

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

Raport ratingowy

Aktualny rating kredytowy	Perspektywa ratingu
A-	stabilna

EuroRating

Warszawa

10.11.2020 r.

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 *
A-	stabilna	10.11.2020
A-	stabilna	29.07.2020
A-	stabilna	05.05.2020
A-	stabilna	10.01.2020
A-	stabilna	15.10.2019
A-	stabilna	03.07.2019
A-	stabilna	06.03.2019
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, gdyby 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 pani Bożena Pikus.

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%
RAZEM		688	6 880	100,0%	1 060	100,0%

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 w Działdowie i jego wyposażenie w kwocie 1,5 mln zł (co pokryło 85% całkowitych kosztów). W ramach 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 w 2013 r., a finansowe zakończenie w 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 polegało 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 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 otrzymał dofinansowanie zwrotne w kwocie 4,0 mln zł.

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

W 2018 roku WMFPK zawarł z BGK jako Menedżerem Funduszu 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). Przystępując do przetargu i zawierając umowy spółka postawiła cele, które w momencie przetargu wydawały się wykonalne, jednakże wdrażając poszczególne etapy zmierzające do urzeczywistnienia umów Fundusz napotkał trudności, których wcześniej nie był w stanie przewidzieć. Ponieważ spółka nie była w stanie zrealizować umów przy otaczających uwarunkowaniach rynkowych, BGK menedżer projektu zgodził się na ich bezkosztowe rozwiązanie na mocy porozumienia stron.

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 2017-2019 i za I połowę 2020 roku 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. Zgodnie z warunkami zwrotnego wsparcia w ramach tych programów) osiągane 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 2017-2019 nastąpił kilkukrotny wzrost wartości przychodów ze sprzedaży, przy dużo mniejszym wzroście 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”).

Tabela 3.1 WMFPK – rachunek zysków i strat za lata 2017-2019* oraz za I połowę 2020 r.

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2017	Za rok 2018	Za rok 2019	I-VI. 2020
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY	1 073,7	1 240,3	1 936,3	898,8
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	1 060,8	1 244,9	638,9	377,7
II. Zmiana stanu produktów	0,8	(30,2)	28,0	1,9
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	1 248,8	508,8
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
V. Przychody z tytułu podnajmu	12,2	25,5	20,5	10,4
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	1 419,1	1 481,3	1 848,6	734,8
I. Amortyzacja	86,0	86,8	69,6	31,7
II. Zużycie materiałów i energii	78,3	83,8	86,5	45,7
III. Usługi obce	194,6	350,9	375,6	156,6
IV. Podatki i opłaty	15,1	14,9	65,3	15,7
V. Wynagrodzenia	840,6	736,9	984,0	404,4
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	167,7	174,2	223,5	69,0
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	36,7	33,8	44,0	11,8
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(345,4)	(241,0)	87,6	164,0
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	237,1	97,4	379,9	214,9
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	-	-	-	-
III. Inne przychody operacyjne	237,1	97,4	379,9	214,9
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	197,0	150,1	669,2	552,8
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	36,0	21,5	275,3	-
III. Inne koszty operacyjne	161,0	128,6	393,9	552,8
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(305,2)	(293,7)	(201,6)	(173,9)
G. PRZYCHODY FINANSOWE	340,6	322,1	287,1	114,4
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	339,7	321,1	282,3	113,4
III. Przychody finansowe z tyt. windykacji należności	-	-	-	1,0
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	0,9	1,0	4,8	-
H. KOSZTY FINANSOWE	14,4	11,4	11,5	3,6
I. Odsetki	14,4	11,4	11,5	3,6
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	0,0	0,0	-	-
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	20,9	17,0	74,0	(63,1)
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	20,9	17,0	74,0	(63,1)
L. PODATEK DOCHODOWY	-	-	41,2	9,3
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIĘSZENIA ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	20,9	17,0	32,8	(72,4)

Źródło: WMFPK Sp. z o.o., *sprawozdania finansowe za lata 2017-2019 zaudytowane

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. 10-25%.

Koszty działalności operacyjnej do końca 2018 roku przekraczały wartość przychodów, w wyniku czego WMFPK osiągał ujemny wynik brutto ze sprzedaży. Przy ocenie wyniku na tym poziomie RZiS należy wziąć pod uwagę, że Fundusz od 2010 roku realizował nowe projekty dofinansowywane ze środków unijnych (RPO 1 i 2, RCIF oraz RPW). Wiązało się to ze wzrostem kosztów działalności operacyjnej (zwłaszcza kosztów zatrudnienia i usług obcych). Koszty te podlegały częściowej refundacji w ramach powyższych projektów. Refundacje 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 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 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 2017-2019 i w I połowie 2020 r. był 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 pozytywnie oceniamy zmniejszenie w/w straty w 2016 roku i dalszą jej redukcję w latach 2017-2018 (równowartość odpowiednio 2,3% i 1,6% skorygowanego kapitału własnego), aż do osiągnięcia niewielkiego dodatniego wyniku w 2019 roku i w I połowie 2020 r.

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, rezerwy na ryzyko ogólne oraz koszty windykacji (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. W 2019 roku strata operacyjna zmniejszyła się do ok. -0,2 mln zł.

Przychody i koszty finansowe

Uzyskiwane przez WMFPK przychody finansowe związane były głównie z odsetkami od lokat środków pieniężnych.

Od 2012 roku uzyskiwane przychody odsetkowe systematycznie maleją, co jest konsekwencją obniżającego się średniego oprocentowania lokat bankowych. W 2019 roku przychody odsetkowe stanowiły mniej niż 1/3 przychodów z 2012 roku. Należy przy tym spodziewać się, że negatywna tendencja w tym zakresie będzie się utrzymywać w kolejnych kwartałach, ponieważ na przełomie I i II kw. 2020 r. miała miejsce seria obniżek stóp procentowych NBP do niemal zerowego poziomu. Dalszy spadek przychodów finansowych osiąganym przez Fundusz będzie wywierał negatywny wpływ na jego wynik netto.

WMFPK wykazuje niewielkie wartości kosztów finansowych, związanych głównie 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 2016-2019 księgowe wyniki brutto i netto osiągnęły niewielkie wartości dodatnie. Natomiast w I połowie 2020 r. Fundusz ponownie wykazał niewielką stratę netto.

Przyjęta przez agencję ratingową EuroRating metodologia oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych zakłada korygowanie wykazywanego księgowego wyniku netto w celu ustalenia jego wartości w ujęciu ekonomicznym (obrazującym rzeczywistą rentowność Funduszu w danym okresie). Korekty te polegają m.in. na 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 2017-2019 i za I połowę 2020 r. zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.2.

Tabela 3.2 WMFPK – skorygowany wynik netto

Lp.	Skorygowany wynik finansowy netto (tys. zł)	2017	2018	2019	I-VI.2020
1	Księgowy wynik netto	20,9	17,0	32,8	-72,4
2	Korekta o zmianę salda rezerwy ogólnej	0,0	45,0	0,0	100,0
3	Korekta o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych	164,7	-116,3	-495,8	-137,8
4	Skorygowany wynik finansowy netto	185,7	-54,2	-463,0	-110,2

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 Fundusz istotnie zredukował stratę. W 2017 r. Fundusz osiągnął niewielki skorygowany zysk netto, który w 2018 r. ponownie zmienił się w niewielką stratę. W 2019 roku w wyniku dokonania korekty o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych skorygowany wynik finansowy netto spadł do -463 tys. zł. W I połowie 2020 r. skorygowana strata finansowa netto wyniosła -110 tys. zł.

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 2017-2019 oraz na koniec II kwartłu 2020 roku.

Aktywa

Tabela 3.3 WMFPK – bilans (aktywa) na koniec lat 2017-2019* oraz na koniec II kw. 2020 r.

Bilans – aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2017	Na dzień 31.12.2018	Na dzień 31.12.2019	Na dzień 30.06.2020
A. AKTYWA TRWAŁE	5 455,2	3 004,8	2 950,0	2 915,7
I. Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	2 078,7	1 995,5	1 925,9	1 894,2
III. Należności długoterminowe	943,5	959,3	974,1	971,5
IV. Inwestycje długoterminowe	2 433,0	50,0	50,0	50,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-
B. AKTYWA OBROTOWE	46 257,4	53 631,1	50 809,4	48 942,6
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	86,9	26,5	93,6	512,0
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	86,9	26,5	93,6	512,0
a) z tytułu dostaw i usług	44,9	16,7	93,1	508,8
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	40,7	8,9	-	-
c) inne	1,3	0,9	0,5	3,1
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
3. Należności z tytułu wypłaconych poręczeń	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	45 949,7	53 365,6	50 427,2	48 362,3
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	45 949,7	53 365,6	50 427,2	48 362,3
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	45 949,7	53 365,6	50 427,2	48 362,3
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	42,7	1 016,9	601,0	1 073,8
- inne środki pieniężne	45 907,0	52 348,6	49 826,1	47 288,5
- inne aktywa pieniężne	-	-	-	-
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	220,9	239,1	288,7	68,3
AKTYWA RAZEM	51 712,6	56 635,9	53 759,4	51 858,3

Źródło: WMFPK Sp. z o.o., * sprawozdania finansowe za lata 2017-2019 zaudytowane

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 trwały (stanowiący na koniec II kw. 2020 r. 5,6% 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 budynku 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 2016 roku kaucja ta wykazywana jest w pozycji „należności długoterminowe”, na które od roku 2013 składają się również wypłacone poręczenia zabezpieczone hipotekami. Okresowo w pozycji „inwestycje długoterminowe” 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 II kw. 2020 r. była to kwota 48,4 mln zł, z czego 34,0 mln zł stanowiły środki zwrotne przynależne projektom RPO 1, 2 i 4.

Wartość aktywów WMFPK do 2014 roku rosła systematycznie, co było w głównej mierze rezultatem otrzymywania przez Fundusz kolejnych dofinansowań. Od 2015 r. do połowy 2018 r. wartość łącznych aktywów spółki nieznacznie się obniżała, głównie pod wpływem dokonywanych wypłaty poręczeń. W IV kw. 2018 r. suma aktywów powiększyła się o kwotę 5 mln zł dotyczącą nowych środków zwrotnych, stanowiących dofinansowanie w ramach projektów RPO 3 i 4. W III kw. 2019 r. nastąpił spadek sumy aktywów na skutek zwrotu większości środków stanowiących dofinansowanie w ramach projektów RPO 3 i 4 (fundusz rozwiązał umowy z BGK za porozumieniem stron).

Pasywa

Do roku 2008 włącznie udział kapitału własnego w strukturze pasywów kształtował się stale na poziomie powyżej 96%. W 2009 roku WMFPK otrzymał dofinansowanie zwrotne (25,8 mln zł) w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego „Warmia i Mazury” na lata 2007-2013. Kwota ta została zaksięgowana w pasywach w pozycji „zobowiązania długoterminowe”, a 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 1,2 i 4 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 30% na koniec 2018 roku. W 2019 r. i w I połowie 2020 r. Fundusz zwrócił część środków unijnych z perspektywy na lata 2014-2020 (RPO 3 i 4), w efekcie czego udział kapitałów własnych wzrósł do 33%.

Pozycja B.II – „zobowiązania długoterminowe” od 2010 roku obejmuje także długoterminowy kredyt bankowy (na koniec II kw. 2020 r. w kwocie 206,1 tys. zł), jaki WMFPK zaciągnął na remont budynku 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.

Tabela 3.4 WMFPK – bilans (pasywa) na koniec lat 2017-2019* oraz na koniec II kw. 2020 r.

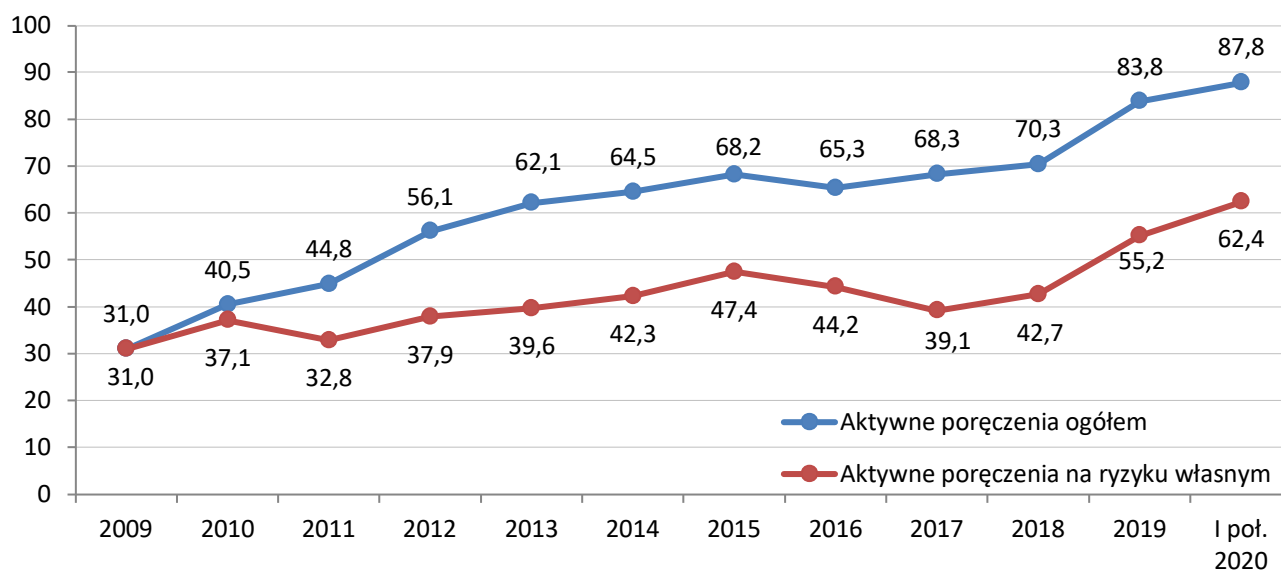
Bilans – pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2017	Na dzień 31.12.2018	Na dzień 31.12.2019	Na dzień 30.06.2020
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	16 945,1	16 962,2	16 994,9	16 922,5
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	6 880,0	6 880,0	6 880,0	6 880,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	151,6	153,7	166,2	189,0
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	9 892,6	9 911,5	9 916,0	9 926,0
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-	-
VIII. Zysk (strata) netto	20,9	17,0	32,8	(72,4)
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	34 767,5	39 673,7	36 764,5	34 935,8
I. Rezerwy na zobowiązania	372,1	442,0	446,0	696,8
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	372,1	442,0	446,0	696,8
II. Zobowiązania długoterminowe	34 329,1	39 136,0	36 161,7	34 161,0
III. Zobowiązania krótkoterminowe	63,1	62,5	152,2	78,0
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	62,3	61,8	151,3	77,6
- kredyty i pożyczki	45,8	45,8	45,8	-
- z tytułu dostaw i usług	4,5	5,2	6,0	18,2
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	-	0,0	48,8	41,4
- z tytułu wynagrodzeń	-	-	36,1	0,1
- inne	12,0	10,8	14,6	17,9
3. Fundusze specjalne	0,8	0,7	0,9	0,5
IV. Rozliczenia międzyokresowe	3,1	33,2	4,5	-
PASYWA RAZEM	51 712,6	56 635,9	53 759,4	51 858,3

Źródło: WMFPK Sp. z o.o., * sprawozdania finansowe za lata 2017-2019 zaudytowane

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 w latach 2005-2015 charakteryzowała się ogólną tendencją rosnącą z 2,3 mln zł (pierwszy pełny rok obrotowy) do 68,2 mln zł. W latach 2016-2018 wartość portfela aktywnych poręczeń ustabilizowała się na poziomie ok. 65-70 mln zł. W 2019 roku i w I połowie 2020 r. wartość aktywnych poręczeń wzrosła dynamicznie do ok. 88 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 (w 2018 r. było to 61%).

Od 2019 roku widoczny był wzrost wartości poręczeń na ryzyku własnym Funduszu (do 62 mln zł, tj. 71% w I połowie 2020 r.). Wysoki wolumen poręczeń ze środków własnych to efekt coraz wyższej akcji poręczeniowej spółki. Należy przy tym zaznaczyć, że duża część poręczeń udzielanych ze środków własnych to krótkoterminowe poręczenia wadialne. Sytuacja wzrostu zaangażowania na środkach własnych wynika także ze zmian ogólnogospodarczych, także z powodu pandemii Covid-19. Pożyczki udzielane przedsiębiorcom ze środków współfinansowanych dotacjami mogą być poręczane tylko środkami własnymi ze względu na brak możliwości podwójnego finansowania.

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.		2017	2018	2019	I poł. 2020
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	50 081	54 963	52 022	50 116
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł) *	40 597	45 451	42 194	40 114
3	Skorygowany kapitał własny spółki (tys. zł)	15 056	15 019	14 580	14 481
4	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	68 265	70 343	83 773	87 808
5	- w tym poręczenia w ramach środków własnych (tys. zł)	37 795	42 362	54 840	62 015
6	- w tym poręczenia w ramach RPO 1,2 i 4 (tys. zł)	27 544	27 379	26 822	23 432
7	- w tym poręczenia reporęczane w ramach RPW I + II (tys. zł)	2 926	602	0	0
8	- w tym kwota reporęczana razem (tys. zł)	1 589	303	0	0
9	- w tym poręczenia w ramach RPO 4 (tys. zł)	0	0	2 111	2 361
10	- w tym udział środków projektu RPO 4 (tys. zł)	0	0	1 794	2 007
11	Akt. poręcz. na ryzyku Funduszu=[5]+[7]-[8]+[9]-[10] (tys. zł)	39 133	42 661	55 157	62 369
12	Mnożnik kapitału poręczeniowego = [4]/[1]	1,36	1,28	1,61	1,75
13	Skorygowany mnożnik kap. poręczeniowego = ([4]-[8]-[10])/[2]*	1,64	1,54	1,94	2,14
14	Mnożnik kapitału własnego spółki = [11]/[3]	2,60	2,84	3,78	4,31
15	Liczba aktywnych poręczeń	751	809	890	888
16	- w tym liczba poręczeń w ramach środków własnych	483	566	633	647
17	- w tym poręczenia w ramach RPO 1 i 2 (szt.)	251	240	242	223
18	- w tym poręczenia reporęczane w ramach RPW I + II (szt.)	17	3	0	0
19	- w tym poręczenia w ramach RPO 4 (szt.)	0	0	15	18
20	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	91	87	94	99
21	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
22	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
23	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	14 054	14 799	14 758	16 074
24	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	703	740	738	804
25	20 najw. aktywnych poręczeń na ryzyku własnym (tys. zł)	7 679	8 880	9 427	13 040
26	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	20,6%	21,0%	17,6%	18,3%
27	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	34,6%	32,6%	35,0%	40,1%
28	20 najw. por. na ryzyku własnym / Kapitał własny spółki	51,0%	59,1%	64,7%	90,1%
29	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	37	22	308	378
30	Wartość wypłat na kapitale własnym w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	36	22	290	266
31	Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan akt. poręczeń	0,1%	0,0%	0,4%	0,5%
32	Wartość odzyskanych należn. z tyt. por. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	62	49	82	88
33	Odzyskane należn. Odzyskanych na kap. wł. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	59	47	81	88
34	Wypłacone poręczenia netto / Śr. kapitał poręczeniowy *	-0,1%	-0,1%	0,5%	0,7%
35	Wypłacone poręczenia netto na ryz. wł./ Śr. skoryg. kap. wł.	-0,2%	-0,2%	1,4%	1,2%
36	Wynik skorygowany za 4 kw. / Śr. skoryg. kapitał własny spółki *	1,3%	-0,4%	-3,1%	-1,8%

* 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 + 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 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). Należy zaznaczyć, że w poprzednich latach Fundusz dysponował także dofinansowaniem zwrotnym w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Warmińsko-Mazurskiego na lata 2014-2020 (RPO 3 i 4), jednak zostało ono już zwrócone.

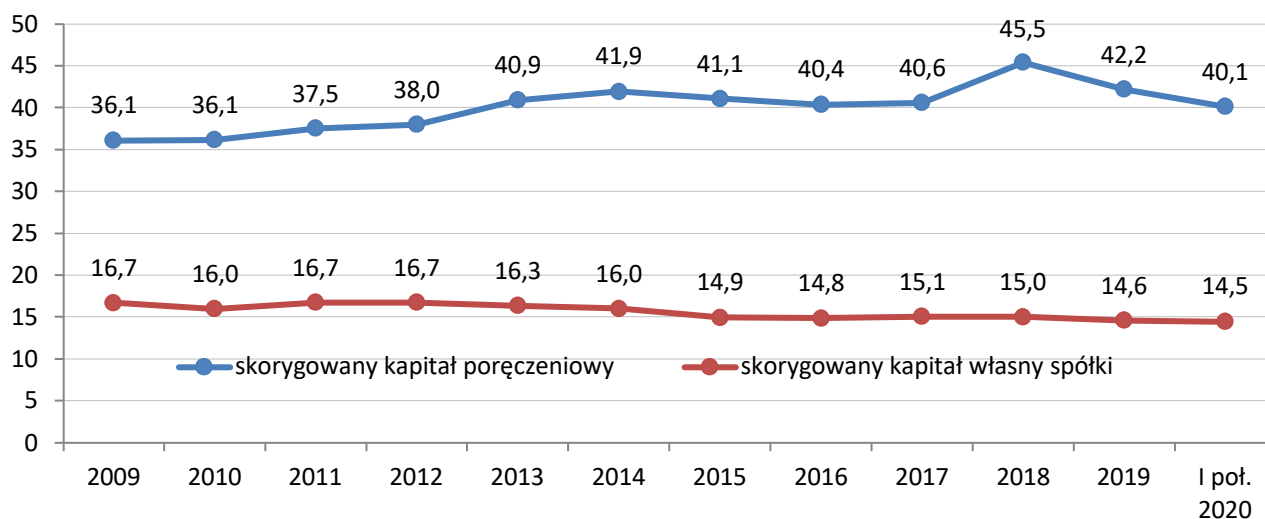
Gdyby do skorygowanego kapitału własnego według stanu na koniec II kw. 2020 r. dodać w całości otrzymane dotychczas dofinansowanie w ramach RPO 1, 2 i 4 (łącznie z wypracowanymi odsetkami i prowizjami za udzielone poręczenia łączna kwota środków tych projektów wynosiła na koniec czerwca 2020 r. 34 mln zł), łączny kapitał poręczeniowy WMFPK wyniósłby 48,4 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 były 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 II kw. 2020 r. 40,1 mln zł.** Była to kwota o 10 mln zł niższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (50,1 mln zł).

Wykres 3.2 przedstawia wartości skorygowanego kapitału własnego spółki oraz skorygowanego kapitału poręczeniowego w latach 2009-2019 oraz w II kw. 2020 r.

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

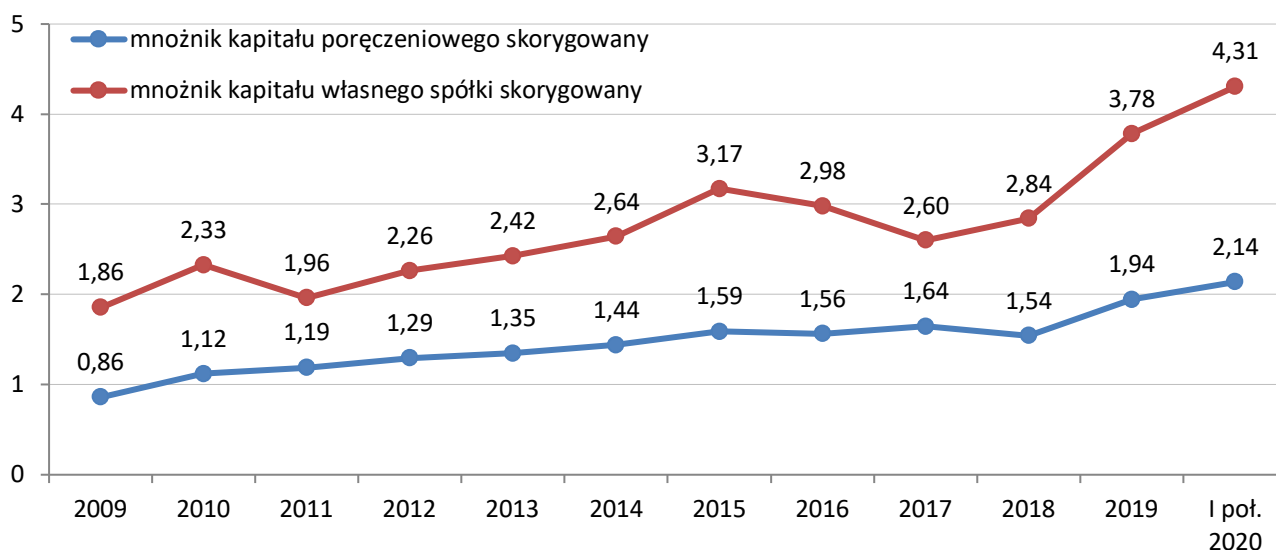


Źródło: WMFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

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. Od 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 i do 2018 roku mnożnik ustabilizował się na poziomie ok. 1,5-1,7. Od 2019 roku nastąpił wzrost wskaźnika, który był pochodną zarówno spadku kapitału poręczeniowego jak i wzrostu sumy aktywnych poręczeń. Wzrost ten w głównej mierze był spowodowany zwiększeniem wartości poręczeń wadialnych, które są produktem szybko rotującym, najczęściej udzielane są do 1 miesiąca, co istotnie zmniejsza ryzyko związane z tą grupą poręczeń.

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 poziom 3,17. W kolejnych latach wartość poręczeń aktywnych na ryzyku Funduszu [11] utrzymywała się już na nieco niższych poziomach (mnożnik 2,6-3,1). Od 2019 roku widoczny był już wzrost wartości mnożnika kapitału własnego – do najwyższego dotychczas poziomu 4,31 w II kw. 2020 r.

O ile obecną wartość portfela poręczeń w relacji do skorygowanego kapitału poręczeniowego można nadal określić jako umiarkowaną, to mnożnik kapitału własnego spółki jest już zbyt wysoki w stosunku do bieżącego poziomu ratingu Funduszu i wywiera negatywną presję na obecny poziom ratingu. Bierzymy jednak pod uwagę, że wzrost wskaźnika w ostatnim czasie był spowodowany głównie zwiększeniem wartości poręczeń wadialnych, które zazwyczaj udzielane są na bardzo krótkie okresy, co znacząco zmniejsza ryzyko tych poręczeń. Ponieważ jednak WMFPK rozwiązał umowy i zwrócił całe dofinansowanie w ramach RPO 3 i część dofinansowania RPO 4 (spółka dysponuje jeszcze kwotą 665 tys. zł), **w przypadku gdyby wartość poręczeń nadal rosła i byłyby one udzielane w większości w ramach środków własnych (co oznaczałoby dalszy wzrost mnożnika kapitału własnego) rating Funduszu może zostać obniżony.**

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 utrzymywała się na poziomie ok. 90-100 tys. zł. Wskaźnik średniego poręczenia do łącznej wartości poręczeń aktywnych [21] pozostawał 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 2,5% skorygowanego kapitału poręczeniowego (z uwzględnieniem środków z RPO 1, 2 i 4) oraz 6,9% 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. 14-17 mln zł, co stanowiło ok. 18-26% łącznego portfela poręczeń aktywnych [26].

Należy przy tym zaznaczyć, że w ostatnich trzech latach ok. 50-70% z kwoty 20 największych ekspozycji stanowiły poręczenia na ryzyko własnym Funduszu. Na koniec II kw. 2020 r. stanowiły one już równowartość ponad 90% kapitału własnego spółki [28]. Według metodologii stosowanej przez EuroRating poziom ten należy uznać za 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 zdecydowanie zbyt wysoka i wywiera negatywną presję na obecny poziom ratingu Funduszu.

Wypłaty poręczeń

W latach 2010-2015 wskaźnik szkodowości portfela poręczeń [31] przyjmował wartości w zakresie 0,1-1,4%. W 2016 roku WMFPK 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 wskaźnik szkodowości portfela w 2018 roku był bliski zeru. W 2019 r. spółka dokonała wypłat poręczeń w wysokości 307,6 tys. zł, a w I połowie 2020 r. było to 253,4 tys. zł. W efekcie wskaźnik szkodowości brutto (liczony dla czterech ostatnich kwartałów) zwiększył się nieznacznie do 0,4-0,5%.

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). W 2019 r. i w I połowie 2020 r. na skutek większych wypłat poręczeń wskaźnik wzrósł do poziomu 1,2-1,4%.

Dotychczasową ogólną szkodowość portfela poręczeń WMFPK oceniamy jako dość niską, co pozytywnie wpływa na ocenę ratingową Funduszu. Zwracamy jednak uwagę na fakt, że w ostatnim czasie nastąpiło zwiększenie mnożnika kapitału własnego, tak więc ewentualny wzrost szkodowości portfela (w szczególności wypłaty poręczeń na ryzyku własnym) miałby znacznie większy wpływ na utratę kapitału spółki.

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. W 2019 r. skorygowany wynik finansowy netto spadł do -463 tys. zł, a w I połowie 2020 r. strata wyniosła -110 tys. zł.

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 latach 2016-2018 skorygowana rentowność kapitału własnego utrzymywała się w zakresie od ok. -1% do +1%. W 2019 roku i na koniec II kw. 2020 r. wskaźnik (liczony dla wyniku za 4 ostatnie kwartały) wynosił odpowiednio -3,1% oraz -1,8%.

Generalnie oscylujący wokół zera lub lekko ujemny wskaźnik rentowności kapitału własnego w przypadku funduszy poręczeniowych, działających jako instytucje *not-for-profit*, traktujemy jako zjawisko normalne. **W przypadku Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” do czynników negatywnych zaliczamy ponowne pogorszenie się skorygowanych wyników finansowych i wskaźnika rentowności w 2019 roku.** Zwracamy także 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 kwartalnie, 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.

Generalnie zasady tworzenia rezerw celowych 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 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 2016 roku poziom rezerw celowych ponownie zaczął się obniżać i osiągnął wartość poniżej 200 tys. zł, która utrzymywała się przez kolejne trzy lata, co odpowiadało zaledwie 0,3-0,4% wartości poręczeń na ryzyku własnym. W I połowie 2020 r. wartość rezerw wzrosła do 339,8 tys. zł, co odpowiadało 0,5% wartości poręczeń na ryzyku własnym.

Wartość utworzonych przez WMFPK rezerw według stanu na koniec [lat 2017-2019 i I poł. 2020 r.](#) przedstawia tabela nr 3.7.

Tabela 3.7 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	XII.2017	XII.2018	XII.2019	VI.2020
Rezerwy celowe (tys. zł)	160,1	185,0	189,0	339,8
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	222,0	257,0	257,0	357,0
Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)	382,1	442,0	446,0	696,8
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	0,4%	0,4%	0,3%	0,5%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Akt. poręcz. na ryzyku własnym	0,6%	0,6%	0,5%	0,6%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	1,0%	1,0%	0,8%	1,1%
Rezerwy celowe / Skorygowany kapitał poręczeniowy	0,4%	0,4%	0,4%	0,8%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Skorygowany kapitał poręczeniowy	0,5%	0,6%	0,6%	0,9%
Rezerwy razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	0,9%	1,0%	1,1%	1,7%

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

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 istotnie 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 2017-2019 i I poł. 2020 r. zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.8.

Tabela 3.8 Wartość dodatkowych rezerw na ryzyko udzielonych poręczeń

	XII.2017	XII.2018	XII.2019	VI.2020
Wskaźnik dodatkowych rezerw celowych	3,6%	3,6%	3,7%	3,5%
Wartość dodatkowych rezerw celowych (tys. zł)	1 405,2	1 521,4	2 017,2	2 155,0
Rezerwy celowe razem* (utworz. przez WMFPK oraz dodatkowe)	1 565,3	1 706,4	2 206,3	2 494,8
Rezerwy celowe razem* / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Rezerwy celowe razem* / Skorygowany kapitał poręczeniowy	3,9%	3,8%	5,2%	6,2%

* 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 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 z sektora MŚP – czyli klientów funduszy poręczeniowych.

W 2019 r. nastąpiło lekkie spowolnienie wzrostu PKB (do 4%), które według wstępnych prognoz miało być kontynuowane w 2020 roku. Ze względu jednak na wystąpienie na przełomie I i II kwartału 2020 r. światowej pandemii koronawirusa Covid-19 i związane z tym wprowadzone (również w Polsce) ograniczenia w prowadzeniu działalności bardzo wielu przedsiębiorstw i branż, spodziewane spowolnienie wzrostu zamieniło się w recesję (spadek realnego PKB).

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

Powyższe problemy mogą zostać w pewnym stopniu złagodzone przez działania antykryzysowe podejmowane przez rząd i nadzór finansowy (zaliczyć można do nich m.in.: okresowe zwolnienie z płatności składek ZUS, udzielanie częściowo bezzwrotnych pożyczek, dofinansowania do wynagrodzeń pracowników, zawieszenie płatności części czynszów, odroczenie spłaty rat kredytów, itp.). Nie zmienia to jednak faktu, że kryzys związany z epidemią z pewnością przełoży się negatywnie na sytuację finansową i wypłacalność bardzo wielu przedsiębiorstw z sektora MŚP, które są klientami funduszy poręczeniowych. W efekcie w ciągu kolejnych kwartałów należy spodziewać się wzrostu wskaźnika wypłat poręczeń.

Z punktu widzenia osiągniętych przez fundusze poręczeniowe wyników finansowych istotnym czynnikiem makroekonomicznym jest także dalszy spadek oprocentowania depozytów bankowych. Należy spodziewać się, że niemal zerowe stopy procentowe oraz rekordowo niskie 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. Fundusz 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 koniec II kw. 2020 r. 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 agencję ratingową EuroRating (najniższy akceptowany przez Fundusz poziom ratingu został określony na BB-).

Spółka dopuszcza również możliwość lokowania posiadanych kapitałów w bankach nie posiadających nadanego przez EuroRating ratingu, pod warunkiem zapewnienia bezpieczeństwa lokowanych kapitałów. Suma lokat we wszystkich tych bankach nie może przekraczać 20% posiadanych kapitałów pieniężnych, w tym w bankach spółdzielczych 10% posiadanych kapitałów pieniężnych.

Fakt posiadania przez Fundusz instrukcji określającej politykę inwestycji środków pieniężnych oceniamy pozytywnie, jak również ustalenie maksymalnego limitu dla banków na poziomie poniżej inwestycyjnego. Jednakże poziom 20% w naszej ocenie jest zbyt mało konserwatywny, gdyż

Tabela 3.9 Struktura inwestycji WMFPK wg stanu na II kw. 2020 r.

	30.06.2020
Bank # 1	33%
Bank # 2	23%
Bank # 3	22%
Bank # 4	14%
Bank # 5	5%
Bank # 6	2%
Bank # 7	1%
Razem lokaty bankowe	100%

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

potencjalnie umożliwi Funduszowi lokowanie równowartości ok. 2/3 środków własnych w bankach o ratingu spekulacyjnym lub bez ratingu (Fundusz ogranicza jedynie możliwość lokowania do 10% posiadanych środków pieniężnych w bankach spółdzielczych).

W naszej opinii, zapisy instrukcji dotyczącej lokowania środków pieniężnych są zbyt mało rygorystyczne. Procedura ta nie zapewnia bowiem odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa lokat środków pieniężnych Funduszu.

WMFPK miał w praktyce w ciągu ostatnich kilku lat dość dobrze zdywersyfikowany portfel lokat (przeważająca część środków utrzymywana była w 7-10 różnych bankach i w żadnym nie było ulokowane więcej niż 1/3 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 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 podwyższony. Od końca 2018 roku prawie 1/4 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 bankach komercyjnych o podwyższonym ryzyku i niewielkich lokalnych bankach spółdzielczych, których ryzyko co do zasady oceniamy jako wysokie.

W powyższym kontekście **pozytywnie oceniamy dokonane przez WMFPK w II kwartale 2020 r. 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 2017-2019 i na koniec II kw. 2020 roku przedstawia tabela nr 3.10.

Tabela 3.10 WMFPK – struktura branżowa aktywnych poręczeń

Branża	Rok 2017	Rok 2018	Rok 2019	VI.2020
usługi	35,2%	34,0%	43,4%	36,0%
handel	25,4%	24,2%	20,8%	19,4%
produkcja	19,6%	17,3%	16,0%	19,0%
budownictwo	12,8%	13,7%	12,8%	12,3%
inne	7,0%	10,8%	7,0%	13,2%
Razem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

Od 2017 roku portfel poręczeń charakteryzuje się ogólnie zadowalającą dywersyfikacją branżową.

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 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”. Jako zbyt mało konserwatywne oceniamy także zapisy regulacji dotyczącej sposobu lokowania środków pieniężnych.

Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

Według stanu na koniec II kw. 2020 r. w spółce zatrudnionych było 15 osób (łącznie na 14,25 etatów). Pomimo znaczącej redukcji stanu personelu dokonanej w ciągu ostatnich lat (w 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 fakt 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 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 i 4) wynosi ok. 1,75, 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 ma zwrotne dofinansowanie w ramach RPO 1, jakie WMFPK otrzymał w 2009 roku (w kwocie 27,2 mln zł), które będzie w dyspozycji Funduszu do końca 2023 roku.

W 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 miał 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.

Przystępując do przetargu i zawierając umowy Spółka postawiła cele, które w momencie przetargu wydawały się wykonalne, jednakże wdrażając poszczególne etapy zmierzające do urzeczywistnienia umów Fundusz napotkał trudności, których wcześniej nie był w stanie przewidzieć. Ponieważ Spółka nie była w stanie zrealizować umów przy otaczających uwarunkowaniach rynkowych, BGK po

wysłuchaniu argumentów zgodziło się na ich bezkosztowe rozwiązanie na mocy porozumienia stron. W rezultacie Fundusz zwrócił część środków unijnych w ramach RPO 3 i 4 (2 x 2,5 mln zł).

Negatywny wpływ na skalę akcji poręczeniowej Funduszu może mieć wprowadzanie konkurencyjnych produktów systemowych, dystrybuowanych centralnie m.in. przez BGK, takich jak: Portfelowa Linia Gwarancyjna *de minimis*, linia gwarancji COSME ze środków Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego, linia InnovFin oferowana firmom leasingowym, gwarancja BIZNESMAX w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój, czy gwarancja Funduszu Gwarancyjnego POIR. Skala tych poręczeń, ich portfelowy charakter oraz niska prowizja powodują, że Fundusz nie może pozwolić sobie na kompensatę zmniejszonych przychodów za pomocą podwyższenia prowizji.

W związku z zaistniałą sytuacją ogólnogospodarczą związaną z pandemią Covid-19, Fundusz obserwuje mniejszą akcję kredytową i poręczeniową głównie w bankach komercyjnych, natomiast udziela coraz więcej poręczeń wadialnych. WMFPK wdrożył działania mające na celu zmniejszanie skutków gospodarczych kryzysu związanego z pandemią. Udziela dodatkowego wsparcia przedsiębiorcom poprzez wprowadzenie szeregu ułatwień (np. wyraża zgodę na zawieszenie spłat rat pożyczkowych/kredytowych, a także na wydłużenie okresu poręczenia dla klientów banków i innych instytucji finansowych, którzy złożyli stosowny wniosek). Za powyższe zmiany Fundusz nie pobiera prowizji ani żadnych dodatkowych opłat. Aby utrzymać dobrą sytuację finansową spółki, Fundusz podejmuje także działania zmierzające do obniżania kosztów działalności.

WMFPK planuje także wprowadzić (za zgodą udziałowców spółki) nowy produkt, tj. poręczenie należytego wykonania umowy, stanowiącego komplementarną ofertę do poręczeń wadialnych.

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 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 [14], systematycznie wzrastał do roku 2015, kiedy to osiągnął poziom 3,17. W kolejnych latach wartość poręczeń aktywnych na ryzyku Funduszu [11] utrzymywała się już na nieco niższych poziomach (mnożnik 2,6-3,1). Od 2019 roku widoczny był już wzrost wartości mnożnika kapitału własnego – do najwyższego dotychczas poziomu 4,31 w II kw. 2020 r.

O ile obecną wartość portfela poręczeń w relacji do skorygowanego kapitału poręczeniowego można nadal określić jako umiarkowaną, to mnożnik kapitału własnego spółki jest już zbyt wysoki w stosunku do bieżącego poziomu ratingu Funduszu i wywiera negatywną presję na obecny poziom ratingu. Bierzemy jednak pod uwagę, że wzrost wskaźnika w ostatnim czasie był spowodowany głównie zwiększeniem wartości poręczeń wadialnych, które zazwyczaj udzielane są na bardzo krótkie okresy, co znacząco zmniejsza ryzyko tych poręczeń. Ponieważ jednak WMFPK rozwiązał umowy i zwrócił dofinansowanie w ramach RPO 3 i 4, **w przypadku gdyby wartość poręczeń nadal rosła i byłyby one udzielane w większości w ramach środków własnych (co oznaczałoby dalszy wzrost mnożnika kapitału własnego) rating Funduszu może zostać obniżony.**

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 zdecydowanie zbyt wysoka i wywiera negatywną presję na obecny poziom ratingu Funduszu.

Dotychczasową ogólną szkodowość portfela poręczeń WMFPK oceniamy jako dość niską, co pozytywnie wpływa na ocenę ratingową Funduszu. Zwracamy jednak uwagę na fakt, że w ostatnim czasie nastąpiło zwiększenie mnożnika kapitału własnego, tak więc ewentualny wzrost szkodowości portfela (w szczególności wypłaty poręczeń na ryzyku własnym) miałby znacznie większy wpływ na utratę kapitału spółki.

Generalnie oscylujący wokół zera lub lekko ujemny wskaźnik rentowności kapitału własnego w przypadku funduszy poręczeniowych, działających jako instytucje *not-for-profit*, traktujemy jako zjawisko normalne. **W przypadku Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” do czynników negatywnych zaliczamy ponowne pogorszenie się skorygowanych wyników finansowych i wskaźnika rentowności w 2019 roku.** Zwracamy także 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 zwracamy uwagę na 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 7-10 różnych bankach i w żadnym nie było ulokowane więcej niż 1/3 płynnych aktywów Funduszu). Jakkolwiek udział banków charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym w strukturze lokat zmniejszył się w ostatnim czasie, to jednak nadal do I kw. 2020 r. prawie 1/4 łącznych środków pieniężnych będących w dyspozycji WMFPK (zaliczają się do nich również powierzone Funduszowi zwrotne środki z programu RPO, za których bezpieczeństwo Fundusz odpowiada) była lokowana w bankach komercyjnych o podwyższonym ryzyku i niewielkich lokalnych bankach spółdzielczych, których ryzyko co do zasady oceniamy jako wysokie.

W powyższym kontekście **pozytywnie oceniamy dokonane przez WMFPK w II kwartale 2020 r. 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 dokonał już zwrotu dodatkowego dofinansowania ze środków unijnych z perspektywy na lata 2014-2020 w ramach RPO 3 i 4. Realny wpływ braku tego dofinansowania na ryzyko kredytowe Funduszu zależeć jednak będzie od tego jaką część poręczeń udzielonych w ramach tych projektów zastąpią poręczenia na ryzyku własnym.

Podsumowując, sytuacja finansowa Warmińsko-Mazurskiego Funduszu „Poręczenia Kredytowe” w Działdowie jest w naszej opinii dobra i stabilna, a jego ryzyko kredytowe oceniamy jako niskie. **Rating kredytowy Funduszu zostaje utrzymany na poziomie 'A-' z perspektywą stabilną.**

5. Podatność nadanego ratingu na zmiany

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

Negatywny wpływ na ocenę ratingową WMFPK mogłyby mieć natomiast: utrzymywanie się na obecnym podwyższonym poziomie skorygowanego mnożnika kapitału własnego spółki (lub tym bardziej jego ewentualny dalszy wzrost); wzrost wartości wypłacanych poręczeń oraz wzrost wskaźnika szkodowości portfela poręczeń; pogorszenie wyników finansowych (w tym w szczególności ewentualne generowanie wysokich strat); dalsza erozja (systematyczny spadek wartości) kapitału własnego spółki; utrzymywanie się (lub tym bardziej dalszy wzrost) obecnej wysokiej ekspozycji Funduszu na ryzyko największych klientów w relacji do posiadanego kapitału własnego; a także ponowne pogorszenie profilu ryzyka portfela lokat środków pieniężnych (np. poprzez zwiększenie udziału lokat w bankach charakteryzujących się podwyższonym/wysokim ryzykiem kredytowym i/lub wzrost koncentracji portfela lokat).

6. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating

Poniższa tabela zawiera opis ryzyka kredytowego związanego z poszczególnymi klasami ratingów nadawanych przez agencję ratingową EuroRating:

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

7. Ujawnienia regulacyjne

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

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

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

Rating kredytowy nadany 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.

Prezentowany rating kredytowy jest ratingiem dla emitenta – jest ogólną oceną wiarygodności kredytowej ocenianego podmiotu i dotyczy ryzyka kredytowego jego niezabezpieczonych i niepodporządkowanych zobowiązań finansowych (w tym zobowiązań warunkowych związanych z udzielonymi poręczeniami). Informacja o nadanym ratingu została przedstawiona ocenianemu podmiotowi z wyprzedzeniem. Rating został wystawiony bez zmian wynikających z tego ujawnienia.

EuroRating uważa zakres i jakość dostępnych informacji na temat ocenianego podmiotu za wystarczające do nadania wiarygodnego ratingu kredytowego. EuroRating podejmuje wszelkie niezbędne środki mające na celu zapewnienie, aby pozyskiwane informacje wykorzystywane w procesie ratingowym charakteryzowały się odpowiednią jakością oraz aby pochodziły ze źródeł, które agencja uważa za wiarygodne. EuroRating nie ma jednakże możliwości sprawdzenia lub potwierdzenia w każdym przypadku poprawności, prawdziwości oraz rzetelności pozyskanych informacji wykorzystywanych w procesie oceny i/lub prezentowanych w niniejszym raporcie.

Opis metodologii ratingowej stosowanej przez EuroRating do oceny funduszy poręczeniowych prezentowany jest w serwisie internetowym agencji (www.EuroRating.com) w sekcji "Ratingi kredytowe"—"Metodologia". Definicje ratingowe oraz skala ratingowa stosowana przez EuroRating są publikowane w serwisie internetowym agencji w sekcji "Ratingi kredytowe"—"Skala ratingowa".

Ratingi kredytowe nadawane przez agencję ratingową EuroRating stanowią wyłącznie własną opinię agencji na temat kondycji finansowo-ekonomicznej i ryzyka kredytowego podmiotów podlegających ocenie i nie mogą być one traktowane w inny sposób. Agencja ratingowa EuroRating nie zajmuje się doradztwem inwestycyjnym, a przyznawane przez EuroRating ratingi nie stanowią rekomendacji kupna, sprzedaży lub utrzymywania jakichkolwiek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych, jak również nie stanowią rekomendacji utrzymywania bądź też zaprzestania innych form współpracy biznesowej z ocenianymi podmiotami. Ratingi i raporty ratingowe nie mogą również zastępować prospektów emisyjnych ani innych formalnych dokumentów wymaganych przy ewentualnych emisjach papierów wartościowych przeprowadzanych przez oceniane podmioty lub inne strony trzecie.

Osoby podejmujące decyzje w oparciu o nadawane przez EuroRating ratingi kredytowe robią to wyłącznie na własne ryzyko. Agencja ratingowa EuroRating nie uczestniczy w zyskach, jak również nie ponosi żadnej odpowiedzialności za ewentualne straty użytkowników lub stron trzecich, jakie mogą wyniknąć z korzystania z nadawanych przez agencję ratingów.

EuroRating nadaje ratingi kredytowe oraz sporządza powiązane raporty i opinie ratingowe przy założeniu i oczekiwaniu, że ich użytkownicy dokonują również własnej niezależnej oceny jakości i adekwatności każdego instrumentu finansowego i/lub papieru wartościowego do własnych celów inwestycyjnych, biznesowych lub transakcyjnych. Ratingi kredytowe nadawane przez agencję ratingową EuroRating odnoszą się wyłącznie do ryzyka kredytowego; nie dotyczą żadnego innego ryzyka, takiego jak: ryzyko rynkowe, ryzyko prawne lub ryzyko płynności obrotu.

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