

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

**Raport ratingowy**

Aktualny rating kredytowy	Perspektywa ratingu
A-	stabilna

**EuroRating**

**Warszawa**

**06.03.2019 r.**

## Spis treści

<b>1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym</b>	<b>3</b>
1.1 Aktualny rating oraz historia ratingu	3
1.2 Zakres jakiego dotyczy rating	3
<b>2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie</b>	<b>4</b>
2.1 Dane rejestrowe	4
2.2 Historia Funduszu i przedmiot działalności	4
<b>3. Analiza ekonomiczno-finansowa</b>	<b>6</b>
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
<b>4. Podsumowanie analizy i ostateczna ocena ryzyka kredytowego</b>	<b>30</b>
<b>5. Podatność nadanego ratingu na zmiany</b>	<b>33</b>
<b>6. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating</b>	<b>34</b>
<b>7. Ujawnienia regulacyjne</b>	<b>35</b>

## 1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym

### 1.1 Aktualny rating oraz historia ratingu

Rating kredytowy nadany Warmińsko-Mazurskiemu Funduszowi „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o. z siedzibą w Działdowie ("WMFPK", "Fundusz", "spółka") jest ratingiem długoterminowym nadanym w skali międzynarodowej (zob. pkt 6 raportu).

Poziom ratingu	Perspektywa	Data aktualizacji *
<b>A-</b>	<b>stabilna</b>	<b>06.03.2019</b>
A-	stabilna	28.11.2018
A-	stabilna	30.08.2018
A-	stabilna	30.05.2018
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	04.02.2015
A+	negatywna	22.10.2014
A+	stabilna	17.07.2009

\* w tabeli pominięte zostały aktualizacje ratingu sprzed roku 2016 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

Adam Dobosz

*Analityk Ratingowy*

tel.: +48 22 349 24 33

e-mail: adam.dobosz@eurorating.com

### 1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

Rating kredytowy nadany Warmińsko-Mazurskiemu Funduszowi „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o. 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 długoterminowy określa ryzyko wystąpienia w horyzoncie trzech kolejnych lat 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.

**Tabela 2.1 WMFPK – 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%
<b>RAZEM</b>		<b>688</b>	<b>6 880</b>	<b>100,0%</b>	<b>1 060</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: WMFPK Sp. z o.o.

Dominującym udziałowcem Funduszu (60,8% głosów na Zgromadzeniu Wspólników) jest Działdowska Agencja Rozwoju S.A. – spółka, w której ok. 95% 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 (23,5% głosów na Zgromadzeniu Wspólników).

### 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.

W 2005 roku Fundusz pozyskał nowego udziałowca – Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK), 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 2005 roku Fundusz zawarł umowę z PARP o bezzwrotne 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 2009 roku WMFPK 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 1). Dofinansowanie to ma charakter zwrotny, a jego łączna kwota wynosi 27,2 mln zł. Otrzymane środki powiększają kapitał poręczeniowy Funduszu.

W 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 WMFPK otworzył pięć punktów informacyjnych dla przedsiębiorców, gdzie konsultanci świadczyli bezpłatne 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 2011 roku WMFPK zawarł z BGK (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 2013 r. został zmniejszony do 9 mln zł). W 2012 r. WMFPK otrzymał kolejny limit na reporeczenia w ramach RPW (RPW II) w wysokości 5 mln zł. Realizacja limitów w ramach RPW I oraz RPW II została zakończona odpowiednio w 2013 i 2014 roku.

W grudniu 2012 roku WMFPK zawarł z Województwem Warmińsko-Mazurskim kolejną umowę na wsparcie akcji poręczeniowej w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego „Warmia i Mazury” na lata 2007-2013 (RPO 2), w ramach której WMFPK otrzymał dofinansowanie zwrotne w łącznej kwocie 4,0 mln zł.

Wykorzystanie dofinansowania w ramach RPO 1 i 2, na mocy aneksów z marca 2017 roku, zostało przedłużone do końca 2023 roku.

W wrześniu 2018 roku WMFPK zawarł z BGK jako Menedżerem Funduszy dwie umowy operacyjne w ramach projektu pn. „Wsparcie rozwoju i konkurencyjności przedsiębiorstw przez instrumenty finansowe” RPO WiM 2014-2020 (RPO 3 i RPO 4). WMFPK ma otrzymać z BGK dofinansowanie zwrotne w kwocie 10 mln zł, przy wkładzie własnym na poziomie minimum 1,9 mln zł. Pierwsza transza w kwocie 5 mln zł została uruchomiona w IV kwartale 2018 roku.

Podstawowym celem Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” jest wspieranie bieżącej działalności i rozwoju mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw z terenu województwa warmińsko-mazurskiego poprzez ułatwianie im dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania za pomocą udzielania poręczeń kredytów, pożyczek i innych zobowiązań finansowych. WMFPK nie jest przedsiębiorstwem nastawionym na osiągnięcie zysku (instytucja typu *not-for-profit*), a wszelkie wypracowywane nadwyżki finansowe przeznaczone są na prowadzenie działalności statutowej.

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

#### **3.1 Rachunek zysków i strat**

Rachunek zysków i strat Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” Sp. z o.o. za lata 2015-2018 przedstawia tabela nr 3.1.

#### **Przychody ze sprzedaży**

Na przychody ze sprzedaży produktów składały się w ostatnich latach niemal wyłącznie przychody z tytułu prowizji i opłat od udzielanych poręczeń. Do roku 2010 łącznie wartość przychodów ze sprzedaży produktów charakteryzowała się tendencją wzrostową (do 360 tys. zł), co związane było głównie ze znacznym wzrostem liczby i wartości udzielanych poręczeń.

W latach 2011-2016 przychody wahały się w zakresie 200-370 tys. zł, przy czym (zgodnie z warunkami zwrotnego wsparcia w ramach tych programów) osiągnięte od 2012 roku przychody z prowizji od poręczeń udzielanych w ramach RPO 1 i 2 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 latach 2017-2018 miał natomiast miejsce kilkukrotny wzrost wartości przychodów ze sprzedaży, przy zbliżonej wartości udzielonych poręczeń. Wzrost był spowodowany zmianą sposobu księgowania przychodów z tytułu refundacji kosztów kwalifikowalnych RPO 1 i 2. Zostały one przeniesione z „pozostałych przychodów operacyjnych” (RZiS D.III) do „przychodów ze sprzedaży”.

#### **Koszty działalności operacyjnej**

Struktura kosztów rodzajowych WMFPK jest typowa dla działalności funduszy poręczeniowych. Do głównych składników kosztów rodzajowych Funduszu należą wynagrodzenia i świadczenia pracownicze, stanowiące w ciągu kilku ostatnich lat ok. 60-70% łącznych kosztów działalności operacyjnej. Drugim znaczącym składnikiem kosztów rodzajowych są usługi obce, z udziałem na poziomie ok. 10-20%.

Koszty działalności operacyjnej stale przekraczały wartość przychodów, w wyniku czego WMFPK osiągał ujemny wynik brutto ze sprzedaży.

**Tabela 3.1 WMFPK – rachunek zysków i strat za lata 2015-2018\***

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2015	Za rok 2016	Za rok 2017	Za rok 2018
<b>A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>367,8</b>	<b>265,4</b>	<b>1 073,7</b>	<b>1 241,6</b>
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	370,3	262,3	1 060,8	1 244,9
II. Zmiana stanu produktów	(3,9)	1,9	0,8	(28,8)
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
V. Przychody z tytułu podnajmu	1,3	1,2	12,2	25,5
<b>B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ</b>	<b>1 549,9</b>	<b>1 240,9</b>	<b>1 419,1</b>	<b>1 478,3</b>
I. Amortyzacja	93,2	91,9	86,0	86,8
II. Zużycie materiałów i energii	75,0	74,6	78,3	83,8
III. Usługi obce	212,1	124,9	194,6	350,9
IV. Podatki i opłaty	14,7	27,0	15,1	14,9
V. Wynagrodzenia	952,9	734,1	840,6	736,9
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	165,5	153,6	167,7	174,2
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	36,6	34,7	36,7	30,8
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
<b>C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>(1 182,1)</b>	<b>(975,4)</b>	<b>(345,4)</b>	<b>(236,7)</b>
<b>D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE</b>	<b>1 187,2</b>	<b>962,0</b>	<b>237,1</b>	<b>97,4</b>
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	-	-	-	-
III. Inne przychody operacyjne	1 187,1	962,0	237,1	97,4
<b>E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE</b>	<b>1 352,6</b>	<b>315,6</b>	<b>197,0</b>	<b>150,1</b>
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	738,7	259,9	36,0	21,5
III. Inne koszty operacyjne	613,8	55,7	161,0	128,6
<b>F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ</b>	<b>(1 347,5)</b>	<b>(329,0)</b>	<b>(305,2)</b>	<b>(289,3)</b>
<b>G. PRZYCHODY FINANSOWE</b>	<b>473,2</b>	<b>366,2</b>	<b>340,6</b>	<b>322,0</b>
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	469,0	364,3	339,7	321,0
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	4,1	2,0	0,9	1,0
<b>H. KOSZTY FINANSOWE</b>	<b>20,8</b>	<b>16,4</b>	<b>14,4</b>	<b>11,4</b>
I. Odsetki	20,8	16,4	14,4	11,4
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	-	-	0,0	-
<b>I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ</b>	<b>(895,1)</b>	<b>20,8</b>	<b>20,9</b>	<b>21,3</b>
<b>J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>K. ZYSK (STRATA) BRUTTO</b>	<b>(895,1)</b>	<b>20,8</b>	<b>20,9</b>	<b>21,3</b>
<b>L. PODATEK DOCHODOWY</b>	<b>97,2</b>	<b>10,4</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIĘSZENIA ZYSKU</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>N. ZYSK (STRATA) NETTO</b>	<b>(992,4)</b>	<b>10,5</b>	<b>20,9</b>	<b>21,3</b>

Źródło: WMFPK Sp. z o.o., \* sprawozdania finansowe za lata 2015-2017 zaudytowane

W latach 2009-2014 na skutek silnego wzrostu wartości ponoszonych kosztów działalności operacyjnej przy jednoczesnym ustabilizowaniu się łącznych przychodów, strata brutto ze sprzedaży zwiększyła się z -0,5 mln zł do ok. -1,5 mln zł. W kolejnych latach, ze względu na dokonaną redukcję kosztów operacyjnych, księgową stratę brutto na sprzedaży obniżyła się do -1,2 mln zł w 2015 roku i do -1,0 mln zł w 2016 roku. W latach 2017-2018 wykazywana w RZiS strata brutto na sprzedaży zmniejszyła się kilkukrotnie (do -345 tys. zł w roku 2017 i -237 tys. zł w 2018 roku), co związane było ze zmianą sposobu księgowania refundacji kosztów związanych z realizacją RPO 1 i 2 (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 1 i 2, RCIF oraz 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 włącznie 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 1 i 2, RPW oraz RCIF (do końca 2015 roku), skorygowany wynik brutto ze sprzedaży był nadal ujemny (z wyjątkiem roku 2011), jednak straty kształtowałyby się na niższych poziomach: w latach 2012-2016 było to od -330 tys. zł. do -580 tys. zł. Od początku 2017 roku Fundusz ujmuje w RZiS w/w refundacje kosztów w „przychodach ze sprzedaży produktów” (poz. A.I), w rezultacie czego księgowy wynik brutto ze sprzedaży w latach 2017-2018 (wynoszący odpowiednio: -345 tys. zł oraz -237 tys. zł) jest 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 2013-2015 (odpowiadającej równowartości ok. 4% skorygowanego kapitału własnego spółki) oceniamy jako umiarkowaną. Pozytywnie oceniamy przy tym zmniejszenie w/w straty w 2016 roku (do równowartości 2,9% skorygowanego kapitału własnego), oraz dalszą jej redukcję w latach 2017-2018 (do równowartości odpowiednio 2,3% i 1,6% skorygowanego kapitału własnego).

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

WMFPK wykazuje w pozycji D.III – „inne przychody operacyjne” przede wszystkim rozwiązywane rezerwy na poręczenia oraz odzyskane należności z tytułu wypłaconych poręczeń. Do 2016 roku Fundusz wykazywał w tej pozycji również refundacje kosztów operacyjnych przypisanych realizacji programów RPO 1 i 2, RPW i (do 2015 r.) RCIF.



W pozostałych kosztach operacyjnych wykazywane są głównie koszty utworzonych rezerw celowych na poręczenia zagrożone wypłatą oraz rezerwy na ryzyko ogólne (poz. E.III) 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 1 i 2, 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 latach 2016-2018 wynik na działalności operacyjnej istotnie się poprawił (co oceniamy pozytywnie) i ustabilizował się na poziomie ok. -0,3 mln zł.

### **Przychody i koszty finansowe**

Uzyskiwane przez WMFPK przychody finansowe związane były głównie z odsetkami od lokat środków pieniężnych. Ich początkowy systematyczny wzrost 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 po otrzymaniu przez WMFPK dofinansowania w ramach RPO 1 i 2, 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 1 i 2 nie stanowią bowiem przychodów spółki, lecz powiększają zwrotne środki tych projektów (przenoszone są bezpośrednio do pasywów bilansu w poz. B.II – „zobowiązania długoterminowe”).

Od 2012 roku uzyskiwane przychody odsetkowe systematycznie maleją, co jest konsekwencją obniżającego się średniego oprocentowania lokat bankowych. W 2018 roku przychody odsetkowe stanowiły zaledwie 1/3 przychodów z 2012 roku (spadek z 952 tys. zł do 321 tys. zł).

WMFPK wykazuje niewielkie wartości kosztów finansowych, które związane są przede wszystkim z odsetkami od zaciągniętego kredytu inwestycyjnego na remont budynku, stanowiącego 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 netto.

### **Wynik netto**

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 latach 2016-2018 księgowe wyniki brutto i netto ponownie osiągnęły niewielkie wartości dodatnie.

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 bezzwrotnych 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 (poniżej 4%) dokonujemy także korekty wyniku finansowego o zmianę salda rezerw dodatkowo doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu.

Ponieważ WMFPK nie księgował otrzymywanych 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 dotyczyły głównie refundacji kosztów utworzenia stanowisk pracy. Refundacje kosztów operacyjnych związanych z realizacją projektów RPO 1 i 2, RCIF i RPW również nie podlegają korektom przy wyliczaniu skorygowanego wyniku finansowego.

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 2015-2018 zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.2.

**Tabela 3.2 WMFPK – skorygowany wynik netto**

Lp.	Skorygowany wynik finansowy netto (tys. zł)	2015	2016	2017	2018
1	Księgowy wynik netto	-992,4	10,5	20,9	21,3
2	Korekta o zmianę salda rezerwy ogólnej	-180,1	38,1	10,0	35,0
3	Korekta o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych	126,5	-205,5	164,7	-116,3
4	Skorygowany wynik finansowy netto	-1 046,0	-156,9	195,7	-60,0

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

Skorygowany wynik finansowy Funduszu w latach 2010-2015 (z wyjątkiem roku 2011) był stale ujemny, przy czym wartość generowanej straty w latach 2013-2015 systematycznie rosła. W 2016 roku skorygowany wynik finansowy netto był nadal ujemny, jednak wartość straty była znacznie niższa niż w poprzednim roku.

W 2017 roku fundusz osiągnął niewielki skorygowany zysk netto, który w 2018 roku zmienił się w niewielką stratę.

### 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 2015-2018.

**Tabela 3.3 WMFPK – bilans (aktywa) na koniec lat 2015-2018\***

Bilans – aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 31.12.2017	Na dzień 31.12.2018
<b>A. AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>3 245,3</b>	<b>5 438,2</b>	<b>5 455,2</b>	<b>3 004,8</b>
I. Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	2 231,4	2 145,0	2 078,7	1 995,5
III. Należności długoterminowe	127,9	926,3	943,5	959,3
IV. Inwestycje długoterminowe	886,1	2 366,9	2 433,0	50,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-
<b>B. AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>49 660,3</b>	<b>46 324,7</b>	<b>46 257,4</b>	<b>53 633,9</b>
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	34,3	52,4	86,9	29,5
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	34,3	52,4	86,9	29,5
a) z tytułu dostaw i usług	30,5	9,8	44,9	19,7
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	2,3	40,8	40,7	8,9
c) inne	1,5	1,9	1,3	0,9
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
3. Należności z tytułu wypłaconych poręczeń	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	49 422,8	46 108,3	45 949,7	53 365,4
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	49 422,8	46 108,3	45 949,7	53 365,4
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	49 422,8	46 108,3	45 949,7	53 365,4
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	226,5	105,2	42,7	1 016,9
- inne środki pieniężne	49 196,4	46 003,1	45 907,0	52 348,5
- inne aktywa pieniężne	-	-	-	-
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	203,2	164,1	220,9	239,0
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>52 905,6</b>	<b>51 762,9</b>	<b>51 712,6</b>	<b>56 638,7</b>

Źródło: WMFPK Sp. z o.o., \* sprawozdania finansowe za lata 2015-2017 zaudytowane

### 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 oceniamy pozytywnie.

Na majątek trwałe spółki (stanowiący na koniec 2018 roku 5,3% sumy aktywów) składały się głównie rzeczowe aktywa trwałe oraz należności długoterminowe. W skład rzeczowych aktywów trwałych (poz. A.II) wykazywanych w bilansie WMFPK wchodzi: prawo do lokalu stanowiącego siedzibę Funduszu wraz z działką, a także środki transportu oraz urządzenia techniczne i maszyny.

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 BGK). W latach 2010-2016 w pozycji tej ujmowana była także 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 długoterminowe”, na które od roku 2013 składają się również wypłacone poręczenia zabezpieczone hipotekami. Okresowo (na koniec 2013 roku oraz od IV kw. 2016 r. do III kw. 2018 r.) w pozycji „inwestycje długoterminowe” Funduszu wykazywane były również długoterminowe lokaty bankowe.

Niemal całość aktywów obrotowych stanowią „inwestycje krótkoterminowe”, na które składają się wyłącznie środki pieniężne lokowane w bankach. Na koniec 2018 roku była to kwota 53,4 mln zł, z czego 38,9 mln zł stanowiło środki zwrotne przynależne projektom RPO 1, 2, 3 i 4.

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 kw. 2015 r. do połowy 2018 roku wartość łącznych aktywów spółki z kwartału na kwartał nieznacznie się obniżała, na co istotny wpływ miały dokonywane wypłaty poręczeń. W IV kwartale 2018 r. suma aktywów powiększyła się o kwotę 5 mln zł dotyczącą nowych środków zwrotnych, stanowiących dofinansowanie w ramach projektów RPO 3 i 4.

## **Pasywa**

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 spadł do 39%. W kolejnych latach wartość zobowiązań długoterminowych była powiększana o prowizje od poręczeń udzielanych w ramach RPO 1 i 2 oraz o odsetki od lokat środków przynależnych do tych programów (zgodnie z warunkami programu nie stanowią one dochodu Funduszu, lecz powiększają środki w ramach projektu RPO 1 i 2), w wyniku czego udział kapitału własnego w sumie pasywów zmniejszył się do 33% na koniec III kwartału 2018 roku.

**Tabela 3.4 WMFPK – bilans (pasywa) na koniec lat 2015-2018\***

Bilans – pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 31.12.2017	Na dzień 31.12.2017
<b>A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY</b>	<b>16 913,7</b>	<b>16 924,2</b>	<b>16 945,1</b>	<b>16 966,5</b>
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	150,5	150,5	151,6	153,7
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	10 875,6	9 883,3	9 892,6	9 911,5
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-	-
VIII. Zysk (strata) netto	(992,4)	10,5	20,9	21,3
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
<b>B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA</b>	<b>35 991,9</b>	<b>34 838,7</b>	<b>34 767,5</b>	<b>39 672,3</b>
I. Rezerwy na zobowiązania	705,0	411,8	372,1	442,0
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	705,0	411,8	372,1	442,0
II. Zobowiązania długoterminowe	35 222,4	34 360,9	34 329,1	39 181,8
III. Zobowiązania krótkoterminowe	61,8	62,7	63,1	16,7
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	54,5	60,9	62,3	16,0
- kredyty i pożyczki	45,8	45,8	45,8	-
- z tytułu dostaw i usług	3,7	3,6	4,5	5,2
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	-	0,0	-	0,0
- z tytułu wynagrodzeń	-	0,4	-	-
- inne	5,0	11,0	12,0	10,8
3. Fundusze specjalne	7,3	1,9	0,8	0,7
IV. Rozliczenia międzyokresowe	2,7	3,2	3,1	31,7
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>52 905,6</b>	<b>51 762,9</b>	<b>51 712,6</b>	<b>56 638,7</b>

Źródło: WMFPK Sp. z o.o., \* sprawozdania finansowe za lata 2015-2017 zaudytowane

W IV kwartale 2018 r. Fundusz otrzymał pierwszą transzę (2 x 2,5 mln zł) z dwóch umów na dofinansowanie zwrotne (również ujęte w „zobowiązaniach długoterminowych”) ze środków unijnych z perspektywy na lata 2014-2020 (RPO 3 i 4), w efekcie czego udział kapitału własnego zmniejszył się na koniec roku do 30%.

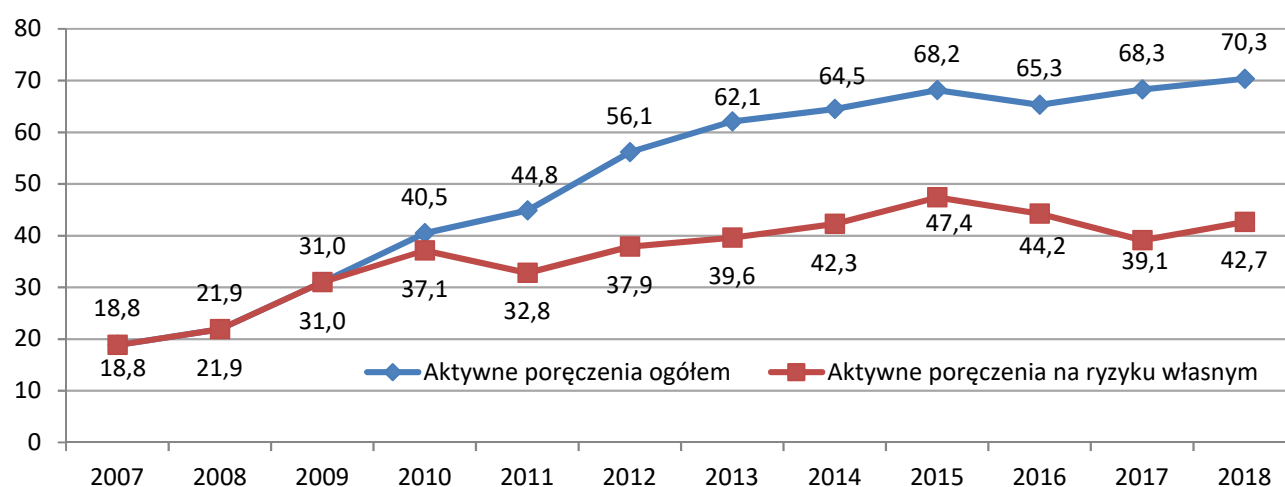
Pozycja B.II – „zobowiązania długoterminowe” od 2010 roku obejmuje także długoterminowy kredyt bankowy (na koniec 2018 r. w kwocie 274,8 tys. zł), jaki WMFPK zaciągnął na remont biurowca, który stanowi siedzibę spółki.

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 (krótkoterminowa część kredytu na remont siedziby), 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 istotnego ryzyka, ponieważ dotyczą one niemal w całości nieoprocentowanych długoterminowych środków zwrotnych dotyczących programów unijnych, a ponadto mają one pełne pokrycie w płynnych aktywach w postaci środków pieniężnych.**

## Pozycje pozabilansowe

Wykres 3.1 WMFPK – wartość aktywnych poręczeń (mln zł)



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

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 2016-2018 wartość portfela aktywnych poręczeń ustabilizowała się na poziomie ok. 65-70 mln zł.

Z uwagi na fakt, że od 2010 roku WMFPK korzysta z programów RPO 1 i 2, a od 2011 z reporeczeń w ramach RPW I i II, istotna część poręczeń udzielana była w ostatnich latach w ramach tych programów. W efekcie udział wartości poręczeń, które obciążały ryzyko własne Funduszu kształtował się na poziomie ok. 2/3 łącznego portfela poręczeń aktywnych (na koniec 2018 roku było to 60,7%).

### 3.3 Analiza wskaźnikowa

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

**Tabela 3.5 WMFPK – najważniejsze dane i wskaźniki finansowe**

Lp.		2015	2016	2017	2018
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	51 831	50 057	50 081	54 963
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł) *	41 085	40 369	40 597	45 455
3	Skorygowany kapitał własny spółki (tys. zł)	14 940	14 838	15 056	15 024
<b>4</b>	<b>Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)</b>	<b>68 155</b>	<b>65 324</b>	<b>68 265</b>	<b>70 343</b>
5	- w tym poręczenia w ramach środków własnych (tys. zł)	45 367	42 567	37 795	42 362
6	- w tym poręczenia w ramach RPO 1,2,3 i 4 (tys. zł)	17 821	18 811	27 544	27 379
7	- w tym poręczenia reporczone w ramach RPW I + II (tys. zł)	4 966	3 946	2 926	602
8	- w tym kwota reporczonej razem (tys. zł)	2 946	2 271	1 589	303
9	- w tym poręczenia w ramach RPO 3 i 4 (tys. zł)				0
10	- w tym udział środków projektu RPO 3 i 4 (tys. zł)				0
<b>11</b>	<b>Akt. poręcz. na ryzyku Funduszu=[5]+[7]-[8]+[9]-[10] (tys. zł)</b>	<b>47 387</b>	<b>44 242</b>	<b>39 133</b>	<b>42 661</b>
<b>12</b>	<b>Mnożnik kapitału poręczeniowego = [4]/[1]</b>	<b>1,31</b>	<b>1,31</b>	<b>1,36</b>	<b>1,28</b>
<b>13</b>	<b>Skorygowany mnożnik kap. poręczeniowego = ([4]-[8]-[10])/[2]*</b>	<b>1,59</b>	<b>1,56</b>	<b>1,64</b>	<b>1,54</b>
<b>14</b>	<b>Mnożnik kapitału własnego spółki = [11]/[3]</b>	<b>3,17</b>	<b>2,98</b>	<b>2,60</b>	<b>2,84</b>
15	Liczba aktywnych poręczeń	646	697	751	809
16	- w tym liczba poręczeń w ramach środków własnych	435	469	483	566
17	- w tym poręczenia w ramach RPO 1 i 2 (szt.)	172	198	251	240
18	- w tym poręczenia reporczone w ramach RPW I + II (szt.)	39	30	17	3
19	- w tym poręczenia w ramach RPO 3 i 4 (szt.)				0
20	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	106	94	91	87
<b>21</b>	<b>Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>
<b>22</b>	<b>Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,2%</b>
23	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	16 507	16 912	14 054	14 799
24	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	825	846	703	740
25	20 najw. aktywnych poręczeń na ryzyku własnym (tys. zł)	10 691	12 500	7 679	8 880
<b>26</b>	<b>20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia</b>	<b>24,2%</b>	<b>25,9%</b>	<b>20,6%</b>	<b>21,0%</b>
<b>27</b>	<b>20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *</b>	<b>40,2%</b>	<b>41,9%</b>	<b>34,6%</b>	<b>32,6%</b>
<b>28</b>	<b>20 najw. por. na ryzyku własnym / Kapitał własny spółki</b>	<b>71,6%</b>	<b>84,2%</b>	<b>51,0%</b>	<b>59,1%</b>
29	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	848	1 309	37	22
30	Wartość wypłat na kapitale własnym w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	734	248	36	22
<b>31</b>	<b>Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan akt. poręczeń</b>	<b>1,3%</b>	<b>2,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,0%</b>
32	Wartość odzyskanych należn. z tyt. por. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	62	179	62	49
33	Odzyskane należn. Odzyskanych na kap. wł. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	19	128	59	47
<b>34</b>	<b>Wypłacone poręczenia netto / Śr. kapitał poręczeniowy *</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,8%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-0,1%</b>
<b>35</b>	<b>Wypłacone poręczenia netto na ryz. wł./ Śr. skoryg. kap. wł.</b>	<b>4,6%</b>	<b>0,8%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-0,2%</b>
<b>36</b>	<b>Wynik skorygowany za 4 kw. / Śr. skoryg. kapitał własny spółki *</b>	<b>-6,8%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>-0,4%</b>

\* Wskaźniki wyliczone w oparciu o kapitał poręczeniowy skorygowany

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

## Skorygowany kapitał poręczeniowy

Według metodologii oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych stosowanej przez agencję ratingową EuroRating aktualną wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego oblicza się według formuły: skorygowany kapitał własny spółki (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 1 i 2 (2007-2013) + 100% środków zwrotnych w ramach RPO 3 i 4 (2014-2020) w przypadku funduszy korzystających z tego typu wsparcia.

Na potrzeby wyliczenia skorygowanego kapitału własnego spółki dokonujemy następujących korekt:

- 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”), dotyczącą 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 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.

Oprócz skorygowanego kapitału własnego spółki, w skład kapitału poręczeniowego, jakim dysponuje MFPK, wchodzi obecnie także:

- dofinansowanie zwrotne w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego „Warmia i Mazury” na lata 2007-2013 (RPO 1 i 2);
- dofinansowanie zwrotne w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Warmińsko-Mazurskiego na lata 2014-2020 (RPO 3 i 4).



Najważniejsze warunki dofinansowania w ramach RPO 1 i 2:

- 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 1 i 2;
- poręczenia udzielane w ramach środków z RPO 1 i 2 podlegają odrębnej ewidencji (następuje rozróżnienie pomiędzy poręczeniami udzielanymi w ramach środków własnych Funduszu oraz w ramach środków z RPO 1 i 2);
- 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 1 i 2 obciążać będzie bezpośrednio kapitał z dofinansowania, natomiast ewentualna wyższa szkodowość poręczeń udzielanych w ramach środków z RPO 1 i 2 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 1 i 2 nie stanowią dochodu WMFPK, lecz powiększają środki projektu RPO 1 i 2 (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 1 i 2.

Najważniejsze warunki dofinansowania w ramach RPO 3 i 4:

- umowa na dofinansowanie w ramach projektu pod nazwą „Wsparcie rozwoju i konkurencyjności przedsiębiorstw przez instrumenty finansowe” RPO WiM 2014-2020 (RPO 3 i 4) została zawarta we wrześniu 2019 r.;
- w ramach obu projektów Fundusz ma otrzymać dofinansowanie zwrotne od menadżera (BGK) w łącznej kwocie 10 mln zł, przy wkładzie własnym na poziomie minimum 1,9 mln zł;
- pierwsze środki w wysokości 2 x 2,5 mln zł zostały przekazane Funduszowi w IV kw. 2018 r.;
- przewidywany okres budowy portfela wynosi 2 lata, a okres wygaszania portfela wynosi 84 miesiące od dnia zawarcia umowy o udzielenie poręczenia, zgodnie z umową projekt ma się zakończyć 31.12.2029 r.;
- docelowa wartość udzielonych poręczeń w ramach obu projektów ma wynieść ok. 47,6 mln zł; po okresie budowy portfela, istnieje możliwość skorzystania z prawa opcji, którego wysokość może wynieść do 100% pierwotnego wkładu (tj. otrzymanie kolejnego dofinansowania zwrotnego w łącznej kwocie 10 mln zł);

- po okresie budowy portfela, istnieje możliwość skorzystania z prawa opcji, którego wysokość może wynieść do 100% pierwotnego wkładu (tj. otrzymanie kolejnego dofinansowania zwrotnego w łącznej kwocie 10 mln zł);
- maksymalny dopuszczalny wskaźnik szkodowości poręczeń w ramach projektu (*cap rate*) wynosi 25%; do tego poziomu WMFPK ponosi straty z tytułu wypłat poręczeń jedynie w proporcji wniesionego wkładu własnego;
- za wykonanie pierwszego etapu obu projektów Fundusz ma otrzymać łączne wynagrodzenie w wysokości 3,2 mln zł; w przypadku skorzystania z prawa opcji przez Menadżera Fundusz otrzyma wynagrodzenie w podobnej wysokości.

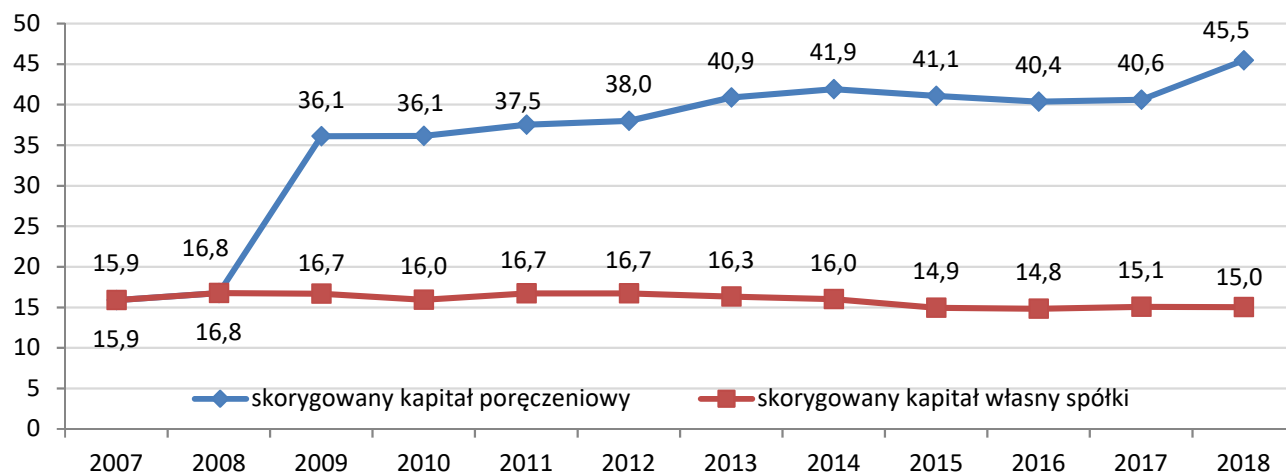
Gdyby do skorygowanego kapitału własnego według stanu na koniec 2018 roku dodać w całości otrzymane dotychczas dofinansowanie w ramach RPO 1, 2, 3 i 4 (łącznie z wypracowanymi odsetkami i prowizjami za udzielone poręczenia łączna kwota środków tych projektów wynosiła na koniec 2018 r. 38,9 mln zł), łączny kapitał poręczeniowy WMFPK wyniósłby 53,9 mln zł.

Zgodnie z metodologią stosowaną przez EuroRating środki z dofinansowania w ramach RPO 1 i 2 są doliczane do skorygowanego kapitału poręczeniowego po ich pomniejszeniu o 25% „rezerwę na ryzyko” związaną ze specyficznymi warunkami tego dofinansowania. Środki z RPO 3 i 4 (z uwagi na wysoki i bezpieczny wskaźnik *cap rate* wliczane są natomiast do kapitału poręczeniowego w całości.

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 2018 roku 45,5 mln zł**. Była to kwota o 9,5 mln zł niższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (55,0 mln zł).

Wykres 3.2 przedstawia wartości skorygowanego kapitału własnego spółki oraz skorygowanego kapitału poręczeniowego w latach 2007-2018.

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

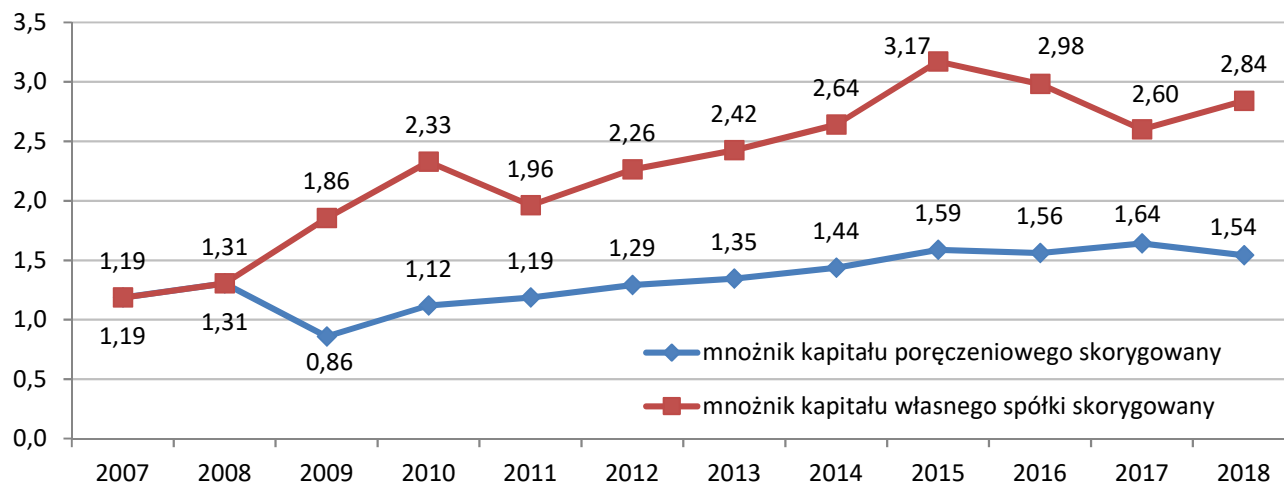


Źródło: WMFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

## 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 – wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego i skorygowanego mnożnika kapitału własnego**



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

Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” od początku działalności do 2015 systematycznie zwiększał liczbę i wartość udzielanych poręczeń. W IV kwartale 2009 r. Fundusz otrzymał dofinansowanie w ramach RPO 1 (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 mnożnika kapitału poręczeniowego stopniowo rosła, osiągając na koniec 2015 roku poziom 1,59. W kolejnych latach wskaźnik ten ustabilizował się na poziomie ok. 1,5-1,7.

Należy przy tym zaznaczyć, iż WMFPK w latach 2011-2014 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 reporeczeniu) 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 2014 r. i od tego czasu 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 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 [14], systematycznie wzrastał do roku 2015, kiedy to osiągnął najwyższy dotychczas poziom 3,17. W kolejnych latach wartość poręczeń aktywnych na ryzyku Funduszu [11] utrzymywała się już na nieco niższych poziomach (2,6-3,1). Na koniec 2018 roku mnożnik kapitału własnego wynosił 2,84.

**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 (okresowo nieznacznie przekraczający poziom 3,0) należy uznać za lekko podwyższony.** Zakładamy jednak, że dzięki otrzymanemu w IV kwartale 2018 r. nowemu dofinansowaniu w ramach RPO 3 i 4 nowe poręczenia będą w najbliższych kwartałach udzielane w istotnej części w ramach tych projektów, dzięki czemu ekspozycja własna Funduszu nie będzie rosła.

### **Koncentracja portfela poręczeń**

Średnia wartość poręczeń znajdujących się w portfelu Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” [20] rosła do 2013 r., osiągając poziom ok. 120 tys. zł. W kolejnych latach wartość ta uległa jednak obniżeniu i w ostatnich kwartałach utrzymuje się na poziomie ok. 90 tys. zł. Wskaźnik średniego poręczenia do łącznej wartości poręczeń aktywnych [21] pozostaje w ostatnich latach na niskim i stabilnym poziomie ok. 0,1-0,2%. Także bieżącą relację średniego poręczenia do kapitału poręczeniowego [22] 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 2,2% skorygowanego kapitału poręczeniowego (z uwzględnieniem środków z RPO 1, 2, 3 i 4) oraz 6,7% skorygowanego kapitału własnego spółki.

Wartość łącznej ekspozycji na ryzyko 20 największych klientów Funduszu [23], po spadku z wysokiego poziomu 20,7 mln zł w roku 2014, w ciągu ostatnich kilku lat oscylowała w zakresie ok. 13-17 mln zł, co stanowiło ok. 20-25% łącznego portfela poręczeń aktywnych [26].

Należy przy tym zaznaczyć, że w ostatnim czasie ok. 50-70% z kwoty 20 największych ekspozycji stanowią poręczenia na ryzyku własnym Funduszu. Na koniec 2016 roku stanowiły one równowartość nawet 85% kapitału własnego spółki [28]. Jakkolwiek w ciągu kolejnych dwóch lat wskaźnik ten obniżył się do ok. 50-60%, to według metodologii stosowanej przez EuroRating jego poziom nadal należy uznać za nieco zbyt wysoki, bowiem niewypłacalność zaledwie kilku spośród największych klientów może spowodować istotną 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

W latach 2010-2015 wskaźnik szkodowości portfela poręczeń [31] przyjmował wartości w zakresie 0,1-1,4%. W 2016 roku Fundusz dokonał wypłaty dużego (ok. 1 mln zł) poręczenia udzielonego w ramach RPO 1, przez co wskaźnik szkodowości portfela na koniec 2016 roku wzrósł ponownie do 2,0%. W latach 2017-2018 fundusz dokonał wypłat poręczeń w sumie na kwotę zaledwie 58,3 tys. zł, w wyniku czego wskaźnik szkodowości portfela w 2018 roku oscylował wokół zera.

Należy zaznaczyć, że oprócz wspomnianej wypłaty w 2016 r. dużego poręczenia w ramach RPO 1, zdecydowana większość wypłat dokonanych dotychczas przez WMFPK dotyczyła poręczeń udzielonych w ramach kapitału własnego Funduszu. Wskaźnik utraty kapitału na wypłatach poręczeń netto [35] (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 2018 roku wskaźnik ten wyniósł -0,2% (ujemna wartość wskaźnika oznacza, że Fundusz odzyskał więcej poręczeń niż wypłacił w danym okresie).

**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 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) był on już stale ujemny, przy czym wartość generowanej straty w latach 2013-2015 stale rosła. W latach 2016-2018 osiągnęte przez Fundusz skorygowane wyniki uległy poprawie i ponownie oscylowały wokół zera.

Wyliczona w oparciu o skorygowany wynik finansowy rentowność kapitału własnego spółki [36] była dość zmienna, a ponadto w latach 2012-2015 (poza rokiem 2011 kiedy to skorygowany wynik przyjął stosunkowo wysoką wartość dodatnią) charakteryzowała się tendencją spadkową (najniższą dotychczas wartość -6,8% rentowność osiągnęła w roku 2015). W ciągu trzech ostatnich lat (2016-2018) skorygowana rentowność kapitału własnego utrzymywała się w zakresie od ok. -1% do +1%.

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 pogorszenie się skorygowanych wyników finansowych i wskaźnika rentowności w latach 2013-2015, to bierzemy również pod uwagę poprawę w tym zakresie, jaka nastąpiła w ciągu ostatnich trzech lat.** 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 2015-2018 przedstawia tabela nr 3.7.

**Tabela 3. 7 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń**

	XII.2015	XII.2016	XII.2017	XII.2018
Rezerwy celowe (tys. zł)	531,1	199,8	160,1	184,99
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	173,9	212,0	222,0	257,0
<b>Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)</b>	<b>705,0</b>	<b>411,8</b>	<b>382,1</b>	<b>442,0</b>
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	1,1%	0,5%	0,4%	0,4%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Akt. poręcz. na ryzyku własnym	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	1,5%	0,9%	1,0%	1,0%
Rezerwy celowe / Skorygowany kapitał poręczeniowy	1,3%	0,5%	0,4%	0,4%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Skorygowany kapitał poręczeniowy	0,4%	0,5%	0,5%	0,6%
Rezerwy razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	1,7%	1,0%	0,9%	1,0%

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

Wartość rezerw celowych w latach 2011-2015 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 1 i 2 i kwot reporęczanych 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. W 2016 roku poziom rezerw celowych ponownie zaczął się obniżać i osiągnął wartość poniżej 200 tys. zł, która utrzymywała się przez kolejne dwa lata. Na koniec 2018 roku poziom rezerw wyniósł 185 tys. zł, co odpowiadało zaledwie 0,4% wartości poręczeń na ryzyku własnym.

Bardzo niska wartość rezerw celowych teoretycznie powinna odzwierciedlać dobrą jakość poręczanych kredytów. Obecny poziom rezerw celowych należy jednakże uznać już za zdecydowanie zbyt niski w perspektywie długoterminowej, nawet biorąc pod uwagę dotychczasowy ogólnie dość niski wskaźnik szkodowości portfela poręczeń WMFPK. W przypadku ewentualnego wzrostu wartości wypłat poręczeń w kolejnych kwartałach, bardzo niskie pokrycie udzielonych poręczeń rezerwami przekładałoby się bezpośrednio i 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 2015-2018 zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.8.

**Tabela 3.8 Wartość dodatkowych rezerw na ryzyko udzielonych poręczeń**

	XII.2015	XII.2016	XII.2017	XII.2018
Wskaźnik dodatkowych rezerw celowych	2,9%	3,5%	3,6%	3,6%
Wartość dodatkowych rezerw celowych (tys. zł)	1 364,4	1 569,9	1 405,2	1 521,4
<b>Rezerwy celowe razem* (utworz. przez WMFPK oraz dodatkowe)</b>	<b>1 895,5</b>	<b>1 769,7</b>	<b>1 565,3</b>	<b>1 706,4</b>
Rezerwy celowe razem* / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Rezerwy celowe razem* / Skorygowany kapitał poręczeniowy	4,6%	4,4%	3,9%	3,9%

\* dotyczy rezerw celowych na poręczenia udzielone w ramach kapitału własnego oraz w części niepokrytej reporczeniami 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 pomniejszyły 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**

W latach 2017-2018 obserwowana była poprawa koniunktury gospodarczej wyrażona wzrostem dynamiki PKB do stosunkowo wysokich poziomów (odpowiednio: 4,8% oraz ok. 5%). Skutkowało to przy tym dużym wzrostem popytu na pracę i tym samym – silnym spadkiem bezrobocia.

W wielu firmach pojawiły się problemy ze znalezieniem odpowiedniej liczby pracowników, w efekcie czego przedsiębiorstwa musiały konkurować o pracowników za pomocą systematycznych podwyżek wynagrodzeń. Przy jednoczesnym wzroście cen wielu surowców i materiałów, przełożyło się to – pomimo wzrostu przychodów ze sprzedaży – na pogorszenie wypracowywanych marż. Dotyczyło to w szczególności przedsiębiorstw w sektora MŚP – czyli klientów funduszy poręczeniowych.

W 2019 roku oczekiwane jest lekkie spowolnienie wzrostu PKB (do ok. 3,5-4%). Wolniejszy wzrost może jednak jednocześnie przyczynić się do częściowego złagodzenia napięć na rynku pracy i wpłynąć na spowolnienie dynamiki wzrostu wynagrodzeń. Będzie to szansą dla wielu przedsiębiorstw na przeprowadzenie działań restrukturyzacyjnych mających na celu poprawę rentowności.

W dłuższej perspektywie czasu zagrożeniem dla utrzymania dotychczasowej, stale stosunkowo wysokiej dynamiki wzrostu PKB Polski 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 uwagi na fakt, że polska gospodarka jest silnie połączona (poprzez wysoki poziom eksportu i importu towarów i usług) z rynkami zagranicznymi (w tym w szczególności z Unią Europejską), wystąpienie ewentualnego kryzysu finansowego na świecie przełożyłoby się silnie na koniunkturę i sytuację przedsiębiorstw w kraju.

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 bardzo niskie stopy procentowe oraz oprocentowanie lokat bankowych będą utrzymywały się przez dłuższy czas, co będzie nadal negatywnie rzutować na przychody finansowe i w konsekwencji wynik netto Funduszu w kolejnych kwartałach.

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

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.

Warmińsko-Mazurski Fundusz „Poręczenia Kredytowe” od 2007 roku lokuje środki pieniężne wyłącznie w depozytach bankowych i na rachunkach bieżących. 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 dzień 01.02.2019 roku w podziale na poszczególne banki przedstawia tabela nr 3.9. (stan lokat został uaktualniony, gdyż Fundusz na początku 2019 roku wycofał środki z jednego z banków spółdzielczych, który w ocenie agencji charakteryzował się wysokim ryzykiem kredytowym).

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).

**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).**

**Tabela 3.9 Struktura inwestycji WMFPK wg stanu na 01.02.2019 r.**

	<b>01.02.2019</b>
Bank # 1	29%
Bank # 2	18%
Bank # 3	17%
Bank # 4	12%
Bank # 5	9%
Bank # 6	9%
Bank # 7	5%
Bank # 8	1%
Razem lokaty bankowe	100%

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

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 34% płynnych aktywów Funduszu). **Nasze zastrzeżenia budzi jednak fakt, że WMFPK okresowo lokował znaczną część 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 w ostatnim czasie, to jednak nadal jest on w naszej ocenie zbyt wysoki. Do III kwartału 2018 roku prawie 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) była lokowana w niewielkich lokalnych bankach spółdzielczych, których ryzyko co do zasady oceniamy jako wysokie.

W powyższym kontekście **pozytywnie oceniamy dokonane przez WMFPK w IV kwartale 2018 r. oraz w styczniu 2019 r. znaczne zmniejszenie udziału w portfelu lokat banków charakteryzujących się podwyższonym lub wysokim ryzykiem (w tym lokalnych banków spółdzielczych).** Zastrzegamy jednak, że w przypadku, jeżeli Fundusz ponownie zwiększy stan lokat w tego typu bankach, będzie to wywierało negatywny wpływ na bieżący poziom jego ratingu kredytowego.

### Struktura branżowa udzielonych poręczeń

Strukturę portfela poręczeń aktywnych WMFPK w podziale na główne sektory gospodarki, według stanu na koniec lat 2015-2018 przedstawia tabela nr 3.10.

**Tabela 3.10 WMFPK – struktura branżowa aktywnych poręczeń**

Branża	Rok 2015	Rok 2016	Rok 2017	Rok 2018
usługi	50,4%	45,8%	35,2%	34,0%
handel	26,5%	26,9%	25,4%	24,2%
produkcja	15,0%	16,9%	19,6%	17,3%
budownictwo	3,0%	6,1%	12,8%	13,7%
inne	5,0%	4,3%	7,0%	10,8%
<b>Razem</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

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

Portfel poręczeń w ujęciu branżowym w latach 2011-2016 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 dwóch lat 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 WMFPK 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 2018 roku w spółce zatrudnionych było 14 osób (łącznie na 12,75 etatów). Pomimo znaczącej redukcji stanu personelu dokonanej w ciągu 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.

Jedynym większym ryzykiem operacyjnym związanym 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 1, 2, 3 i 4) wynosi ok. 1,28, powyższe ograniczenia nie stanowią 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 1, jakie WMFPK otrzymał w 2009 roku (w kwocie 27,2 mln zł) i przyznane w 2012 roku dodatkowe wsparcie w ramach RPO 2 (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. Od tego czasu do dyspozycji Funduszu w celu udzielania poręczeń pozostały środki w ramach RPO (do końca 2023 roku) oraz środki własne.

We wrześniu 2019 roku Fundusz zawarł dwie nowe umowy operacyjne na wsparcie akcji poręczeniowej ze środków unijnych w ramach projektu pod nazwą „Wsparcie rozwoju i konkurencyjności przedsiębiorstw przez instrumenty finansowe” RPO Warmia i Mazury 2014-2020 (RPO 3 i 4).

Docelowo WMFPK ma otrzymać dofinansowanie zwrotne w łącznej kwocie 10 mln zł, przy wkładzie własnym na poziomie minimum 1,9 mln zł. Pierwsza transza w wysokości 2 x 2,5 mln zł została uruchomiona w IV kwartale 2018 roku. Okres budowy portfela wynosi 2 lata, a okres wygaszania portfela wynosi 84 miesiące od dnia zawarcia umowy o udzielenie poręczenia. Docelowa wartość udzielonych poręczeń w ramach obu projektów ma wynieść 47,6 mln zł.

W przypadku skutecznej realizacji pierwszego etapu projektu, Fundusz będzie miał możliwość otrzymania dodatkowego wsparcia – również w kwocie 10 mln zł. Za wykonanie pierwszego etapu obu projektów Fundusz ma otrzymać łączne wynagrodzenie w wysokości 3,2 mln zł. W przypadku skorzystania z prawa opcji do realizacji drugiego etapu wynagrodzenie będzie na podobnym poziomie.

Przy udzielaniu poręczeń w ramach RPO 3 i 4 WMFPK będzie miał ekspozycję własną na ryzyko jedynie w części, jaka odpowiada wkładowi własnemu Funduszu w projekt (tj. ok. 19%). Realny wpływ tego dofinansowania na ryzyko kredytowe Funduszu zależeć jednak będzie o tego czy (a jeśli tak, to w jakim stopniu) Fundusz będzie stosował dla środków w RPO 3 i 4 mnożnik, a także jaką część poręczeń na ryzyku własnym zastąpią poręczenia udzielone w ramach tego projektu.

#### **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.**

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 (70%) zobowiązań w strukturze pasywów WMFPK nie stanowi w naszej ocenie dla Funduszu istotnego ryzyka, ponieważ dotyczą one niemal w całości nieoprocentowanych długoterminowych środków zwrotnych dotyczących programów unijnych, a ponadto mają one pełne pokrycie w płynnych aktywach w postaci środków pieniężnych.**

Wskaźnik realnej ekspozycji kapitału własnego na ryzyko udzielonych poręczeń (tj. po wyłączeniu poręczeń w ramach RPO oraz części poręczeń w ramach RPW podlegających reporęczeniu), czyli mnożnik kapitału własnego spółki, systematycznie wzrastał do roku 2015, kiedy to osiągnął najwyższy dotychczas poziom 3,17. W kolejnych latach wartość poręczeń aktywnych na ryzyku Funduszu utrzymywała się już na nieco niższych poziomach (2,6-3,1). Na koniec 2018 roku mnożnik kapitału własnego wynosił 2,84. **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 (okresowo nieznacznie przekraczający poziom 3,0) należy uznać za lekko podwyższony.** Zakładamy jednak, że dzięki otrzymanemu w IV kwartale 2018 r. nowemu dofinansowaniu w ramach RPO 3 i 4 nowe poręczenia będą w najbliższych kwartałach udzielane w istotnej części w ramach tych projektów, dzięki czemu ekspozycja własna Funduszu nie będzie rosła.

**Ogólną dywersyfikację portfela poręczeń (liczoną według średniej wartości poręczenia) oceniamy jako dobrą. Pomimo poprawy, jaka nastąpiła w tym zakresie w ciągu kilku ostatnich kwartałów, nadal jednak jako nieco zbyt wysoką oceniamy ekspozycję na ryzyko największych klientów (w szczególności pod względem relacji tych poręczeń do kapitału własnego spółki).**

**Dotychczasową ogólną szkodowość portfela poręczeń oceniamy jako dość niską.** Do czynników pozytywnych zaliczamy przy tym, poprawę wskaźników szkodowości, jaka nastąpiła w ciągu kilku ostatnich kwartałów, która zneutralizowała lekki wzrost ryzyka kredytowego wywołany wypłatą dużego poręczenia dokonaną w 2016 roku.

Wyliczona w oparciu o skorygowany wynik finansowy rentowność kapitału własnego spółki była dość zmienna, a ponadto w latach 2012-2015 (poza rokiem 2011 kiedy to skorygowany wynik przyjął stosunkowo wysoką wartość dodatnią) charakteryzowała się tendencją spadkową (najniższą dotychczas wartość -6,8% rentowność osiągnęła w roku 2015). W ciągu trzech ostatnich lat (2016-2018) skorygowana rentowność kapitału własnego utrzymywała się w zakresie od ok. -1% do +1%.

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 pogorszenie się skorygowanych wyników finansowych i wskaźnika rentowności w latach 2013-2015, to bierzemy również pod uwagę poprawę w tym zakresie, jaka nastąpiła w ciągu ostatnich trzech lat.** 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.

W kontekście oceny polityki inwestycyjnej Funduszu **negatywnie oceniamy zbyt ogólne i zbyt mało rygorystyczne zapisy obowiązującej w Funduszu instrukcji zarządzania środkami pieniężnymi**. 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 34% płynnych aktywów Funduszu). **Nasze zastrzeżenia budzi jednak fakt, że WMFPK okresowo lokował znaczną część 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 w ostatnim czasie, to jednak nadal jest on w naszej ocenie zbyt wysoki. Do III kwartału 2018 roku prawie 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) była lokowana w niewielkich lokalnych bankach spółdzielczych, których ryzyko co do zasady oceniamy jako wysokie.

W powyższym kontekście **pozytywnie oceniamy dokonane przez WMFPK w IV kwartale 2018 r. oraz w styczniu 2019 r. znaczne zmniejszenie udziału w portfelu lokat banków charakteryzujących się podwyższonym lub wysokim ryzykiem (w tym lokalnych banków spółdzielczych)**. Zastrzegamy jednak, że w przypadku, jeżeli Fundusz ponownie zwiększy stan lokat w tego typu bankach, będzie to wywierało negatywny wpływ na bieżący poziom jego ratingu kredytowego.

Na sytuację finansową Funduszu i jego zdolność do bezpiecznego zwiększania akcji poręczeniowej istotny wpływ ma obecnie przedłużenie powierzenia Funduszowi zwrotnych środków z projektów RPO 1 i 2 do końca 2023 roku. Ponadto, WMFPK otrzymał już także dodatkowe dofinansowanie zwrotne ze środków unijnych z perspektywy na lata 2014-2020 w ramach RPO 3 i 4. Realny wpływ tego dofinansowania na ryzyko kredytowe Funduszu zależeć będzie o tego czy (a jeśli tak, to w jakim stopniu) Fundusz będzie stosował dla środków w RPO 3 i 4 mnożnik, a także jaką część poręczeń na ryzyku własnym zastąpią poręczenia udzielone w ramach tego projektu.

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. 06.03.2019 r.) **rating kredytowy Funduszu zostaje utrzymany na poziomie 'A-'. Perspektywa ratingu pozostaje stabilna**.



## 5. Podatność nadanego ratingu na zmiany

Do potencjalnych najistotniejszych czynników, które mogłyby oddziaływać pozytywnie na ocenę ryzyka kredytowego Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” zaliczamy: trwałe zwiększenie bezpieczeństwa portfela lokat środków pieniężnych poprzez znaczne zmniejszenie lub całkowite wyeliminowanie udziału lokat w bankach charakteryzujących się podwyższonym (a zwłaszcza wysokim) ryzykiem kredytowym; ewentualne obniżenie mnożnika kapitału własnego spółki (np. na skutek udzielania większości poręczeń w ramach projektów RPO 3 i 4); 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 istotny wzrost poziomu skorygowanego mnożnika kapitału własnego spółki; ponowny wzrost wartości wypłacanych poręczeń oraz wzrost wskaźnika szkodowości portfela poręczeń; ponowne pogorszenie wyników finansowych (w tym w szczególności ewentualne generowanie wysokich strat); dalsza erozja (systematyczny spadek wartości) kapitału własnego spółki; wzrost ekspozycji Funduszu na ryzyko największych klientów w relacji do posiadanego kapitału własnego; a także ponowne zwiększenie przez Fundusz udziału lokat w bankach charakteryzujących się podwyższonym (lub tym bardziej wysokim) ryzykiem kredytowym i/lub istotny wzrost koncentracji portfela lokat.

## 6. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating

### Ratingi długoterminowe, skala międzynarodowa

Grupa	Rating	Opis ryzyka
Poziom inwestycyjny	<b>AAA</b>	Znikomy poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na najwyższym poziomie. Rating nadawany wyłącznie w przypadku wyjątkowo wysokiej zdolności do obsługi zobowiązań finansowych.
	<b>AA+</b> <b>AA</b> <b>AA-</b>	Bardzo niski poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na bardzo wysokim poziomie. Bardzo wysoka zdolność do obsługi zobowiązań. Niska podatność na niekorzystne warunki gospodarcze.
	<b>A+</b> <b>A</b> <b>A-</b>	Niski poziom ryzyka kredytowego. Wysoka wiarygodność finansowa i zdolność do obsługi zobowiązań. Przeciętna odporność na wpływ niekorzystnych warunków gospodarczych utrzymujących się przez dłuższy czas.
	<b>BBB+</b> <b>BBB</b> <b>BBB-</b>	Umiarkowane ryzyko kredytowe. Dobra wiarygodność finansowa i wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w dłuższym terminie. Podwyższona podatność na utrzymujące się przez dłuższy czas niekorzystne warunki gospodarcze.
Poziom spekulacyjny	<b>BB+</b> <b>BB</b> <b>BB-</b>	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> <b>B</b> <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.
	<b>CCC</b> <b>CC</b> <b>C</b>	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.
	<b>D</b>	Ekstremalnie wysokie ryzyko kredytowe. Całkowity brak zdolności do obsługi zobowiązań. Bez dodatkowego wsparcia z zewnątrz poziom odzyskania wierzytelności bardzo niski lub bliski zeru.

## 7. Ujawnienia regulacyjne

EuroRating Sp. z o.o. jest formalnie zarejestrowana przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority – ESMA) jako agencja ratingowa uprawniona do wystawiania ratingów kredytowych na terenie całej Unii Europejskiej (zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych) i podlega bezpośredniemu nadzorowi ESMA.

EuroRating posiada status ECAI (zewnętrznej instytucji oceny wiarygodności kredytowej, zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady nr 575/2013 w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych – Rozporządzenie CRR) w Unii Europejskiej, co oznacza, iż ratingi kredytowe nadawane przez EuroRating mogą być stosowane przez instytucje finansowe do celów regulacyjnych w pełnym zakresie w całej UE i są równe ratingom wystawionym przez inne agencje uznane przez ESMA, bez terytorialnych lub innych ograniczeń.

**Ratingi nadawane przez agencję ratingową EuroRating funduszom poręczeń kredytowych mogą być stosowane przez banki akceptujące poręczenia tych funduszy do celów regulacyjnych w pełnym zakresie, w tym zarówno do obliczania wymogów kapitałowych dla poręczanych kredytów (zgodnie z Rozporządzeniem CRR), jak również do ograniczania poziomu rezerw celowych tworzonych na poręczone kredyty (zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 16.12.2008 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków – z j.t. DZ.U.2015.2066).**

Rating kredytowy nadany 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 przez jakiegokolwiek strony trzecie.

Rating 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. Agencja nie świadczyła i nie świadczy dla ocenianego podmiotu żadnych płatnych usług dodatkowych.

Informacja o nadanym ratingu została przedstawiona ocenianemu podmiotowi z wyprzedzeniem. Rating został wystawiony bez zmian wynikających z tego ujawnienia.

Prezentowany rating kredytowy jest ratingiem długoterminowym dla emitenta w skali międzynarodowej. Rating ten jest ogólną oceną wiarygodności kredytowej ocenianego podmiotu w horyzoncie trzech kolejnych lat i dotyczy ryzyka kredytowego jego niezabezpieczonych i niepodporządkowanych zobowiązań finansowych (w tym zobowiązań warunkowych związanych z udzielonymi poręczeniami).

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 nadawane 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 wynikać z korzystania z nadawanych przez agencję ratingów.

Opis metodologii ratingowej stosowanej przez EuroRating prezentowany jest w serwisie internetowym agencji ([www.EuroRating.com](http://www.EuroRating.com)) w sekcji "Ratingi kredytowe"—"Metodologia". Definicje ratingowe oraz skala ratingowa stosowana przez EuroRating są publikowane w serwisie internetowym agencji w sekcji "Ratingi kredytowe"—"Skala ratingowa".

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