkiego spadku wartości w ostatnich kwartałach nadal należy uznać za lekko podwyższony.

Zwracamy przy tym uwagę na fakt, że obecnie jedyną możliwością przeniesienia ryzyka poręczeń z kapitału własnego Funduszu na środki pomocowe pozostały poręczenia w ramach RPO (pozostałe limity zostały wykorzystane lub zakończył się okres budowy portfela poręczeń). Projekty RPO i RPO II zostały przedłużone do 31 grudnia 2023 roku.

Bierzemy jednak pod uwagę możliwość uzyskania przez WMFPK kolejnego wsparcia ze środków unijnych – w ramach perspektywy na lata 2014-2020. Nie są jednak jeszcze znane szczegółowe zasady udzielania tego wsparcia ani jego skala.

Koncentracja portfela poręczeń

Średnia wartość poręczeń znajdujących się w portfelu Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” [17] rosła do III. kwartału 2013 r., osiągając poziom 125 tys. zł. W kolejnych latach wartość ta uległa jednak obniżeniu i na koniec września 2017 roku wyniosła 93 tys. zł. Wskaźnik średniego poręczenia do łącznej wartości poręczeń aktywnych [18] pozostaje w ostatnich latach na niskim i stabilnym poziomie ok. 0,1-0,2%. Także bieżącą relację średniego poręczenia do kapitału poręczeniowego [19] na poziomie ok. 0,2-0,3% należy uznać za bezpieczną.

W obowiązującym w WMFPK regulaminie udzielania poręczeń limit maksymalnej wartości poręczeń na rzecz jednego klienta został ustalony na poziomie 5% kapitału poręczeniowego, przy czym wewnętrzne regulacje wprowadzone przez Zarząd ograniczają dodatkowo maksymalną wartość ekspozycji na ryzyko jednego przedsiębiorcy do 1,0 mln zł. Kwota ta obecnie odpowiada około 2,5% skorygowanego kapitału poręczeniowego (z uwzględnieniem środków z RPO) oraz 6,7% skorygowanego kapitału własnego Spółki.

Wartość łącznej ekspozycji na ryzyko 20 największych klientów Funduszu [20] w latach 2011-2014 zmniejszyła się z prawie 21 mln zł do ok. 15,5 mln zł. W latach 2015-2016 oraz w pierwszej połowie 2017 roku wartość łącznej ekspozycji na ryzyko największych klientów utrzymywała się pomiędzy 15,5 a 16,9 mln zł co odpowiadało 23-26% portfela poręczeń aktywnych. Na koniec września 2017 roku suma największych poręczeń spadła do 14,8 mln zł, co stanowiło 21,8% portfela poręczeń.

Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że w ostatnich latach ok. 2/3 z kwoty 20 największych poręczeń stanowią poręczenia na ryzyku własnym Funduszu. Stosunkowo wysoki mnożnik kapitału własnego Spółki powoduje, że kwota ta stanowi obecnie równowartość ok. 57,4% kapitału własnego Spółki [25]. Według metodologii stosowanej przez EuroRating poziom ten, pomimo zmniejszenia w ostatnich kwartałach, należy uznać nadal za nieco zbyt wysoki, bowiem niewypłacalność zaledwie kilku spośród największych klientów może spowodować znaczącą utratę kapitału własnego Funduszu.

Jakkolwiek ogólną dywersyfikację portfela poręczeń (liczoną według średniej wartości poręczenia) można określić jako dobrą, to ekspozycja na ryzyko największych klientów (w szczególności pod względem relacji tych poręczeń do kapitału własnego Spółki) jest w naszej opinii nadal nieco zbyt wysoka.

Wypłaty poręczeń

Do 2008 roku Fundusz dokonał dwóch niewielkich wypłat poręczeń. 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 latach 2010-2011 wskaźnik szkodowości portfela poręczeń [28] obniżył się do 0,1-0,4%, natomiast w latach 2012-2015 ponownie wzrósł do 0,8-1,4%. W III. kwartale 2016 roku Fundusz dokonał wypłaty dużego (ok. 1 mln zł) poręczenia udzielonego w ramach RPO, przez co wskaźnik szkodowości portfela na koniec 2016 roku wzrósł do 2%. W ciągu trzech kwartałów 2017 roku fundusz wypłacił zaledwie 36,8 tys. złotych, a wskaźnik szkodowości portfela spadł liczony za ostatnie cztery kwartały spadł niemal do zera.

Należy zaznaczyć, że oprócz wspomnianej wypłaty w III. kw. 2016 r. dużego poręczenia w ramach RPO, zdecydowana większość wypłat dokonanych dotychczas przez WMFPK dotyczyła poręczeń udzielonych w ramach kapitału własnego Funduszu. Wskaźnik utraty kapitału netto na wypłatach poręczeń [32] (czyli relacja wypłat poręczeń w ramach środków własnych pomniejszonych o kwoty odzyskane do średniorocznej wartości kapitału własnego Spółki, licząc dla wypłat za cztery ostatnie kwartały) osiągnął najwyższą wartość (4,8%) w I. kwartale 2016 roku. Na koniec trzeciego kwartału 2017 roku wskaźnik ten wyniósł 0,1%.

Dotychczasową ogólną szkodowość portfela poręczeń można ocenić jako dość niską. Pozytywnie oceniamy przy tym poprawę wskaźników szkodowości w ostatnich kilku kwartałach, która zneutralizowała lekki wzrost ryzyka kredytowego wywołany wypłatą dużego poręczenia dokonaną w trzecim kwartale 2016 roku.

Rentowność kapitału

Skorygowany wynik finansowy WMFPK (patrz wiersz 4 w tabeli nr 3.2) do 2009 roku oscylował wokół zera. W latach 2010-2015 (z wyjątkiem roku 2011) skorygowany wynik był już stale ujemny, przy czym wartość generowanej straty w latach 2013-2015 stale rosła. W 2016 r. skorygowany wynik pozostawał ujemny, jednak wartość straty znacznie się zmniejszyła. Po trzech kwartałach 2017 roku skorygowany wynik finansowy w dalszym ciągu rósł i osiągnął niewielką wartość dodatnią.

Wyliczona w oparciu o skorygowany wynik finansowy rentowność kapitału własnego Spółki [33] była dość zmienna, jednak poza rokiem 2011 (kiedy to skorygowany wynik przyjął stosunkowo wysoką wartość dodatnią) była generalnie ujemna, a ponadto w latach 2012-2015 charakteryzowała się tendencją spadkową (najniższą dotychczas wartość $-6,8\%$ rentowność osiągnęła w roku 2015). W 2016 roku wskaźnik rentowności kapitału Spółki poprawił się i wyniósł $-1,1\%$. Na koniec III. kwartału 2017 r. (licząc dla wyniku za cztery ostatnie kwartały) wskaźnik ten osiągnął już wartość dodatnią na poziomie $0,5\%$.

Generalnie oscylujący wokół zera lub nawet lekko ujemny wskaźnik rentowności kapitału własnego w przypadku funduszy poręczeniowych, działających jako instytucje not-for-profit, traktujemy jako zjawisko normalne. Jakkolwiek w przypadku Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” do czynników negatywnych zaliczamy jednak pogorszenie się skorygowanych wyników finansowych i wskaźnika rentowności w latach 2013-2015, to bierzemy również pod uwagę poprawę w tym zakresie, jaka obserwowana jest w ciągu kilku ostatnich kwartałów. Zwracamy natomiast uwagę na fakt, że ze względu na bardzo niskie poziomy rezerw celowych, ewentualny ponowny wzrost wypłat poręczeń przekładałby się bezpośrednio na wynik finansowy Funduszu.

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 3.6.

Tabela 3.6 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%

Źródło: WMFPK Sp. z o.o.

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.

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 WMFPK rezerw według stanu na koniec lat 2014-2016 oraz na koniec III. kwartału 2017 roku przedstawia tabela nr 3.7.

Tabela 3.7 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	XII.2014	XII.2015	XII.2016	IX.2017
Rezerwy celowe (tys. zł)	199,8	531,1	199,8	155,6
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	354,0	173,9	212,0	212,0
Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)	553,8	705,0	411,8	367,6
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	0,5%	1,1%	0,5%	0,4%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Akt. poręcz. na ryzyku. wł.	0,8%	0,4%	0,5%	0,5%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	1,3%	1,5%	0,9%	0,9%
Rezerwy celowe / Skorygowany kapitał poręczeniowy	0,5%	1,3%	0,5%	0,4%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Skorygowany kapitał poręczeniowy	0,8%	0,4%	0,5%	0,5%
Rezerwy razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	1,3%	1,7%	1,0%	0,9%

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

Wartość rezerw celowych od IV. kw. 2011 r. do III. kw. 2015 r. stopniowo obniżała się zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w relacji do wartości portfela aktywnych poręczeń na ryzyku własnym Funduszu (liczonych jako poręczenia z wyłączeniem RPO i kwot reporeczanych w ramach RPW) – z 2,4% do 0,4%. W IV. kwartale 2015 r. Fundusz powiększył rezerwy celowe do ponad 0,5 mln zł, co jednak nadal stanowiło równowartość tylko 1,1% aktywnych poręczeń na ryzyku własnym. Od tego czasu poziom rezerw celowych ponownie systematycznie się obniża. Na koniec września 2017 roku wyniosły one 155,6 tys. zł, co odpowiadało zaledwie 0,4% wartości poręczeń na ryzyku własnym.

Zmniejszająca się wartość rezerw celowych teoretycznie powinna odzwierciedlać poprawę jakości poręczanych kredytów. Obecny (niemal zerowy) poziom rezerw celowych należy jednakże uznać już za zdecydowanie zbyt niski, nawet biorąc pod uwagę dotychczasowy ogólnie dość niski wskaźnik szkodowości portfela poręczeń WMFPK. W przypadku ewentualnego dalszego wzrostu wartości wypłat poręczeń w kolejnych kwartałach, niskie pokrycie udzielonych poręczeń rezerwami przekładać się będzie w sposób istotny na wynik finansowy i kapitał własny Funduszu.

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 WMFPK 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 dla WMFPK dotyczące lat 2014-2016 oraz stanu na koniec III. kwartału 2017 roku zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.8.

Tabela 3.8 Wartość dodatkowych rezerw na ryzyko udzielonych poręczeń

	XII.2014	XII.2015	XII.2016	IX.2017
Wskaźnik dodatkowych rezerw celowych	3,5%	2,9%	3,5%	3,6%
Wartość dodatkowych rezerwy celowe (tys. zł)	1 490,9	1 364,4	1 569,9	1 477,2
Rezerwy celowe razem* (utworz. przez WMFPK oraz dodatkowe)	1 690,6	1 895,5	1 769,7	1 632,8
Rezerwy celowe razem* / Aktywne poręcz. na ryzyku własnym	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Rezerwy celowe razem* / Skorygowany kapitał poręczeniowy	4,0%	4,6%	4,4%	4,0%

* dotyczy rezerw celowych na poręczenia udzielone w ramach kapitału własnego oraz w części niepokrytej reporęczeniami RPW

Źródło: EuroRating

Z uwagi na zbyt niskie stany rezerw celowych obserwowane w całej historii działalności WMFPK konieczne było doliczanie dla każdego analizowanego okresu dodatkowych rezerw na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu. Zmiany sald dodatkowych rezerw celowych w poszczególnych okresach zostały uwzględnione w skorygowanych wynikach finansowych (patrz tabela nr 3.2), a salda tych rezerw pomniejszały każdorazowo skorygowany kapitał własny Spółki oraz skorygowany kapitał poręczeniowy Funduszu (tabela 3.5 wiersz [3] i [2]).

Fundusz utrzymywał w ostatnich latach również niewielką rezerwę na ryzyko ogólne. Rezerwa ta nie dotyczy jednak ryzyka poszczególnych poręczeń zagrożonych i jej tworzenie traktujemy jako zabieg czysto księgowy, mający na celu umożliwienie Funduszowi łagodzenia w pewnym stopniu wpływu wahań jakości portfela poręczeń na bieżące wyniki finansowe. Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne jest jednak neutralne, bowiem według metodologii stosowanej przez EuroRating wpływ tej rezerwy na wynik finansowy oraz wartość kapitału poręczeniowego podlega odpowiednim korektom w procesie analizy ryzyka.

3.5 Ocena czynników niefinansowych

Koniunktura gospodarcza

Po kryzysie gospodarczym z lat 2008-2009 koniunktura w Polsce poprawiała się do 2011 roku, kiedy realna dynamika PKB wyniosła 4,5%. Na przełomie 2011 i 2012 roku gospodarka ponownie weszła w fazę spowolnienia, co skutkowało spadkiem realnej dynamiki PKB do 1,9% w roku 2012 i 1,6% w roku 2013. W latach 2014-2015 nastąpiło ponowne ożywienie koniunktury – realny wzrost PKB wyniósł odpowiednio 3,3% i 3,9%. Rok 2016 upłynął już jednak pod znakiem pewnego spowolnienia realnej dynamiki PKB do 2,7%.

W 2017 roku negatywne tendencje zostały odwrócone i tempo wzrostu PKB istotnie się poprawiło (do ok. 5% w IV. kwartale), na co wpływ ma m.in. ogólnie dobra koniunktura na świecie. W ostatnich kwartałach wciąż jednak w niewielkim stopniu do wzrostu PKB przyczyniały się nakłady inwestycyjne, jednakże sytuacja również w tym zakresie powinna się wkrótce poprawić, m.in. ze względu na spodziewane (dotychczas już opóźnione) uruchamianie środków pomocowych w ramach perspektywy unijnej na lata 2014-2020. Rok 2018 powinien więc upłynąć nadal pod znakiem szybkiego wzrostu PKB (na poziomie powyżej 4%).

W dłuższej perspektywie czasu zagrożeniem dla utrzymania dotychczasowej, stale stosunkowo wysokiej dynamiki wzrostu PKB może okazać się ryzyko wystąpienia kolejnego kryzysu finansowego w gospodarce światowej, związanego m.in. z nadmiernym zadłużeniem występującym w wielu krajach (w tym w szczególności w Chinach).

Z punktu widzenia osiągniętych przez fundusze poręczeniowe wyników finansowych istotnym czynnikiem makroekonomicznym jest także utrzymujące się rekordowo niskie oprocentowanie depozytów bankowych. Należy przy tym spodziewać się, że (także na skutek wprowadzenia od lutego 2016 r. nowego podatku od aktywów banków) bardzo niskie oprocentowanie lokat bankowych będzie utrzymywało się przez dłuższy czas, co będzie nadal negatywnie rzutować na przychody finansowe i w konsekwencji wynik netto Funduszu w kolejnych kwartałach.

Historia kredytowa i stabilność sytuacji finansowej Funduszu

Od momentu rozpoczęcia przez WMFPK działalności operacyjnej (tj. od roku 2004) sytuacja finansowa Funduszu pozostaje dobra i stabilna.

Skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego oraz mnożnik kapitału własnego WMFPK charakteryzował się dotychczas stabilnym wzrostem i nie przyjmował jak dotychczas niepokojąco wysokich poziomów. Szkodowość portfela poręczeń była w ostatnich latach stosunkowo niska. Fundusz osiąga dość zmienne wyniki finansowe, jednak wartości ponoszonych strat nie budzą naszego niepokoju.

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. Okresowo niewielką kwotę ulokował również 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 2017 roku w podziale na poszczególne banki przedstawia tabela nr 3.9.

Obowiązująca w Funduszu instrukcja zarządzania środkami odnośnie lokat bankowych określa m.in., że: suma lokat w jednym banku (lub grupie banków powiązanych kapitałowo) nie może przekroczyć 75% wolnych środków Funduszu; Fundusz może lokować środki w bankach komercyjnych posiadających współczynnik wypłacalności na poziomie co najmniej 12% (ograniczenie to nie dotyczy przy tym banków spółdzielczych); ponadto Fundusz decydując o lokowaniu środków w poszczególnych bankach bierze pod uwagę ratingi kredytowe nadawane bankom przez agencje ratingowe (nie został jednak określony najniższy akceptowany przez Fundusz poziom ratingu).

Tabela 3.9 Struktura inwestycji WMFPK na koniec III. kw. 2017 r.

	30.09.2017
Bank # 1	24%
Bank # 2	24%
Bank # 3	13%
Bank # 4	11%
Bank # 5	9%
Bank # 6	6%
Bank # 7	4%
Bank # 8	4%
Bank # 9	3%
Razem lokaty bankowe	100%

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

W naszej opinii, zapisy instrukcji dotyczącej lokowania środków pieniężnych są zbyt ogólne oraz zbyt mało rygorystyczne. Procedura ta nie zapewnia bowiem utrzymywania odpowiedniej dywersyfikacji lokat środków pieniężnych WMFPK, a ponadto nie określa ona szczegółowych kryteriów ustalania limitów wartości lokat dla poszczególnych banków (np. w oparciu o poziom nadanego bankowi ratingu kredytowego).

WMFPK miał w praktyce w ciągu ostatnich kilku lat dość dobrze zdywersyfikowany portfel lokat (przeważająca część środków utrzymywana była w 8-10 różnych bankach i w żadnym nie było ulokowane więcej niż 26% płynnych aktywów Funduszu). **Nasze zastrzeżenia budzi jednak fakt, że WMFPK od długiego czasu lokuje większość środków pieniężnych w bankach o ryzyku podwyższonym lub wysokim (ratingi kredytowe w skali międzynarodowej poniżej poziomu BBB- lub brak ratingu).** Jakkolwiek udział tego typu banków w strukturze lokat zmniejszył się nieznacznie od I. kwartału 2016 r., to jednak nadal jest on w naszej ocenie zdecydowanie zbyt wysoki.

Ponadto nadal znaczna część (ponad 1/3) łącznych środków pieniężnych będących w dyspozycji WMFPK (zaliczają się do nich powierzone Funduszowi zwrotne środki z programu RPO, za których bezpieczeństwo Fundusz odpowiada) lokowana jest stale w niewielkich lokalnych bankach spółdzielczych, których ryzyko co do zasady oceniamy jako wysokie.

Pomimo dość dobrej ogólnej dywersyfikacji portfela lokat, fakt utrzymywania środków o znacznej wartości w bankach charakteryzujących się podwyższonym lub wysokim ryzykiem kredytowym oceniamy zdecydowanie negatywnie. Czynnikiem ten był już jednym z głównych powodów obniżenia przez EuroRating ratingu kredytowego WMFPK w listopadzie 2016 roku (z A do A-), jednakże utrzymująca się wciąż negatywna ocena profilu ryzyka portfela lokat Funduszu nadal wywiera negatywny wpływ na bieżący poziom ratingu.

Struktura branżowa udzielonych poręczeń

Strukturę portfela poręczeń aktywnych WMFPK w podziale na główne sektory gospodarki, według stanu na koniec lat 2014-2016 oraz na koniec III. kwartału 2017 roku przedstawia tabela nr 3.11.

Tabela 3.10 WMFPK – struktura branżowa aktywnych poręczeń

Branża	XII.2014	XII.2015	XII.2016	IX.2017
usługi	50,7%	50,4%	45,8%	36,9%
handel	25,1%	26,5%	26,9%	24,7%
produkcja	13,6%	15,0%	16,9%	20,7%
budownictwo	5,0%	3,0%	6,1%	13,2%
inne	5,6%	5,0%	4,3%	4,5%
Razem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

Portfel poręczeń w ujęciu branżowym w latach 2014-2016 charakteryzował się nieco podwyższoną koncentracją (udział sektora usług powyżej poziomu 40%, uznawanego według metodologii stosowanej przez agencję ratingową EuroRating za maksymalny bezpieczny). W ciągu ostatnich kwartałów dywersyfikacja branżowa poręczeń uległa jednak poprawie, dzięki czemu obecnie można określić ją jako zadowalającą.

Stosowane procedury wewnętrzne

Istniejące w Warmińsko-Mazurskim Funduszu „Poręczenia Kredytowe” procedury wewnętrzne regulują następujące obszary działalności tej instytucji:

- „Regulamin udzielania poręczeń indywidualnych” 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 80% kwoty poręczanego kredytu lub pożyczki; a także ustanawia łączny limit poręczeń na rzecz jednego podmiotu na poziomie 5% kapitału poręczeniowego Funduszu (dodatkowo funkcjonuje wprowadzony przez Zarząd Funduszu limit kwotowy w wysokości 1,0 mln zł);

- „Regulamin udzielania poręczeń wadialnych” określa zasady udzielania poręczeń wadialnych, ogranicza maksymalną wartość poręczenia wadialnego do 500 tys. zł i maksymalną wartość limitu wadialnego do 1 mln zł, określa zabezpieczenia oraz sposób realizacji zobowiązań Funduszu wynikających z poręczenia;
- „Metodologia oceny ryzyka poręczeniowego” bardzo szczegółowo określa proces przyjmowania i weryfikowania wniosków oraz 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 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;
- „Regulamin Komisji Kwalifikacyjnej” określa tryb i zasady pracy komisji kwalifikacyjnej, której zadaniem jest opiniowanie wniosków o udzielanie poręczeń;
- „Regulamin współpracy pomiędzy firmą leasingową a WMFPK w zakresie udzielania poręczeń indywidualnych” określa zasady, warunki i tryb udzielania poręczeń zobowiązań wynikających z umów leasingowych;
- „Metodologia oceny ryzyka poręczeniowego dla leasingu” szczegółowo określa proces przyjmowania i weryfikowania wniosków a także analizę ryzyka kredytowego wnioskodawców leasingowych;
- „Zarządzenie Wewnętrzne Prezesa Zarządu” z października 2013 roku określa podstawę wyliczania rezerwy na ryzyko ogólne oraz podstawę do wyliczenia wartości odpisu aktualizacyjnego poręczeń wypłaconych.

Oceniając obowiązujące w ŚFP procedury wewnętrzne uważamy za konieczne zgłoszenie zastrzeżenia odnośnie zbyt niskich współczynników tworzenia rezerw celowych dla pierwszych dwóch klas poręczeń zagrożonych wypłatą, określonych w „Regulaminie tworzenia rezerw”. Negatywnie oceniamy także zbyt ogólne i zbyt mało konserwatywne zapisy regulacji dotyczącej sposobu lokowania środków pieniężnych – w tym oceny wiarygodności instytucji finansowych, którym Fundusz powierza swoje aktywa oraz limitów koncentracji lokat.

Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

Według stanu na koniec III. kwartału 2017 roku w Spółce zatrudnionych było 14 osób (łącznie na 12,75 etatów). Pomimo znaczącej redukcji stanu personelu dokonanej w ciągu dwóch ostatnich lat (jeszcze w połowie 2015 roku Fundusz zatrudniał 20 osób na 19,5 etatów), oceniamy iż obecna niższa liczba pracowników nie powinna stanowić problemu pod kątem sprawności prowadzenia działalności operacyjnej (poręczeniowej) w obecnej skali.

Jedyne większe ryzyko operacyjne związane z trudnościami w prowadzeniu działalności operacyjnej Funduszu może dotyczyć faktu funkcjonowania jednoosobowego Zarządu WMFPK. 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

Wewnętrzne regulacje Funduszu nie narzucają maksymalnego poziomu mnożnika kapitału poręczeniowego, jednak w umowach WMFPK z większością banków wpisany jest maksymalny mnożnik na poziomie 3,0. Ponieważ obecnie poziom nieskorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego (przy uwzględnieniu w kapitale poręczeniowym całości środków zwrotnych z RPO) wynosi ok. 1,37, powyższe ograniczenia nie stanowiły dotychczas bariery dla wzrostu akcji poręczeniowej Funduszu.

Na sytuację finansową Funduszu i jego zdolność do bezpiecznego zwiększania akcji poręczeniowej istotny wpływ miało zwrotne dofinansowanie w ramach RPO I, jakie WMFPK otrzymał w 2009 roku (w kwocie 27,2 mln zł) i przyznane w 2012 roku dodatkowe wsparcie w ramach RPO II (w kwocie 4,0 mln zł), otrzymane w 2013 roku. Ponadto Fundusz otrzymał wsparcie w ramach programu Rozwój Polski Wschodniej (dwa limity na reporeczenia w wysokości 9 i 5 mln zł). Oba przyznane limity w ramach programu RPW zostały jednak wykorzystane w całości już w I. kwartale 2014 r. Do dyspozycji Funduszu w celu udzielania poręczeń pozostały jedynie środki w ramach RPO (do końca 2023 roku) oraz środki własne.

WMFPK może jednak w najbliższych kwartałach otrzymać kolejne wsparcie ze środków unijnych – w ramach perspektywy na lata 2014-2020. Nie są jednak jeszcze znane szczegółowe zasady udzielania tego wsparcia ani jego skala.

4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

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

Struktura aktywów WMFPK jest typowa dla działalności funduszu poręczeniowego: **majątek Spółki stanowią w zdecydowanej większości aktywa krótkoterminowe (środki pieniężne i ich ekwiwalenty), co z punktu widzenia oceny jakości i płynności majątku Funduszu oceniamy pozytywnie**, z zastrzeżeniem, że obserwowana w ostatnich dwóch latach erozja sumy majątku Funduszu (skutkująca w rezultacie obniżaniem się wartości skorygowanego kapitału własnego Spółki) ma obecnie lekko negatywny wpływ na ocenę ryzyka kredytowego Funduszu.

Strukturę pasywów WMFPK (przy uwzględnieniu specyficznych czynników związanych ze sposobem księgowania otrzymanego dofinansowania w ramach RPO) należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe korzystające ze zwrotnego dofinansowania ze środków unijnych. **Stosunkowo wysoki udział zobowiązań w strukturze pasywów WMFPK nie stanowi w naszej ocenie dla Funduszu nadmiernego ryzyka, ponieważ dotyczą one niemal w całości nieoprocentowanych długoterminowych środków zwrotnych, a ponadto odpowiadają im płynne aktywa w postaci środków pieniężnych.**

Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” od początku działalności systematycznie zwiększał liczbę i wartość udzielanych poręczeń, w rezultacie czego rosła wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego, który III. kwartale 2009 r. osiągnął najwyższy dotychczas poziom 1,81. W IV. kwartale 2009 r. Fundusz otrzymał dofinansowanie w ramach RPO, które podwoiło wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego. W rezultacie skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego obniżył się do poziomu 0,86. W ciągu kolejnych lat na skutek dalszego systematycznego wzrostu portfela poręczeń aktywnych (najwyższy poziom 68,2 mln zł osiągniętego w III. kw. 2017 roku.), przy stabilnej wartości kapitału poręczeniowego, wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego stopniowo rosła i w ostatnich kwartałach ustabilizowała się na poziomie 1,5-1,6.

Wskaźnik realnej ekspozycji kapitału własnego na ryzyko udzielonych poręczeń (tj. po wyłączeniu poręczeń w ramach RPO oraz części poręczeń w ramach RPW podlegających reporeczeniu), czyli mnożnik kapitału własnego Spółki, do roku 2015 systematycznie wzrastał – do najwyższego dotychczas poziomu 3,17 (wartość poręczeń na ryzyku własnym Funduszu wyniosła wówczas 47,4 mln zł). W latach 2016-2017 wartość poręczeń aktywnych na ryzyku własnym obniżała się już systematycznie (do 40,8 mln zł na koniec III. kw. 2017 r.), co przyczyniło się do niewielkiego obniżenia mnożnika kapitału własnego Spółki (do 2,73).

O ile obecną wartość portfela poręczeń w relacji do skorygowanego kapitału poręczeniowego można nadal określić jako dość niską i bezpieczną, to mnożnik kapitału własnego Spółki, pomimo niewielkiego spadku wartości w ostatnich kwartałach nadal należy uznać za lekko podwyższony.

Ogólną dywersyfikację portfela poręczeń (liczoną według średniej wartości poręczenia) oceniamy jako dobrą, jednak ekspozycja na ryzyko największych klientów (w szczególności pod względem relacji tych poręczeń do kapitału własnego Spółki) jest w naszej opinii wciąż nieco zbyt wysoka.

Wskaźnik szkodowości portfela poręczeń, po spadku do 0,1-0,4% w latach 2010-2011, w latach 2012-2015 ponownie nieco wzrósł do 0,8-1,4%. W III. kwartale 2016 roku WMFPK dokonał wypłaty dużego (ok. 1 mln zł) poręczenia udzielonego w ramach RPO, przez co wskaźnik szkodowości portfela uwzględniający wypłaty z czterech ostatnich kwartałów wzrósł na koniec września do najwyższego dotychczas poziomu 2,2%. W ciągu kolejnych kwartałów Fundusz dokonywał jedynie bardzo niewielkich wypłat, w efekcie czego szkodowość brutto portfela uwzględniająca wypłaty z czterech

ostatnich kwartałów ponownie spadła i na koniec września 2017 roku wyniosła 0,1%.

Dotychczasową ogólną szkodowość portfela poręczeń oceniamy jako dość niską.

Wyliczona w oparciu o skorygowany wynik finansowy rentowność kapitału własnego WMFPK była w ostatnich latach dość zmienna, jednak poza rokiem 2011 (kiedy to skorygowany wynik przyjął stosunkowo wysoką wartość dodatnią) była generalnie ujemna, a ponadto w latach 2012-2015 charakteryzowała się tendencją spadkową (najniższą dotychczas wartość -6,8% rentowność osiągnęła w roku 2015). Skorygowany wynik w 2016 r. (m.in. dzięki dokonanej przez Fundusz redukcji kosztów operacyjnych) uległ poprawie, jednak nadal był ujemny, a wskaźnik rentowności kapitału Spółki ukształtował się na poziomie -1,1%. Po trzech kwartałach 2017 roku skorygowany wynik finansowy liczony dla ostatnich czterech kwartałów był już dodatni, a wskaźnik rentowności kapitału wzrósł do 0,5%, co oceniamy pozytywnie.

W kontekście oceny polityki inwestycyjnej Funduszu **negatywnie oceniamy zbyt ogólne i zbyt mało rygorystyczne zapisy obowiązującej w Funduszu instrukcji zarządzania środkami pieniężnymi.** WMFPK w ciągu ostatnich kilku lat miał wprawdzie dość dobrze zdywersyfikowany portfel lokat w podziale na poszczególne banki, jednakże od długiego czasu **większość środków pieniężnych będących w dyspozycji Funduszu lokowana jest w bankach charakteryzujących się podwyższonym lub nawet wysokim ryzykiem kredytowym.** Jakkolwiek udział tego typu banków w strukturze lokat zmniejszył się nieznacznie od I. kwartału 2016 r., to jednak nadal jest on w naszej ocenie zdecydowanie zbyt wysoki. Ponadto nadal znaczna część (ponad 1/3) łącznych środków pieniężnych (obejmujących także zwrotne środki z projektu RPO, za których bezpieczeństwo Fundusz również odpowiada) lokowana jest wciąż w niewielkich lokalnych bankach spółdzielczych, których ryzyko co do zasady oceniamy jako wysokie. **Ogólnie więc obszar polityki lokacyjnej oceniamy nadal negatywnie. Czynnikiem ten był już jednym z głównych powodów obniżenia przez EuroRating ratingu kredytowego WMFPK w listopadzie 2016 roku (z A do A-), jednakże utrzymująca się wciąż negatywna ocena profilu ryzyka portfela lokat Funduszu nadal wywiera negatywny wpływ na bieżący poziom ratingu.**

Na sytuację finansową Funduszu i jego zdolność do bezpiecznego zwiększania akcji poręczeniowej istotny wpływ ma obecnie przedłużenie powierzenia Funduszowi zwrotnych środków z projektu RPO do końca 2023 roku. WMFPK może przy tym także w najbliższych kwartałach otrzymać kolejne wsparcie ze środków unijnych – w ramach perspektywy na lata 2014-2020. Nie są jednak jeszcze znane szczegółowe zasady udzielania tego wsparcia ani jego skala.

Podsumowując, sytuacja finansowa Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” w Działdowie jest w naszej opinii nadal dobra i stabilna, a jego ryzyko kredytowe wciąż oceniamy jako niskie. Na dzień publikacji niniejszego raportu (tj. 07.02.2018 r.) **rating kredytowy Funduszu zostaje utrzymany na poziomie A-. Perspektywa ratingu pozostaje stabilna.**

Podatność nadanego ratingu na zmiany

Do potencjalnych najistotniejszych czynników, które mogłyby oddziaływać pozytywnie na ocenę ryzyka kredytowego Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o. zaliczamy: ewentualne trwałe zwiększenie bezpieczeństwa portfela lokat środków pieniężnych poprzez znaczne zmniejszenie lub całkowite wyeliminowanie udziału lokat w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym; trwałe obniżenie mnożnika kapitału własnego Spółki; dalsze zmniejszenie ekspozycji na ryzyko największych klientów (w szczególności w odniesieniu do kapitału własnego Spółki); utrzymanie w perspektywie średnioterminowej niskiej szkodowości portfela poręczeń; a także ewentualna trwała poprawa wyników finansowych.

Negatywny wpływ na ocenę ratingową WMFPK mogłyby mieć natomiast: ewentualny ponowny wzrost poziomu skorygowanego mnożnika kapitału własnego Spółki; ponowny wzrost wartości wypłacanych poręczeń oraz wzrost wskaźnika szkodowości portfela poręczeń; generowanie wysokich ujemnych wyników finansowych; ewentualny wzrost ekspozycji Funduszu na ryzyko największych klientów w relacji do posiadanego kapitału własnego; a także kontynuowanie przez Fundusz w perspektywie średnioterminowej lokowania środków pieniężnych w bankach charakteryzujących się podwyższonym i wysokim ryzykiem kredytowym (lub tym bardziej ewentualny wzrost udziału tego typu banków w łącznym portfelu lokat) i/lub wzrost koncentracji portfela lokat.

5. 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.
	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.
Poziom spekulacyjny	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.

6. 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 ratingów kredytowych na terenie całej Unii Europejskiej (zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych) i podlega bezpośredniemu nadzorowi ESMA (<https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk>).

EuroRating posiada tym samym status ECAI (zewnętrznej instytucji oceny wiarygodności kredytowej – zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady nr 575/2013 z dnia 26.06.2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych) 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 Unii Europejskiej i są równe ratingom wystawionym przez inne agencje uznane przez ESMA, bez terytorialnych lub innych ograniczeń.

Ratingi nadawane przez EuroRating funduszom poręczeń kredytowych mogą być stosowane przez banki akceptujące poręczenia tych funduszy do obliczania kwot ekspozycji ważonych ryzykiem służących wyliczaniu własnych wymogów kapitałowych, zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 575/2013 z dnia 26.06.2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (*Capital Requirements Regulation*).

Banki współpracujące z funduszami poręczeniowymi mogą również wykorzystywać ratingi kredytowe nadane funduszom przez EuroRating do ograniczania poziomu rezerw celowych na kredyty nieregularne objęte poręczeniami funduszy posiadających rating na poziomie inwestycyjnym (zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 16 grudnia 2008 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków; tekst jednolity DZ.U.2015.2066).

Ratingi kredytowy nadany Warmińsko-Mazurskiemu Funduszowi „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o. jest ratingiem publicznym. Data pierwszej publikacji ratingu kredytowego dla ocenianego podmiotu, aktualny rating oraz pełna historia ratingu publikowane są bezpłatnie w sposób ogólnodostępny w serwisie internetowym agencji ratingowej EuroRating w sekcji „Ratingi kredytowe”, w odpowiedniej zakładce dotyczącej ocenianego podmiotu. EuroRating nie bierze odpowiedzialności za informacje o aktualnym ratingu ocenianego podmiotu przekazywane przez oceniany podmiot lub jakiegokolwiek strony trzecie.

Ratingi kredytowy nadany Warmińsko-Mazurskiemu Funduszowi „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o. jest ratingiem zamówionym przez oceniany podmiot. EuroRating otrzymuje wynagrodzenie za nadanie oraz późniejszy monitoring tego ratingu. Oceniany podmiot brał udział w procesie ratingowym poprzez przekazywanie agencji dokumentów, informacji i wyjaśnień dotyczących swojej sytuacji ekonomiczno-finansowej. Zgodnie z obowiązującą w agencji ratingowej EuroRating „Polityką w zakresie konfliktów interesów”, agencja nie świadczyła i nie świadczy dla ocenianego podmiotu lub powiązanych z nim stron trzecich 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.

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.

Opis metodologii ratingowej stosowanej przez EuroRating 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”.

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