

Agencja Ratingowa

EuroRatingTM

www.EuroRating.com

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

e-mail: info@eurorating.com

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

Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu

Raport ratingowy

Aktualny rating kredytowy	Perspektywa ratingu
A	stabilna

EuroRating

Warszawa

14.02.2018 r.

SPIS TREŚCI

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym	3
1.1 Aktualny rating oraz historia ratingu	3
1.2 Zakres jakiego dotyczy rating	3
2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie	4
2.1 Dane rejestrowe	4
2.2 Historia Funduszu i przedmiot działalności	4
3. Analiza ekonomiczno-finansowa	6
3.1 Rachunek zysków i strat	6
3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe	10
3.3 Analiza wskaźnikowa	14
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	21
3.5 Ocena czynników niefinansowych	26
4. Podsumowanie analizy i ostateczna ocena ryzyka kredytowego	28
5. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating	32
6. Ujawnienia regulacyjne	33

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym

1.1 Aktualny rating oraz historia ratingu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data *
A	stabilna	14.02.2018
A	stabilna	17.10.2017
A	stabilna	10.08.2017
A	stabilna	11.05.2017
A	stabilna	09.02.2017
A	stabilna	22.09.2016
A	stabilna	27.04.2016
A	stabilna	12.01.2016
A	stabilna	07.10.2015
A	stabilna	17.07.2015
A	stabilna	05.05.2015
A	stabilna	13.02.2015
A	stabilna	16.11.2012
A-	pozytywna	18.04.2012
A-	stabilna	29.08.2011
A	negatywna	14.10.2010
A	stabilna	24.03.2010
A	pozytywna	02.10.2009

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

Źródło: EuroRating

Główny analityk ratingowy

Kamil Kolczyński

Starszy Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 24 33

e-mail: kamil.kolczynski@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 nadany Dolnośląskiemu Funduszowi Gospodarczemu Sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu dotyczy ryzyka związanego z udzielanymi przez Fundusz dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw poręczeniami kredytów bankowych, pożyczek i innych transakcji o charakterze zobowiązań finansowych. 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 Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o. zarejestrowane jest w rejestrze handlowym prowadzonym przez Sąd Rejonowy dla Wrocławia-Fabrycznej we Wrocławiu, VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000099043; numer REGON 890178579; NIP 886-23-33-376. Kapitał zakładowy Spółki wynosi 18.300.500 zł (opłacony w całości) i dzieli się na 36.601 udziałów imiennych nieuprzywilejowanych o wartości nominalnej 500 zł każdy. Spółka została utworzona na czas nieograniczony.

Siedziba Funduszu mieści się we Wrocławiu (50-148), przy ul. Wita Stwosza 3. Zarząd Spółki jest jednoosobowy – funkcję Prezesa Zarządu pełni pan Sławomir Popłoński.

Tabela 2.1 Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o. – struktura udziałowa

Lp.	Udziałowcy	Liczba udziałów (szt.)	Kapitał (zł)	Udział
1	Województwo Dolnośląskie	19 602	9 801 000	53,6%
2	Bank Gospodarstwa Krajowego	15 599	7 799 500	42,6%
3	Gmina Legnica	400	200 000	1,1%
4	Gmina Polkowice	400	200 000	1,1%
5	Miasto Oleśnica	200	100 000	0,5%
6	Sudeckie Stowarzyszenie Inicjatyw Gospodarczych	200	100 000	0,5%
7	Gmina Wałbrzych	200	100 000	0,5%
RAZEM		36 601	18 300 500	100,0%

Źródło: DFG Sp. z o.o.

Większościowym udziałowcem Spółki jest Województwo Dolnośląskie, posiadające 53,6% udziałów. Drugi największy udziałowiec, Bank Gospodarstwa Krajowego, posiada 42,6%. Pozostałe 3,8% udziałów należy do czterech lokalnych samorządów z terenu województwa dolnośląskiego oraz do Sudeckiego Stowarzyszenia Inicjatyw Gospodarczych.

2.2 Historia i przedmiot działalności

Spółka Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu (DFG Sp. z o.o.) powstała w marcu 2002 roku, jako jednoosobowa spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Województwa Dolnośląskiego z kapitałem 504 tys. zł. Do końca 2003 roku kapitał zakładowy Spółki został podwyższony (przez Województwo Dolnośląskie oraz Bank Gospodarstwa Krajowego) do 3 mln zł.

W 2004 roku Województwo Dolnośląskie oraz Gmina Wrocław, która w 2002 roku powołała Wrocławski Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu (WFPK Sp. z o.o.) dokonały połączenia DFG Sp. z o.o. i WFPK Sp. z o.o. Obie spółki miały taki sam cel, misję i przedmiot działania. Połączenie spółek nastąpiło poprzez przeniesienie całego majątku spółki przejmowanej (WFPK Sp. z o.o.) na spółkę przejmującą (DFG Sp. z o.o.).

W 2004 roku miało także miejsce kolejne podwyższenie kapitału zakładowego Spółki (przez BGK oraz samorządy lokalne z województwa dolnośląskiego) do łącznej kwoty 6,2 mln zł.

W 2005 roku Spółka podpisała umowę z Polską Agencją Rozwoju Przedsiębiorczości o bezzwrotne dofinansowanie w wysokości 15 mln zł na realizację projektu „Zwiększenie możliwości operacyjnych regionalnego funduszu poręczeń kredytowych na Dolnym Śląsku” w ramach Sektorowego Programu Operacyjnego – Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw (SPO-WKP).

W latach 2005-2006 kapitał zakładowy Spółki był przez wspólników podnoszony trzykrotnie, w wyniku czego osiągnął wartość 8,3 mln zł. W późniejszym okresie kapitał Spółki pozostawał na niezmiennym poziomie do I. kwartału 2012 roku.

W kwietniu 2012 roku Walne Zgromadzenie Wspólników DFG Sp. z o.o. podjęło uchwałę o podwyższeniu kapitału zakładowego o 10 mln zł poprzez emisję 20.000 udziałów. Nabywcami udziałów zostały: Województwo Dolnośląskie (10.000 udziałów) oraz Bank Gospodarstwa Krajowego (10.000 udziałów). Rejestracja podwyższenia kapitału zakładowego w KRS nastąpiła w październiku 2012 r. Od tego czasu kapitał zakładowy Funduszu wynosi 18.300.500 zł.

W styczniu 2011 roku Fundusz podpisał umowę na kolejne wsparcie akcji poręczeniowej ze środków unijnych – w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego na lata 2007-2013, który w województwie dolnośląskim realizowany jest na zasadach określonych przez tzw. inicjatywę JEREMIE. Wsparcie to polega na udzielaniu funduszom poręczeniowym reporeczeń z puli środków pieniężnych będących w zarządzaniu menedżera projektu (którym jest BGK). Dolnośląskiemu Funduszowi Gospodarczemu został przyznany limit reporeczeń w kwocie 30 mln zł. Fundusz udzielił pierwszych poręczeń reporeczanych w ramach JEREMIE w II. kwartale 2011 r. W listopadzie 2012 r. Fundusz podpisał z menedżerem projektu aneks dotyczący zmniejszenia przyznanego limitu w ramach I. edycji programu JEREMIE do 15 mln zł, a w kwietniu 2013 r. DFG otrzymał kolejny limit na reporeczenia w ramach wspomnianego programu na kwotę 20 mln zł. W kwietniu 2014 roku Fundusz zawarł umowę na III. edycję JEREMIE, w ramach której otrzymał limit 30 mln zł. W sierpniu 2015 roku Fundusz otrzymał czwarty limit na reporeczenia, tym razem na kwotę 15 mln zł. Jego realizację sfinalizował z końcem 2015 roku. Limit ten był ostatnim, o jaki Fundusz ubiegał się ze środków perspektywy unijnej na lata 2007-2013.

Podstawowym celem Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego jest wspieranie bieżącej działalności i rozwoju mikroprzedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw z terenu województwa dolnośląskiego poprzez poręczanie kredytów i pożyczek. Dolnośląski Fundusz Gospodarczy nie jest przedsiębiorstwem nastawionym na maksymalizację zysku, a wszelkie wypracowywane nadwyżki finansowe przeznaczane są na prowadzenie działalności statutowej (działalność typu *not-for-profit*).

3. Analiza ekonomiczno-finansowa

3.1 Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego Sp. z o.o. za lata 2014-2016 oraz za pierwsze trzy kwartały 2017 roku przedstawia tabela nr 3.1.

Przychody ze sprzedaży

Fundusz generuje przychody ze sprzedaży wyłącznie z prowizji i opłat z tytułu udzielanych poręczeń. Do roku 2009 przychody Spółki charakteryzowały się ogólną tendencją wzrostową. W latach 2010-2012 miał natomiast miejsce systematyczny spadek wartości osiąganych przychodów ze sprzedaży (w ciągu trzech lat aż o 80%), będący rezultatem silnego ograniczenia przez Fundusz akcji poręczeniowej, a w roku 2012 wynikający również ze znacznego wzrostu udziału poręczeń w ramach JEREMIE, w przypadku których Fundusz pobiera znacznie niższą prowizję.

W 2013 roku przychody wrosły ponad dwukrotnie, jednak w latach 2014-2015 ich wartość ponownie spadała do niskiego poziomu ok. 250 tys. zł. W 2016 roku, przy braku kolejnych limitów reporęczeń w ramach JEREMIE, DFG udzielał już tylko poręczeń w ramach kapitału własnego, co pomimo stosunkowo niskiej wartości udzielonych wówczas poręczeń skutkowało ponad 50% wzrostem przychodów ze sprzedaży w porównaniu do poprzedniego roku. W 2017 roku Fundusz zwiększył akcję poręczeniową, co skutkowało dalszym wzrostem przychodów ze sprzedaży, które po trzech kwartałach osiągnęły wyższą wartość niż w całym poprzednim roku.

Koszty operacyjne

Struktura kosztów rodzajowych DFG jest typowa dla działalności funduszy poręczeniowych. Głównym składnikiem kosztów są wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne, łącznie stanowiące w ostatnich latach 65-70% sumy kosztów. Drugim istotnym składnikiem kosztów są usługi obce, z udziałem na poziomie około 20%.

Wartość ponoszonych kosztów rosła systematycznie do roku 2014. W roku 2015 wartość kosztów ustabilizowała się na poziomie ok. 1,7 mln zł, a w 2016 roku (głównie na skutek przeprowadzonej redukcji stanu zatrudnienia) obniżyła się do ok. 1,5 mln zł. Po trzech kwartałach 2017 roku poziom kosztów operacyjnych był na podobnym poziomie jak w analogicznym okresie poprzedniego roku.

Ponoszone przez DFG koszty operacyjne stale znacznie przekraczają wartość osiąganych przychodów, w rezultacie czego Fundusz od początku swojej działalności generuje ujemny wynik brutto ze sprzedaży. Strata na tym poziomie RZiS rosła do roku 2014, kiedy osiągnęła poziom -1,5 mln zł. W latach 2015-2016 ujemny wynik brutto ze sprzedaży zmniejszał się i osiągnął -1,1 mln zł na koniec grudnia 2016 roku. Po trzech kwartałach 2017 roku strata na tym poziomie RZiS wyniosła ok. -0,7 mln zł i była o ok. 14% niższa niż w analogicznym okresie poprzedniego roku.

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

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2014	Za rok 2015	Za rok 2016	Za okres I-IX.2017
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY	255,6	269,5	408,7	428,6
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	252,8	269,5	408,7	428,6
II. Zmiana stanu produktów	2,8	-	-	-
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	1 722,9	1 713,5	1 535,9	1 104,7
I. Amortyzacja	15,3	17,9	17,9	13,4
II. Zużycie materiałów i energii	46,9	48,5	26,1	20,0
III. Usługi obce	301,7	314,1	318,1	262,4
IV. Podatki i opłaty	91,9	89,6	83,2	65,8
V. Wynagrodzenia	998,3	989,7	879,5	602,8
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	176,9	176,4	152,7	119,4
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	91,9	77,3	58,5	20,9
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(1 467,3)	(1 444,0)	(1 127,2)	(676,1)
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	1 845,4	1 348,3	2 355,6	1 167,9
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	1 108,3	659,4	670,2	323,9
III. Inne przychody operacyjne	737,0	689,0	1 685,3	844,0
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	1 080,4	512,5	1 734,1	911,9
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	-	1 002,2	-
III. Inne koszty operacyjne	1 080,4	512,5	731,9	911,9
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(702,4)	(608,2)	(505,8)	(420,1)
G. PRZYCHODY FINANSOWE	819,1	682,1	524,4	337,8
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	819,1	682,1	524,4	337,8
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	-	-	-	-
H. KOSZTY FINANSOWE	-	-	-	-
I. Odsetki	-	-	-	-
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	-	-	-	-
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	116,7	73,9	18,6	(82,3)
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	116,7	73,9	18,6	(82,3)
L. PODATEK DOCHODOWY	10,7	15,3	(15,3)	-
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIEJSZENIA ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	106,1	58,5	34,0	(82,3)

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

Przy ocenie wyniku brutto ze sprzedaży bierzemy jednak pod uwagę fakt, że Fundusz od 2011 roku otrzymuje w ramach projektu JEREMIE refundację części ponoszonych kosztów operacyjnych związanych z realizacją tego projektu. Księgowane są one na niższym poziomie rachunku zysków i strat – w poz. D.II. „dotacje”. Wynik ze sprzedaży skorygowany o w/w refundacje utrzymywał się w latach 2011-2014 na stosunkowo stabilnym poziomie od -0,4 do -0,6 mln zł. W 2015 roku strata była jednak wyższa (-0,8 mln zł). W 2016 roku DFG otrzymywał jeszcze stosunkowo wysokie refundacje kosztów (niemal 0,7 mln zł), co w połączeniu z obniżeniem księgowej wartości straty brutto ze sprzedaży skutkowało poprawą skorygowanego wyniku na tym poziomie RZiS do ok. -0,5 mln zł. Po pierwszych trzech kwartałach 2017 roku wynik skorygowany o refundacje JEREMIE wyniósł ok. -0,35 mln zł i był (głównie ze względu na niższe zwroty kosztów) o ok. 1/3 gorszy niż w analogicznym okresie poprzedniego roku.

Stratę na poziomie wyniku ze sprzedaży traktujemy jako zjawisko typowe dla działalności funduszy poręczeniowych niedziałających dla maksymalizacji zysku. W przypadku DFG wysokość straty brutto ze sprzedaży skorygowanej o refundacje w ramach JEREMIE (odpowiadająca w ostatnich latach równowartości ok. 2-3% kapitału poręczeniowego Funduszu) nie budzi naszych większych obaw. Należy jednak zaznaczyć, że ewentualny jej wzrost mógłby rzutować negatywnie na ocenę ryzyka kredytowego Funduszu.

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

Na „pozostałe przychody operacyjne” w ostatnich latach składały się głównie „dotacje” (poz. D.II) oraz „inne przychody operacyjne” (poz. D.III).

W roku 2010 DFG, ze względu na zakończenie programu SPO-WKP przeksięgował środki otrzymane w ramach tego dofinansowania (pomniejszone o dokonane wcześniej odpisy na wypłacone poręczenia) z pozycji B.IV pasywów – „rozliczenia międzyokresowe”, poprzez rachunek zysków i strat (D.II – „dotacje”), do kapitałów własnych.

Począwszy od I. kwartału 2011 roku w pozycji „dotacje” Fundusz wykazuje natomiast otrzymywane refinansowanie wydatków (kosztów operacyjnych) związanych z realizacją projektu JEREMIE.

W pozycji „inne przychody operacyjne” księgowane są głównie rozwiązywane rezerwy na poręczenia oraz rozwiązywane odpisy aktualizujące należności.

Pozycja „pozostałe koszty operacyjne” obejmowała w ostatnich latach głównie utworzone rezerwy (celowe i ogólną) na ryzyko poręczeń. W pozycji tej wykazywane były także koszty windykacji i egzekucyjne dotyczące wypłaconych poręczeń.

Przychody i koszty finansowe

Przychody finansowe Funduszu pochodziły w ostatnich latach głównie z odsetek od lokat bankowych. W latach 2010-2011 wynosiły one ok. 1 mln zł. W roku 2012, na skutek dużego wzrostu posiadanych przez DFG środków pieniężnych (będącego rezultatem dokapitalizowania Funduszu

przez udziałowców), odsetki z lokat wzrosły do najwyższego jak dotychczas poziomu 1,4 mln zł. Od roku 2013, na skutek ogólnego obniżenia oprocentowania depozytów bankowych, przychody finansowe Funduszu mają tendencję malejącą.

Wynik finansowy

Od roku 2004 do roku 2016 DFG wykazywał stale niewielki dodatni księgowy wynik netto, oscylujący zwykle (oprócz roku 2010) na poziomie ok. 50-150 tys. zł. W okresie I-III. kw. 2017 r. Fundusz wykazał natomiast niewielką stratę netto.

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 bezzwrotnych dotacji na powiększenie kapitału poręczeniowego (jeśli były księgowane przez RZiS) oraz ewentualne bezpośrednie odpisy kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych. W przypadku Funduszy wykazujących zbyt niskie stany rezerw celowych w odniesieniu do portfela poręczeń na ryzyku własnym dokonywana jest także korekta wyniku finansowego o zmianę salda dodatkowo doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu rezerw celowych.

W 2010 roku DFG przeksięgował po zakończeniu projektu SPO-WKP otrzymane dofinansowanie (w kwocie pomniejszonej o wypłacone poręczenia) do kapitałów własnych poprzez rachunek zysków i strat (poz. D.II – „dotacje”). Ponieważ było to zdarzenie jednorazowe i dotyczyło otrzymanej przez Fundusz wcześniej dotacji na powiększenie kapitału poręczeniowego, wynik Funduszu dla 2010 roku został skorygowany o wysoką kwotę (ok. 11,5 mln zł) „dotacji”, w konsekwencji osiągając wysoką ujemną wartość (ok. -4,8 mln zł).

Kwoty „dotacji” wykazywane w RZiS od I. kwartału 2011 r. dotyczyły otrzymywanego przez Fundusz refinansowania kosztów związanych z realizacją projektu JEREMIE. Nie dokonujemy zatem korekt wyniku z tego tytułu.

W przypadku Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego korekty *in minus* do IV. kwartału 2010 roku dokonywaliśmy również o nieuwjmowane w pełni w rachunku zysków i strat odpisy związane z wypłacanymi poręczeniami. W części przypadającej na udział dofinansowania w projekcie, w ramach którego poszczególne poręczenia zostały udzielone, odpisy te tworzone były bezpośrednio w ciężar kapitału powstałego z otrzymanego dofinansowania (księgowanego w pozycji B.IV pasywów). Z uwagi na dokonane na koniec 2010 roku przeksięgowanie dofinansowania z SPO-WKP do kapitałów własnych, od roku 2011 wynik nie podlega już korektom z tego tytułu.

Księgową wartość wyników netto do III. kwartału 2010 r. oraz od IV. kwartału 2016 r. korygujemy również 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). Ze względu na wzrost stanu rezerw celowych utworzonych przez Fundusz powyżej wymaganego poziomu, w okresie od 2011 r. do III. kwartału 2016 r. korekty tego typu nie były konieczne.

Skorygowane wyniki finansowe DFG (obliczone zgodnie z omówionymi wyżej zasadami) za lata 2014-2016 oraz za III kwartał 2017 r. przedstawia tabela 3.2.

Tabela 3.2 Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o. – skorygowany wynik netto

Lp.	Wynik skorygowany (tys. zł)	2014	2015	2016	I-IX.2017
1	Księgowy wynik netto	106,1	58,5	34,0	-82,3
2	Korekta o zmianę salda rezerwy na ryzyko ogólne	0,8	0,7	-165,5	0,0
3	Korekta o zmianę salda odpisów w ciężar rozl. międzyokr.	0,0	0,0	0,0	0,0
4	Korekta o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych	0,0	0,0	-540,9	-205,7
5	Wynik skorygowany = [1] + [2] + [3] + [4]	106,9	59,2	-672,4	-288,0

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

W latach 2004-2010 skorygowany wynik netto Funduszu był (za wyjątkiem 2006 roku) stale ujemny. W latach 2009-2010 skorygowane straty przyjmowały przy tym znaczne wartości (odpowiednio ok. -1,5 mln zł i ok. -4,8 mln zł), co było głównie rezultatem silnego wzrostu kwot wypłaconych wówczas poręczeń (z których większa część ujęta została jako bezpośrednie odpisy w ciężar rozliczeń międzyokresowych), a w 2010 roku także odliczenia dotacji (11,5 mln zł) i utworzenia dużych rezerw celowych (w kwocie 5,4 mln zł). Należy przy tym wspomnieć, że na wzrost stanu rezerw celowych wpływ miał zarówno wzrost szkodowości portfela poręczeń jak i zmiana zasad księgowania rezerw. Po przeksięgowaniu w 2010 roku do kapitałów własnych (poprzez RZiS) kwoty dofinansowania z SPO-WKP konieczne było bowiem dotworzenie rezerw celowych na poręczenia zagrożone, odpowiadających około 3/4 wartości tych poręczeń. Wpływ tej operacji (dokonanej w IV. kwartale 2010 roku) można oszacować na kwotę około 2 mln zł. Kolejne ok. 2 mln zł dotworzonych rezerw celowych wiązać należy jednak już ze „zwykłym” ryzykiem portfela poręczeń.

W latach 2011-2015 skorygowany wynik finansowy DFG uległ poprawie, przyjmując stale niewielkie wartości dodatnie, na co istotny wpływ miało stopniowe rozwiązywanie utworzonych wcześniej rezerw celowych. W 2016 roku rezerwy te spadły jednak poniżej poziomu 4% wartości poręczeń aktywnych na ryzyku Funduszu, przez co konieczne stało się doliczenie na potrzeby oceny ryzyka kredytowego dodatkowych rezerw celowych, których zmiana salda wpłynęła negatywnie na skorygowany wynik Funduszu. Po korekcie strata za 2016 rok wyniosła ok. -0,7 mln zł. Po pierwszych trzech kwartałach 2017 r. skorygowany wynik również pozostawał ujemny i wynosił ok. -0,3 mln zł.

3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

Bilans Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego Sp. z o.o. zaprezentowany został w dwóch tabelach. Tabela nr 3.3 przedstawia aktywa, natomiast tabela nr 3.4 – pasywa Funduszu wg stanu na koniec lat 2014-2016 oraz na koniec III. kwartału 2017 roku.

Tabela 3.3 DFG Sp. z o.o. – bilans (aktywa) na koniec lat 2014-2016* oraz III. kw. 2017 r.

Bilans – Aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2014	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 30.09.2017
A. AKTYWA TRWAŁE	121,3	98,4	80,6	67,2
I. Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	66,3	48,4	30,6	17,2
III. Należności długoterminowe	-	-	-	-
IV. Inwestycje długoterminowe	55,0	50,0	50,0	50,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-
B. AKTYWA OBROTOWE	28 426,8	28 453,1	27 178,2	27 299,4
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	2 927,6	3 665,6	2 537,2	2 694,7
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	2 927,6	3 665,6	2 537,2	2 694,7
a) z tytułu dostaw i usług	29,2	27,9	11,9	37,6
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	-	-	-	-
c) inne	2 898,4	3 637,7	2 525,3	2 657,1
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	25 359,0	24 706,7	24 397,8	24 326,4
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	25 359,0	24 706,7	24 397,8	24 326,4
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	25 359,0	24 706,7	24 397,8	24 326,4
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	25 359,0	24 706,7	24 397,8	24 326,4
- inne środki pieniężne	-	-	-	-
- inne aktywa pieniężne	-	-	-	-
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	140,2	80,7	243,2	278,4
AKTYWA RAZEM	28 548,1	28 551,5	27 258,8	27 366,6

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

Aktywa

Struktura aktywów DFG nie odbiega od typowej dla działalności funduszu poręczeniowego: majątek Spółki stanowią niemal wyłącznie aktywa krótkoterminowe (obrotowe). Na niewielki majątek trwałe (stanowiący zaledwie ok. 0,2-0,4% sumy aktywów) w ostatnich latach składały się „inwestycje długoterminowe” (A.IV), „rzeczowe aktywa trwałe” (A.II) oraz „rozliczenia międzyokresowe” z tytułu odroczonego podatku dochodowego (A.V).

Wykazywane w bilansie „inwestycje długoterminowe” dotyczą udziałów w spółce Krajowa Grupa Poręczeniowa Sp. z o.o. (będącej spółką celową powołaną do wspierania działalności funduszy poręczeniowych, w których udziałowcem jest Bank Gospodarstwa Krajowego) o wartości 50 tys. zł oraz (do III. kwartału 2015 roku) udziałów w funduszu pożyczkowym Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Pożyczki Sp. z o.o. o wartości 5 tys. zł.

Na aktywa obrotowe Funduszu w ostatnich kilku latach składały się głównie inwestycje krótkoterminowe (na koniec III. kwartału 2017 r. stanowiły one ok. 89% sumy aktywów). Całość środków znajdujących się w bankach na rachunkach bieżących i na depozytach terminowych wykazywana była w pozycji B.III.1.c – „środki pieniężne w kasie i na rachunkach”.

Pozostałe składniki aktywów obrotowych to „należności krótkoterminowe”, a także „krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe”. Wykazywane w bilansie „należności krótkoterminowe z tytułu dostaw i usług” dotyczyły należności z tytułu prowizji od udzielonych poręczeń, natomiast kwoty wykazywane w poz. B.II.2.c – „inne należności krótkoterminowe” dotyczyły głównie należnych refundacji wydatków kwalifikowanych (kosztów operacyjnych) związanych z realizacją programu JEREMIE, a od III. kw. 2013 r. również stosunkowo wysokich kwot należności związanych z wypłaconymi poręczeniami zabezpieczonymi hipoteką (na koniec III. kw. 2017 r. stanowiły one ok. 9,7% sumy aktywów Funduszu).

W pozycji „rozliczenia międzyokresowe” (B.IV) Fundusz księgował głównie narosłe odsetki od niezapadłych lokat bankowych (które z ekonomicznego punktu widzenia należałoby zaliczyć do środków pieniężnych).

Suma bilansowa DFG rosła dynamicznie do roku 2007 – głównie dzięki otrzymywanym przez Fundusz transzom dofinansowania w ramach SPO-WKP. W roku 2008 wzrost wartości sumy bilansowej znacząco wyhamował, a w latach 2009-2011 następował już jej stopniowy spadek (łącznie o 14%), co było wynikiem zarówno dokonywanych przez Fundusz wypłat poręczeń (skutkujących zmniejszaniem się kwoty posiadanych środków pieniężnych), jak też dokonanego w roku 2010 jednorazowego odpisu na „wartości niematerialne i prawne”.

W II. kwartale 2012 roku, dzięki podwyższeniu kapitału zakładowego Spółki o kwotę 10 mln zł, dokonanemu przez udziałowców, nastąpił ponowny duży wzrost (niemal o połowę) wartości aktywów Funduszu. Do III. kwartału 2013 r. suma bilansowa znów sukcesywnie spadała (łącznie o ok. 8%) w konsekwencji kolejnej fali wypłat. Od IV. kw. 2013 r. do III. kw. 2016 r. suma bilansowa pozostawała stabilna na poziomie ok. 28 mln zł. W IV. kw. 2016 r. suma bilansowa obniżyła się nieco – do ok. 27,3 mln zł na skutek dokonanego odpisu aktualizującego należności z tytułu wypłaconych poręczeń, wykazywane w poz. B.II.2.c – „inne należności krótkoterminowe”.

Stosunkowo stabilną w ostatnich latach wartość, a także jakość i bardzo wysoką płynność aktywów DFG z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego funduszu oceniamy zdecydowanie pozytywnie.

Pasywa

Do roku 2009 (przy uwzględnieniu środków z SPO-WKP wykazywanych wcześniej w rozliczeniach międzyokresowych) udział kapitału własnego w pasywach wynosił stale ponad 95%. W roku 2010, na skutek utworzenia wysokich rezerw celowych na poręczenia zagrożone, udział kapitału własnego obniżył się do 75%. W 2012 roku, po dokapitalizowaniu Spółki przez udziałowców kwotą 10 mln zł, udział kapitału własnego wzrósł do 89% i na zbliżonym poziomie utrzymywał się do końca 2015 roku.

W 2016 roku Fundusz rozwiązywał rezerwy celowe i na ryzyko ogólne, przez co udział kapitału własnego wzrósł do 97%. Na podobnym poziomie utrzymał się do końca III. kwartału 2017 r.

Tabela 3.4 DFG Sp. z o.o. – bilans (pasywa) na koniec lat 2014-2016* oraz III. kw. 2017 r.

Bilans – Pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2014	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 30.09.2017
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	26 268,4	26 326,9	26 360,9	26 278,6
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	18 300,5	18 300,5	18 300,5	18 300,5
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	7 861,8	7 967,9	8 026,4	8 060,4
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	-	-	-	-
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-	-
VIII. Zysk (strata) netto	106,1	58,5	34,0	(82,3)
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	2 279,7	2 224,5	897,9	1 088,0
I. Rezerwy na zobowiązania	2 202,1	2 172,7	844,3	1 023,3
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	26,1	15,3	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	2 176,0	2 157,4	844,3	1 023,3
II. Zobowiązania długoterminowe	-	-	-	-
III. Zobowiązania krótkoterminowe	77,5	51,8	53,6	64,7
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	77,5	51,8	53,6	64,7
- kredyty i pożyczki	-	-	-	-
- z tytułu dostaw i usług	3,3	-	8,9	28,0
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	69,7	42,9	37,1	35,3
- z tytułu wynagrodzeń	-	-	0,2	1,4
- inne	4,5	9,0	7,5	-
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-
PASYWA RAZEM	28 548,1	28 551,5	27 258,8	27 366,6

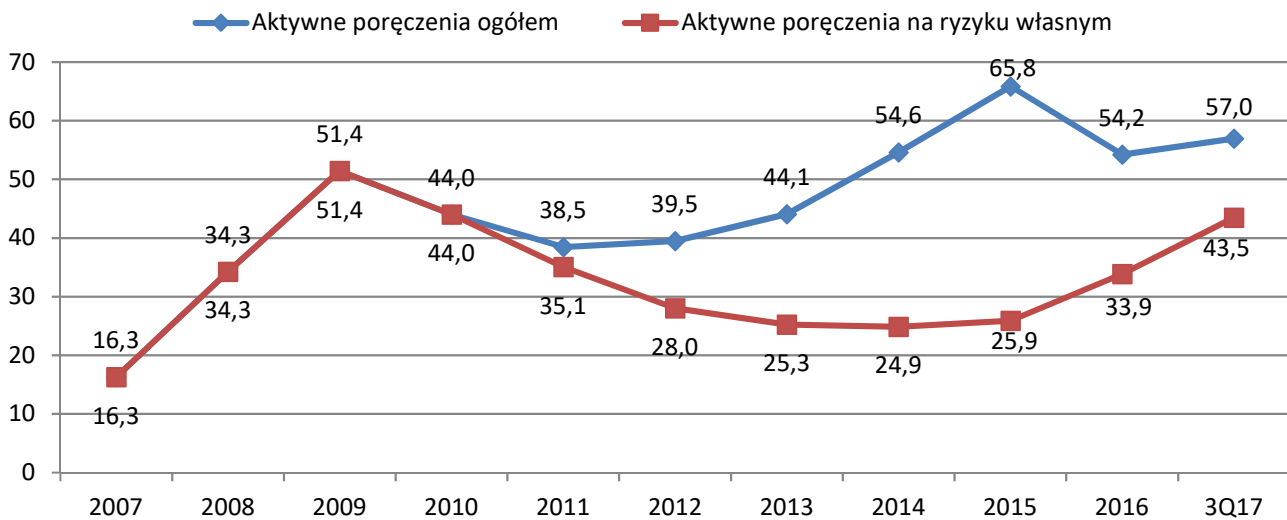
Źródło: DFG Sp. z o.o. *roczne sprawozdania finansowe zaudytowane

Na „zobowiązania i rezerwy na zobowiązania” składają się przede wszystkim niewielkie kwoty bieżących zobowiązań z tytułu podatków (B.I.1 i B.III.2), a także „pozostałe rezerwy” (B.I.3), dotyczące praktycznie w całości rezerw celowych na poręczenia zagrożone oraz niewielkiej rezerwy na ryzyko ogólne. DFG nie posiada żadnych zobowiązań finansowych (oprocentowanych).

Obecną strukturę pasywów DFG Sp. z o.o. oceniamy jako bardzo bezpieczną i nieodbiegającą od typowej dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe.

Pozycje pozabilansowe

Wykres 3.1 Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o. – wartość aktywnych poręczeń (mln zł)



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

Udzielane przez Fundusz poręczenia księgowane są jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe.

Wartość portfela aktywnych poręczeń DFG rosła bardzo dynamicznie do I. kw. 2010 r., kiedy to osiągnęła 53,2 mln zł. W kolejnych kwartałach wartość aktywnych poręczeń zmniejszyła się do 38 mln zł na koniec II. kw. 2012 r. W latach 2012-2015 wartość poręczeń ponownie rosła – do najwyższego dotychczas poziomu 65,8 mln zł osiągniętego na koniec 2015 roku. Z uwagi na fakt, że większość poręczeń reporeczana była wówczas w ramach projektu JEREMIE, wartość poręczeń na ryzyku własnym Funduszu obniżała się.

Należy przy tym wspomnieć, że projekt JEREMIE ze środków unijnej perspektywy 2007-2013 został zakończony wraz z końcem 2015 roku, a stare limity są stopniowo wygaszane. W efekcie od 2016 roku ogólna wartość aktywnych poręczeń zmniejszała się, natomiast rosła wartość poręczeń na ryzyku własnym Funduszu.

Należy spodziewać się, że do czasu uruchomienia nowego wsparcia funduszy poręczeniowych w ramach perspektywy unijnej na lata 2014-2020 udział poręczeń na ryzyku Funduszu w portfelu poręczeń aktywnych może się nadal zwiększać. Oczekujemy jednak, że wzrost ten nie będzie nadmierny oraz będzie miał charakter tymczasowy.

3.3 Analiza wskaźnikowa

Wartości najważniejszych parametrów finansowych oraz analizę wskaźnikową Funduszu przedstawia tabela nr 3.5 oraz wykresy 3.2-3.3.

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

Lp.		2014	2015	2016	IX.2017
1	Kapitał poręczeniowy wyliczony przez Fundusz (tys. zł)	26 284	26 310	26 343	26 279
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	25 023	24 742	24 528	24 179
3	Aktywne poręczenia na koniec okresu razem (tys. zł)	54 628	65 849	54 201	56 963
4	w tym poręczenia reporczone w ramach JEREMIE (tys. zł)	39 409	52 852	26 807	17 629
5	w tym kwota reporczana razem (tys. zł)	29 752	39 930	20 329	13 473
6	Aktywne poręczenia na ryzyku własnym Funduszu (tys. zł) [3]-[5]	24 876	25 919	33 872	43 490
7	Mnożnik 1 = [3] / [1]	2,08	2,50	2,06	2,17
8	Mnożnik 2 (skorygowany) = [6] / [2] *	0,99	1,05	1,38	1,80
9	Liczba aktywnych poręczeń	357	379	355	408
10	w tym poręczenia reporczone w ramach JEREMIE	231	253	152	124
11	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	153	174	153	140
12	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
13	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,6%	0,7%	0,6%	0,6%
14	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	16 680	16 364	13 167	11 851
15	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	834	818	658	593
16	20 najw. aktywnych poręczeń na ryzyku własnym (tys. zł)	5 805	5 106	6 765	8 640
17	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	30,5%	24,9%	24,3%	20,8%
18	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	66,7%	66,1%	53,7%	49,0%
19	20 najw. por. na ryz. wł. / Skorygowany KW *	23,2%	20,6%	27,6%	35,7%
20	Przeciętne największe poręczenie / Kapitał poręczeniowy *	3,3%	3,3%	2,7%	2,5%
21	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	754	1 028	670	276
22	Wartość wypłaconych poręczeń na ryz. wł. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	575	945	670	276
23	Wypłacone poręczenia brutto / Śr.stan akt. poręczeń	1,5%	1,7%	1,1%	0,5%
24	Wartość odzyskanych należn. z tyt. por. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	510	478	352	456
25	Odzyskane poręczenia na rachunek własny (tys. zł)	496	447	318	397
26	Wypłacone poręczenia netto / Śr. kapitał poręczeniowy *	1,0%	2,2%	1,3%	-0,7%
27	Wypłacone poręczenia netto na ryz. wł. / Śr. kapitał własny *	0,3%	2,0%	1,4%	-0,5%
28	Wynik skorygowany za 4 kwartały / Śr. kapitał własny *	0,4%	0,2%	-2,7%	-4,1%

* Wskaźniki wyliczone w oparciu o kapitał poręczeniowy skorygowany

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

Skorygowany kapitał poręczeniowy

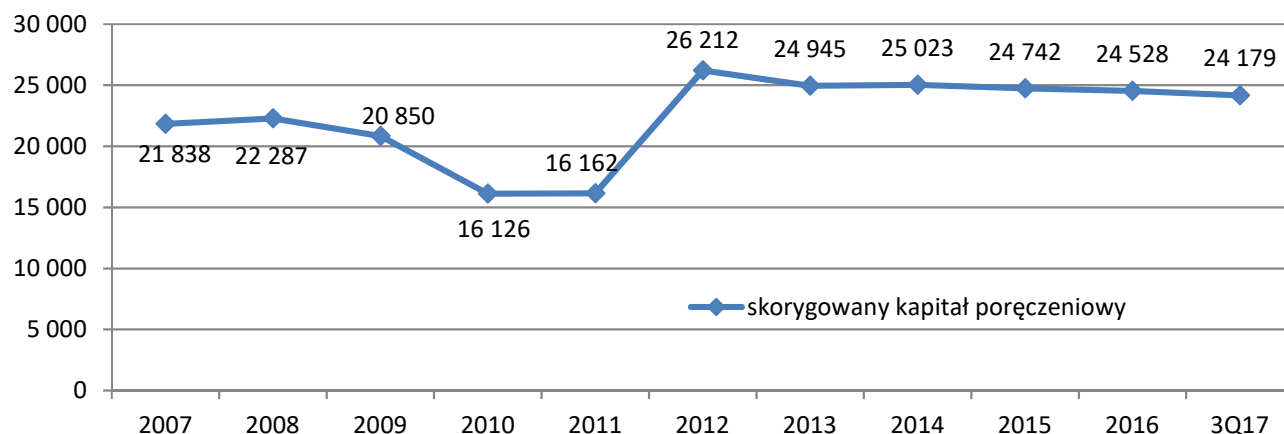
Według metodologii oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych stosowanej przez agencję ratingową EuroRating aktualną wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego oblicza się według formuły: skorygowany kapitał własny (uwzględniający m.in. również rezerwę na ryzyko ogólne, która nie ma bezpośredniego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

Na potrzeby wyliczenia skorygowanego kapitału własnego DFG Sp. z o.o. dokonujemy następujących korekt księgowej wartości kapitału wykazywanej w bilansie Spółki:

- od 2004 roku do III. kw. 2010 r. korekta *in minus* o 100% wartości firmy (poz. A.I) z uwagi na brak rzeczywistej wartości zbywczej tej grupy aktywów;
- w latach 2004-2010 oraz od II. kw. 2013 r. korekta *in minus* o 30% bilansowej wartości „rzeczowych aktywów trwałych” (poz. A.II) z uwagi na niską płynność tego typu aktywów;
- korekta *in minus* o całość kwot wykazywanych w bilansie Funduszu w pozycji „inwestycje długoterminowe” (poz. A.IV), dotyczących objętych przez DFG udziałów w spółce specjalnego przeznaczenia Krajowa Grupa Poręczeniowa Sp. z o.o. (o wartości nominalnej 50 tys. zł), a także w okresie IV. kw. 2012 r. – III. kw. 2015 r. w spółce Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Pożyczki Sp. z o.o. (o wartości nominalnej 5 tys. zł); przyjmujemy bowiem konserwatywne założenie, iż (ponieważ spółki te nie działają w celu maksymalizacji zysku dla udziałowców) ich udziały nie będą miały faktycznej wartości ekonomicznej, która mogłaby w razie potrzeby zostać spieniężona na pokrycie ewentualnych zobowiązań Funduszu z tytułu udzielonych poręczeń;
- począwszy od III. kw. 2013 r. kapitał własny korygujemy *in minus* również o połowę wartości należności z tytułu wypłaconych poręczeń zabezpieczonych hipoteką (wspomniana wcześniej pozycja B.II.2.c aktywów bilansu); przyjmujemy bowiem założenie, iż należności te – pomimo zabezpieczenia na majątku – mogą nie zostać odzyskane w całości, w związku z czym nie można ich uwzględniać w skorygowanym kapitale własnym Funduszu w pełnej wysokości;
- do III. kw. 2010 r. dokonywana była 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;
- w latach 2005-2009 do skorygowanego kapitału własnego zaliczaliśmy także kwoty ujęte w pasywach w „rozliczeniach międzyokresowych”, dotyczące otrzymanego przez Fundusz dofinansowania w ramach programu SPO-WKP na powiększenie kapitału poręczeniowego.

Tak obliczony skorygowany kapitał własny (w przypadku DFG Sp. z o.o. tożsamy z kapitałem poręczeniowym) [2] na koniec III. kwartału 2017 r. wyniósł 24,2 mln zł i był o 2,1 mln zł niższy od wartości podawanej przez sam Fundusz (26,3 mln zł).

Wykres 3.2 DFG Sp. z o.o. – wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego (tys. zł)



Źródło: DFG 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.

Dolnośląski Fundusz Gospodarczy od początku działalności do I. kw. 2010 r. stale zwiększał liczbę i wartość udzielanych poręczeń, a co za tym idzie – także wartość portfela poręczeń aktywnych na koniec poszczególnych lat [3]. W rezultacie systematycznie rosła także wartość skorygowanego mnożnika kapitałowego [8]: z poziomu 0,5 w roku 2005 do 2,6 na koniec I. kw. 2010 roku.

Ponieważ jednak od II. połowy 2009 roku miał miejsce znaczący wzrost szkodowości portfela poręczeń, Fundusz od początku 2010 roku zaczął ograniczać skalę prowadzonej akcji poręczeniowej. Wartość udzielonych poręczeń zmalała w ciągu następnych dwóch lat ponad dwukrotnie z 48 mln zł w 2009 roku do ok. 23 mln zł w 2012 roku. W rezultacie obniżyła się także wartość portfela poręczeń aktywnych – z 53,2 mln zł w I. kw. 2010 r. do 38,0 mln zł na koniec II. kw. 2012 r. W latach 2013-2015 miał już miejsce ponowny wzrost wartości udzielanych poręczeń, przy czym coraz większy udział miały poręczenia reporeczana w ramach programu JEREMIE.

Łączna wartość poręczeń aktywnych osiągnęła najwyższą dotychczas wartość (65,8 mln zł) na koniec 2015 roku. W 2016 roku, ze względu na wygaszanie programu JEREMIE w województwie dolnośląskim, DFG ograniczył akcję poręczeniową, co spowodowało spadek wartości portfela poręczeń do 54,2 mln zł. W pierwszych trzech kwartałach 2017 roku Fundusz udzielał już istotnie więcej poręczeń, a portfel poręczeń aktywnych zwiększył się tym samym do ok. 57 mln zł.

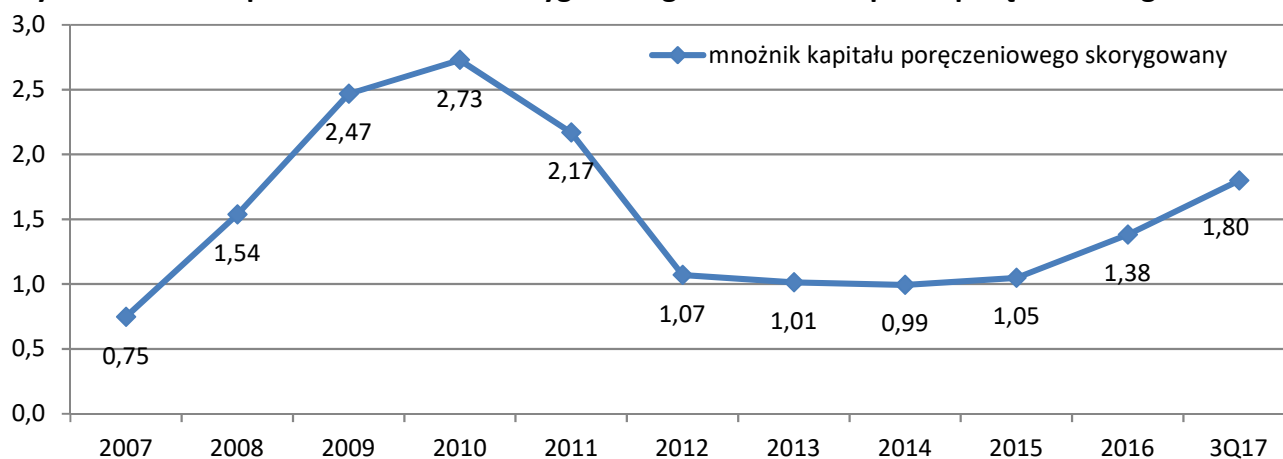
Ze względu na fakt, że DFG w latach 2009-2013 dokonywał stosunkowo wysokich wypłat poręczeń [21], systematycznemu zmniejszaniu ulegała także wartość posiadanego przez Fundusz kapitału poręczeniowego. Skokowy spadek wartości kapitału miał przy tym miejsce w IV. kw. 2010 r., ze względu na wysoką wartość utworzonych wówczas rezerw celowych (kwestia ta została omówiona szerzej w punkcie 3.1 w części poświęconej omówieniu wyniku finansowego). W rezultacie wartość skorygowanego mnożnika kapitałowego [8] wzrosła na koniec IV. kw. 2010 r. do najwyższego jak dotąd poziomu 2,73.

Od 2011 roku poziom skorygowanego mnożnika stopniowo spadał, co było wynikiem zarówno dokonanego w 2012 roku przez wspólników dokapitalizowania Spółki kwotą 10 mln zł, jak również rozpoczęcia przez DFG (od II. kw. 2011 r.) udzielania poręczeń reporeczanych w ramach inicjatywy JEREMIE (programu unijnego w ramach Dolnośląskiego Regionalnego Programu Operacyjnego na lata 2007-2013). Program ten w województwie dolnośląskim polegał na udzielaniu funduszom poręczeniowym reporeczeń z puli środków pieniężnych będących w zarządzaniu menedżera projektu (którym jest Bank Gospodarstwa Krajowego). Reporeczenia udzielane były w wysokości do 80% kwoty kredytu dla kredytobiorcy, którego pojedyncze poręczenie lub ich suma nie przekraczały 500 tys. zł oraz do 70% kwoty kredytu w przypadku poręczeń na kwotę powyżej 500 tys. zł. Górny limit poręczenia wynosił 1 mln zł.

Zgodnie z metodologią agencji ratingowej EuroRating, w przypadku funduszy poręczeniowych korzystających ze wsparcia w ramach programu JEREMIE, skorygowany mnożnik oblicza się jako iloraz wartości poręczeń aktywnych będących na ryzyku własnym funduszu [6] do wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego [2]. Wartość poręczeń na ryzyku własnym funduszu oblicza się odejmując od sumy wartości wszystkich aktywnych poręczeń [3] kwotę podlegającą reporeczeniu w ramach JEREMIE [5]. Jest to bowiem kwota, którą menedżer projektu JEREMIE zwraca Funduszowi w przypadku konieczności dokonania wypłat poręczeń reporeczonych w ramach tego programu.

Wartość skorygowanego mnożnika kapitałowego [8] przy uwzględnieniu reporeczeń JEREMIE obniżyła się w roku 2012 do poziomu 1,07 i do końca 2015 roku (pomimo systematycznego wzrostu łącznej nominalnej wartości poręczeń aktywnych) utrzymywała się stale na poziomie zbliżonym do 1,0. Od początku 2016 roku Fundusz nie udziela już poręczeń w ramach JEREMIE, przez co wraz z wygasaniem starszych poręczeń (nawet przy mniejszej obecnie skali akcji poręczeniowej), zwiększa się ekspozycja własna DFG na ryzyko własne związane z udzielonymi poręczeniami. Skutkuje to wzrostem skorygowanego mnożnika kapitału własnego (tożsamego z mnożnikiem kapitału poręczeniowego), który na koniec września 2017 roku wyniósł 1,8.

Wykres 3.3 DFG Sp. z o.o – wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego



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

Ekspozycję własną Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń oceniamy jako nadal stosunkowo niską i bezpieczną, co jest głównym czynnikiem wpływającym na utrzymywanie się ryzyka kredytowego Funduszu na niskim poziomie. Bierzymy jednak pod uwagę, że w najbliższych kwartałach mnożnik skorygowanego kapitału poręczeniowego może w dalszym ciągu rosnąć ze względu na opóźnienia związane z wdrażaniem wsparcia dla funduszy poręczeniowych z perspektywy unijnej na lata 2014-2020. Oczekujemy jednak, że wsparcie to zostanie uruchomione w 2018 roku. W innym przypadku, w zależności od skali wzrostu, rosnąca wartość mnożnika skorygowanego kapitału własnego mogłaby już wywierać negatywną presję na bieżący poziom ratingu Funduszu.

Koncentracja portfela poręczeń

Przeciętna wartość aktywnych poręczeń [11] do 2015 roku systematycznie rosła (do 174 tys. zł). Od 2016 roku Fundusz zaczął udzielać nieco mniejszych poręczeń, przez co średnia wartość poręczenia spadła do ok. 140 tys. zł (wg stanu na koniec września 2017 roku). Ponieważ jednak zmiany ogólnej wartości portfela aktywnych poręczeń [3] wykazywały wysoką korelację ze zmianami średniej wartości poręczenia, wskaźnik dywersyfikacji portfela aktywnych poręczeń w odniesieniu do średniej wartości portfela [12] utrzymywał stabilną i niską wartość ok. 0,2-0,3%.

Stosunkowo dobrą ogólną dywersyfikację portfela poręczeń obrazuje także wskaźnik średniej wartości poręczenia do kapitału poręczeniowego [13], który po okresie lekkich wzrostów zakończonym w 2015 roku, ponownie powoli się obniża i na koniec września 2017 roku wyniósł 0,6%.

Ekspozycję Funduszu na największe poręczenia (licząc według łącznej ekspozycji na ryzyko poszczególnych klientów) do 2008 roku można było określić jako stosunkowo niską i bezpieczną. W latach 2009-2011, na skutek silnego wzrostu wartości największych poręczeń, nastąpił znaczący wzrost relacji ekspozycji Funduszu na ryzyko 20 największych klientów w stosunku do kapitału poręczeniowego [18; 20]. Suma poręczeń udzielonych na rzecz 20 największych klientów w relacji do kapitału poręczeniowego osiągnęła poziom ok. 73% (wobec 34% w roku 2008).

W roku 2012, na skutek dokapitalizowania Spółki i związanego z tym dużego wzrostu kapitału poręczeniowego Funduszu, relacja udziału największych poręczeń do skorygowanego kapitału poręczeniowego spadła do 41%. Ponadto, dzięki uzyskiwaniu przez DFG w kolejnych latach reporeczeń w ramach JEREMIE, dla coraz większej części spośród największych udzielanych poręczeń, pomimo wzrostu ogólnej sumy 20 największych poręczeń, realna ekspozycja własna Funduszu na ryzyko tych poręczeń (uwzględniająca kwoty reporeczane) ulegała stopniowemu zmniejszaniu. Na koniec 2015 roku ekspozycja własna wyniosła ok. 20-21% [19]. W kolejnych kwartałach ekspozycja własna DFG na ryzyko największych klientów wzrosła i osiągnęła ok. 36% na koniec września 2017 roku.

Dywersyfikację portfela poręczeń aktywnych DFG, zarówno pod względem średniej wartości poręczenia, jak również pod względem ekspozycji własnej na ryzyko największych poręczeń, oceniamy nadal jako dobrą i bezpieczną. Bierzemy jednak pod uwagę, że w związku z wygasaniem portfela poręczeń JEREMIE z perspektywy 2007-2013, coraz mniejsza część największych poręczeń posiada reporeczenie. W efekcie ekspozycja własna na ryzyko tych poręczeń może w kolejnych kwartałach nadal rosnąć. W zależności od skali wzrostu, przy występowaniu dalszych opóźnień we wdrażaniu wsparcia z nowej perspektywy unijnej, wartość w/w wskaźnika może wywierać presję na bieżący rating Funduszu.

Wyплаты poręczeń

Do roku 2006 Fundusz nie dokonywał praktycznie żadnych wypłat, natomiast w latach 2007-2008 roczna wartość wypłacanych poręczeń [21] wynosiła ok. 230-250 tys. zł, co odpowiadało 0,9-2,0% średniej wartości portfela aktywnych poręczeń [23].

Sytuacja uległa istotnemu pogorszeniu w latach 2009-2013. Silne osłabienie koniunktury gospodarczej, jakie miało miejsce na przełomie lat 2008/2009, znalazło swoje odbicie w znaczącym pogorszeniu jakości portfela poręczanych przez DFG kredytów. W rezultacie wartość wypłaconych poręczeń wzrosła w 2009 roku do 1,6 mln zł, (co odpowiadało 3,7% średniorocznej wartości portfela), a w roku 2010 do 2,2 mln zł (wzrost wskaźnika szkodowości średniorocznej wartości portfela do 4,6%). W kolejnych dwóch latach wartość wypłat utrzymywała się również na podwyższonym poziomie (3-5%), natomiast rekordowy pod względem wypłat był rok 2013, kiedy DFG wypłacił poręczenia o łącznej wartości 4,2 mln zł (co odpowiadało aż 10,1% średniorocznej wartości portfela poręczeń aktywnych).

Ze względu na znaczący wzrost poziomu mnożnika [8], jaki miał miejsce w latach 2009-2010 (do 2,47 w roku 2009 i 2,73 w roku 2010), istotny wzrost szkodowości portfela poręczeń miał znacznie silniejsze przełożenie na relację wypłaconych poręczeń netto (tj. po uwzględnieniu ewentualnych poręczeń odzyskanych) do wartości kapitału poręczeniowego [26]. Wskaźnik ten wzrósł w 2009 roku gwałtownie do 7,3% (z ok. 1,0-1,3% w ciągu poprzednich dwóch lat), a w latach 2010-2013 utrzymywał się na jeszcze wyższych poziomach ok. 10-15%.

Sytuacja pod względem szkodowości portfela poręczeń uległa znacznej poprawie od 2014 roku. Wolumeny wypłat spadły do ok. 0,7-1 mln zł w skali roku, a wskaźniki szkodowości obniżyły się do ok. 1-2%. Według stanu na koniec III. kw. 2017 r. (licząc dla wypłat poręczeń za cztery ostatnie kwartały) wskaźnik szkodowości zmniejszył się do zaledwie ok. 0,5%, a wypłaty netto w odniesieniu do kapitału poręczeniowego osiągnęły poziom -0,7% (Fundusz we wskazanym okresie odzyskał więcej należności z tytułu wypłaconych poręczeń niż wypłacił nowych poręczeń).

Znaczny spadek wartości wypłat poręczeń, jaki miał miejsce w ciągu ostatnich czterech lat (przy jednoczesnym wzroście wartości odzyskanych należności z tytułu wypłaconych poręczeń), z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu zaliczamy obecnie do czynników pozytywnych. Generalnie jednak historyczne wartości wskaźników szkodowości poręczeń udzielanych przez Dolnośląski Fundusz Gospodarczy sprawiają, że ogólną szkodowość portfela poręczeń należy ocenić jako podwyższoną.

Jakkolwiek zdecydowana większość wypłat dotyczyła dotychczas poręczeń udzielonych w ramach kapitału własnego DFG, to oceniając szkodowość portfela poręczeń Funduszu bierzemy pod uwagę fakt, że w latach 2012-2015 duża część (okresowo nawet ponad 80%) udzielanych poręczeń podlegała reporeczeniom w ramach JEREMIE. W przypadku dokonywania w nadchodzących kwartałach wypłat poręczeń reporeczanych w ramach JEREMIE Fundusz będzie więc tracił jedynie stosunkowo niewielkie kwoty z kapitału własnego.

Rentowność kapitału

Skorygowany wynik netto Funduszu był w latach 2004-2010 (za wyjątkiem 2006 roku) stale ujemny, przy czym w latach 2009-2010 skorygowane straty przyjmowały już znaczne wartości, odpowiadające równowartości -6,9% oraz aż -25,9% skorygowanego kapitału własnego Spółki [28].

Należy przy tym zaznaczyć, że znacząca część wzrostu ujemnego wyniku finansowego w 2010 roku wynikała z czynników jednorazowych. W związku z przeksięgowaniem dofinansowania w ramach SPO-WKP do kapitałów własnych wystąpiła konieczność utworzenia dodatkowych rezerw celowych na poręczenia zagrożone. Nawet jednak biorąc pod uwagę powyższy fakt (po uwzględnieniu wpływu w/w czynnika skorygowana strata odpowiadałaby ok. 15% wartości kapitału własnego), wygenerowana strata była bardzo wysoka i wpłynęła wówczas na wzrost ryzyka kredytowego Funduszu.

W latach 2011-2015 skorygowany wynik finansowy DFG uległ znacznej poprawie, przyjmując już przez większość czasu niewielkie wartości dodatnie (na co jednak istotny wpływ miało stopniowe rozwiązywanie utworzonych wcześniej rezerw celowych). Wskaźnik rentowności kapitału własnego [28] w tym okresie oscylował na poziomie zbliżonym do zera.

W roku 2016 i w ciągu trzech kwartałów 2017 roku skorygowany wynik finansowy DFG uległ pogorszeniu. Przyczyną było rozwiązanie rezerw do poziomów poniżej równowartości 4% poręczeń na ryzyku Funduszu, przez co powstała konieczność doliczenia dodatkowych rezerw na potrzeby oceny ryzyka kredytowego (kwestia szczegółowo omówiona w punkcie 3.4). Dodatkowym czynnikiem negatywnie wpływającym na wynik Funduszu było zmniejszenie refundacji kosztów związane z wygasaniem portfela poręczeń JEREMIE. W 2016 roku skorygowana rentowność kapitału własnego wyniosła -2,7%, a na koniec III. kw. 2017 r. (licząc dla wyniku za cztery ostatnie kwartały) uległa dalszemu pogorszeniu do -4,1%.

Utrzymywanie się rentowności w latach 2011-2015 generalnie na poziomach dodatnich, biorąc pod uwagę specyfikę działalności funduszy poręczeniowych działających jako instytucje *not-for-profit*, z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu oceniamy pozytywnie. Do czynników negatywnych zaliczamy natomiast pogorszenie wyniku finansowego, jakie nastąpiło w ciągu kilku ostatnich kwartałów. Traktujemy jednak obecnie to zjawisko jako tymczasowe, ze względu na wygasanie wsparcia z perspektywy unijnej na lata 2007-2013, przy jednoczesnych opóźnieniach w uruchamianiu wsparcia z nowej perspektywy na lata 2014-2020.

3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń

Polityka tworzenia rezerw

Pierwszy regulamin określający zasady tworzenia rezerw przez Dolnośląski Fundusz Gospodarczy został wdrożony w 2006 roku. Określał on jednak tylko zasady tworzenia rezerw celowych. Regulamin ten został zmodyfikowany w roku 2008. Zgodnie z nowym regulaminem utworzona została wówczas po raz pierwszy także rezerwa na ryzyko ogólne. Kolejna zmiana regulaminu tworzenia rezerw miała miejsce w marcu 2010 roku.

Aktualne zasady tworzenia rezerw celowych w DFG określają, że zmiana poziomu rezerw celowych 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).

Fundusz przy tworzeniu rezerw celowych wykorzystuje metodologię ustalania wartości wskaźnika rezerwy (zawierającego się w przedziale od 1,5% do 100%) uzależniającą wartość tworzonej rezerwy nie tylko od terminu zaległości w spłacie kredytu, lecz także od rodzaju samego kredytu (kredyt ratalny lub spłacany jednorazowo).

Generalnie metodologię tą oceniamy pozytywnie, choć pewne zastrzeżenia może budzić zapis mówiący, iż rezerwa w wysokości 100% wartości poręczenia tworzona jest dopiero w momencie otrzymania przez DFG od banku wezwania do zapłaty.

Regulamin określa także zasady tworzenia rezerwy na ryzyko ogólne. Odpis na tą rezerwę tworzony ma być raz w roku, a jego wartość uzależniona jest od wartości portfela poręczeń aktywnych oraz od współczynnika wypłat poręczeń z ostatnich pięciu lat.

Wartość utworzonych rezerw

Wartość utworzonych przez Dolnośląski Fundusz Gospodarczy rezerw według stanu na koniec lat 2014-2016 oraz na koniec III. kwartał 2017 roku przedstawia tabela nr 3.6.

Tabela 3.6 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	XII.2014	XII.2015	XII.2016	IX.2017
Rezerwy celowe (tys. zł)	1 981,0	1 961,6	814,0	993,1
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	195,0	195,7	30,2	30,2
Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)	2 176,0	2 157,4	844,3	1 023,3
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	8,0%	7,6%	2,4%	2,3%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Akt. poręcz. na ryzyku. wł.	0,8%	0,8%	0,1%	0,1%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	8,7%	8,3%	2,5%	2,4%
Rezerwy celowe / Skorygowany kapitał poręczeniowy	7,9%	7,9%	3,3%	4,1%
Rezerwa na ryz. ogólne / Skoryg. kapitał poręczeniowy	0,8%	0,8%	0,1%	0,1%
Rezerwy razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	8,7%	8,7%	3,4%	4,2%

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

Wartość rezerw celowych najwyższy dotychczas poziom (blisko 5,0 mln zł) osiągnęła na koniec 2010 roku, na co istotny wpływ miała wówczas zmiana zasad tworzenia rezerw związana z przebiegiem środków z SPO-WKP do kapitału własnego.

W latach 2011-2013 wartość rezerw celowych systematycznie zmniejszała się (na co wpływ miały m.in. dokonywane stosunkowo wysokie wypłaty poręczeń, na które rezerwy te zostały wcześniej utworzone), w wyniku czego wskaźnik relacji rezerw celowych do wartości sumy poręczeń na ryzyku własnym Funduszu zmniejszył się w tym czasie z 12% do 6,5%. W kolejnych latach wartość rezerw celowych ustabilizowała się na poziomie ok. 1,8-2 mln zł, a wskaźnik pokrycia portfela poręczeń na ryzyku własnym rezerwami celowymi wynosił ok. 8-9%. W 2016 roku Fundusz rozwiązał większość pozostałych rezerw celowych, efekcie czego w ciągu kilku ostatnich kwartałów poziom rezerw utrzymywał się na poziomie ok. 0,8-1 mln zł, co stanowiło równowartość 2,3-2,6% sumy aktywnych poręczeń na ryzyku 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 DFG 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% (dotyczy to lat 2004-2009 oraz okresu od IV. kw. 2016 r. do III. kw. 2017 r.). Stosowne wyliczenia dla DFG dotyczące lat 2014-2016 oraz pierwszych trzech kwartałów 2017 roku zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.7.

Tabela 3.7 Wartość dodatkowo naliczonych rezerw na ryzyko udzielonych poręczeń

	XII.2014	XII.2015	XII.2016	IX.2017
Wskaźnik dodatkowych rezerw celowych	0,0%	0,0%	1,6%	1,7%
Wartość dodatkowych rezerw celowych (tys. zł)	0,0	0,0	540,9	746,5
Rezerwy celowe razem* (utworz. przez DFG oraz dodatkowe)	1 981,0	1 961,6	1 354,9	1 739,6
Rezerwy celowe razem* / Aktywne poręcz. na ryzyku własnym	8,0%	7,6%	4,0%	4,0%
Rezerwy celowe razem* / Skorygowany kapitał poręczeniowy	7,9%	7,9%	5,5%	7,2%

* dotyczy rezerw celowych na poręczenia na ryzyku Funduszu

Źródło: EuroRating

Zmiana salda dodatkowych rezerw celowych została uwzględniona w skorygowanym wyniku finansowym (patrz tabela nr 3.2), a saldo tych rezerw pomniejszyło skorygowany kapitał poręczeniowy Funduszu (tabela 3.5 wiersz [2]).

DFG tworzył w ostatnich latach niewielką rezerwę na ryzyko ogólne (na koniec III. kw. 2017 r. wynosiła ona 30,2 tys. zł). 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 neutralne, bowiem według metodologii stosowanej przez EuroRating wpływ tej rezerwy na wynik finansowy oraz wartość kapitału poręczeniowego podlega odpowiednim korektom w procesie analizy ryzyka.

3.5 Ocena czynników niefinansowych

Koniunktura gospodarcza

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

wyniósł odpowiednio 3,3% i 3,9%. Rok 2016 upłynął już jednak pod znakiem pewnego spowolnienia realnej dynamiki PKB do 2,7%.

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

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

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

Historia kredytowa i stabilność sytuacji finansowej Funduszu

Do roku 2008 sytuacja finansowa Funduszu była dobra i stabilna. Mnożnik kapitałowy utrzymywał się na bardzo bezpiecznych poziomach, a wskaźnik wypłat poręczeń był niski (w tym do 2006 roku praktycznie zerowy).

Istotnemu pogorszeniu sytuacja Funduszu uległa jednak w latach 2009-2013, kiedy to wyraźnie wzrosła szkodowość portfela poręczeń (do 3,7% w roku 2009 i aż 10,1% w roku 2013). Wpłynęło to jednocześnie na generowanie przez Fundusz w latach 2009-2010 stosunkowo wysokich ujemnych skorygowanych wyników finansowych.

W latach 2011-2015 wyniki finansowe Funduszu przyjmowały praktycznie stale niewielkie dodatnie wartości. Na niskim i bezpiecznym poziomie (ok. 0,9-1,1) ustabilizował się także poziom mnożnika.

Od 2016 roku ponownie obserwujemy pogorszenie rentowności, wynikające m.in. ze zmniejszania refundacji kosztów w ramach JEREMIE. Od 2016 roku rośnie wartość mnożnika skorygowanego kapitału własnego Spółki: na koniec III. kw. 2017 roku wynosił on 1,8, co jednak nadal jest jeszcze wartością dość niską i bezpieczną. W ciągu czterech ostatnich lat stosunkowo niska była również szkodowość portfela poręczeń.

Fundusz nie miał dotychczas żadnych problemów z wywiązywaniem się ze zobowiązań wynikających z udzielonych poręczeń. Nie występowały także okresy podwyższonego ryzyka kredytowego, jednak w kontekście ogólnej oceny ryzyka kredytowego DFG **do czynników negatywnych zaliczamy przejściowe zmniejszenie się stabilności części wskaźników finansowych DFG w latach 2009-2013.**

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.

Dolnośląski Fundusz Gospodarczy lokował dotychczas posiadane środki pieniężne w depozytach bankowych, bonach skarbowych, obligacjach korporacyjnych (gwarantowanych przez bank) oraz funduszach inwestycyjnych rynku pieniężnego. Inwestycje tego typu 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.

W przypadku depozytów bankowych DFG w ciągu ostatnich kilku lat Fundusz lokował gotówkę w 4-5 różnych bankach. Strukturę lokat Funduszu według stanu na koniec IV. kwartału 2017 roku przedstawia wykres nr 3.4.

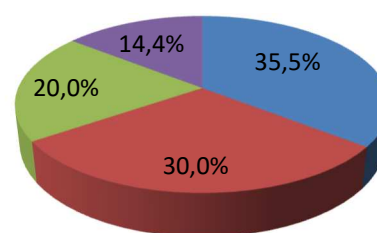
Fundusz posiada od 2011 roku wdrożoną procedurę pt. „Zasady zarządzania środkami finansowymi DFG Sp. z o.o.” (została ona zaktualizowana w grudniu 2015 r. i obecnie obowiązuje na lata 2016-2017).

Procedura ta ogranicza zakres instrumentów finansowych, w jakie mogą być inwestowane środki pieniężne Funduszu, a także określa, iż w przypadku lokat bankowych środki powinny być zdeponowane przynajmniej w trzech różnych bankach, przy czym udział żadnego z nich w łącznym portfelu lokat nie może przekroczyć 50%. Wybór banków powinien być przy tym dokonywany m.in. w oparciu o standing banków wyrażony ratingami agencji ratingowych.

Jakkolwiek ogólnie pozytywnie oceniamy zapisy zawarte w w/w regulacji dotyczące dywersyfikacji portfela lokat na poszczególne banki, to uważamy za konieczne zgłoszenie zastrzeżenia dotyczącego faktu, iż procedura ta nie określa maksymalnego poziomu akceptowanego przez Fundusz ryzyka kredytowego banków (np. w postaci minimalnego dopuszczalnego ratingu kredytowego).

W efekcie, wzrost dywersyfikacji portfela lokat Funduszu w podziale na banki (z 1-2 do 4-5 różnych instytucji) odbywał się w okresie między III. kw. 2011 r., a III. kw. 2016 r. poprzez lokowanie 50-80% środków w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem (banki te posiadają ratingi nadane przez agencje ratingowe – w tym przez EuroRating – na poziomie poniżej inwestycyjnego).

Wykres 3.4 Struktura inwestycji DFG na koniec IV. kw. 2017 r.



■ Bank # 1 ■ Bank # 2 ■ Bank # 3 ■ Bank # 4

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

Udział tego typu banków w portfelu lokat DFG w 2017 roku zmniejszył się i wyniósł ok. 1/3 sumy posiadanych przez Fundusz środków pieniężnych. **Obserwowaną w ostatnich kwartałach poprawę w zakresie profilu ryzyka portfela lokat oceniamy pozytywnie.** Nadal jednak ewentualny wzrost koncentracji portfela lokat, bądź też ponowny wzrost udziału banków charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem, mógłby wywierać negatywną presję na bieżący poziom ratingu Funduszu.

Uważamy również, iż celowe byłoby jeszcze większe zdywersyfikowanie portfela lokat i/lub zmniejszenie zależności bezpieczeństwa Funduszu od kondycji sektora bankowego (np. poprzez lokowanie stale pewnej części środków w instrumenty dłużne emitowane przez Skarb Państwa i/lub w jednostki funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego – choć inwestycje takie należałoby rozpatrywać także w kontekście oczekiwanej stopy zwrotu).

Struktura branżowa poręczeń

Zestawienie portfela poręczeń aktywnych Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego w podziale na główne sektory gospodarki, według stanu na koniec lat 2014-2016 oraz na koniec III. kwartału 2017 roku przedstawia tabela nr 3.8.

Tabela 3.8 Dolnośląski Fundusz Gospodarczy – struktura branżowa aktywnych poręczeń

Branża	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017
usługi	38,9%	46,6%	49,4%	51,9%
handel	32,3%	28,6%	30,6%	30,7%
budownictwo	12,3%	11,5%	11,2%	8,3%
produkcja	14,2%	11,0%	7,7%	8,7%
inne	2,4%	2,3%	1,1%	0,3%
Razem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

Dywersyfikację portfela poręczeń DFG w ujęciu branżowym w ostatnich dwóch latach oceniamy jako niewystarczającą. Portfel poręczeń Funduszu charakteryzuje bowiem obecnie nieco zbyt wysoką ekspozycją na ryzyko sektora usług (według metodologii stosowanej przez EuroRating za maksymalny bezpieczny udział jednego sektora w portfelu poręczeń uznaje się 40%).

Stosowane procedury wewnętrzne

Istniejące w Dolnośląskim Funduszu Gospodarczym procedury wewnętrzne regulują większość najważniejszych obszarów działalności tej instytucji:

- „Regulamin poręczeń kredytowych” (zmieniony ostatnio w marcu 2014 r.) 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 pożyczki oraz kwotowo do 1 mln zł, przy czym łączne zaangażowanie na rzecz jednego klienta nie może przekroczyć 5% kapitału poręczeniowego Funduszu;

- „Regulamin organizacyjny” określa strukturę organizacyjną Funduszu oraz zakres obowiązków i kompetencji poszczególnych stanowisk pracy;
- „Procedura udzielania poręczeń” wraz z załącznikami reguluje tryb postępowania z wnioskami kredytowymi, sposób analizy wniosku oraz ryzyka kredytowego wnioskodawcy (m.in. przy wykorzystaniu systemu scoringowego), a także późniejszy monitoring i sprawozdawczość dotyczącą udzielonych poręczeń;
- „Regulamin tworzenia rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń” szczegółowo określa sposób, częstotliwość i wysokość tworzenia rezerw celowych oraz rezerwy na ryzyko ogólne;
- „Regulamin ochrony praw własności intelektualnej i własności przemysłowej przedsiębiorców będących klientami DFG Sp. z o.o.” określa zasady postępowania (ochrony, obrotu, zakazu ingerencji i poufności) w obszarze ochrony praw własności intelektualnej i przemysłowej klientów Funduszu;
- „Kodeks postępowania etycznego” określa normy postępowania, których firma i jej pracownicy są zobowiązani przestrzegać w kontaktach wewnętrznych i zewnętrznych;
- „Zasady zarządzania środkami finansowymi DFG Sp. z o.o. na lata 2016-2017” określają ogólne wytyczne dotyczące rodzajów inwestycji środków pieniężnych oraz ograniczenia dotyczące koncentracji portfela lokat bankowych.

DFG posiada także Certyfikat ISO 9001:2015 w zakresie świadczenia usług finansowych, doradczych i szkoleniowych (ważny do 24.07.2019).

Generalnie obowiązujące w Dolnośląskim Funduszu Gospodarczym procedury wewnętrzne oceniamy pozytywnie, poza zastrzeżeniem dotyczącym braku określenia kryteriów odnośnie akceptowalnego poziomu ryzyka banków w „Zasadach zarządzania środkami finansowymi” oraz brakiem procedury, która zapobiegałaby występowaniu konfliktów interesów w procesie analizy i udzielania poręczeń.

Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

Według stanu na koniec III. kw. 2017 r. w Spółce zatrudnionych było 10 osób. Taka liczebność personelu powinna zapewniać sprawne działanie Funduszu nawet przy znacznie większej od obecnej skali prowadzonej akcji poręczeniowej.

Nieco podwyższone ryzyko operacyjne dotyczące sprawności prowadzenia bieżącej działalności Funduszu związane jest z funkcjonowaniem jednoosobowego Zarządu Spółki.

Perspektywy rozwoju i plan finansowy

Dotychczasowy długoterminowy plan strategiczny Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego zakładał systematyczne zwiększanie liczby i wartości udzielanych poręczeń oraz wzrost wartości mnożnika kapitałowego do poziomu około 3,0-3,5.

Istotny wzrost szkodowości portfela poręczeń, jaki wystąpił w latach 2009-2013 spowodował konieczność ograniczenia skali akcji poręczeniowej. Z uwagi na spadek wartości aktywnych poręczeń,

a także dzięki dokapitalizowaniu Funduszu, jakie nastąpiło w połowie 2012 roku, skorygowany mnożnik spadł w kolejnych latach do niskiego poziomu ok. 1,0.

Na sytuację finansową Funduszu i jego możliwości ponownego zwiększenia akcji poręczeniowej istotny wpływ miało wsparcie ze środków unijnych w ramach RPO na lata 2007-2013, który w województwie dolnośląskim realizowany był na zasadach określonych przez tzw. inicjatywę JEREMIE. Program ten polegał na udzielaniu funduszom poręczeniowym reporeczeń z puli środków pieniężnych będących w zarządzaniu tzw. menedżera projektu (którym jest BGK). Dolnośląski Fundusz Gospodarczy otrzymał cztery limity na reporeczenia, z których ostatni został wykorzystany przed końcem 2015 roku. Obecnie portfel poręczeń JEREMIE ze środków perspektywy unijnej na lata 2007-2013 maleje na skutek wygasania udzielonych w poprzednich latach poręczeń.

Czynnikiem niepewności odnośnie możliwości dalszego zwiększania (lub nawet utrzymania) skali prowadzonej przez Fundusz akcji poręczeniowej jest obecnie kwestia potencjalnej możliwości uzyskania przez DFG kolejnego wsparcia ze środków unijnych w ramach nowej perspektywy na lata 2014-2020. Nie są jeszcze znane terminy ani szczegółowe zasady uruchomienia wsparcia funduszy poręczeniowych z perspektywy unijnej na lata 2014-2020 w województwie dolnośląskim. Wiadomo jedynie, że wybór pośredników dokonywany będzie w ramach procedury przetargowej, której kryterium będzie wynagrodzenie pośrednika. W postępowaniu będzie miało zastosowanie prawo opcji, tj. możliwości przedłużenia współpracy z pośrednikiem, poprzez zwiększenie wkładu bez konieczności przeprowadzania nowego przetargu.

Wobec przesuwających się terminów uruchomienia środków z perspektywy unijnej na lata 2014-2020, Fundusz prowadzi obecnie akcją poręczeniową wyłącznie na własne ryzyko. Wiązać się to może z (przynajmniej tymczasowym) zwiększeniem ryzyka działalności poręczeniowej Funduszu wyrażonym m. in. wartością mnożnika kapitału własnego Spółki. Może to również w przyszłości skutkować wzrostem wypłat poręczeń w ramach środków własnych, co (przy obecnie niskim stanie rezerw celowych) mogłoby odbić się negatywnie na osiągniętych przez Fundusz wynikach finansowych.

4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

Dolnośląski Fundusz Gospodarczy Sp. z o.o. we Wrocławiu należy do grupy funduszy stosunkowo dużych pod względem wartości posiadanego kapitału poręczeniowego i jest jednym z większych 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 dolnośląskiego, stąd też dywersyfikację jego portfela poręczeń pod względem geograficznym można ocenić jako stosunkowo dobrą.

Struktura aktywów DFG jest typowa dla działalności funduszu poręczeniowego: **majątek Spółki stanowią w zdecydowanej większości środki pieniężne i ich ekwiwalenty, co z punktu widzenia oceny jakości i płynności majątku Funduszu oceniamy bardzo pozytywnie. Także strukturę pasywów DFG Sp. z o.o. oceniamy jako bardzo bezpieczną.**

DFG prowadzi działalność operacyjną od roku 2002. Do roku 2009 Fundusz systematycznie powiększał zarówno wartość kapitału poręczeniowego (do roku 2005 dzięki podnoszeniu kapitału zakładowego i połączeniu z Wrocławskim Funduszem Poręczeń Kredytowych, a w późniejszym okresie dzięki pozyskaniu dofinansowania z PARP w ramach programu SPO-WKP), jak i – w jeszcze szybszym tempie – liczbę i wartość udzielanych poręczeń.

Wysoka aktywność DFG w zakresie udzielania poręczeń kredytów i pożyczek przedsiębiorcom sektora MŚP, oznaczała także stosunkowo wysoką ekspozycję na ryzyko udzielanych poręczeń wyrażoną mnożnikiem kapitałowym. Ryzyko to zmaterializowało się w postaci istotnego wzrostu wskaźnika szkodowości portfela poręczeń (do poziomu 3,7% w roku 2009 i 4,6% w roku 2010). Przy skorygowanym mnożniku kapitałowym na poziomie 2,3-2,7 przełożyło się to na znaczący spadek wartości kapitału poręczeniowego (z 23,3 mln zł w roku 2008 do 16,2 mln zł w roku 2011).

Lata 2012-2013 upłynęły pod znakiem dalszego wzrostu wartości wypłacanych poręczeń. Kwota wypłat dokonanych w roku 2013 osiągnęła rekordowy poziom 4,2 mln zł, co odpowiadało równowartości 10,1% średniorocznego portfela poręczeń oraz (po uwzględnieniu kwot odzyskanych) 15,2% średniej wartości kapitału poręczeniowego.

Sytuacja pod względem szkodowości portfela poręczeń uległa znacznej poprawie od 2014 roku. Wolumeny wypłat spadły do ok. 0,7-1 mln zł w skali roku, a wskaźniki szkodowości obniżyły się do ok. 1-2%. Według stanu na koniec III. kw. 2017 r. wyniósł on zaledwie 0,5%, a wypłaty netto w odniesieniu do kapitału poręczeniowego osiągnęły poziom -0,7% (Fundusz okresie odzyskał więcej należności z tytułu wypłaconych poręczeń niż wypłacił nowych poręczeń).

Znaczny spadek wartości wypłat poręczeń, jaki miał miejsce w ciągu ostatnich czterech lat (przy jednoczesnym wzroście wartości odzyskanych należności z tytułu wypłaconych poręczeń), z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu zaliczamy obecnie do czynników pozytywnych. Generalnie jednak historyczne wartości wskaźników szkodowości poręczeń udzielanych przez Dolnośląski Fundusz Gospodarczy sprawiają, że ogólną szkodowość portfela poręczeń należy ocenić jako podwyższoną.

Istotny wzrost szkodowości portfela poręczeń, jaki miał miejsce od roku 2009 spowodował konieczność ograniczenia skali akcji poręczeniowej. W 2012 roku Fundusz został dokapitalizowany przez udziałowców kwotą 10 mln zł, co przełożyło się na znaczący wzrost wartości posiadanego przez DFG kapitału poręczeniowego i tym samym dodatkowo przyczyniło się do spadku poziomu skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego (w przypadku DFG jest on tożsamy z mnożnikiem kapitału własnego Spółki), który na koniec roku 2012 wyniósł 1,07. Na zbliżonym poziomie (1,0-1,1) skorygowany mnożnik utrzymywał się do I. kwartału 2016 roku. Od początku 2016 roku Fundusz nie udziela już poręczeń w ramach JEREMIE, przez co wraz z wygasaniem poręczeń reporęczanych w ramach JREMIE (nawet przy mniejszej skali akcji poręczeniowej), zwiększa się ekspozycja własna DFG na ryzyko poręczeń. Skutkuje to wzrostem skorygowanego mnożnika kapitałowego, który na koniec III. kwartału 2017 roku wyniósł 1,8 (wobec 0,9 na koniec III. kw. 2015 r.).

Ekspozycję własną Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń oceniamy jako nadal stosunkowo niską i bezpieczną, co jest głównym czynnikiem wpływającym na utrzymywanie się ryzyka kredytowego Funduszu na niskim poziomie. Bierzymy jednak pod uwagę, że w najbliższych kwartałach mnożnik skorygowanego kapitału poręczeniowego może w dalszym ciągu rosnąć ze względu na opóźnienia związane z wdrażaniem wsparcia dla funduszy poręczeniowych z perspektywy unijnej na lata 2014-2020. Oczekujemy jednak, że wsparcie to zostanie uruchomione w 2018 roku. W innym przypadku, w zależności od skali wzrostu, rosnąca wartość mnożnika skorygowanego kapitału własnego mogłaby już wywierać negatywną presję na bieżący poziom ratingu Funduszu.

Dywersyfikację portfela poręczeń aktywnych DFG, zarówno pod względem średniej wartości poręczenia, jak również pod względem ekspozycji własnej na ryzyko największych poręczeń, oceniamy nadal jako dobrą i bezpieczną. Uwzględniamy przy tym fakt, że w związku z wygasaniem portfela poręczeń JEREMIE z perspektywy 2007-2013, coraz mniejsza część największych poręczeń posiada reporeczenie. W efekcie ekspozycja własna na ryzyko tych poręczeń może w kolejnych kwartałach nadal rosnąć. W zależności od skali wzrostu, przy występowaniu dalszych opóźnień we wdrażaniu wsparcia z nowej perspektywy unijnej, wartość w/w wskaźnika może wywierać presję na bieżący rating Funduszu.

Skorygowany wynik netto Funduszu był w latach 2004-2010 (za wyjątkiem 2006 roku) stale ujemny, przy czym w latach 2009-2010 skorygowane straty przyjmowały już znaczne wartości, odpowiadające równowartości -6,9% oraz aż -25,9% (po wyeliminowaniu czynników jednorazowych -15%) skorygowanego kapitału własnego Spółki. W latach 2011-2015 skorygowany wynik finansowy DFG uległ znacznej poprawie, przyjmując już przez większość czasu niewielkie wartości dodatnie, a wskaźnik rentowności kapitału własnego oscylował na poziomie zbliżonym do zera.

W roku 2016 i w ciągu trzech kwartałów 2017 roku skorygowany wynik finansowy DFG uległ pogorszeniu, m. in. ze względu na niższe niż w ostatnich latach refundacje kosztów w ramach JEREMIE oraz na korekty dotyczące zbyt niskich poziomów rezerw celowych w odniesieniu do wartości portfela na ryzyko Funduszu. Na koniec 2016 roku skorygowana rentowność Funduszu wynosiła -2,7% kapitału poręczeniowego, a na koniec III. kw. 2017 r. (licząc za cztery ostatnie kwartały) uległa pogorszeniu do -4,1%.

Utrzymywanie się rentowności w latach 2011-2015 generalnie na poziomach dodatnich, biorąc pod uwagę specyfikę działalności funduszy poręczeniowych działających jako instytucje *not-for-profit*, z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu oceniamy pozytywnie. Do czynników negatywnych zaliczamy natomiast pogorszenie wyniku finansowego, jakie nastąpiło w ciągu kilku ostatnich kwartałów. Traktujemy jednak obecnie to zjawisko jako tymczasowe, ze względu na wygasanie wsparcia z perspektywy unijnej na lata 2007-2013, przy jednoczesnych opóźnieniach w uruchamianiu wsparcia z nowej perspektywy na lata 2014-2020.

W kontekście oceny sposobu lokowania posiadanych przez DFG środków pieniężnych uważamy za konieczne zgłoszenie zastrzeżenia dotyczącego braku określenia kryteriów odnośnie

akceptowalnego poziomu ryzyka banków w obowiązującej w Funduszu procedurze „Zasady zarządzania środkami finansowymi”. W efekcie, wzrost dywersyfikacji portfela lokat Funduszu w podziale na banki (z 1-2 do 4-5 różnych instytucji) odbywał się w okresie między III. kw. 2011 r. a III. kw. 2016 r. poprzez lokowanie większości środków w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem (banki te posiadają ratingi nadane przez agencje ratingowe – w tym przez EuroRating – na poziomie poniżej inwestycyjnego).

Udział tego typu banków w portfelu lokat DFG w 2017 roku zmniejszył się i wyniósł ok. 1/3 sumy posiadanych przez Fundusz środków pieniężnych. **Obserwowaną w ostatnich kwartałach poprawę w zakresie profilu ryzyka portfela lokat oceniamy pozytywnie.** Nadal jednak ewentualny wzrost koncentracji portfela lokat, bądź też ponowny wzrost udziału banków charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem, mógłby wywierać negatywną presję na bieżący poziom ratingu Funduszu.

Na perspektywy Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego i zdolność Funduszu do rozwoju (lub choćby utrzymania) skali akcji poręczeniowej w najbliższych latach wpływ mają obecnie istotne czynniki niepewności. Kończy się dotychczasowe wsparcie w ramach środków z perspektywy unijnej 2007-2013 (reporęczenia w ramach JEREMIE). Nie wiadomo natomiast nadal jaką ostatecznie formę przyjmie oraz kiedy zostanie uruchomione wsparcie krajowych funduszy poręczeniowych w ramach nowej perspektywy unijnej (2014-2020).

Podsumowując, sytuacja finansowa Dolnośląskiego Funduszu Gospodarczego we Wrocławiu jest w naszej opinii dobra, a jego ryzyko kredytowe oceniamy jako niskie. **Na dzień publikacji niniejszego raportu, tj. 14.02.2018 r., rating Funduszu zostaje potwierdzony na poziomie A. Perspektywa ratingu pozostaje stabilna.**

Podatność nadanego ratingu na zmiany

Do potencjalnych najistotniejszych czynników mogących wpływać pozytywnie na ocenę ryzyka kredytowego DFG zaliczamy: dalsze zwiększenie bezpieczeństwa portfela lokat środków pieniężnych poprzez odpowiednią dywersyfikację lokat przy jednoczesnym znaczącym zmniejszeniu lub wyeliminowaniu udziału lokat w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym; utrzymywanie się wartości wypłat poręczeń na bardzo niskich poziomach; ponowny spadek wartości mnożnika kapitału poręczeniowego; a także istotna i trwała poprawa wypracowywanych wyników finansowych.

Negatywny wpływ na ocenę ratingową DFG wywierać może natomiast: ewentualne ponowne pogorszenie się wskaźnika szkodowości portfela poręczeń; ewentualny dalszy wzrost poziomu skorygowanego mnożnika kapitału własnego Spółki; dalsze pogorszenie wyników finansowych; ponowny wzrost udziału lokat środków pieniężnych w bankach o podwyższonym ryzyku kredytowym i/lub ewentualny wzrost koncentracji portfela lokat; a także ponowne zwiększenie udziału największych poręczeń w portfelu aktywnych poręczeń.

5. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating

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

Grupa	Rating	Opis ryzyka
Poziom inwestycyjny	AAA	Znikomy poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na najwyższym poziomie. Rating nadawany wyłącznie w przypadku wyjątkowo wysokiej zdolności do obsługi zobowiązań finansowych.
	AA+ AA AA-	Bardzo niski poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na bardzo wysokim poziomie. Bardzo wysoka zdolność do obsługi zobowiązań. Niska podatność na niekorzystne warunki gospodarcze.
	A+ A A-	Niski poziom ryzyka kredytowego. Wysoka wiarygodność finansowa i zdolność do obsługi zobowiązań. Przeciętna odporność na wpływ niekorzystnych warunków gospodarczych utrzymujących się przez dłuższy czas.
	BBB+ BBB BBB-	Umiarkowane ryzyko kredytowe. Dobra wiarygodność finansowa i wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w dłuższym terminie. Podwyższona podatność na utrzymujące się przez dłuższy czas niekorzystne warunki gospodarcze.
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.

6. Ujawnienia regulacyjne

EuroRating Sp. z o.o. jest formalnie zarejestrowana przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority – ESMA) jako agencja ratingowa uprawniona do wystawiania ratingów kredytowych na terenie całej Unii Europejskiej (zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych) i podlega bezpośredniemu nadzorowi ESMA (<https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk>).

EuroRating posiada tym samym status ECAI (zewnętrznej instytucji oceny wiarygodności kredytowej – zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady nr 575/2013 z dnia 26.06.2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych) w Unii Europejskiej, co oznacza, iż ratingi kredytowe nadawane przez EuroRating mogą być stosowane przez instytucje finansowe do celów regulacyjnych w pełnym zakresie w całej Unii Europejskiej i są równe ratingom wystawionym przez inne agencje uznane przez ESMA, bez terytorialnych lub innych ograniczeń.

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

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

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

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

Prezentowany rating kredytowy jest ratingiem dla emitenta – jest ogólną oceną wiarygodności kredytowej ocenianego podmiotu i dotyczy ryzyka kredytowego jego niezabezpieczonych i niepodporządkowanych zobowiązań finansowych (w tym zobowiązań warunkowych związanych z udzielonymi poręczeniami).

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

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

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

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

Opis metodologii ratingowej stosowanej przez EuroRating prezentowany jest w serwisie internetowym agencji (www.EuroRating.com) w sekcji „Ratingi kredytowe”–„Metodologia”. Definicje ratingowe oraz skala ratingowa stosowana przez EuroRating są publikowane w serwisie internetowym agencji w sekcji „Ratingi kredytowe”–„Skala ratingowa”.

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