

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

**Raport ratingowy**

Aktualny rating kredytowy	Perspektywa ratingu
<b>A</b>	<b>stabilna</b>

**EuroRating**

**Warszawa**

**07.02.2019 r.**

## Spis treści

<b>1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym</b>	<b>3</b>
1.1 Nadany rating kredytowym	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>5</b>
3.1 Rachunek zysków i strat	5
3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe	10
3.3 Analiza wskaźnikowa	13
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	20
3.5 Ocena czynników niefinansowych	22
<b>4. Podsumowanie analizy i ostateczna ocena ryzyka kredytowego</b>	<b>28</b>
<b>5. Podatność nadanego ratingu na zmiany</b>	<b>31</b>
<b>6. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating</b>	<b>32</b>
<b>7. Ujawnienia regulacyjne</b>	<b>33</b>

## 1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym

### 1.1 Aktualny rating oraz historia ratingu Funduszu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data aktualizacji *
<b>A</b>	<b>stabilna</b>	<b>07.02.2019</b>
A	stabilna	09.10.2018
A	stabilna	12.07.2018
A	stabilna	10.01.2018
A	stabilna	18.10.2017
A	stabilna	28.04.2017
A	stabilna	16.01.2017
A	stabilna	05.10.2016
A	stabilna	15.06.2016
A	stabilna	23.02.2016
A	negatywna	30.10.2015
A	negatywna	30.07.2015
A	negatywna	18.05.2015
A	negatywna	28.01.2015
A	stabilna	06.09.2013
A+	negatywna	23.01.2013
A+	stabilna	29.06.2009

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

Źródło: EuroRating

Główny analityk ratingowy

Adam Dobosz

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 24 33

e-mail: adam.dobosz@eurorating.com

Przewodniczący Komitetu Ratingowego

Robert Pieńkoś

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 21 46

e-mail: robert.pienkos@eurorating.com

### 1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

Rating kredytowy nadany Funduszowi Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego S.A. z siedzibą w Poznaniu ("FRiPWW", "Fundusz", "spółka") dotyczy ryzyka związanego z udzielanymi przez Fundusz dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw poręczeniami kredytów bankowych, pożyczek i innych transakcji o charakterze zobowiązań finansowych (poręczenia wadów przetargowych, leasingów, itp.). Rating określa ryzyko wystąpienia sytuacji, w której Fundusz stanie się niewypłacalny, tzn. nie będzie w stanie terminowo i w pełnej wysokości uregulować zobowiązań wynikających z udzielonych przez niego poręczeń, które zostały postawione w stan wymagalności przez banki (lub inne podmioty) akceptujące te poręczenia.

## 2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie

### 2.1 Dane rejestrowe

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

Zarząd spółki jest obecnie dwuosobowy – funkcję Prezesa Zarządu pełni pan Krzysztof Leń, a funkcję Wiceprezesa Zarządu pełni pan Eugeniusz Grzeszczak. Siedziba Funduszu mieści się w Poznaniu (61-754), przy ul. Szyperskiej 14.

**Tabela 2.1 FRiPWW S.A. – struktura udziałowa**

Lp.	Udziałowcy	Liczba akcji (szt.)	Kapitał (tys. zł)	Udział
1	Województwo Wielkopolskie	162	8 100	60,7%
2	Bank Gospodarstwa Krajowego	60	3 000	22,5%
3	Wojewódzki Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej	40	2 000	15,0%
4	Miasto Konin	2	100	0,7%
5	Powiat Poznański	1	50	0,4%
6	Powiat Śremski	1	50	0,4%
7	Powiat Wągrowiecki	1	50	0,4%
<b>RAZEM</b>		<b>267</b>	<b>13 350</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: FRiPWW S.A.

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

### 2.2 Historia i przedmiot działalności

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

FRiPWW należy do sieci regionalnych funduszy poręczeniowych, wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej, działających na terenie większości województw w kraju. System regionalnych funduszy pożyczkowych i poręczeniowych powstał na podstawie rządowego programu "Kapitał dla przedsiębiorczych na lata 2002-2006". Celem tego programu była budowa zintegrowanego

i efektywnego systemu regionalnych i lokalnych instytucji finansowych, służących wsparciu finansowemu małych i średnich przedsiębiorstw. Funkcję nadzorującą nad funduszami poręczeń kredytowych z ramienia Ministerstwa Gospodarki pełni Bank Gospodarstwa Krajowego, który jest również udziałowcem wielu funduszy.

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

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

W marcu 2018 roku Fundusz zawarł umowę na wsparcie akcji poręczeniowej ze środków unijnych w ramach perspektywy na lata 2014-2020 w ramach projektu JEREMIE 2. Fundusz ma otrzymać dofinansowanie zwrotne w wysokości 7,5 mln zł, przy wkładzie własnym na poziomie minimum 1,3 mln zł. Pierwsza transza w wysokości 3,75 mln zł została uruchomiona w II. kwartale 2018 roku.

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

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

#### **3.1 Rachunek zysków i strat**

Rachunek zysków i strat Funduszu Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego za lata 2015-2017 oraz za III. kwartał 2018 roku przedstawia tabela nr 3.1.

#### **Przychody ze sprzedaży**

Fundusz generuje przychody ze sprzedaży niemal wyłącznie z prowizji i opłat z tytułu udzielanych poręczeń. W ciągu ostatnich kilku lat wartość przychodów FRiPWW utrzymywała się w zakresie ok. 550-700 tys. zł.

**Tabela 3.1 Fundusz Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego S.A.**  
**– rachunek zysków i strat za lata 2015-2017\* oraz za I-III. kw. 2018 r.**

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2015	Za rok 2016	Za rok 2017	Za okres I-IX.2018
<b>A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>528,7</b>	<b>703,6</b>	<b>660,4</b>	<b>484,8</b>
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	528,7	703,6	660,4	484,8
II. Zmiana stanu produktów	-	-	-	-
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
<b>B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ</b>	<b>3 634,0</b>	<b>3 422,1</b>	<b>4 160,8</b>	<b>3 495,5</b>
I. Amortyzacja	118,7	110,1	76,1	57,2
II. Zużycie materiałów i energii	117,6	139,7	223,0	206,1
III. Usługi obce	1 343,1	920,7	875,3	595,0
IV. Podatki i opłaty	3,8	10,6	23,9	2,1
V. Wynagrodzenia	1 602,7	1 702,9	2 110,6	2 062,5
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	308,5	295,8	524,5	439,9
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	139,6	242,4	327,3	132,6
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
<b>C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>(3 105,3)</b>	<b>(2 718,5)</b>	<b>(3 500,4)</b>	<b>(3 010,7)</b>
<b>D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE</b>	<b>5 134,6</b>	<b>4 522,1</b>	<b>4 910,4</b>	<b>3 038,4</b>
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	1,4	7,7	-	16,5
II. Dotacje	-	-	-	-
III. Inne przychody operacyjne	5 133,2	4 514,4	4 910,4	3 021,9
<b>E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE</b>	<b>1 849,7</b>	<b>1 980,0</b>	<b>1 626,5</b>	<b>1 191,3</b>
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	-	-	-
III. Inne koszty operacyjne	1 849,7	1 980,0	1 626,5	1 191,3
<b>F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ</b>	<b>179,6</b>	<b>(176,4)</b>	<b>(216,5)</b>	<b>(1 163,6)</b>
<b>G. PRZYCHODY FINANSOWE</b>	<b>1 211,1</b>	<b>780,3</b>	<b>598,7</b>	<b>526,8</b>
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	1 211,1	780,3	598,7	526,8
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	-	0,0	-	-
<b>H. KOSZTY FINANSOWE</b>	<b>5,4</b>	<b>1,3</b>	<b>8,4</b>	<b>0,0</b>
I. Odsetki	0,2	1,3	8,4	-
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	5,2	-	-	0,0
<b>I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ</b>	<b>1 385,4</b>	<b>602,6</b>	<b>373,8</b>	<b>(636,8)</b>
<b>J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>K. ZYSK (STRATA) BRUTTO</b>	<b>1 385,4</b>	<b>602,7</b>	<b>373,8</b>	<b>(636,8)</b>
<b>L. PODATEK DOCHODOWY</b>	<b>204,8</b>	<b>57,2</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIĘSZENIA ZYSKU</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(5,1)</b>	<b>-</b>
<b>N. ZYSK (STRATA) NETTO</b>	<b>1 180,6</b>	<b>545,4</b>	<b>378,9</b>	<b>(636,8)</b>

Źródło: FRIPWW S.A., \*sprawozdania roczne zaudytowane

## Koszty działalności operacyjnej

Struktura kosztów rodzajowych FRiPWW jest typowa dla działalności funduszy poręczeniowych. Głównymi składnikami kosztów są wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne.

Koszty te w ciągu dziesięciu ostatnich lat rosły systematycznie, przy czym ich wzrost przyspieszył w roku 2017 (+0,6 mln zł, tj. +32%) oraz w ciągu pierwszych trzech kwartałów 2018 r. (+0,6 mln zł, tj. +36% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego). W tym czasie rosła wprawdzie wartość udzielonych poręczeń (o 14% w roku 2017 i o 19% w ciągu trzech kwartałów 2018 r.), jednak jednocześnie spadała wartość portfela poręczeń aktywnych (166 mln zł na koniec roku 2016, 151,1 mln zł na koniec 2017 roku i 112,6 mln zł na koniec III kw. 2018 r.). Na skutek szybkiego wzrostu wartości kosztów wynagrodzeń obserwowanego w ciągu kilku ostatnich kwartałów, ich udział w łącznych kosztach wzrósł po trzech kwartałach 2018 roku do 72%.

Drugim znaczącym składnikiem kosztów rodzajowych są usługi obce, z udziałem na poziomie ok. 20-25%. Jedynie w roku 2015 miał miejsce istotny wzrost udziału kosztów usług obcych (do 37%), co związane było z realizacją przez Fundusz projektu finansowanego przez PARP, dotyczącego wsparcia dla przedsiębiorców w postaci szkoleń realizowanych przez podmioty zewnętrzne.

W latach 2005-2009 wartość kosztów rodzajowych Funduszu utrzymywała się na stosunkowo stabilnym poziomie ok. 800-950 tys. zł, natomiast w latach 2010-2015 miał miejsce ich systematyczny wzrost. W roku 2015 koszty działalności operacyjnej były już niemal czterokrotnie wyższe niż w roku 2009. W 2016 roku suma kosztów rodzajowych nieznacznie spadła do 3,4 mln zł, jednak w 2017 roku koszty ponownie wzrosły o prawie 1/4 w stosunku do roku poprzedniego (do 4,2 mln zł). W ciągu trzech kwartałów 2018 r. koszty ponownie wzrosły o 20% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego.

Koszty rodzajowe stale kilkakrotnie przekraczają wartość uzyskiwanych przychodów ze sprzedaży, przy czym strata ze sprzedaży do 2010 roku utrzymywała się na poziomie ok. 400-800 tys. zł. W latach 2011-2015 jej wartość stale rosła, osiągając poziom -3,1 mln zł. W 2016 roku strata ze sprzedaży zmniejszyła się do 2,7 mln zł, jednak w 2017 roku ponownie wzrosła – do najwyższego dotychczas poziomu 3,5 mln zł. Po trzech kwartałach 2018 r. strata ze sprzedaży wyniosła 3,0 mln zł i była o 25% wyższa niż w analogicznym okresie roku poprzedniego.

Przy ocenie wzrostu wartości straty brutto ze sprzedaży, jaki wystąpił w ciągu kilku ostatnich lat, bierzemy pod uwagę fakt, że Fundusz otrzymuje refundację znaczącej części kosztów operacyjnych związanych z realizacją projektu JEREMIE oraz projektu szkoleniowego PARP. Refundacje te księgowane są przy tym na niższym poziomie rachunku zysków i strat – w poz. D.III. „inne przychody operacyjne”.

Wynik ze sprzedaży skorygowany o otrzymane refundacje kosztów netto (tj. pomniejszone o koszty realizacji projektów wykazywane w „pozostałych kosztach operacyjnych”) był do 2014 roku dodatni, a okresowo nawet stosunkowo wysoki (w latach 2013-2014 Fundusz otrzymywał nagrody

za sprawne wykorzystanie limitu na poręczenia w ramach JEREMIE). Jednak w latach 2015-2017, w wyniku zmniejszającego się udziału poręczeń JEREMIE w strukturze poręczeń udzielanych, refundacje również uległy zmniejszeniu i nie pokrywały już ujemnego wyniku ze sprzedaży (oraz kosztów realizacji projektów wykazywanych w poz. E.III RZiS). W roku 2017 Fundusz wygenerował najwyższą dotychczas skorygowaną stratę ze sprzedaży w kwocie -2,0 mln zł. Również po trzech kwartałach 2018 roku skorygowany wynik ze sprzedaży był ujemny i wynosił -1,2 mln zł.

**Znaczne pogorszenie wypracowywanego przez FRiPWW skorygowanego wyniku ze sprzedaży (będące głównie efektem wzrostu ponoszonych kosztów – w tym przede wszystkim wynagrodzeń) z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu oceniamy negatywnie, ponieważ znacznie zmalała zdolność Funduszu do samofinansowania na podstawowym poziomie RZiS.** W przypadku jeżeli w kolejnych kwartałach wynik ten nie ulegnie poprawie (np. dzięki redukcji wartości ponoszonych kosztów i/lub uzyskiwania wyższych refundacji w ramach JEREMIE 2), może to negatywnie oddziaływać na bieżący poziom ratingu kredytowego Funduszu.

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

W „pozostałych przychodach operacyjnych” FRiPWW wykazywał w ostatnich latach głównie kwoty rozwiązywanych rezerw na poręczenia oraz otrzymywane refundacje kosztów projektu JEREMIE. Od roku 2013 w pozycji tej ujmowane również były otrzymane przez Fundusz od menedżera projektu JEREMIE tzw. zachęty za sprawną realizację programu (mierzoną wartością udzielonych poręczeń).

„Pozostałe koszty operacyjne” tworzone przez Fundusz obejmowały natomiast głównie mierze koszty dotyczące projektów, prowizje JEREMIE należne BGK, rezerwy celowe na poręczenia zagrożone oraz zwiększenia stanu rezerwy ogólnej.

### **Przychody i koszty finansowe**

W ciągu ostatnich lat spółka ponosiła jedynie znikome koszty finansowe. Na saldo przychodów i kosztów finansowych wpływ miały zatem praktycznie tylko przychody z tytułu odsetek od lokat środków pieniężnych. Najwyższą dotychczas wartość (2 mln zł) przychody finansowe osiągnęły w 2012 roku. Od tego czasu miał już miejsce systematyczny ich spadek, co (przy stosunkowo stabilnej wartości posiadanych przez Fundusz środków pieniężnych) wynikało z ogólnego spadku oprocentowania lokat bankowych.

### **Wynik finansowy**

Stosowana przez agencję ratingową EuroRating metodologia oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych zakłada, iż w wyniku finansowym w ujęciu ekonomicznym (obrazującym rzeczywistą rentowność Funduszu w danym okresie) nie jest uwzględniane tworzenie i rozwiązywanie przez Fundusz rezerwy na ryzyko ogólne. W odróżnieniu bowiem od rezerw



celowych, nie jest to rezerwa związana bezpośrednio z poręczeniami zagrożonymi. Ponadto wynik netto korygowany jest również o kwoty otrzymanych dotacji na powiększenie kapitału własnego (jeśli były księgowane przez RZiS) oraz ewentualne bezpośrednie odpisy kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych. W przypadku funduszy wykazujących zbyt niskie stany rezerw celowych (poniżej 4%) w odniesieniu do portfela poręczeń na ryzyko własnym dokonujemy także korekty wyniku finansowego o zmianę salda dodatkowo doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu rezerw.

W przypadku FRiPWW, począwszy od roku 2009 otrzymane wcześniej dotacje w ramach SPO-WKP nie miały już wpływu na wynik finansowy Funduszu. Refundacje kosztów operacyjnych związanych z realizacją projektu JEREMIE i projektu szkoleniowego PARP również nie podlegają korektom przy wyliczaniu skorygowanego wyniku finansowego. Fundusz nie dokonuje także bezpośrednich odpisów kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych.

Księgowe wartości wyniku netto podlegają natomiast w niektórych okresach korektom o zmianę salda dodatkowo doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu rezerw celowych na poręczenia zagrożone (kwestia ta została omówiona bardziej szczegółowo w punkcie 3.4). Dokonane korekty księgowego wyniku netto dotyczą także zmiany salda rezerwy na ryzyko ogólne.

Skorygowany wynik netto za lata 2015-2017 oraz za pierwsze trzy kwartały 2018 roku przedstawia tabela 3.2.

**Tabela 3.2 FRiPWW S.A. – skorygowany wynik finansowy**

Lp.	Wynik skorygowany (tys. zł)	2015	2016	2017	I-IX.2018
1	Księgowy wynik netto	1 180,6	545,4	378,9	-636,8
2	Korekta o zmianę stanu rezerwy na ryzyko ogólne	0,0	-700,0	-1 000,0	0,0
3	Korekta o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych	-396,1	78,7	-889,8	127,8
4	Wynik skorygowany [1] + [2] + [3]	784,5	-75,9	-1 510,9	-509,0

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

W latach 2007-2015 skorygowany wynik finansowy Funduszu był stale dodatni i okresowo przyjmował stosunkowo wysokie wartości. Najwyższy dotychczas skorygowany wynik netto, w wysokości 3,9 mln zł, FRiPWW wypracował w 2013 roku. Wpływ na to miały przede wszystkim otrzymane refundacje kosztów operacyjnych związanych z realizacją projektu JEREMIE oraz zaksięgowanie otrzymanej wówczas przez Fundusz wysokiej nagrody („zachęty”) w ramach tego projektu w kwocie 2,3 mln zł.

W 2016 roku skorygowany wynik netto Funduszu po raz pierwszy od 10 lat był nieznacznie ujemny (-75,9 tys. zł). Różnica pomiędzy księgową wartością wyniku netto, a wynikiem skorygowanym jest głównie efektem korekty dotyczącej rozwiązanej rezerwy na ryzyko ogólne.

W 2017 roku skorygowany wynik netto spadł do -1,5 mln zł. Za tak duży spadek (szczególnie wobec wykazanego przez Fundusz dodatniego księgowego wyniku netto w kwocie 0,4 mln zł) w głównej mierze odpowiada korekta *in minus* o zmianę stanu rezerw na ryzyko ogólne (FRiPWW w 2017 roku zmniejszył tę rezerwę o 1,0 mln zł) oraz korekta *in minus* o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych (w wysokości -0,9 mln zł). Po trzech kwartałach 2018 roku skorygowany wynik netto wyniósł -0,5 mln zł (w stosunku do wyniku księgowego korekta *in plus* o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych w wysokości 0,1 mln zł).

### 3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

Bilans Funduszu Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego S.A. zaprezentowany został w dwóch tabelach. Tabela nr 3.3 przedstawia aktywa, natomiast tabela nr 3.4 – pasywa Funduszu wg stanu na koniec lat 2015-2017 oraz na koniec III. kwartału 2018 roku.

Tabela 3.3 FRiPWW S.A. – bilans (aktywa) na koniec lat 2015-2017\* i na koniec III kw. 2018 r.

Bilans – Aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 31.12.2017	Na dzień 30.09.2018
<b>A. AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>253,7</b>	<b>356,6</b>	<b>200,1</b>	<b>126,4</b>
I. Wartości niematerialne i prawne	48,1	1,5	35,1	29,7
II. Rzeczowe aktywa trwałe	197,0	197,0	165,0	96,7
III. Należności długoterminowe	-	-	-	-
IV. Inwestycje długoterminowe	-	150,0	-	-
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	8,6	8,1	-	-
<b>B. AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>40 448,9</b>	<b>40 257,5</b>	<b>38 807,0</b>	<b>42 666,0</b>
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	160,9	120,4	487,9	1 015,1
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	160,9	120,4	487,9	1 015,1
a) z tytułu dostaw i usług	87,3	46,0	54,7	81,6
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	-	34,5	400,6	3,0
c) inne	68,6	34,8	32,5	912,1
d) dochodzone na drodze sądowej	5,1	5,1	-	18,3
III. Inwestycje krótkoterminowe	38 630,6	38 313,4	36 880,3	40 293,2
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	38 630,6	38 313,4	36 880,3	40 293,2
a) w jednostkach powiązanych	1 388,3	1 484,5	1 587,6	1 669,0
b) w pozostałych jednostkach	-	-	746,3	3 063,9
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	37 242,3	36 828,9	34 546,5	35 560,3
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	1 309,6	843,1	284,2	5 140,4
- inne środki pieniężne	35 445,8	35 470,0	33 919,0	30 300,3
- inne aktywa pieniężne	486,9	515,7	343,3	119,5
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 657,3	1 823,6	1 438,8	1 357,8
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>40 702,6</b>	<b>40 614,1</b>	<b>39 007,1</b>	<b>42 792,4</b>

Źródło: FRiPWW S.A., \*sprawozdania roczne zaudytowane

## Aktywa

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

Wartość majątku trwałego nie przekraczała w ostatnich latach 1% łącznej wartości aktywów i składała się głównie z niewielkich kwot rzeczowych aktywów trwałych, wartości niematerialnych i prawnych oraz długoterminowych rozliczeń międzyokresowych (związanych z odroczonym podatkiem dochodowym). Na koniec 2016 roku Fundusz wykazał również 150 tys. zł inwestycji długoterminowych w postaci udziałów w spółce Wielkopolski Fundusz Rozwoju, powołanej do zarządzania środkami zwróconymi z projektów JEREMIE 1 oraz JESSICA z perspektywy unijnej na lata 2007-2013.

Na aktywa obrotowe FRiPWW składały się dotychczas prawie w całości inwestycje krótkoterminowe. Do 2011 roku całość środków pieniężnych posiadanych przez FRiPWW (stanowiących główne zabezpieczenie udzielanych poręczeń) lokowana była przy tym w depozytach bankowych. W IV kwartale 2012 roku Fundusz udzielił pożyczki na kwotę ponad 1 mln zł spółce należącej do samorządu województwa wielkopolskiego. Pożyczka ta wykazana jest w pozycji B.III.1.a – „krótkoterminowe aktywa finansowe w jednostkach powiązanych”.

Od 2009 roku Fundusz wykazywał w aktywach bieżących także nieco większe kwoty „krótkoterminowych rozliczeń międzyokresowych” (poz. B.IV), które dotyczyły naliczonych, lecz jeszcze nieotrzymanych refundacji kosztów operacyjnych, a także zachęt dotyczących projektów unijnych JEREMIE oraz JOSEFIN.

Suma bilansowa spółki rosła dynamicznie do 2008 roku włącznie – głównie na skutek otrzymywanego wówczas dofinansowania w ramach unijnego programu SPO-WKP (w łącznej kwocie 15 mln zł). W latach 2009-2012 wartość aktywów FRiPWW nadal powoli, lecz systematycznie rosła (w tempie ok. 3-4% rocznie) – głównie dzięki wypracowywanym przez Funduszu dodatnim wynikom finansowym. W latach 2013-2014 aktywa wzrosły o odpowiednio 11% i 5%, co związane było przede wszystkim z otrzymanymi wówczas przez Fundusz nagrodami za terminową realizację kolejnych edycji inicjatywy JEREMIE.

W latach 2015-2016 wartość aktywów ustabilizowała się na poziomie ok. 40-41 mln zł, natomiast w 2017 roku suma aktywów obniżyła się do 39 mln zł, co było efektem wygenerowanej przez Fundusz skorygowanej straty netto i związanego z nią spadku wartości środków pieniężnych o 1,9 mln zł. Na koniec III kw. 2018 r. aktywa wzrosły do najwyższego dotychczas poziomu 42,8 mln zł, co było rezultatem otrzymanej przez FRiPWW pierwszej transzy (w kwocie 3,75 mln zł) dofinansowania zwrotnego w ramach JEREMIE 2.

**Pasywa****Tabela 3.4 FRiPWW S.A. – bilans (pasywa) na koniec lat 2015-2017\* i na koniec III kw. 2018 r.**

Bilans – Pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 31.12.2017	Na dzień 30.09.2018
<b>A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY</b>	<b>35 240,9</b>	<b>35 786,3</b>	<b>36 165,2</b>	<b>35 528,4</b>
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	13 350,0	13 350,0	13 350,0	13 350,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	20 710,3	21 890,9	22 436,3	22 815,2
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	-	-	-	-
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-	-
VIII. Zysk (strata) netto	1 180,6	545,4	378,9	(636,8)
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
<b>B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA</b>	<b>5 461,7</b>	<b>4 827,8</b>	<b>2 841,9</b>	<b>7 264,0</b>
I. Rezerwy na zobowiązania	5 241,2	4 654,3	2 666,2	2 656,5
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	133,4	190,0	176,9	176,9
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	5 107,8	4 464,3	2 489,4	2 479,6
II. Zobowiązania długoterminowe	7,2	-	-	3 754,6
III. Zobowiązania krótkoterminowe	213,3	173,5	175,7	852,9
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	213,3	173,5	175,7	852,9
- kredyty i pożyczki	28,3	7,3	-	-
- z tytułu dostaw i usług	42,4	73,2	62,3	28,3
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	113,9	41,0	51,2	131,7
- z tytułu wynagrodzeń	19,5	42,2	55,7	97,7
- inne	9,3	9,8	6,5	595,2
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>40 702,6</b>	<b>40 614,1</b>	<b>39 007,1</b>	<b>42 792,4</b>

Źródło: FRiPWW S.A., \*sprawozdania roczne zaudytowane

W latach 2011-2016 udział kapitału własnego w strukturze pasywów utrzymywał się na stabilnym poziomie ok. 84-88%. W roku 2017, na skutek spadku wartości rezerw na poręczenia (celowych i ogólnej – łącznie o 1,9 mln zł), udział kapitału własnego zwiększył się do 93%, po czym na koniec III kwartału 2018 r. ponownie obniżył się do 83%. Było to rezultatem wzrostu wartości zobowiązań, na skutek otrzymanego dofinansowania zwrotnego w ramach JEREMIE 2 na kwotę 3,75 mln zł.

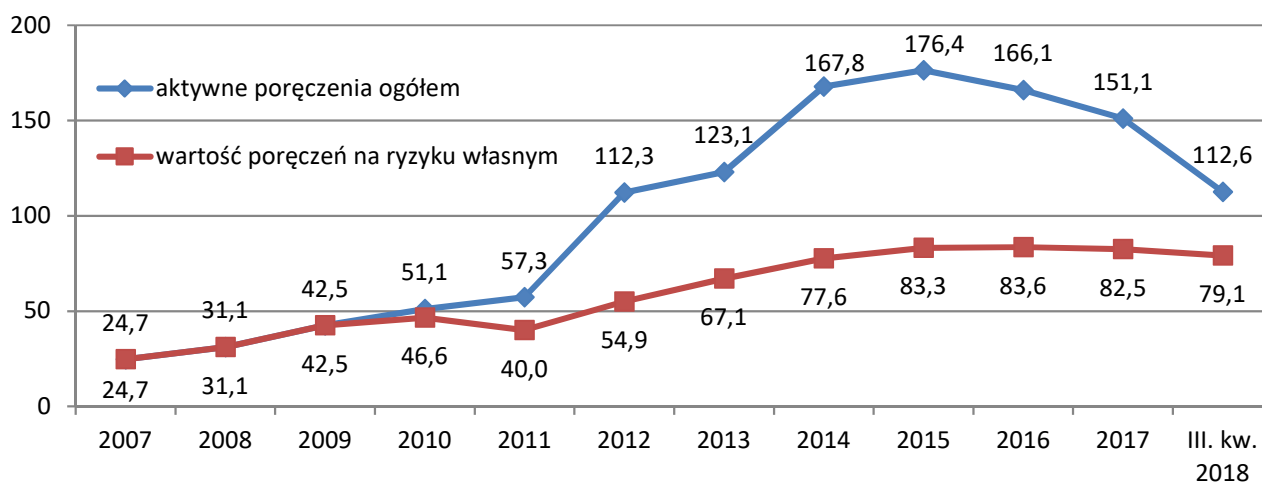
Poza rezerwami na udzielone poręczenia (poz. B.I.3) oraz (od II kw. 2018 r.) dofinansowaniem zwrotnym w ramach JEREMIE 2 (poz. B.II) Fundusz wykazywał w zobowiązaniach również niewielkie kwoty rezerw z tytułu odroczonego podatku dochodowego (poz. B.I.1), a także drobne kwoty bieżących zobowiązań z tytułu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

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

### Pozycje pozabilansowe

Udzielane przez Fundusz poręczenia księgowane są jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe.

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



Źródło: FRiPWW S.A., obliczenia własne

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

W roku 2016 i w pierwszej połowie 2017 roku wartość portfela poręczeń aktywnych wahała się w zakresie ok. 155-180 mln zł, po czym od drugiej połowy 2017 roku nastąpił silny spadek łącznej wartości poręczeń aktywnych, co wynikało głównie z zakończenia realizacji projektu JEREMIE 1. Od IV kwartału 2017 roku Fundusz mógł udzielać już tylko poręczeń na ryzyku własnym, w efekcie czego w ciągu pięciu kwartałów suma poręczeń aktywnych spadła o prawie 70 mln zł (tj. o 38%).

Należy przy tym zaznaczyć, że przy spadku łącznej wartości portfela aktywnych poręczeń kwota obciążająca ryzyko własne Funduszu zmniejszyła się jedynie nieznacznie, ponieważ FRiPWW prowadził nadal aktywną akcję poręczeniową w ramach środków własnych.

### 3.3 Analiza wskaźnikowa

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

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

Lp.		2015	2016	2017	IX.2018
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	35 444	35 470	34 669	38 459
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	35 424	35 149	33 674	36 864
3	Kapitał własny skorygowany (tys. zł)	35 424	35 149	33 674	33 109
4	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	176 424	166 054	151 142	112 582
5	w tym poręczenia reporczone w ramach JEREMIE 1 (tys. zł)	124 236	110 013	90 831	40 750
6	w tym kwota reporczana JEREMIE 1 razem (tys. zł)	93 169	82 449	68 602	30 179
7	w tym poręczenia w ramach JEREMIE 2 (tys. zł)	-	-	-	3 883
8	w tym kwota reporczana JEREMIE 2 razem (tys. zł)	-	-	-	3 301
9	Akt. poręczenia na koniec okresu na ryzyku Funduszu (tys. zł)	83 255	83 605	82 540	79 102
<b>10</b>	<b>Mnożnik 1 = [4] / [1]</b>	<b>4,98</b>	<b>4,68</b>	<b>4,36</b>	<b>2,93</b>
<b>11</b>	<b>Mnożnik 2 (kapitał poręczeniowy skorygowany) = [9] / [2] *</b>	<b>2,35</b>	<b>2,38</b>	<b>2,45</b>	<b>2,15</b>
<b>12</b>	<b>Mnożnik 3 (kapitał własny skorygowany) = [9] / [3]</b>	<b>2,35</b>	<b>2,38</b>	<b>2,45</b>	<b>2,39</b>
13	Liczba aktywnych poręczeń	875	791	789	663
14	w tym poręczenia reporczone w ramach JEREMIE 1	536	446	383	206
15	w tym poręczenia w ramach JEREMIE 2	-	-	-	11
16	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	202	210	192	170
<b>17</b>	<b>Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,2%</b>
<b>18</b>	<b>Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,5%</b>
19	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	20 000	20 000	20 000	20 000
20	w tym część na ryzyku własnym	6 000	6 000	6 000	6 000
21	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	1 000	1 000	1 000	1 000
<b>22</b>	<b>20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia</b>	<b>11,3%</b>	<b>12,0%</b>	<b>13,2%</b>	<b>17,8%</b>
<b>23</b>	<b>20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *</b>	<b>56,5%</b>	<b>56,9%</b>	<b>59,4%</b>	<b>54,3%</b>
<b>24</b>	<b>20 największych poręczeń na ryz. wł. / Kapitał poręczeniowy *</b>	<b>16,9%</b>	<b>17,1%</b>	<b>17,8%</b>	<b>18,1%</b>
<b>25</b>	<b>Przeciętne największe poręczenie / Kapitał poręczeniowy *</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,7%</b>
26	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	0	173	174	74
27	Wartość wypłaconych poręczeń na ryz. wł. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	0	173	174	22
<b>28</b>	<b>Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan akt. poręczeń</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>
29	Wartość odzyskanych należn. z tyt. poręcz. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	0	0	4	14
30	Odzyskane należn. z tyt. por. na ryz. wł. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	0	0	4	14
<b>31</b>	<b>Wypłacone poręczenia netto / Śr. kapitał poręczeniowy *</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,2%</b>
<b>32</b>	<b>Wypłacone por. netto na ryz. wł. / Śr. skorygowany kapitał własny</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,0%</b>
<b>33</b>	<b>Skorygowany wynik za 4 kw. / Średni kapitał własny spółki *</b>	<b>2,2%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-4,4%</b>	<b>-5,1%</b>

\* Wskaźniki wyliczone w oparciu o skorygowany kapitał poręczeniowy

Źródło: FRiPWW S.A., obliczenia własne

## Skorygowany kapitał poręczeniowy

Według metodologii oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych stosowanej przez agencję ratingową EuroRating aktualną wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego oblicza się według formuły: skorygowany kapitał własny (uwzględniający m.in. również rezerwę na ryzyko ogólne) + otrzymane bezzwrotne dotacje na podwyższenie kapitału poręczeniowego (jeśli zostały zaksięgowane w pozycjach pasywów innych niż kapitał własny oraz w ujęciu ekonomicznym mogą być traktowane jako składnik kapitału własnego) + 75% środków zwrotnych w ramach RPO 1

(2007-2013) + 100% środków zwrotnych w ramach RPO 2 (2014-2020) w przypadku funduszy korzystających z tego typu wsparcia.

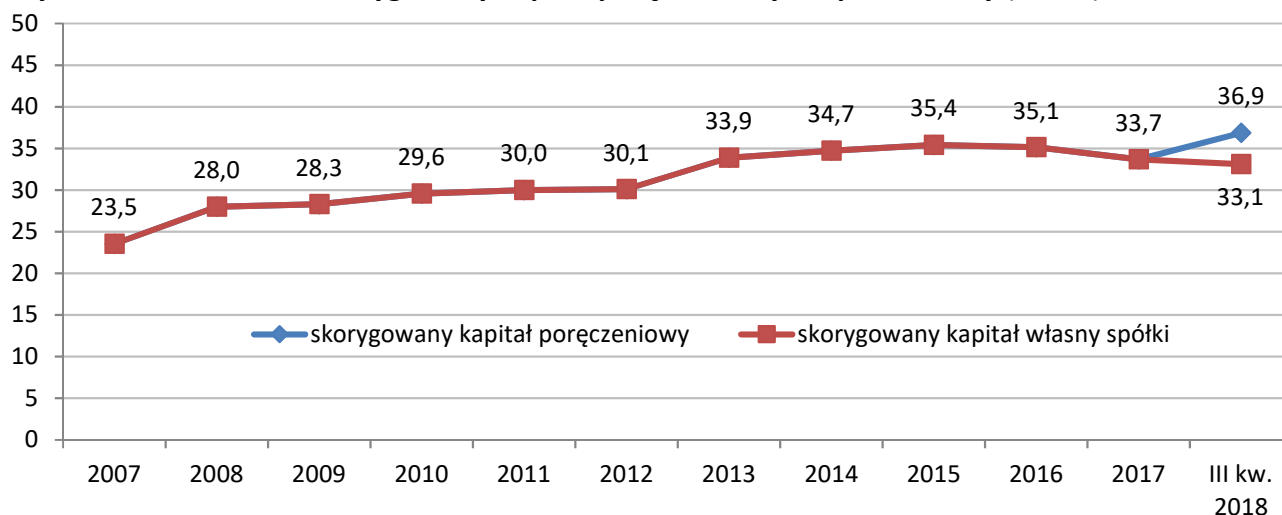
Dla potrzeb wyliczenia skorygowanego kapitału własnego FRiPWW dokonujemy następujących korekt:

- w latach 2005-2007 korekta *in plus* o wykazywane w rozliczeniach międzyokresowych (poz. B.IV pasywów) dotacje na powiększenie kapitału poręczeniowego w ramach programu SPO-WKP;
- korekta *in minus* 100% wartości niematerialnych i prawnych ze względu na fakt, iż nie mają one rzeczywistej wartości zbywczej;
- korekta *in minus* o 30% bilansowej wartości rzeczowych aktywów trwałych (poz. A.II), z uwagi na niską płynność tego typu aktywów;
- do 2007 roku oraz od III kw. 2015 r. korekta *in minus* o saldo dodatkowych rezerw celowych, doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu;
- od IV kw. 2012 r. korekta *in minus* o wartość udzielonej przez FRiPWW pożyczki (wraz ze skapitalizowanymi odsetkami) spółce CWJ Hipodrom (wykazywaną w poz. B.III.1.a aktywów);
- od 2005 roku korekta *in minus* o wartość aktywów z tytułu odroczonego podatku dochodowego wykazywanych w długoterminowych rozliczeniach międzyokresowych (poz. A.V aktywów);
- okresowo korekta *in minus* o wartość należności dochodzonych na drodze sądowej;
- w IV kwartale 2016 r. korekta *in minus* o wartość udziałów w Wielkopolskim Funduszu Rozwoju;
- od 2008 roku korekta *in plus* o wartość utworzonej przez Fundusz rezerwy na ryzyko ogólne.

Do końca I kw. 2018 r., ponieważ FRiPWW nie korzystał ze zwrotnego dofinansowania w ramach RPO 1, kapitał poręczeniowy Funduszu był tożsamy z wartością skorygowanego kapitału własnego spółki. Ponieważ w II kw. 2018 r. Fundusz otrzymał pierwszą transzę dofinansowania zwrotnego w ramach nowej perspektywy unijnej na lata 2014-2020 (RPO 2 / JEREMIE 2), od tego czasu w skład kapitału poręczeniowego wchodzi także kwota 3,75 mln zł otrzymanego dofinansowania zwrotnego.

Ostatecznie wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego [2] wyliczanego przez EuroRating, służącego do obliczania wskaźników opartych na wartości kapitału poręczeniowego (zaprezentowanych w tabeli 3.5), wyniosła na koniec III kw. 2018 r. 36,9 mln zł i była o ok. 1,6 mln zł niższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (38,5 mln zł).

Wykres 3.2 przedstawia wartości skorygowanego kapitału własnego spółki oraz skorygowanego kapitału poręczeniowego (w przypadku FRiPWW do II kwartału 2018 roku równego wartości kapitału własnego spółki) w latach 2007-2017 oraz na koniec III kwartału 2018 roku.

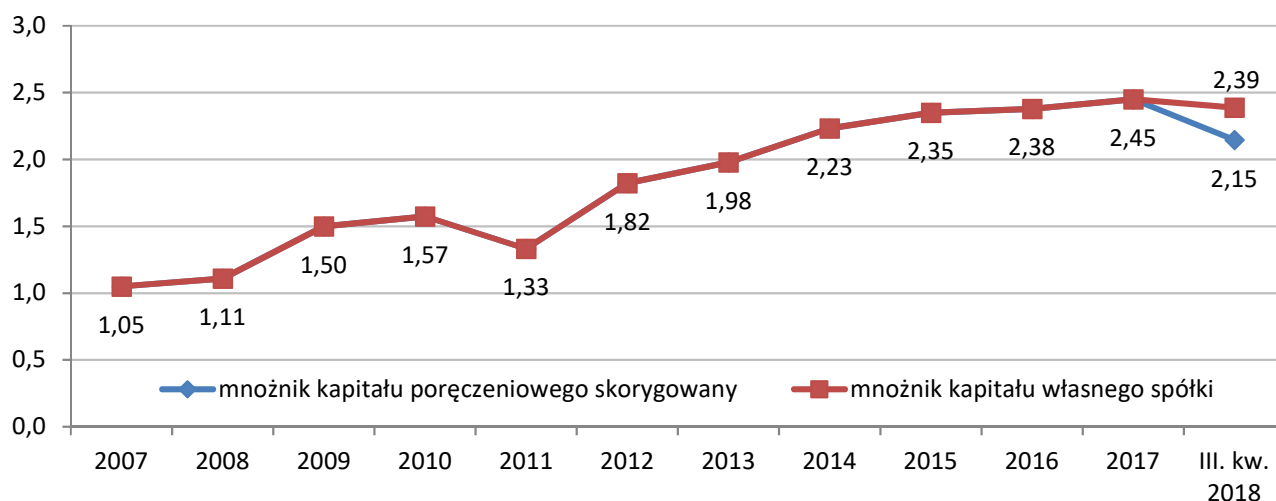
**Wykres 3.2 FRiPWW – skorygowany kapitał poręczeniowy i kapitał własny (mln zł)**

Źródło: FRiPWW S.A., obliczenia własne

### Skala zaangażowania w akcję poręczeniową

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

Wartości mnożnika kapitału własnego spółki oraz mnożnika kapitału poręczeniowego (w przypadku FRiPWW do II kw. 2018 r. równego wartości mnożnika kapitału własnego) w latach 2007-2017 oraz na koniec III. kwartału 2018 roku przedstawia wykres 3.3.

**Wykres 3.3 FRiPWW – mnożnik kapitału poręczeniowego i skorygowanego kapitału własnego**

Źródło: FRiPWW S.A., obliczenia własne

Na skutek szybkiego wzrostu łącznej akcji poręczeniowej [4], jaka miała miejsce do 2015 roku (patrz wykres 3.1) wzrost realnej ekspozycji własnej na udzielone poręczenia (pomimo korzystania przez Fundusz od 2010 roku z reporczeń w ramach JEREMIE 1) przyczynił się do wyższości poziomu mnożnika skorygowanego kapitału własnego [12] do ok. 2,4.



Ponieważ spadek wartości poręczeń aktywnych, jaki nastąpił od II połowy 2017 r. dotyczył głównie poręczeń reporeczanych w ramach JEREMIE 1, realna ekspozycja własna Funduszu na udzielone poręczenia utrzymywała się na stabilnym poziomie ok. 80-85 mln zł, w efekcie czego mnożnik kapitału własnego oscylował w ciągu ostatnich kwartałów nadal wokół najwyższych w dotychczasowej historii Funduszu poziomów (2,3-2,9).

W II kwartale 2018 roku FRiPWW otrzymał pierwszą transzę dofinansowania zwrotnego ramach projektu JEREMIE 2, co skutkowało wzrostem wartości kapitału poręczeniowego o 3,75 mln zł. Od tego też czasu wartość kapitału własnego spółki różni się (jest niższa) od wartości kapitału poręczeniowego (w skład którego wchodzi środki zwrotne), a zatem mnożnik kapitału poręczeniowego jest niższy niż mnożnik kapitału własnego (na koniec III kw. 2018 r. wynosiły one odpowiednio 2,15 i 2,39).

**Ekspozycję FRiPWW na ryzyko udzielonych poręczeń mierzoną relacją poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu do posiadanego kapitału własnego spółki (skorygowany mnożnik kapitału własnego w ciągu ostatnich czterech lat w zakresie ok. 2,0-3,0) oceniamy jako umiarkowaną i wciąż bezpieczną.**

Ponieważ Fundusz rozpoczął już korzystanie ze wsparcia akcji poręczeniowej w ramach nowego programu unijnego z perspektywy na lata 2014-2020 (JEREMIE 2), oczekujemy, że nowe poręczenia będą udzielane głównie ze środków z nowego programu (Fundusz odpowiada środkami własnymi jedynie za 15% wartości tych poręczeń), co pozwoli na przeniesienie ryzyka nowoudzielanych poręczeń z kapitału własnego Funduszu w większej części na środki dofinansowania zwrotnego w ramach JEREMIE 2.

Bierzemy jednak jednocześnie pod uwagę fakt, że wartość środków przyznanych Funduszowi w ramach programu JEREMIE 2 (w pierwszej turze ma to być 7 mln zł, z opcją uzyskania kolejnych 7 mln zł), nawet przy uwzględnieniu możliwości zastosowania wobec tych środków mnożnika (tj. utrzymywania portfela poręczeń aktywnych o wartości kilkukrotnie wyższej niż wartość otrzymanych środków) jest umiarkowana w stosunku do prowadzonej przez FRiPWW akcji poręczeniowej. W przypadku jeśli Fundusz zechce ponownie istotnie zwiększyć łączną wartość portfela poręczeń, w perspektywie średnioterminowej może to skutkować wzrostem wartości mnożnika kapitału własnego powyżej bieżących poziomów, co wywierałoby już negatywną presję na obecny wysoki poziom ratingu Funduszu.

## Koncentracja portfela poręczeń

Średnia wartość poręczenia wynosiła w ostatnich latach ok. 150-200 tys. zł [16], co odpowiadało zaledwie ok. 0,1-0,2% całego portfela poręczeń [17]. Przeciętna wartość poręczenia w odniesieniu do kapitału poręczeniowego [18] od kilku lat również utrzymuje się na niskim i stabilnym poziomie 0,5-0,7%. **Ogólną dywersyfikację całego portfela poręczeń oceniamy więc jako dobrą.**

W ciągu ostatnich kilku lat znaczącemu wzrostowi uległa natomiast ekspozycja Funduszu na ryzyko największych poręczeń. Przepisy określają maksymalną wartość poręczenia w relacji do kapitału własnego funduszu poręczeniowego na poziomie 5%. Wewnętrzne regulacje wprowadzone przez zarząd FRiPWW ograniczają dodatkowo maksymalną wartość poręczeń udzielonych jednemu klientowi do 1 mln zł (co obecnie odpowiada 2,7% wartości kapitału poręczeniowego i 3,0% skorygowanego kapitału własnego Funduszu), przy czym kwota poręczenia nie może przekraczać 80% wartości kredytu (lub 50% kwoty pożyczki w instytucji innej niż bank). W przypadku poręczeń portfelowych maksymalna kwota poręczenia Funduszu wynosi 200 tys. zł (i nie więcej niż 70% kwoty kredytu).

Łączna wartość poręczeń aktywnych udzielonych na rzecz 20 największych klientów [19] wzrosła z ok. 13 mln zł w 2011 roku do 20 mln zł w 2015 roku i na tym poziomie utrzymuje się do chwili obecnej. Oznacza to, że każde z 20 największych poręczeń osiągnęło obowiązujący w Funduszu limit 1 mln zł dotyczący maksymalnej ekspozycji na jednego klienta (w praktyce poręczeń o wartości maksymalnej może być więcej).

Kwota łącznej ekspozycji na ryzyko 20 największych klientów odpowiadała w ostatnim czasie równowartości ok. 54-60% skorygowanego kapitału poręczeniowego (w przypadku FRiPWW do II kw. 2018 r. tożsamego ze skorygowanym kapitałem własnym spółki) [23]. Ryzyko związane z podwyższoną ekspozycją na największe poręczenia w znacznym stopniu neutralizowane było jednak przez fakt, iż zdecydowana większość największych poręczeń podlegała reporenczeniom ramach JEREMIE, a więc realna ekspozycja Funduszu na ryzyko tych poręczeń była znacznie niższa (stanowiła ona w ostatnich latach równowartość ok. 17-18% kapitału własnego).

Z uwagi na fakt, że FRiPWW zakończył już udzielanie poręczeń w ramach JEREMIE 1 i poręczenia reporenczone w ramach tego programu będą w najbliższych kwartałach stopniowo wygasać, **ewentualny wzrost ekspozycji własnej na ryzyko największych klientów byłby czynnikiem negatywnie wpływającym na ocenę ryzyka kredytowego Funduszu. Oczekujemy jednak, że Fundusz będzie udzielał dużych poręczeń głównie w ramach nowego programu JEREMIE 2, w efekcie czego ryzyko własne z tym związane nie będzie istotnie rosnąć.**

## Wyплаты poręczeń

W całej dotychczasowej historii szkodowość portfela poręczeń FRiPWW była bardzo niska [26], a dokonywane wypłaty stanowiły równowartość zaledwie 0-0,5% średniorocznej wartości portfela

poręczeń aktywnych [28]. Średni wskaźnik szkodowości brutto dla dziesięciu ostatnich lat wynosi tylko 0,1%.

Ponieważ większość dotychczasowych wypłat dotyczyła poręczeń udzielonych w ramach środków własnych Funduszu, a także z uwagi na fakt, że mnożnik kapitału własnego spółki przekraczał w ostatnich latach poziom 2,0, wskaźnik relacji wypłat poręczeń netto (przy uwzględnieniu ewentualnych kwot odzyskanych) do kapitału własnego spółki [32] przyjmował nieco wyższe wartości (0-1%) od ogólnego wskaźnika szkodowości. Wciąż jednak był on bardzo niski.

**Dotychczasową bardzo niską (bliską zera) szkodowość portfela poręczeń FRiPWW z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu oceniamy bardzo pozytywnie.**

### **Rentowność kapitału**

Wskaźnik skorygowanego wyniku netto (patrz tabela 3.2) w relacji do średniej wartości skorygowanego kapitału własnego spółki [33] w latach 2007-2015 osiągał stale dodatnie i okresowo stosunkowo wysokie wartości. Najwyższy dotychczas skorygowany wynik netto (w wysokości 3,9 mln zł, co odpowiadało aż 12,2% średniorocznej wartości kapitału własnego) Fundusz osiągnął w 2013 roku. Było to wówczas głównie rezultatem otrzymanych refundacji kosztów operacyjnych związanych z realizacją projektu JEREMIE 1 oraz zaksięgowania otrzymanej wówczas przez Fundusz wysokiej nagrody w ramach tego projektu.

Od roku 2016 generowane przez FRiPWW skorygowane wyniki netto uległy jednak istotnemu pogorszeniu, co było rezultatem z jednej strony spadku wartości otrzymywanych refundacji kosztów i nagród w ramach JEREMIE 1, a z drugiej – ze znacznego wzrostu ponoszonych przez Fundusz kosztów operacyjnych (w tym głównie wynagrodzeń).

W efekcie w 2016 roku Fundusz zanotował po raz pierwszy od 10 lat niewielką skorygowaną stratę netto w wysokości -75,9 tys. zł, co odpowiadało 0,2% kapitału własnego spółki. W 2017 roku skorygowana strata powiększyła się do -1,5 mln zł, a wskaźnik rentowności obniżył się do -4,4%. Skorygowany wynik za pierwsze trzy kwartały 2018 roku wyniósł -509 tys. zł, jednak wskaźnik rentowności kapitału liczony dla wyników za cztery ostatnie kwartały nadal przyjmował stosunkowo wysokie ujemne wartości (-5,1%).

**Osiągane przez FRiPWW wyniki finansowe do roku 2015 można było określić jako zadowalające. Obserwowane od 2016 roku znaczne pogorszenie sytuacji w tym zakresie i generowanie przez Fundusz strat (związanych głównie ze wzrostem kosztów własnych spółki) należy już jednak zaliczyć do czynników negatywnych.** Ewentualna kontynuacja generowania przez FRiPWW strat w kolejnych kwartałach (co przyczyniałoby się jednocześnie do erozji wartości kapitału własnego spółki) mogłoby już wywierać negatywną presję na obecny poziom ratingu kredytowego Funduszu.

### 3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń

#### Polityka tworzenia rezerw

Pierwszy regulamin określający zasady tworzenia rezerw przez Fundusz Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego został wdrożony w styczniu 2007 roku, jednak w 2007 roku rezerwy nie zostały jeszcze utworzone. Regulamin tworzenia rezerw został zmodyfikowany w 2008 roku i dopiero wówczas utworzone zostały pierwsze rezerwy.

Aktualne zasady tworzenia rezerw celowych w FRiPWW (zawarte w regulaminie zmodyfikowanym w 2010 roku) określają, że zmiana poziomu rezerw następuje co najmniej raz na kwartał (co należy ocenić pozytywnie), na podstawie oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej kredytobiorców oraz terminowości obsługi kredytów (informacje te Fundusz otrzymuje od instytucji finansowych, na rzecz których kredyty zostały poręczone).

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

**Tabela 3.6 FRiPWW - klasyfikacja kredytów i wskaźniki rezerw celowych**

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

Źródło: FRiPWW S.A.

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

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

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

#### Wartość utworzonych rezerw

Wartość utworzonych przez Fundusz Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego rezerw według stanu na koniec lat 2015-2017 oraz na koniec III kw. 2018 r. w odniesieniu do sumy aktywnych poręczeń oraz do skorygowanego kapitału poręczeniowego, przedstawia tabela nr 3.7.

**Tabela 3.7 Wartość rezerw na ryzyko związane z udzielonymi poręczeniami**

	XII.2015	XII.2016	XII.2017	IX.2018
Rezerwy celowe (tys. zł)	2 934,1	3 026,9	2 094,5	2 084,8
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	2 087,9	1 387,9	387,9	387,9
<b>Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)</b>	<b>5 022,1</b>	<b>4 414,8</b>	<b>2 482,4</b>	<b>2 472,7</b>
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	3,5%	3,6%	2,5%	2,6%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	2,5%	1,7%	0,5%	0,5%
<b>Rezerwy razem / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym</b>	<b>6,0%</b>	<b>5,3%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,1%</b>
Rezerwy celowe / Skorygowany kapitał poręczeniowy	8,3%	8,6%	6,2%	6,3%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Skorygowany kapitał poręczeniowy	5,9%	3,9%	1,2%	1,2%
<b>Rezerwy razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy</b>	<b>14,2%</b>	<b>12,6%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,5%</b>

Źródło: FRiPWW S.A., obliczenia własne

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

Zgodnie ze stosowaną przez EuroRating metodologią oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych, za minimalny właściwy długoterminowy średni poziom rezerw celowych, dotyczących ryzyka wypłaty poręczeń zagrożonych, uznaje się równowartość 4% sumy poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu.

Stąd też na potrzeby oceny ryzyka kredytowego FRiPWW uwzględniamy konieczność doliczenia w poszczególnych okresach ewentualnych dodatkowych rezerw celowych (w stosunku do wartości rezerw utworzonych przez Fundusz), tak aby wskaźnik relacji rezerw celowych do wartości poręczeń na ryzyku własnym wynosił co najmniej 4%. Stosowne wyliczenia dotyczące lat 2015-2017 oraz III kwartału 2018 roku zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.8.

**Tabela 3.8 Wartość dodatkowo naliczonych rezerw na ryzyko udzielonych poręczeń**

	XII.2015	XII.2016	XII.2017	IX.2018
Wskaźnik dodatkowych rezerw celowych	0,5%	0,4%	1,5%	1,4%
Wartość dodatkowych rezerw celowych (tys. zł)	396,1	317,3	1 207,2	1 079,3
<b>Rezerwy celowe razem* (utw. przez FRiPWW oraz dodatkowe)</b>	<b>3 330,2</b>	<b>3 344,2</b>	<b>3 301,6</b>	<b>3 164,1</b>
Rezerwy celowe razem* / Aktywne poręcz. na ryzyku własnym	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Rezerwy celowe razem* / Skorygowany kapitał poręczeniowy	9,4%	9,5%	9,8%	9,6%

\* dotyczy rezerw celowych na poręczenia udzielone w ramach kapitału własnego

Źródło: EuroRating

Konieczność doliczania dodatkowych rezerw celowych występowania w okresie od III kw. 2015 r. do I kw. 2017 r. oraz od III kw. 2017 r. do III kw. 2018 r. Zmiana salda dodatkowych rezerw celowych uwzględniana jest w skorygowanych wynikach finansowych (patrz tabela nr 3.2), a saldo tych rezerw pomniejsza skorygowany kapitał własny Funduszu (tabela 3.5 wiersz [3]).

FRiPWW od 2008 roku tworzy także rezerwę na ryzyko ogólne. Najwyższy poziom (2,1 mln zł) osiągnęła ona w latach 2014-2015, jednak w latach 2016-2017 została ona w większości rozwiązana i w ciągu ostatnich kilku kwartałów wynosiła zaledwie 0,4 mln zł.

Tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne służyć ma łagodzeniu w przyszłości w pewnym stopniu wpływu wahań jakości portfela poręczeń na bieżącą księgową wartość wyniku netto. Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne jest jednak neutralne, bowiem według metodologii stosowanej przez EuroRating wpływ tej rezerwy na wynik finansowy oraz na 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 sektorze 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 Fundusz Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego działalności operacyjnej (tj. od roku 2002) sytuacja finansowa Funduszu była dobra i stabilna.

Wartość skorygowanego mnożnika kapitału własnego, pomimo obserwowanej tendencji wzrostowej, przyjmowała dotychczas bezpieczne wartości. Wskaźnik wypłaty poręczeń praktycznie w całej dotychczasowej historii Funduszu był bardzo niski. Stabilność większości wskaźników finansowych była dotychczas stosunkowo wysoka (choć obraz ten zaburza nieco istotne pogorszenie wyników finansowych Funduszu w latach 2016-2018).

W czasie swojej dotychczasowej 18-letniej historii działalności Fundusz Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego nie miał żadnych problemów z wypłacalnością. Nie występowały także okresy podwyższonego ryzyka kredytowego.

### **Bezpieczeństwo i efektywność lokat środków pieniężnych**

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

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

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

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

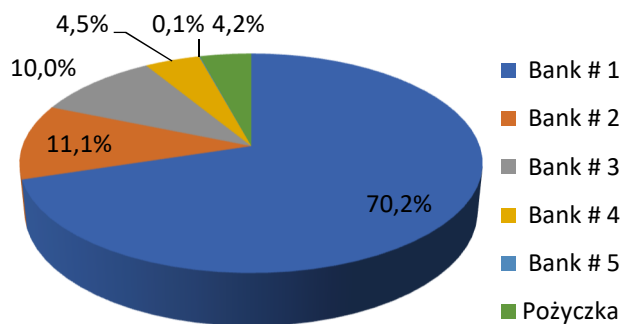
W ciągu kilku ostatnich kwartałów udział lokat w bankach o podwyższonym bądź wysokim ryzyku wynosił od 45% do nawet 75% łącznych środków, jakimi FRiPWW dysponuje.

W IV kwartale 2018 roku Fundusz wycofał większą część środków z ryzykownych banków, w efekcie czego udział tego typu lokat zmniejszył się do 19%. Znacznemu zwiększeniu uległa jednak koncentracja portfela lokat: depozyty i obligacje jednego z banków (charakteryzującego się jednak niskim ryzykiem) miały aż 70-procentowy udział w sumie lokat.

Z punktu widzenia oceny ryzyka portfela inwestycji Funduszu wątpliwości może budzić także udzielenie przez FRiPWW w IV kw. 2012 r. pożyczki na kwotę 1 mln zł na rzecz spółki należącej do samorządu województwa wielkopolskiego. Ze względu jednak na fakt, że obecna kwota pożyczki (1,7 mln zł – uwzględniająca skapitalizowane odsetki) stanowi nadal tylko ok. 4% łącznych aktywów płynnych Funduszu należy stwierdzić, iż nie wpływa to w sposób szczególnie istotny na ogólny poziom ryzyka całego portfela inwestycji Funduszu.

**Realizowaną przez FRiPWW politykę inwestowania środków pieniężnych, ze względu na częste lokowanie dużej części posiadanej gotówki w bankach charakteryzujących się podwyższonym lub nawet wysokim ryzykiem kredytowym, a także okresowo zbyt wysoką koncentracją portfela lokat, oceniamy negatywnie. Bierzemy przy tym pod uwagę poprawę w tym zakresie, jaka nastąpiła w IV kwartale 2018 r., jednak w przypadku jeżeli nie będzie ona trwała i Fundusz ponownie będzie inwestował dużą część środków w bardziej ryzykownych bankach, będzie to miało silny negatywny wpływ na obecny poziom jego ratingu kredytowego.**

**Wykres 3.4 Struktura inwestycji Funduszu na koniec IV kwartału 2018 r.**



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

### Struktura branżowa udzielonych poręczeń

Zestawienie poręczeń udzielonych przez Fundusz Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego w podziale na główne sektory gospodarki w latach 2015-2017 oraz na koniec III kwartału 2018 roku przedstawia tabela nr 3.9.



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

Branża	Rok 2015	Rok 2016	Rok 2017	X.2017-IX.2018
usługi	46,4%	54,4%	68,5%	84,9%
handel	23,7%	18,5%	14,0%	5,1%
produkcja	13,2%	8,7%	5,7%	4,0%
inne	10,3%	10,4%	5,8%	3,8%
budownictwo	6,4%	8,0%	5,9%	2,3%
<b>Razem</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

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

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

**Dywersyfikację udzielonych przez FRiPWW poręczeń w podziale na poszczególne sektory gospodarki oceniamy jako niewystarczającą – w ciągu ostatnich lat znacznie wzrosła bowiem ekspozycja Funduszu na sektor usług, który w ciągu ostatnich czterech kwartałów miał aż 85-procentowy udział w łącznej wartości udzielonych poręczeń. Obecną koncentrację branżową portfela poręczeń oceniamy już jako zdecydowanie zbyt wysoką.**

### Stosowane procedury wewnętrzne

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

- „Regulamin poręczeń indywidualnych” szczegółowo określa ogólne zasady i procedury dotyczące udzielania poręczeń; precyzuje grono podmiotów uprawnionych do ubiegania się o poręczenie; ogranicza maksymalną wartość udzielanych poręczeń do wysokości 80% kwoty poręczanego kredytu lub 50% kwoty pożyczki, przy czym łączne zaangażowanie na rzecz jednego klienta nie może przekroczyć 5% zasobów majątkowych Funduszu (dodatkowo uchwała Zarządu ogranicza wartość jednostkowego poręczenia do kwoty 1 mln zł); określa zasady wypłat poręczeń (zakładające m.in. możliwość występowania o wypłatę poręczenia już w momencie wypowiedzenia umowy kredytu/pożyczki); a także określa zasady monitorowania sytuacji ekonomiczno-finansowej kredytobiorców oraz terminowość spłaty kredytów/pożyczek;
- „Regulamin poręczeń portfela transakcji wystandaryzowanych” – określa zasady udzielania poręczeń portfelowych; ogranicza wartość pojedynczego poręczenia do 200 tys. zł i nie więcej niż 70% kwoty kredytu (lub pożyczki); oraz określa zasady współpracy z bankiem (m.in. możliwość wystąpienia przez bank o wypłatę poręczenia bez wcześniejszej egzekucji należności z majątku dłużnika);

- „Regulamin poręczeń dla małych i średnich przedsiębiorców” – określa zasady i tryb postępowania w zakresie udzielania poręczeń dla małych i średnich przedsiębiorstw; określa łączne maksymalne zaangażowanie Funduszu z tytułu udzielonych poręczeń na poziomie trzykrotności posiadanych zasobów majątkowych; oraz ogranicza maksymalną wartość udzielanych poręczeń do wysokości 80% kwoty poręczanego kredytu lub 50% kwoty pożyczki;
- „Regulamin udzielania poręczeń wadialnych” określa zasady i warunki udzielania poręczeń wadialnych, zakres podmiotów, które mogą ubiegać się o takie poręczenie oraz procedury związane z przyznaniem pakietów wadialnych/indywidualnego poręczenia wadialnego. Maksymalna kwota indywidualnego poręczenia wadialnego może przy tym wynieść 500 tys. zł, a pakietu wadialnego – 1 mln zł;
- „Wzorcowy regulamin współpracy pomiędzy firmą leasingową a Funduszem w zakresie udzielania poręczeń indywidualnych” określa warunki udzielania poręczeń, zabezpieczenia na rzecz Funduszu, warunki udzielania poręczeń, a także wysokość opłat oraz sposób monitorowania i wypłaty poręczeń leasingowych. Maksymalna wartość poręczenia wynosi 5% kapitału poręczeniowego Funduszu, nie więcej jednak niż 80% wartości leasingu;
- „Metodologia oceny ryzyka poręczeniowego” określa zakres, tryb i sposób przeprowadzania oceny wniosków o udzielenie poręczenia oraz analizy ryzyka kredytowego wnioskodawców;
- „Metodologia oceny ryzyka poręczeń leasingowych” określa zakres, tryb i sposób przeprowadzania oceny wniosków o udzielenie poręczenia transakcji leasingu oraz analizy ryzyka kredytowego leasingobiorców;
- „Metodologia oceny ryzyka poręczeń wadialnych” określa zakres, tryb i sposób udzielania poręczeń zpłaty wadium oraz analizy ryzyka kredytowego podmiotów wnioskujących;
- „Regulamin tworzenia rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń” szczegółowo określa sposób, częstotliwość i wysokość tworzenia rezerw celowych oraz rezerwy na ryzyko ogólne;
- „Polityka bezpieczeństwa danych osobowych” określa sposób postępowania z danymi osobowymi klientów oraz wyznacza osobę odpowiedzialną za przetwarzanie danych osobowych (wraz z jej zakresem obowiązków zgodnie z regulaminem).

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

## Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

Struktura organizacyjna spółki jest w naszej opinii dostosowana zarówno do rodzaju, jak też do skali prowadzonej przez nią działalności. Według stanu na koniec III kwartału 2018 roku Fundusz zatrudniał 15 osób (w tym dwuosobowy Zarząd).

## Perspektywy rozwoju i plan finansowy

Długoterminowy plan strategiczny Funduszu Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego zakłada dalsze systematyczne zwiększanie liczby i wartości udzielanych poręczeń. Fundusz przyjmuje, że łączna kwota udzielonych poręczeń nie może przekroczyć pięciokrotności „zasobów majątkowych Funduszu”. Oznaczałoby to, iż Fundusz planuje nieprzekraczanie nieskorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego na poziomie 5,0. Do poziomu tego FRiPWW zbliżył się w latach 2014-2016. Nie oznaczało to jednak nadmiernego wzrostu ekspozycji Funduszu na ryzyko, ponieważ większość poręczeń podlegała reporeczeniom, co wydatnie redukowało ryzyko własne spółki (mnożnik skorygowanego kapitału własnego wahał się w zakresie ok. 2-3).

Oprócz poręczeń kredytów i pożyczek FRiPWW w ostatnich latach wprowadził do oferty także poręczenia zapłaty wadium, poręczenia leasingowe oraz faktoringowe.

Na zdolność Funduszu do bezpiecznego kontynuowania aktywnej akcji poręczeniowej wpływ ma obecnie z jednej strony zakończenie uzyskiwania wsparcia w ramach programu JEREMIE 1 (perspektywa unijna na lata 2007-2013), a z drugiej strony rozpoczęcie korzystania od II kwartału 2018 r. ze wsparcia ze środków w ramach JEREMIE 2 (perspektywa na lata 2014-2020).

Zgodnie z warunkami projektu JEREMIE 2 Fundusz ma otrzymać dofinansowanie zwrotne w wysokości 7,5 mln zł (przy wkładzie własnym spółki na poziomie 1,3 mln zł). Pierwsza transza w kwocie 3,75 mln zł została już uruchomiona w II kwartale 2018 roku. Przewidywany okres budowy portfela ma wynieść maksymalnie 2 lata, a okres jego wygaszania ma zostać zakończony w ciągu 84 miesięcy od zawarcia umowy o udzielenie poręczenia. Docelowa wartość portfela w ramach pierwszego etapu projektu ma wynieść 29,4 mln zł. Menedżer projektu przewiduje również prawo opcji uzyskania dodatkowych środków w kwocie 7,5 mln zł. Za wykonanie pierwotnego zamówienia Fundusz ma otrzymać wynagrodzenie w wysokości 1,9 mln zł (w przypadku skorzystania z prawa opcji uzyskania dodatkowych środków Funduszowi również przysługiwać będzie wynagrodzenie w analogicznej kwocie).

Ponieważ przy udzielaniu nowych poręczeń w ramach JEREMIE 2 Fundusz (zgodnie z udziałem własnym w projekcie) będzie odpowiadał jedynie za 15% ewentualnych wypłat, nowe wsparcie powinno pozwolić mu na ponowne bezpieczne zintensyfikowanie akcji poręczeniowej. Należy jednak zaznaczyć, że wartość środków przyznanych Funduszowi w ramach programu JEREMIE 2 (2 x 7 mln zł), nawet przy uwzględnieniu możliwości zastosowania wobec tych środków mnożnika (tj. utrzymywania portfela poręczeń aktywnych o wartości kilkukrotnie wyższej niż wartość

otrzymanych środków) jest umiarkowana w stosunku do prowadzonej przez FRiPWW akcji poręczeniowej. Realny wpływ wsparcia w ramach JEREMIE 2 na ryzyko kredytowe i poziom ratingu Funduszu będzie zatem zależał od faktycznej skali prowadzonej akcji poręczeniowej i poziomu mnożnika kapitału własnego. W przypadku gdyby wzrósł on istotnie powyżej bieżących poziomów, wywierałoby to negatywną presję na obecny wysoki poziom ratingu Funduszu.

#### **4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego**

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

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

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

FRiPWW prowadzi działalność operacyjną od roku 2002 i od początku Fundusz w dość szybkim tempie zwiększał liczbę i wartość udzielanych poręczeń, a co za tym idzie – także wartość portfela poręczeń aktywnych. Dzięki uzyskiwanym od 2010 roku reporeczeniom w ramach programu JEREMIE 1 (perspektywa unijna na lata 2007-2013) realna ekspozycja Funduszu na ryzyko poręczeń rosła jednak wolniej, dzięki czemu mnożnik kapitału własnego spółki utrzymywał się na umiarkowanych i wciąż bezpiecznych poziomach (najwyższą dotychczas wartość 2,98 osiągnął w III kw. 2016 r.). **Ekspozycję FRiPWW na ryzyko udzielonych poręczeń mierzoną relacją poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu do posiadanego kapitału własnego spółki (skorygowany mnożnik kapitału własnego w ciągu ostatnich czterech lat w zakresie ok. 2,0-3,0) oceniamy jako umiarkowaną i wciąż bezpieczną.**

Ponieważ Fundusz rozpoczął już korzystanie ze wsparcia akcji poręczeniowej w ramach nowego programu unijnego z perspektywy na lata 2014-2020 (JEREMIE 2), oczekujemy, że nowe poręczenia będą udzielane głównie ze środków z nowego programu (Fundusz odpowiada środkami własnymi jedynie za 15% wartości tych poręczeń), co pozwoli na przeniesienie ryzyka nowoudzielanych poręczeń z kapitału własnego Funduszu w większej części na środki dofinansowania zwrotnego w ramach JEREMIE 2.

**Ogólną dywersyfikację portfela aktywnych poręczeń Funduszu oceniamy nadal jako dobrą. W ciągu ostatnich lat istotnemu wzrostowi uległa jednak ekspozycja Funduszu na ryzyko największych poręczeń.** Ryzyko związane z podwyższoną ekspozycją na największe poręczenia w znacznym stopniu neutralizowane było jednak przez fakt, iż zdecydowana większość największych poręczeń poręczenia podlegała dotychczas reporęczeniom w ramach JEREMIE 1. Z uwagi na fakt, że FRiPWW zakończył w 2017 roku udzielanie poręczeń w ramach JEREMIE 1 i poręczenia reporęczone w ramach tego programu będą w najbliższych kwartałach stopniowo wygasać, ewentualny wzrost ekspozycji własnej na ryzyko największych klientów byłby czynnikiem negatywnie wpływającym na ocenę ryzyka kredytowego Funduszu. **Oczekujemy jednak, że Fundusz będzie udzielał dużych poręczeń głównie w ramach nowego programu JEREMIE 2, w efekcie czego ryzyko własne z tym związane nie będzie istotnie rosnąć.**

W kontekście oceny dywersyfikacji portfela poręczeń do czynników negatywnych zaliczamy natomiast silny wzrost koncentracji branżowej udzielanych poręczeń. Znacznie wzrosła bowiem ekspozycja Funduszu na sektor usług, który w ciągu ostatnich czterech kwartałów miał aż 85-procentowy udział w łącznej wartości udzielonych poręczeń. **Obecną koncentrację branżową portfela poręczeń oceniamy już jako zdecydowanie zbyt wysoką.**

**Szkodowość portfela poręczeń FRiPWW była dotychczas bardzo niska** (roczne wypłaty w relacji do średniej wartości portfela poręczeń nie przekraczały 0,5%, przy średniej dla dziesięciu ostatnich lat na poziomie zaledwie 0,1%), **co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu oceniamy bardzo pozytywnie.**

Osiągane przez FRiPWW skorygowane wyniki finansowe do roku 2015 można było określić jako zadowalające. **Od 2016 roku ma jednak miejsce znaczne pogorszenie sytuacji w tym zakresie, bowiem Fundusz (głównie na skutek znacznego wzrostu własnych kosztów operacyjnych) zaczął generować straty, które w ciągu ostatnich dwóch lat stanowiły równowartość nawet 4-5% skorygowanego kapitału własnego.** Ewentualna kontynuacja generowania przez Fundusz strat w kolejnych kwartałach (co przyczyniałoby się jednocześnie do dalszej erozji wartości kapitału własnego spółki) wywierałoby już negatywną presję na obecny poziom ratingu kredytowego Funduszu.

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

**Realizowaną przez FRiPWW politykę inwestowania środków pieniężnych oceniamy generalnie negatywnie.** Bierzymy przy tym pod uwagę poprawę w tym zakresie, jaka nastąpiła w IV kwartale 2018 r., jednak w przypadku jeżeli nie będzie ona trwała i Fundusz ponownie będzie inwestował dużą część środków w bardziej ryzykownych bankach, będzie to miało silny negatywny wpływ na obecny poziom jego ratingu kredytowego.

Na zdolność Funduszu do bezpiecznego kontynuowania aktywnej akcji poręczeniowej wpływ ma obecnie z jednej strony zakończenie uzyskiwania wsparcia w ramach programu JEREMIE 1 (perspektywa unijna na lata 2007-2013), a z drugiej strony rozpoczęcie korzystania od II kwartału 2018 r. ze wsparcia ze środków w ramach JEREMIE 2 (perspektywa na lata 2014-2020).

Ponieważ przy udzielaniu nowych poręczeń w ramach JEREMIE 2 Fundusz (zgodnie z udziałem własnym w projekcie) będzie odpowiadał jedynie za 15% ewentualnych wypłat, nowe wsparcie powinno pozwolić mu na ponowne bezpieczne zintensyfikowanie akcji poręczeniowej. Z uwagi jednak na umiarkowaną wartość środków przyznanych Funduszowi w ramach tego programu, **realny wpływ wsparcia w ramach JEREMIE 2 na ryzyko kredytowe i poziom ratingu Funduszu będzie zależał od faktycznej skali prowadzonej akcji poręczeniowej i poziomu mnożnika kapitału własnego. W przypadku gdyby wzrósł on istotnie powyżej bieżących poziomów, wywierałoby to negatywną presję na obecny wysoki poziom ratingu Funduszu.**

Podsumowując, sytuacja ekonomiczno-finansowa Funduszu Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego S.A. w Poznaniu jest w naszej opinii dobra i stabilna, a jego ryzyko kredytowe nadal oceniamy jako niskie. Na dzień publikacji niniejszego raportu (tj. 07.02.2019 r.) **rating Funduszu zostaje utrzymany na poziomie 'A'.** Perspektywa ratingu pozostaje stabilna.

## 5. Podatność nadanego ratingu na zmiany

Do potencjalnych najistotniejszych czynników mogących mieć pozytywny wpływ na ocenę ryzyka kredytowego FRiPWW EuroRating zalicza: ewentualny istotny spadek poziomu mnożnika skorygowanego kapitału własnego (np. na skutek udzielania większości poręczeń w ramach projektu JEREMIE 2); trwała poprawa bezpieczeństwa portfela lokat środków pieniężnych poprzez zwiększenie dywersyfikacji lokat przy jednoczesnym wyeliminowaniu udziału lokat w bankach charakteryzujących się podwyższonym i (zwłaszcza) wysokim ryzykiem kredytowym; istotna poprawa generowanych wyników finansowych; a także ewentualne zmniejszenie ekspozycji na największe udzielane poręczenia.

Negatywny wpływ na ocenę ratingową Funduszu mogłyby mieć natomiast: ewentualny istotny wzrost poziomu mnożnika skorygowanego kapitału własnego; kontynuacja generowania strat, skutkująca m.in. dalszą erozją kapitału własnego spółki; ewentualne pogorszenie jakości portfela poręczanych kredytów i istotny wzrost wartości wypłat; wzrost ekspozycji własnej Funduszu na ryzyko największych klientów; utrzymywanie się obecnej bardzo wysokiej koncentracji branżowej udzielanych poręczeń; a także ponowne pogorszenie profilu ryzyka portfela lokat środków pieniężnych (np. na skutek wzrostu udziału lokat w bankach o podwyższonym/wysokim ryzyku kredytowym i/lub dalszego wzrostu koncentracji 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 ratingów kredytowych na terenie całej Unii Europejskiej (zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych) i podlega bezpośredniemu nadzorowi ESMA.

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

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

Rating kredytowy nadany Funduszowi Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego S.A. jest ratingiem publicznym. Data pierwszej publikacji ratingu kredytowego dla ocenianego podmiotu, aktualny rating oraz pełna historia ratingu publikowane są bezpłatnie w sposób ogólnodostępny w serwisie internetowym agencji ratingowej EuroRating w sekcji „Ratingi kredytowe”, w odpowiedniej zakładce dotyczącej ocenianego podmiotu. EuroRating nie bierze odpowiedzialności za informacje o aktualnym ratingu ocenianego podmiotu przekazywane przez oceniany podmiot lub przez jakiegokolwiek strony trzecie.

Rating kredytowy nadany Funduszowi Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego S.A. jest ratingiem zamówionym przez oceniany podmiot. EuroRating otrzymuje wynagrodzenie za nadanie oraz późniejszy monitoring tego ratingu. Oceniany podmiot brał udział w procesie ratingowym poprzez przekazywanie agencji dokumentów, informacji i wyjaśnień dotyczących swojej sytuacji ekonomiczno-finansowej. Agencja nie świadczyła i nie świadczy dla ocenianego podmiotu żadnych płatnych usług dodatkowych.

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

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

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 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.