

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)

**Opolski Regionalny Fundusz
Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
z siedzibą w Opolu**

Raport ratingowy

Nadany rating kredytowy	Perspektywa ratingu
BBB+	stabilna

EuroRating

Warszawa

11.10.2016 r.

SPIS TREŚCI

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym	3
1.1 Aktualny rating Funduszu	3
1.2 Zakres jakiego dotyczy rating	3
2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie	3
2.1 Dane rejestrowe	3
2.2 Historia Funduszu i przedmiot działalności	4
3. Analiza ekonomiczno-finansowa	5
3.1 Rachunek zysków i strat	5
3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe	9
3.3 Analiza wskaźnikowa	12
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	19
3.5 Ocena czynników niefinansowych	22
4. Podsumowanie analizy i ostateczna ocena ryzyka kredytowego	26
5. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating	29
6. Ujawnienia regulacyjne	30

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym

1.1 Aktualny rating Funduszu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data nadania ratingu
BBB+	stabilna	11.10.2016

Źródło: EuroRating

Główny analityk ratingowy

Kamil Kolczyński

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 24 33

e-mail: kamil.kolczynski@eurorating.com

Przewodniczący Komitetu Ratingowego

dr Piotr Dalkowski

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 21 46

e-mail: piotr.dalkowski@eurorating.com

1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

Rating kredytowy nadany Opolskiemu Regionalnemu Funduszowi Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. z siedzibą w Opolu dotyczy ryzyka związanego z udzielanymi przez Fundusz poręczeniami kredytów bankowych i pożyczek dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. 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 Opolski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. zarejestrowane jest w Rejestrze Przedsiębiorstw Sądu Rejonowego w Opolu VIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000032168; numer REGON 532200419; numer NIP 754-26-97-254. Kapitał zakładowy Spółki wynosi 4.765.000 zł (opłacony w całości) i dzieli się na 4.765 udziałów o wartości nominalnej 1.000 zł każdy.

Siedziba Funduszu mieści się w Opolu (45-064), ul. Kołłątaja 11 lok. 28. Od początku działalności Spółki do dnia 25 czerwca 2015 r. funkcję Prezesa Zarządu pełnił pan Dariusz Kajstura. Od 26 czerwca 2015 roku funkcję Prezesa Zarządu pełni pan Grzegorz Obara.

Strukturę udziałową Spółki przedstawia tabela nr 2.1.

Głównymi udziałowcami Funduszu są Bank Gospodarstwa Krajowego, posiadający 48,3% udział w kapitale zakładowym, Wojewódzki Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej w Opolu z 29,7-procentowym udziałem oraz Województwo Opolskie z udziałem na poziomie 21%. Niewielki udział w kapitale (1%) posiada także Powiat Strzelecki.

Tabela 2.1 Opolski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. – struktura udziałowa

Lp.	Udziałowcy	Liczba udziałów (szt.)	Kapitał (tys. zł)	Udział w kapitale	Liczba głosów (szt.)	Udział w głosach
1	Województwo Opolskie	1 000	1 000	21,0%	3 000	43,7%
2	Bank Gospodarstwa Krajowego	2 300	2 300	48,3%	2 300	33,5%
3	WFOŚiGW w Opolu	1 415	1 415	29,7%	1 415	20,6%
4	Powiat Strzelecki	50	50	1,0%	150	2,2%
RAZEM		4 765	4 765	4 765	4 765	100,0%

Źródło: ORFPK Sp. z o.o.

Pomimo, że Bank Gospodarstwa Krajowego posiada największą liczbę udziałów, ze względu na uprzywilejowanie udziałów największy udział w głosach na Zgromadzeniu Wspólników (43,7%) ma Województwo Opolskie. BGK dysponuje 33,5% głosów, WFOŚiGW 20,6%, a Powiat Strzelecki 2,2%.

2.2 Historia i przedmiot działalności

Opolski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych został zarejestrowany w lipcu 2001 roku. Początkowo jedynym udziałowcem było województwo opolskie, a kapitał założycielski wynosił 500 tys. zł. W 2002 roku nastąpiły dwa podwyższenia kapitału zakładowego. Udziały o wartości 50 tys. zł objął Powiat Strzelecki, a kolejne 500 tys. zł wniosło do Spółki województwo opolskie (wszystkie w/w udziały są uprzywilejowane i dają prawo głosu na zebraniu wspólników w stosunku 3:1). W 2003 roku do udziałowców ORFPK dołączył Wojewódzki Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej w Opolu, który zasilił Spółkę kwotą 1.415 tys. zł. W 2004 roku miało miejsce ostatnie jak dotąd dokapitalizowanie Funduszu – udziały o wartości 2,3 mln zł objął Bank Gospodarstwa Krajowego.

Kapitał poręczeniowy Funduszu, oprócz wpłat wnoszonych przez udziałowców na podwyższanie kapitału zakładowego Spółki, powiększany był także dzięki pozyskiwanym dotacjom. W latach 2004-2006 Fundusz uzyskał bezzwrotne dofinansowanie ze środków unijnych z programu PHARE w łącznej kwocie 4,8 mln zł.

W 2009 roku Spółka podpisała z menedżerem projektu umowę operacyjną na wsparcie działalności poręczeniowej prowadzonej przez Fundusz ze środków unijnych w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Opolskiego na lata 2007-2013 (RPO). Opolski Regionalny FPK otrzymał w ramach programu RPO dofinansowanie zwrotne w kwocie 10 mln zł.

Podstawowym celem Spółki jest wspieranie rozwoju sektora mikro, małych i średnich przedsiębiorstw z terenu województwa opolskiego poprzez ułatwianie im dostępu do zewnętrznego finansowania dzięki udzielanym przez Fundusz poręczeniom kredytów i pożyczek. Opolski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. nie jest przedsiębiorstwem nastawionym na maksymalizację zysku, a wszelkie wypracowywane nadwyżki finansowe przeznaczane są na prowadzenie działalności statutowej.

3. Analiza ekonomiczno-finansowa

3.1 Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat Opolskiego RFPK Sp. z o.o. za lata 2013-2015 oraz za I. półrocze 2016 roku przedstawia tabela nr 3.1.

Przychody ze sprzedaży

Na przychody ze sprzedaży ORFPK Sp. z o.o. składają się niemal wyłącznie przychody z prowizji od udzielonych poręczeń. Jedynie w 2014 roku oprócz przychodów z prowizji Fundusz wykazał niewielką kwotę przychodów z usług doradczych.

Przychody ze sprzedaży charakteryzowały się ogólną tendencją wzrostową do roku 2010, kiedy osiągnęły najwyższą dotychczas wartość 133,5 tys. zł. W latach 2011-2012 przychody obniżyły się do ok. 100 tys. zł. W ciągu kolejnych dwóch lat, na skutek znacznego spadku skali prowadzonej przez Fundusz akcji kredytowej, przychody uległy dalszemu obniżeniu do zaledwie 32,6 tys. zł w roku 2014.

W ciągu ostatnich kilku kwartałów ma miejsce ponowne ożywienie akcji kredytowej, co przełożyło się na wzrost przychodów, które w 2015 roku wyniosły 57,1 tys. zł, a po sześciu miesiącach 2016 roku 59,2 tys. zł. Nadal jednak wartość przychodów generowanych przez ORFPK z podstawowej działalności należy określić jako bardzo niską.

Koszty operacyjne

Struktura kosztów rodzajowych Spółki jest typowa dla działalności funduszy poręczeniowych. Głównym składnikiem kosztów są wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne, stanowiące w ostatnich latach łącznie ok. 75% ogółu kosztów. Drugim istotnym składnikiem kosztów są usługi obce, z udziałem na poziomie ok. 15%.

Koszty działalności operacyjnej stale rosły do 2010 roku, kiedy osiągnęły poziom 443 tys. zł. W kolejnych latach wartość ponoszonych kosztów ustabilizowała się w zakresie ok. 400-450 tys. zł. Od początku działalności Spółki koszty rodzajowe stale przewyższały wartość generowanych przychodów ze sprzedaży, w wyniku czego Fundusz notował stratę ze sprzedaży. Jej księgową wartość wykazuje przy tym systematyczną tendencję wzrostową (w ostatnich latach również na skutek spadku wartości przychodów ze sprzedaży) i obecnie zbliża się już do poziomu 400 tys. zł.

Dość wysoki poziom kosztów działalności operacyjnej utrzymujący się od 2010 roku związany był m.in. z uruchomieniem i prowadzeniem przez ORFPK projektu RPO. Należy przy tym zaznaczyć, że koszty związane z tym programem są częściowo refundowane Funduszowi ze środków projektu. Refundacje kosztów otrzymywane w ramach RPO księgowane są przy tym na niższym poziomie rachunku zysków i strat (w poz. D.II i D.III). Po ich uwzględnieniu skorygowana strata brutto ze sprzedaży byłaby niższa o ok. 60-100 tys. zł rocznie.

Tabela 3.1 ORFPK Sp. z o.o. – rachunek zysków i strat za lata 2013-2015* oraz za I. półr. 2016 r.

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2013	Za rok 2014	Za rok 2015	Za okres I-VI.2016
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY	64,5	32,6	57,1	59,2
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	64,5	32,6	57,1	59,2
II. Zmiana stanu produktów	-	-	-	-
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	402,5	407,9	450,2	250,8
I. Amortyzacja	2,5	2,1	2,5	1,2
II. Zużycie materiałów i energii	2,9	2,9	5,1	0,7
III. Usługi obce	64,2	62,3	74,8	36,6
IV. Podatki i opłaty	15,8	15,0	16,0	11,9
V. Wynagrodzenia	268,0	274,7	286,2	155,4
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	37,7	38,2	51,8	31,0
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	11,5	12,8	13,9	14,0
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(338,0)	(375,4)	(393,1)	(191,6)
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	425,9	1 223,7	654,4	798,7
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	95,6	-	-	-
III. Inne przychody operacyjne	330,3	1 223,7	654,4	798,7
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	860,6	971,9	929,6	984,7
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	195,9	-	-	-
III. Inne koszty operacyjne	664,8	971,9	929,6	984,7
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(772,7)	(123,6)	(668,2)	(377,6)
G. PRZYCHODY FINANSOWE	725,8	558,4	499,3	175,1
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	725,8	-	499,3	175,1
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	-	558,4	-	-
H. KOSZTY FINANSOWE	352,1	312,1	234,8	72,8
I. Odsetki	60,0	-	234,8	72,8
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	292,1	312,1	-	-
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	(399,0)	122,8	(403,8)	(275,3)
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	(399,0)	122,8	(403,8)	(275,3)
L. PODATEK DOCHODOWY	81,6	44,2	19,4	3,9
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIJSZ. ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	(480,6)	78,6	(423,2)	(279,2)

Źródło: ORFPK Sp. z o.o., *roczne sprawozdania finansowe po audycie

Generalnie ujemny wynik brutto ze sprzedaży traktujemy jako zjawisko typowe dla działalności funduszy poręczeniowych nienastawionych na maksymalizację zysku. W przypadku ORFPK jej obecną wartość (po korekcie o refundacje w ramach RPO odpowiadającą w skali roku równowartości ok. 4,5% skorygowanego kapitału własnego Spółki) oceniamy jednak już jako nieco zbyt wysoką.

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

Na pozostałe przychody operacyjne składały się w ostatnich latach głównie rozwiązane rezerwy, odwrócenie odpisów aktualizujących należności oraz refundacja kosztów w ramach RPO. W latach 2006-2007 w pozycji „dotacje” ujęte zostało otrzymane przez Fundusz dofinansowanie z funduszu PHARE, a w latach 2010-2011 i 2013 w pozycji tej wykazywane były kwoty refundacji kosztów kwalifikowanych RPO.

Pozostałe koszty operacyjne dotyczą głównie tworzonych rezerw celowych i rezerwy na ryzyko ogólne, odpisów aktualizujących należności, kosztów wypłaconych poręczeń oraz kosztów sądowych i komorniczych.

Po skorygowaniu o jednorazowe dotacje w ramach PHARE, saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych w większości z ostatnich dziesięciu lat było ujemne. Dodatnią wartość saldo to przyjmowało jedynie w latach, w których Fundusz rozwiązywał rezerwy o znacznej wartości bądź otrzymywał istotne kwoty dotyczące refundacji kosztów RPO.

Przy ujemnym wyniku ze sprzedaży oraz generalnie ujemnym saldzie pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych Fundusz osiągał stale ujemny wynik z działalności operacyjnej. W ciągu pięciu ostatnich lat strata na tym poziomie rachunku zysków i strat wahała się w zakresie od ok. -120 tys. zł do -770 tys. zł (kwoty te odpowiadały równowartości 2-12% skorygowanego kapitału własnego Spółki).

Niską stabilność wyniku operacyjnego oraz ogólnie dość wysokie straty na tym poziomie rachunku zysków i strat z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu zaliczamy do czynników negatywnych.

Przychody i koszty finansowe

Na przychody finansowe Spółki składały się głównie odsetki od lokat środków pieniężnych (poz. G.II oraz w roku 2014 błędnie ujęte w poz. G.V), dotyczące lokat środków własnych oraz środków zwrotnych przynależnych projektowi RPO, a także naliczane odsetki ustawowe dotyczące wypłaconych poręczeń. Do 2009 roku Fundusz wykazywał w pozycji G.III – „zysk ze zbycia inwestycji” także dochody z bonów skarbowych.

Wartość przychodów finansowych od roku 2012 wykazuje silną tendencję spadkową (z 1 mln zł w roku 2012 do ok. 0,5 mln zł w roku 2015), co jest efektem obserwowanego w ostatnich latach spadku stóp procentowych i oprocentowania lokat bankowych. Należy przy tym zaznaczyć, że własne przychody finansowe Funduszu (z wyłączeniem wykazywanych w RZiS przychodów ze środków w ramach RPO) były znacznie niższe i wynosiły: 0,6 mln zł w roku 2012, 0,4 mln zł w roku 2013, oraz ok. 0,3 mln zł w latach 2014-2015.

W kosztach finansowych wykazywane były głównie odpisy na odsetki od lokat środków z RPO (odsetki te powiększają środki do zwrotu wykazywane w pasywach bilansu w poz. B.II), a także odpisy na wartość naliczonych odsetek ustawowych od wypłaconych poręczeń, co niweluje wpływ tych pozycji na wynik finansowy. Ponadto w 2014 roku, ze względu na pogorszenie sytuacji finansowej spółki KGP Sp. z o.o., Fundusz dokonał odpisu połowy wartości udziałów w tej spółce – w kwocie 25 tys. zł.

Ponieważ saldo przychodów i kosztów finansowych osiągało stale wysokie wartości dodatnie, istotnie wpływało ono na osiągnięty przez Spółkę ostateczny wynik finansowy.

Wynik finansowy

Przyjęta przez agencję ratingową EuroRating metodologia oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych zakłada korygowanie wykazywanego księgowego wyniku netto w celu ustalenia jego wartości w ujęciu ekonomicznym (obrazującym rzeczywistą rentowność Funduszu w danym okresie). Korekty te polegają m.in. odliczaniu kwot otrzymanych dotacji na powiększenie kapitału poręczeniowego (jeśli były księgowane przez RZiS), a także ewentualnych bezpośrednich odpisów kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych (jeśli były dokonywane). Wynik korygowany jest także o saldo zmian rezerwy na ryzyko ogólne (w odróżnieniu od rezerw celowych nie jest to rezerwa związana bezpośrednio z poręczeniami zagrożonymi). W przypadku Funduszy wykazujących zbyt niskie stany rezerw celowych w odniesieniu do portfela poręczeń na ryzyku własnym dokonujemy także korekty wyniku finansowego o zmianę salda rezerw dodatkowo doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu (kwestia ta została omówiona bardziej szczegółowo w punkcie 3.4).

Pierwszej korekty (*in minus*) wyniku netto ORFPK dokonujemy o wartość zaksięgowanych poprzez rachunek zysków i strat dotacji pochodzących z funduszu PHARE (dotyczy to lat 2006 i 2007). Kwoty wykazywane okresowo od 2010 roku w pozycji "dotacje" nie mają charakteru dotacji na powiększenie kapitału poręczeniowego (dotyczą refundacji kosztów w ramach RPO), w związku z czym nie są one korygowane. Fundusz nie wykazuje również bezpośrednich odpisów kosztów ryzyka w pozycjach bilansowych z pominięciem rachunku zysków i strat.

W poszczególnych okresach dokonujemy korekt księgowej wartości wyniku netto o zmianę salda rezerwy na ryzyko ogólne, a także okresowo o zmianę salda rezerw celowych odatkowo doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu.

Skorygowany wynik finansowy ORFPK Sp. z o.o. za lata 2013-2015 oraz za I. półrocze 2016 roku przedstawia tabela 3.2.

Korekta wyniku *in minus* o doliczone przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu „dodatkowe” rezerwy celowe (ze względu na zbyt niski stan rezerw celowych utworzonych przez ORFPK) dotyczyło roku 2012 oraz ponownie II. kwartału 2016 roku. W 2013 roku, ze względu na utworzenie przez Fundusz rezerw celowych powyżej uznawanego przez nas za minimalny wymagany poziomu 4% poręczeń na ryzyku własnym, korekta o „dodatkowe” rezerwy została odwrócona (powiększyła ona wówczas skorygowany wynik).

Tabela 3.2 ORFPK Sp. z o.o. – skorygowany wynik finansowy

Lp.	Skorygowany wynik finansowy (tys. zł)	2013	2014	2015	I-VI.2016
1	Księgowy wynik netto	-480,6	78,6	-423,2	-279,2
2	Korekta o zmianę salda rezerwy na ryzyko ogólne	-20,1	-4,3	7,7	22,3
3	Korekta o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych	195,2	0,0	0,0	-272,2
5	Wynik skorygowany = [1] + [2] + [3]	-305,5	74,3	-415,5	-529,1

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

Skorygowany wynik finansowy Opolskiego RFPK był w ostatnich latach (za wyjątkiem 2014 roku) generalnie ujemny (średnia dla lat 2011-2015 wynosi -213 tys. zł). **Do czynników negatywnych zaliczamy przy tym obecnie znaczne pogorszenie skorygowanego wyniku w roku 2015 oraz w I. połowie 2016 roku.** W ubiegłym roku Fundusz wygenerował bowiem najwyższą jak dotąd stratę roczną na poziomie -415,5 tys. zł, a po pierwszych dwóch kwartałach bieżącego roku skorygowana strata przekroczyła już ten rekord i wyniosła -529,1 tys. zł (na co złożyło się częściowo doliczenie przez EuroRating dodatkowych rezerw celowych, w związku z rozwiązaniem w ostatnim czasie przez ORFPK niemal całości utworzonych wcześniej rezerw celowych na poręczenia udzielone w ramach kapitału własnego, a także w związku z jednoczesnym wzrostem wartości poręczeń aktywnych w tym okresie).

3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

Bilans Opolskiego Regionalnego Funduszu Poręczeń Kredytowych 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 2013-2015 oraz na koniec II. kwartału 2016 r.

Aktywa

Struktura aktywów Opolskiego RFPK Sp. z o. o. jest typowa dla działalności funduszu poręczeniowego: majątek Spółki stanowią niemal wyłącznie aktywa krótkoterminowe (środki pieniężne i ich ekwiwalenty), co z punktu widzenia oceny płynności majątku Funduszu oceniamy bardzo pozytywnie.

Na niewielki **majątek trwały** ORFPK (stanowiący w ostatnich latach poniżej 2% sumy bilansowej) składały się głównie: rzeczowe aktywa trwałe, wartości niematerialne i prawne, a od 2010 roku także „inwestycje długoterminowe” (udziały w spółce Krajowa Grupa Poręczeniowa Sp. z o.o., początkowo o wartości 50 tys. zł, a po dokonany w 2014 roku odpisie, o wartości księgowej 25 tys. zł). Od IV. kwartału 2015 roku Fundusz wykazuje w aktywach trwałych także istotną kwotę w pozycji „długoterminowe rozliczenia międzyokresowe”. Dotyczy ona środków zarezerwowanych na ewentualną zapłatę podatku od dochodów z lokat środków RPO.

Aktywa obrotowe Funduszu (mające w ostatnich latach ponad 98-procentowy udział w łącznym majątku Spółki) składały się niemal w całości z inwestycji krótkoterminowych w postaci środków pieniężnych na rachunkach oraz lokat terminowych (do 2008 roku były to również bony skarbowe).

Tabela 3.3 ORFPK Sp. z o.o. – bilans (aktywa) na koniec lat 2013-2015* oraz II. kw. 2016 r.

Bilans – aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2013	Na dzień 31.12.2014	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 30.06.2016
A. AKTYWA TRWAŁE	50,0	37,3	338,4	354,8
I. Wartości niematerialne i prawne	-	12,3	9,8	9,5
II. Rzeczowe aktywa trwałe	-	-	-	-
III. Należności długoterminowe	-	-	-	-
IV. Inwestycje długoterminowe	50,0	25,0	25,0	25,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	303,6	320,3
B. AKTYWA OBROTOWE	18 682,9	19 198,6	18 987,7	18 241,4
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	1,0	0,3	5,3	5,5
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	1,0	0,3	5,3	5,5
a) z tytułu dostaw i usług	0,8	0,1	1,6	3,9
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	-	-	3,7	1,6
c) inne	0,2	0,2	-	-
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	18 670,6	18 904,7	18 943,2	18 160,0
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	18 670,6	18 904,7	18 943,2	18 160,0
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	18 670,6	18 904,7	18 943,2	18 160,0
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	11,3	293,5	39,3	75,9
AKTYWA RAZEM	18 732,9	19 235,9	19 326,1	18 596,2

Źródło: ORFPK Sp. z o.o., *roczne sprawozdania finansowe po audycie

Pasywa

Na przestrzeni ostatnich dziesięciu lat struktura pasywów ORFPK ulegała kilkakrotnie zmianom. Do 2006 roku włącznie kapitał własny stanowił od 70% do 82% sumy bilansowej. Pozostałą część stanowiły w przytłaczającej większości zobowiązania długoterminowe, na które składały się środki z dotacji PHARE, oraz (utworzone po raz pierwszy w 2006 roku) rezerwy na poręczenia. W latach 2007-2008 kapitał własny Funduszu stanowił 95-96% pasywów, a pozostałą część stanowiły niemal wyłącznie rezerwy.

W 2009 roku Fundusz otrzymał dofinansowanie zwrotne w ramach RPO w kwocie 10 mln zł (które wykazywane jest w bilansie jako „zobowiązania długoterminowe” – poz. B.II), w rezultacie czego udział zobowiązań w sumie pasywów wzrósł do 57%. W kolejnych latach, głównie ze względu na osiągnięte przez Spółkę ujemne wyniki finansowe, udział kapitału własnego ulegał dalszemu powolnemu obniżaniu i na koniec II. kwartału 2016 roku wyniósł 36%. Zobowiązania dotyczące RPO mają 62-procentowy udział, a rezerwy na poręczenia stanowiły na koniec czerwca b.r. 2% pasywów.

Tabela 3.4 ORFPK Sp. z o.o. – bilans (pasywa) na koniec lat 2013-2015* oraz II. kw. 2016 r.

Bilans – Pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2013	Na dzień 31.12.2014	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 30.06.2016
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	7 305,9	7 384,5	6 961,3	6 682,1
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	4 765,0	4 765,0	4 765,0	4 765,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	3 021,5	2 540,9	2 619,5	2 196,3
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	-	-	-	-
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-	-
VIII. Zysk (strata) netto	(480,6)	78,6	(423,2)	(279,2)
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
X. Kapitał specjalnego przeznaczenia	-	-	-	-
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	11 426,9	11 851,3	12 364,8	11 914,1
I. Rezerwy na zobowiązania	591,2	579,2	913,6	423,6
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	591,2	579,2	913,6	423,6
II. Zobowiązania długoterminowe	10 805,7	11 241,1	11 432,6	11 473,0
III. Zobowiązania krótkoterminowe	30,1	29,6	17,4	17,6
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	30,1	29,6	17,4	17,6
- kredyty i pożyczki	-	-	-	-
- z tytułu dostaw i usług	1,5	7,2	1,7	2,0
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	26,6	22,4	15,3	15,3
- z tytułu wynagrodzeń	2,0	-	0,4	-
- inne	-	-	0,0	0,3
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	-	1,4	1,3	-
PASYWA RAZEM	18 732,9	19 235,9	19 326,1	18 596,2

Źródło: ORFPK Sp. z o.o., *roczne sprawozdania finansowe po audycie

Strukturę pasywów Opolskiego Regionalnego FPK (przy uwzględnieniu specyficznych czynników związanych ze sposobem księgowania otrzymanego dofinansowania w ramach RPO) należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe korzystające ze zwrotnego dofinansowania ze środków unijnych w ramach RPO.

W ramach obecnej edycji programu RPO Fundusz ma możliwość udzielania poręczeń w ramach tego programu do końca marca 2018 roku. Oceniamy iż perspektywa konieczności dokonania ewentualnego zwrotu pozostałej części środków pochodzących z RPO (wykazywanych jako zobowiązania w pasywach bilansu) nie stanowi dla Funduszu zagrożenia, z uwagi na fakt, iż odpowiadają im posiadane przez ORFPK płynne aktywa w postaci środków pieniężnych.

Pozycje pozabilansowe

Tabela 3.5 ORFPK Sp. z o.o. – wartość i liczba aktywnych poręczeń

	2013	2014	2015	VI.2016
Wartość aktywnych poręczeń na koniec okresu (tys.zł)	10 495	8 370	8 898	11 153
<i>Dynamika wartości poręczeń (r/r)</i>	-21%	-20%	6%	43%
Liczba aktywnych poręczeń na koniec okresu (szt.)	133	138	125	137
<i>Dynamika ilości poręczeń (r/r)</i>	-13%	4%	-9%	14%

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

Udzielane przez Fundusz poręczenia wykazywane są jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe.

Wartość portfela aktywnych poręczeń udzielonych przez ORFPK rosła dynamicznie do roku 2010, kiedy to suma poręczeń aktywnych osiągnęła najwyższą dotychczas wartość 18,1 mln zł. W kolejnych dwóch latach wartość aktywnych poręczeń ustabilizowała się na nieco niższym poziomie i oscylowała w zakresie 12,5-13,5 mln zł. Od 2013 roku do II. kwartału 2015 roku wartość portfela poręczeń aktywnych wykazywała ogólną tendencję spadkową. Portfel poręczeń swoją najniższą w ostatnich latach wartość osiągnął na koniec czerwca 2015 roku, kiedy wyniósł 7,8 mln zł. Od tego czasu ma miejsce systematyczny wzrost sumy aktywnych poręczeń, która po II. kwartale 2016 roku osiągnęła wartość 11,2 mln zł.

3.3 Analiza wskaźnikowa

Wartości najważniejszych parametrów finansowych oraz analizę wskaźnikową ORFPK Sp. z o.o. przedstawia tabela nr 3.6.

Skorygowany kapitał poręczeniowy

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

Tabela 3.6 ORFPK Sp. z o.o. – najważniejsze dane i wskaźniki finansowe

Lp.		2013	2014	2015	VI.2016
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	17 306	17 385	16 961	16 682
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	15 406	15 819	15 246	14 731
3	Skorygowany kapitał własny Spółki (tys. zł)	7 302	7 389	6 672	6 127
4	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	10 495	8 370	8 898	11 153
5	- w tym poręczenia w ramach środków własnych (tys. zł)	4 569	3 769	5 022	7 593
6	- w tym poręczenia w ramach RPO (tys. zł)	5 926	4 600	3 875	3 560
7	Mnożnik kapitału poręczeniowego = [4] / [1]	0,61	0,48	0,52	0,67
8	Skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego = [4] / [2] *	0,68	0,53	0,58	0,76
9	Mnożnik kapitału własnego Spółki = [5] / [3]	0,63	0,51	0,75	1,24
10	Liczba aktywnych poręczeń	133	138	125	137
11	- w tym poręczenia w ramach środków własnych	60	62	69	94
12	- w tym poręczenia w ramach RPO	73	76	56	43
13	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	79	61	71	81
14	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,8%	0,7%	0,8%	0,7%
15	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,5%	0,4%	0,5%	0,6%
16	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	b.d.	4 136	4 720	5 477
17	Suma wartości 20 najw. akt. poręczeń na ryzyku własnym (tys. zł)	b.d.	1 921	2 567	3 726
18	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	-	207	236	274
19	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	-	49,4%	53,0%	49,1%
20	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	-	26,1%	31,0%	37,2%
21	20 najw. por. na ryzyku własnym / Skoryg. kapitał własny Spółki	-	26,0%	38,5%	60,8%
22	Wartość wypłat poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	193	17	40	702
23	Wartość wypłat poręczeń na ryzyku własnym w ciągu 4 kwartałów	173	0	40	702
24	Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan aktywnych poręczeń	1,6%	0,2%	0,5%	7,4%
25	Wartość odzyskanych należn. z tyt.por. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	114	175	81	52
26	Wartość odzyskanych należn. z tyt.por. na ryz. wł. w ciągu 4 kw.	96	134	31	21
27	Wypłaty poręczeń netto / Śr. kapitał poręczeniowy *	0,5%	-1,0%	-0,3%	4,3%
28	Wypłaty poręczeń netto na ryz. wł./ Śr. skoryg. KW Spółki	1,0%	-1,8%	0,1%	10,3%
29	Skorygowany wynik finansowy / Śr. skor. kapitał własny Spółki	-4,0%	1,0%	-5,9%	-10,6%

* Wskaźniki wyliczone zostały w oparciu o kapitał poręczeniowy skorygowany

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

Dla potrzeb wyliczenia skorygowanego kapitału własnego ORFPK dokonujemy następujących korekt:

- korekta *in minus* o 100% bilansowej wartości wartości niematerialnych i prawnych (poz. A.I aktywów) wykazywanych w latach 2008-2009 i od IV. kwartału 2014 roku, z uwagi na fakt, iż nie mają one rzeczywistej wartości zbywczej;
- korekta *in minus* o 30% bilansowej wartości rzeczowych aktywów trwałych (poz. A.II), wykazywanych do 2007 roku, z uwagi na niską płynność tego typu aktywów;
- korekta *in minus* o 100% kwot wykazywanych w „inwestycjach długoterminowych” (poz. A.IV), dotyczących posiadanych przez Fundusz od 2010 roku udziałów w spółce KGP Sp. z o.o.; przyjmujemy bowiem konserwatywne założenie, iż (ponieważ spółka ta nie działa w celu maksymalizacji zysku dla udziałowców oraz generuje wysokie straty) udziały w niej nie będą miały

faktycznej wartości ekonomicznej, która mogłaby w razie potrzeby zostać spieniężona na pokrycie ewentualnych zobowiązań Funduszu z tytułu udzielonych poręczeń;

- korekta *in minus* o 100% „krótkoterminowych rozliczeń międzyokresowych”, dotyczących środków zarezerwowanych na uregulowanie podatku od lokat RPO (wykazywanych od IV. kwartału 2014 roku do III. kwartału 2015 roku), z uwagi na wysokie prawdopodobieństwo konieczności zapłaty tego podatku;
- korekta *in minus* o 100% „długoterminowych rozliczeń międzyokresowych”, dotyczących środków zarezerwowanych na uregulowanie podatku od lokat RPO, przekięgowanych z „krótkoterminowych rozliczeń międzyokresowych” w IV. kwartale 2015 roku;
- korekta *in minus* o kwotę dodatkowych rezerw celowych, doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu, dla okresów kiedy występowała taka konieczność (kwestia ta została omówiona szerzej w punkcie 3.4);
- korekta *in plus* o wartość utworzonej przez Fundusz na koniec poszczególnych okresów rezerwy na ryzyko ogólne dotyczącej poręczeń udzielonych w ramach kapitału własnego.

Ponieważ ORFPK księgował otrzymywane w latach 2006-2007 dotacje z funduszu PHARE poprzez rachunek zysków i strat (co powiększało wynik finansowy i pośrednio również kapitał własny Spółki), nie ma potrzeby dokonywania z tego tytułu korekt kapitału własnego dla w/w okresu.

W skład skorygowanego kapitału poręczeniowego wyliczanego przez EuroRating, oprócz skorygowanego kapitału własnego Spółki, od 2009 roku wchodzi także dofinansowanie w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego (RPO) Województwa Opolskiego 2007-2013, w początkowej kwocie 10 mln zł.

Gdyby do kapitału własnego (obliczonego zgodnie z powyższymi uwagami) dodać w całości dofinansowanie zwrotne w ramach RPO, łączny kapitał poręczeniowy ORFPK wyniósłby 17,6 mln zł. Należy jednak uwzględnić specyficzne warunki, na jakich w województwie opolskim przyznane zostało funduszom poręczeniowym dofinansowanie w ramach RPO. Do najważniejszych czynników mających wpływ na ryzyko Funduszu zaliczyć należy następujące warunki:

- otrzymane dofinansowanie ma charakter zwrotny; po zakończeniu projektu Marszałek Województwa Opolskiego ma zdecydować o dalszych losach środków w ramach RPO (tj. dalszym wykorzystaniu dofinansowania przez ORFPK lub też o wycofaniu dofinansowania);
- poręczenia udzielane w ramach środków z RPO podlegają odrębnej ewidencji (następuje rozróżnienie pomiędzy poręczeniami udzielanymi w ramach środków własnych Funduszu oraz w ramach środków z RPO);
- umowa dopuszcza maksymalny wskaźnik wypłaty poręczeń do łącznej wartości poręczeń udzielonych w ramach RPO na poziomie 5%; do tego limitu utrata poręczeń udzielanych w ramach środków z RPO może pomniejszać kwotę do zwrotu; ewentualne wyższe straty na poręczeniach udzielonych w ramach środków z RPO obciążałyby już kapitał własny ORFPK;

- przychody z prowizji udzielanych w ramach RPO oraz dochody z lokat środków pieniężnych przynależących do projektu powiększają środki projektu i podlegają docelowo zwrotowi;
- Fundusz ma prawo do refundacji części ponoszonych własnych kosztów administracyjnych (w ramach maksymalnego limitu wynoszącego średniorocznie 2% kwoty udzielonych w danym roku poręczeń, a w okresie trwałości projektu 5% wartości udzielonych w danym roku poręczeń) w ciężar dochodów z prowizji oraz odsetek przynależnych środkom z RPO.

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

Z jednej strony limit wskaźnika utraty poręczeń na poziomie 5% wydaje się stosunkowo bezpieczny, zważywszy na dotychczasową umiarkowaną szkodowość portfela poręczeń udzielonych przez ORFPK. Ponadto na sytuację finansową Funduszu pozytywny wpływ mają dochody z tytułu refundacji w ciężar projektu RPO części własnych kosztów administracyjnych. Z drugiej jednak strony istotnym czynnikiem ryzyka jest narażenie Funduszu na ryzyko utraty kapitału własnego w przypadku, jeśli ostateczna szkodowość poręczeń udzielonych w ramach RPO okaże się wyższa niż 5% wartości poręczeń udzielonych. Strata przewyższająca tę wartość obciążać będzie już kapitał własny Funduszu.

Jakkolwiek ryzyko poniesienia przez Fundusz strat na kapitale własnym w związku z otrzymaniem dofinansowania w ramach RPO oceniamy obecnie jako relatywnie niskie, to z punktu widzenia oceny ogólnego ryzyka kredytowego, przy wyliczaniu skorygowanego kapitału poręczeniowego nie można naszym zdaniem jednakowo traktować kapitału własnego Funduszu i zwrotnego dofinansowania w ramach RPO. Dlatego środki z dofinansowania w ramach RPO są doliczane do skorygowanego kapitału poręczeniowego po ich pomniejszeniu o 25% „rezerwę na ryzyko” związaną ze specyficznymi warunkami tego dofinansowania.

Ostatecznie **wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego** [2] wyliczanego przez EuroRating, służącego do obliczania wskaźników opartych na wartości kapitału poręczeniowego (zaprezentowanych w tabeli 3.6) **wyniosła na koniec II. kwartału 2016 roku 14,7 mln zł**. Była to kwota o 2 mln zł niższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (16,7 mln zł).

Skala zaangażowania w akcję poręczeniową

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

Wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego [8] ORFPK w początkowych latach działalności wykazywała tendencję wzrostową. Najwyższy dotychczas poziom (1,54) mnożnik osiągnął na koniec 2008 roku.

Sytuacja w której wartość zobowiązań warunkowych (z tytułu udzielonych poręczeń) przekracza wartość kapitałów Funduszu jest nie tylko zupełnie normalna, lecz także (z punktu widzenia celu dla którego Fundusz został powołany) pożądana. Fundusz poręczeniowy nie udziela bowiem pożyczek, lecz (zachowując środki pieniężne na własnych rachunkach) jedynie gwarantuje innym instytucjom finansowym wypłatę zobowiązań kredytobiorców, którzy okażą się niewypłacalni. Wypłacie podlega przy tym zwykle jedynie bardzo niewielka część udzielonych poręczeń, stąd też Fundusz wykorzystuje posiadany kapitał efektywnie jedynie wówczas, kiedy udziela poręczeń o łącznej wartości znacznie przekraczającej kapitał jakim dysponuje.

W 2009 roku Fundusz podpisał umowę o dofinansowanie zwrotne w ramach RPO w kwocie 10 mln zł. W rezultacie skokowego wzrostu wartości kapitału poręczeniowego skorygowany mnożnik [8] obniżył się do 0,91 i przez kolejne trzy lata oscylował na niskich poziomach 0,8-1,2. Od roku 2013 do połowy 2015 roku, ze względu na dalsze znaczące zmniejszenie akcji poręczeniowej mnożnik kapitału poręczeniowego obniżył się do bardzo niskiego poziomu ok. 0,5. Od drugiej połowy 2015 roku wartość udzielanych poręczeń oraz wartość portfela poręczeń aktywnych ponownie wzrasta, w wyniku czego skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego również lekko zwiększył swoją wartość i na koniec II. kwartału 2016 roku osiągnął wartość 0,76.

Mnożnik kapitału własnego Spółki [9] (liczony jako relacja poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu [5] do skorygowanego kapitału własnego Spółki [3]), był skorelowany z mnożnikiem kapitału poręczeniowego (uwzględniającego również środki zwrotne z RPO) [8]. Do końca 2008 roku oba mnożniki przyjmowały te same wartości. Od 2009 roku, ze względu na otrzymane przez Fundusz dofinansowanie zwrotne w ramach RPO wartości mnożników zaczęły się różnić, jednak przyjmowały bardzo podobne wartości. Ponieważ jednak od II. kwartału 2015 roku wartość poręczeń aktywnych udzielonych w ramach RPO zaczęła maleć, a rosła wartość poręczeń udzielonych w ramach środków własnych Funduszu, mnożnik kapitału własnego zaczął wzrastać – z najniższego od wielu lat poziomu 0,49 w I. kwartale 2015 roku do 0,75 na koniec 2015 roku oraz 1,24 na koniec II. kwartału 2016 roku. Po raz pierwszy więc mnożnik kapitału własnego Spółki [9] był w ostatnim czasie istotnie wyższy od mnożnika kapitału poręczeniowego [8].

Pomimo pewnego wzrostu, jaki miał miejsce w ciągu kilku ostatnich kwartałów, obecną ekspozycję Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń, mierzoną mnożnikiem kapitału poręczeniowego (0,76) oraz mnożnikiem kapitału własnego Spółki (1,24) oceniamy jako wciąż bardzo niską i bezpieczną. Jest to jeden z głównych czynników wpływających pozytywnie na ocenę ryzyka kredytowego ORFPK.

Dywersyfikacja portfela poręczeń

Przeciętna wartość aktywnych poręczeń [13] znajdujących się w portfelu Funduszu w ostatnich latach oscylowała w zakresie 65-90 tys. zł. Relacja przeciętnej wartości poręczenia do łącznego portfela poręczeń aktywnych [14] kształtowała się w ciągu ostatnich czterech lat na poziomie ok. 0,7-0,9%, co obrazuje umiarkowanie dobrą ogólną dywersyfikację portfela poręczeń ORFPK.

Relacja przeciętnego poręczenia do skorygowanego kapitału poręczeniowego w ciągu ostatnich trzech lat kształtowała się na poziomie ok. 0,4-0,6%, co należy uznać za wartość dość niską i bezpieczną.

W obowiązującym w Opolskim Regionalnym Funduszu Poręczeń Kredytowych regulaminie udzielania poręczeń limit maksymalnej wartości poręczeń na rzecz jednego klienta został ustalony na poziomie 5% kapitału poręczeniowego, przy czym Fundusz stosuje dodatkowe ograniczenie kwotowe do 350 tys. zł (według stanu na koniec II. kwartału 2016 roku odpowiadało to 2,4% wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego oraz 5,7% skorygowanego kapitału własnego Spółki).

Suma wartości aktywnych poręczeń udzielonych przez ORFPK 20 największym klientom [16] w ostatnich latach zwiększała się. Najwyższą wartość nominalną (blisko 5,5 mln zł, co stanowiło 49,1% łącznego portfela poręczeń [19] oraz odpowiadało 37,2% skorygowanego kapitału poręczeniowego [20]) osiągnęła na koniec II. kwartału 2016 roku.

Część na ryzyku własnym Spółki (tj. z wyłączeniem udzielonych w ramach RPO) [17] z łącznej kwoty 20 największych poręczeń również rosła w ostatnich latach i na koniec II. kwartału 2016 r. wynosiła 3,7 mln zł, co odpowiadało równowartości ok. 61% skorygowanego kapitału własnego Spółki [21].

Także suma 50 największych poręczeń rosła w ciągu ostatnich lat – do 8,8 mln zł na koniec II. kwartału 2016 roku (z czego 5,9 mln zł to poręczenia na ryzyku własnym). Należy zaznaczyć, że 50 największych poręczeń, stanowiących zaledwie ok. 1/3 łącznej liczby aktywnych poręczeń stanowiło w ostatnim czasie aż 80% łącznego portfela poręczeń, przy czym część na ryzyku własnym odpowiadała równowartości ponad 95% kapitału własnego Spółki.

Zarówno tendencję wzrostową wartości nominalnej największych poręczeń jak i obecną już zbyt wysoką ekspozycję kapitału własnego Spółki na ryzyko tych poręczeń zaliczamy do czynników negatywnych. Oceniamy negatywnie. Stosunkowo wysoka ekspozycja własna Funduszu na ryzyko największych klientów oznacza bowiem, że w przypadku wystąpienia niewypłacalności nawet kilku z nich, Fundusz może utracić znaczącą część kapitału własnego.

Ogólną dywersyfikację portfela poręczeń ORFPK (liczoną według średniej wartości poręczenia) oceniamy jako umiarkowaną. Zbyt wysoka jest już natomiast w naszej opinii ekspozycja Funduszu na ryzyko największych klientów. Jest to obecnie czynnik wpływający negatywnie na ogólną ocenę ryzyka kredytowego Funduszu.

Wypłaty poręczeń

Opolski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych ma podpisane umowy o współpracy w zakresie udzielania poręczeń z siedemnastoma instytucjami finansującymi. Jak dotąd zdecydowana większość poręczeń udzielana jest jednak na rzecz trzech z nich, przy dominującym udziale dwóch banków.

Warunki, na jakich Fundusz zawierał umowy z instytucjami finansującymi w zakresie możliwości występowania przez nie o wypłatę poręczeń określają, że w razie zaprzestania spłaty kredytu przez klienta instytucja finansująca ma obowiązek dopełnić formalności dotyczących wszczęcia windykacji

z majątku klienta, pozostałych zabezpieczeń i dopiero po zakończeniu tych działań może zgłosić się po wypłatę poręczenia.

Pierwszych większych wypłat [22] (na łączną kwotę 983 tys. zł, co odpowiadało 7,6% średniorocznej wartości całego portfela poręczeń) Fundusz dokonał w 2012 roku. W ciągu następnego roku Fundusz wypłacił 193 tys. zł, co stanowiło już tylko 1,6% średniorocznej wartości portfela. Kolejne dwa lata przyniosły bardzo niewielkie wypłaty, a wskaźnik szkodowości brutto nie przekraczał 0,5% portfela.

Pierwsze półrocze 2016 roku upłynęło jednak pod znakiem ponownego silnego wzrostu wypłat, bowiem Fundusz wypłacił wówczas cztery poręczenia na łączną kwotę 662 tys. zł, co stanowiło równowartość aż 7% średniorocznej wartości łącznego portfela poręczeń (licząc dla czterech ostatnich kwartałów wskaźnik szkodowości portfela poręczeń wyniósł 7,4%). Według wstępnych informacji za III. kwartał 2016 roku ORFPK wypłacił tylko jedno poręczenie na kwotę 45,8 tys. zł. Wskaźnik szkodowości liczony dla czterech ostatnich kwartałów wzrósł jednak na koniec września b.r. do 7,8%.

Należy przy tym zaznaczyć, że dokonane w ciągu ostatnich czterech kwartałów wypłaty poręczeń dotyczyły w całości poręczeń udzielonych w ramach środków własnych Funduszu. Jakkolwiek więc na koniec czerwca b.r. wskaźnik relacji wypłat do skorygowanego kapitału poręczeniowego (obejmującego również środki zwrotne z RPO) wyniósł umiarkowane 4,3% [27], to już w relacji do kapitału własnego Spółki było to 10,3% [28].

Zarówno wskaźnik szkodowości portfela poręczeń, jak i wskaźnik wypłat do kapitału własnego Spółki przyjmują w ostatnim czasie zbyt wysokie wartości. Zakładamy jednak, że ostatni silny wzrost wartości wypłat poręczeń ma w dużej mierze charakter zdarzenia jednorazowego, bowiem wynika on m.in. z wypłaty w II. kwartale 2016 r. pojedynczego wysokiego poręczenia spornego jeszcze z roku 2014 na kwotę 395 tys. zł (z czego 325 tys. zł stanowiła kwota poręczenia, a pozostała część to naliczone odsetki).

Ogólnie dotychczasową szkodowość portfela poręczeń oceniamy jako umiarkowaną – przez większość lat była ona bardzo niska, jednak zdarzały się pojedyncze okresy wysokich wypłat. Ostatni silny wzrost wypłat traktujemy jako zjawisko tymczasowe. Gdyby jednak wskaźnik szkodowości utrzymał się na obecnym podwyższonym poziomie dłuższy czas (lub tym bardziej gdyby wzrósł jeszcze bardziej), wywierałoby to negatywny wpływ na poziom ratingu nadanego Funduszowi.

Rentowność kapitału

Skorygowane wyniki finansowe Opolskiego RFPK w ostatnich latach były generalnie ujemne (średnia strata dla lat 2011-2015 wynosi -213 tys. zł). Wskaźnik rentowności kapitału był przy tym bardzo zmienny i wahał się od niewielkich wartości dodatnich (+1% w roku 2014) do stosunkowo wysokich wartości ujemnych (-7% w roku 2010 i -6% w roku 2015) [29].

W kontekście oceny ryzyka kredytowego Funduszu do czynników negatywnych zaliczamy obecnie znaczne pogorszenie skorygowanego wyniku w roku 2015 oraz w I. połowie 2016 roku. W ubiegłym roku Fundusz wygenerował bowiem najwyższą jak dotąd stratę roczną na poziomie -415,5 tys. zł

(wynik księgowy był przy tym na niemal identycznym poziomie co wynik skorygowany), a po pierwszych sześciu miesiącach bieżącego roku skorygowana strata przekroczyła już ten rekord i wyniosła -529 tys. zł (na co złożyło się częściowo doliczenie przez EuroRating dodatkowych rezerw celowych, w związku z rozwiązaniem w ostatnim czasie przez ORFPK niemal całości utworzonych wcześniej rezerw celowych na poręczenia udzielone w ramach kapitału własnego, przy jednoczesnym wzroście wartości poręczeń aktywnych w tym okresie). W rezultacie wskaźnik rentowności kapitału własnego (liczony na podstawie skorygowanego wyniku za cztery ostatnie kwartały) obniżył się do -5,9% na koniec roku 2015 oraz do -10,6% na koniec II. kwartału 2016 roku.

Jakkolwiek na niekorzystne wyniki finansowe ORFPK generowane w ciągu ostatnich kwartałów miały w dużej mierze wpływ czynniki jednorazowe (m.in. dokonane wysokie wpłaty poręczeń oraz doliczenie przez EuroRating dodatkowych rezerw w związku ze wzrostem wartości portfela poręczeń), to wynikały one także z generowanej przez ORFPK stosunkowo wysokiej wartości straty już na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży, a także z negatywnej tendencji w zakresie uzyskiwanych przez Fundusz dochodów z lokat środków pieniężnych (co jest rezultatem spadku oprocentowania lokat).

Generalnie obszar wyników finansowych oraz rentowności kapitału zaliczamy przy ogólnej ocenie ryzyka kredytowego ORFPK do czynników negatywnych. Zakładamy jednak, że w ciągu najbliższych kwartałów wartość ponoszonych strat znacznie się obniży, a wskaźnik rentowności kapitału, choć może pozostanie ujemny (co samo w sobie nie jest jeszcze czynnikiem bardzo niepokojącym w przypadku oceny funduszy poręczeniowych nienastawionych na generowanie zysku), to jednak powinien wzrosnąć do poziomów bliskich zera. Gdyby jednak okazało się, że Fundusz w perspektywie średnioterminowej nadal generowałby wysokie straty, to miałyby to już negatywny wpływ na nadaną mu ocenę ratingową.

3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń

Polityka tworzenia rezerw

Obowiązujące w ORPFK zasady tworzenia rezerw określają, że zmiana poziomu rezerw następuje co najmniej raz na kwartał, 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 Fundusz klasyfikację poręczeń zagrożonych (według terminowości spłaty kredytów) wraz ze wskaźnikami tworzenia rezerw celowych przedstawia tabela nr 3.7.

Tabela 3.7 ORFPK Sp. z o.o. - klasyfikacja kredytów i wskaźniki rezerw celowych

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

Źródło: ORFPK Sp. z o.o.

Regulamin określa także zasady tworzenia rezerwy na ryzyko ogólne. Według zapisów obecnego regulaminu rezerwa na ryzyko ogólne powinna wynosić 1,0% wartości portfela aktywnych poręczeń.

Generalnie określone w obowiązującym w Spółce regulaminie zasady 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 Opolski Regionalny FPK rezerw według stanu na koniec lat 2013-2015 oraz na koniec I. półrocza 2016 roku przedstawia tabela nr 3.8.

Tabela 3.8 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	30.06.2016
Rezerwy celowe – poręczenia w ramach RPO (tys.zł)	56,7	243,1	157,6	285,1
Rezerwy celowe – poręcz. w ramach kap. wł. (tys.zł)	429,5	249,0	668,2	31,6
Rezerwa na ryzyko ogólne – RPO (tys.zł)	59,3	45,8	45,8	35,6
Rezerwa na ryzyko ogólne – kapitał własny (tys.zł)	45,7	41,4	42,0	71,4
Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)	591,2	579,2	913,6	423,6
Rezerwy celowe KW / Aktywne poręczenia na ryz. wł.	9,4%	6,6%	13,3%	0,4%
Rezerwa na ryzyko ogólne KW / Akt. por. na ryzyku wł.	1,0%	1,1%	1,0%	0,9%
Rezerwy razem KW / Akt. poręcz. na ryzyku własnym	10,4%	7,7%	14,3%	1,4%
Rezerwy celowe / Kapitał poręczeniowy	3,2%	3,1%	5,4%	2,1%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Kapitał poręczeniowy	0,7%	0,6%	0,6%	0,7%
Rezerwy razem KW / Kapitał poręczeniowy	3,8%	3,7%	6,0%	2,9%

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

Analizując wartość utworzonych przez Opolski RFPK rezerw celowych należy wziąć pod uwagę fakt, iż Fundusz tworzy rezerwy zarówno na poręczenia udzielone w ramach środków własnych Funduszu, jak i na poręczenia udzielone w ramach programu RPO. Dla celów oceny ryzyka Funduszu należy zatem rozróżnić część rezerw odpowiadających poręczeniom na ryzyku własnym (udzielanym z kapitału własnego ORFPK) od rezerw dotyczących portfela poręczeń udzielonych ze środków projektowych.

Fundusz zaczął tworzyć rezerwy na poręczenia od roku 2006. W ostatnich latach nominalna wartość rezerw celowych na poręczenia na ryzyku własnym ulegała dużym zmianom i wynosiła od ok. 30 tys. zł do ok. 680 tys. zł. Najwyższą wartość rezerwy celowe osiągnęły na koniec 2015 roku. Odpowiadały one wtedy 13,3% portfela poręczeń na ryzyku własnym. W I. połowie 2016 roku, w wyniku wypłat poręczeń o relatywnie dużej wartości (ok. 660 tys. zł), rezerwy celowe zmniejszyły się do 31,6 tys. zł, co stanowiło już zaledwie 0,4% portfela poręczeń na ryzyku własnym.

W ciągu ostatnich dwóch lat wartość rezerw celowych na poręczenia udzielone w ramach RPO najpierw wzrosła z ok. 50 tys. zł do ok. 200 tys. zł, a następnie oscylowała w przedziale 150-380 tys. zł. Na koniec II. kwartału 2016 roku wyniosła 285 tys. zł (co stanowi obecnie 8% poręczeń aktywnych w RPO).

Obecny, niemal zerowy poziom rezerw celowych na ryzyku własnym ORFPK wykazany na koniec II. kwartału 2016 roku oznacza, że ewentualne kolejne wypłaty poręczeń (udzielonych w ramach środków własnych Funduszu) w najbliższych kwartałach przekładałyby się praktycznie w całości bezpośrednio na wynik finansowy Funduszu. Ryzyko dotyczące potencjalnych przyszłych wypłat poręczeń zagrożonych nie jest zatem obecnie praktycznie w żadnym stopniu uwzględnione z wyprzedzeniem w wyniku finansowym oraz w księgowej wartości kapitału własnego Spółki.

Zgodnie ze stosowaną przez EuroRating metodologią oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych, za minimalny właściwy 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 Opolskiego RFPK 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% (w przypadku ORFPK dotyczy to roku 2012 oraz II. kwartału 2016 roku). Stosowne wyliczenia dotyczące trzech ostatnich lat i I. półrocza 2016 r. zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.9.

Tabela 3.9 Wartość dodatkowo naliczonych rezerw celowych na ryzyko wypłaty poręczeń

	XII.2013	XII.2014	XII.2015	VI.2016
Wskaźnik dodatkowych rezerw celowych	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%
Wartość dodatkowych rezerw celowych (tys. zł)	0,0	0,0	0,0	253,9
Rezerwy celowe razem* (utworz. przez ORFPK oraz dodatkowe)	429,5	249,0	668,2	285,4
Rezerwy celowe razem* / Aktywne poręcz. na ryzyku własnym	9,4%	6,6%	13,6%	4,0%
Rezerwy celowe razem* / Skorygowany kapitał poręczeniowy	2,8%	1,6%	4,4%	1,9%

* dotyczy rezerw celowych na poręczenia udzielone w ramach kapitału własnego

Źródło: EuroRating

Z uwagi na rozwiązanie przez Fundusz w I. połowie 2016 r. prawie całości utworzonych wcześniej rezerwy celowych, oraz jednoczesny wzrost wartości poręczeń na ryzyku własnym Funduszu, w II. kwartale 2016 roku pojawiła się konieczność doliczenia dodatkowych rezerw na potrzeby oceny ratingowej Funduszu. Zmiana salda dodatkowych rezerw celowych w II. kwartale 2016 roku została uwzględniona w skorygowanym wyniku finansowym (patrz tabela nr 3.2), a saldo tych rezerw pomniejszyło skorygowany kapitał własny Spółki oraz tym samym skorygowany kapitał poręczeniowy Funduszu (tabela 3.6 wiersz [2] i [3]).

ORFPK utworzył w ostatnich latach niewielką rezerwę na ryzyko ogólne. Rezerwa ta nie dotyczy jednak ryzyka poszczególnych poręczeń zagrożonych i jej tworzenie traktujemy jako zabieg czysto księgowy. 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 pierwszej połowy 2011 roku, jednak tempo wzrostu gospodarczego (m.in. ze względu na trudną sytuację w wielu krajach europejskich) było umiarkowane. Realna dynamika PKB w roku 2011 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. Rok 2014 upłynął pod znakiem ponownej poprawy koniunktury, a realny wzrost PKB wyniósł 3,3%. Na zbliżonym poziomie (3,6%) wzrost gospodarczy utrzymał się także w roku 2015.

Szacujemy, iż w roku 2016 koniunktura gospodarcza powinna być jeszcze dobra, na co wpływ będą miały m.in. zwiększone rządowe wydatki socjalne. W perspektywie kolejnego roku zagrożeniem dla utrzymania dotychczasowej dynamiki wzrostu PKB mogą okazać się jednak problemy związane z nadmiernym deficytem budżetowym, a także ryzyko wystąpienia kolejnej fazy kryzysu w gospodarce światowej.

Istotnym z punktu widzenia osiągniętych przez Fundusz wyników finansowych czynnikiem makroekonomicznym są także utrzymujące się w ostatnim czasie tendencje deflacyjne, które przyczyniają się do obniżek oficjalnych stóp procentowych NBP oraz w konsekwencji do spadku oprocentowania depozytów bankowych do rekordowo niskich poziomów. 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.**

Historia kredytowa i stabilność sytuacji finansowej Funduszu

Od momentu rozpoczęcia przez Spółkę działalności operacyjnej (tj. od roku 2001) jej sytuacja finansowa była relatywnie dobra i stabilna.

W całym okresie działalności Funduszu skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego, jak i skorygowany mnożnik kapitału własnego, utrzymywały się na bardzo niskich poziomach (maksymalna wartość obu mnożników to 1,54). Ogólnie dość wysoką stabilność wskaźników finansowych Funduszu naruszyły w ostatnim czasie stosunkowo wysokie wpłaty poręczeń oraz powiązany z nimi dość wysoki ujemny wynik finansowy.

Fundusz nie miał dotychczas żadnych problemów z wywiązywaniem się ze zobowiązań finansowych. Nie występowały także okresy podwyższonego ryzyka kredytowego.

Bezpieczeństwo i efektywność lokat środków pieniężnych

Posiadane przez fundusz poręczeniowy środki pieniężne stanowią zwykle główny element decydujący o wiarygodności udzielanych przez niego poręczeń. Dlatego też kwestia bezpieczeństwa inwestycji płynnych aktywów funduszu należy do najważniejszych elementów oceny jego ryzyka kredytowego.

ORFPK lokował w poprzednich latach posiadane środki pieniężne głównie w depozytach bankowych oraz częściowo w bonach skarbowych. Co do zasady 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.

Strukturę lokat na koniec III. kwartału 2016 roku w podziale na poszczególne instytucje finansowe przedstawia tabela nr 3.10. Całość środków pieniężnych Funduszu ulokowana była w depozytach i na rachunkach w sześciu różnych bankach.

W ciągu ostatnich kilku lat Fundusz stale lokował środki w co najmniej 5-6 bankach, a udział żadnego z nich nie przekraczał 1/3 łącznej wartości środków pieniężnych będących w dyspozycji Funduszu. Ogólną dywersyfikację portfela lokat należy zatem określić jako dość dobrą.

W Funduszu funkcjonuje „Instrukcja lokowania środków finansowych” z 2005 roku, która ogranicza zakres instrumentów finansowych, w które ORFPK może lokować środki do depozytów bankowych, obligacji Skarbu Państwa, obligacji komunalnych, papierów wartościowych NBP oraz jednostek uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego. Instrukcja ta nie określa jednak w żaden sposób limitów zaangażowania Funduszu w inwestycje danego rodzaju lub w danej instytucji, ani też kryteriów oceny i wyboru banków. Sprawia to, że dokument ten ma w praktyce znikomą użyteczność pod kątem ograniczania ryzyka portfela inwestycji Funduszu.

Zarząd Funduszu co prawda stosuje umowne kryteria związane z limitami koncentracji (maksymalnie 50% środków w jednym banku) czy też oceną ryzyka kredytowego (informacje ze źródeł zewnętrznych jak oceny agencji ratingowych i raporty finansowe), ale brak formalnego określenia w/w kryteriów w praktyce skutkuje tym, że Fundusz stale lokuje istotną część środków w bankach o podwyższonym lub nawet wysokim ryzyku kredytowym (w tym w małych lokalnych bankach spółdzielczych).

Prowadzoną przez ORFPK politykę lokat środków pieniężnych oceniamy lekko negatywnie. Obowiązująca w Funduszu instrukcja w tym zakresie jest zbyt ogólna i nie określa zasad dywersyfikacji portfela lokat i oceny ryzyka banków. W rezultacie znaczna część środków lokowana jest w bankach o podwyższonym ryzyku kredytowym. W ostatnim czasie widoczna jest jednak poprawa w tym zakresie. W ciągu czterech kwartałów udział banków o ryzyku podwyższonym spadł z ok. 2/3 do niecałej 1/4.

Struktura branżowa poręczeń

Zestawienie poręczeń udzielonych przez Opolski RFPK w podziale na główne sektory gospodarki w latach 2013-2015 oraz na koniec II. kwartału 2016 r. (licząc narastająco za cztery ostatnie kwartały) przedstawia tabela nr 3.11.

Tabela 3.10 Struktura inwestycji ORFPK na dzień 30.09.2016 r.

	30.09.2016
Bank # 1	27%
Bank # 2	23%
Bank # 3	23%
Bank # 4	15%
Bank # 5	12%
Razem	100,0%

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

Tabela 3.11 Opolski RFPK – struktura branżowa aktywnych poręczeń

Branża	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	30.06.2016
usługi (w tym transport)	45,2%	45,2%	60,7%	51,6%
handel	26,6%	26,6%	20,7%	20,0%
budownictwo	15,9%	15,8%	10,3%	12,4%
produkcja	12,4%	12,4%	7,1%	12,0%
inne (w tym wadia)	0,0%	0,0%	1,3%	4,1%
Razem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

Według metodologii stosowanej przez agencję ratingową EuroRating za maksymalny bezpieczny udział jednej branży w portfelu poręczeń uznaje się 40%. Poziom ten w ostatnich latach jest stale przekraczany dla ekspozycji na ryzyko sektora usługowego. **Dywersyfikację portfela poręczeń aktywnych w podziale na poszczególne sektory gospodarki oceniamy więc jako niewystarczającą.**

Stosowane procedury wewnętrzne

Do najważniejszych istniejących w Opolskim RFPK procedur regulujących działalność Funduszu zaliczyć należy:

- „Regulamin działalności poręczycielskiej Opolskiego RFPK” oraz „Regulamin udzielania poręczeń RPO” określają ogólne zasady i procedury ubiegania się o poręczenie w ramach środków własnych Funduszu oraz środków RPO; ograniczają maksymalną wartość udzielanych poręczeń do wysokości 70% kwoty poręczanego kredytu lub pożyczki (przy udziale innych funduszy poręczeniowych maksymalnie 80%) oraz łączne zaangażowanie na rzecz jednego przedsiębiorcy do wysokości 5% kapitału poręczycielskiego Funduszu (ponadto obowiązuje ograniczenie kwotowe maksymalnej wartości poręczenia w wysokości 350 tys. zł);
- „Regulamin współpracy pomiędzy firmą leasingową a ORFPK w zakresie udzielania poręczeń indywidualnych” określa ogólne zasady i procedury udzielania poręczeń leasingowych, ogranicza maksymalną wartość udzielanych poręczeń do wysokości 80% kwoty leasingu oraz łączne zaangażowanie na rzecz jednego przedsiębiorcy do wysokości 5% kapitału poręczycielskiego Funduszu (ponadto obowiązuje ograniczenie kwotowe maksymalnej wartości poręczenia w wysokości 350 tys. zł); dodatkowo regulamin określa również zasady współpracy między Funduszem a firmą leasingową;
- „Metodologia ceny ryzyka poręczeniowego” określa zasady i tryb oceny ryzyka poręczeniowego na podstawie analizy informacji zawartych we wniosku o udzielenie poręczenia oraz danych finansowych;
- „Regulamin poręczeń wadialnych” określa zasady i procedury udzielania poręczeń wadialnych, określa zakres podmiotów mogących się ubiegać o poręczenia oraz ogranicza wartość pakietu wadialnego do 350 tys. zł; wprowadza także rozróżnienie dotyczące ilości weksli będących zabezpieczeniem pakietu wadialnego (dla pakietu do 100 tys. zł – przedsiębiorca musi wystawić

jeden weksel własny in blanco, dla pakietu od 100 tys. zł do 300 tys. zł – dwa weksle, a dla pakietu wartego 300-350 tys. zł – trzy weksle);

- „Procedury oceny ryzyka funduszu poręczeń wadialnych” określają zasady i tryb oceny ryzyka poręczeniowego na podstawie analizy informacji zawartych we wniosku o udzielenie poręczenia oraz danych finansowych;
- „Regulamin tworzenia rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń kredytów i pożyczek” określa sposób, częstotliwość i wysokość tworzenia rezerw celowych oraz rezerwy na ryzyko ogólne;
- „Instrukcja lokowania środków finansowych” wymienia rodzaje instrumentów, w które Fundusz może inwestować środki pieniężne.

Generalnie obowiązujące w Funduszu procedury wewnętrzne oceniamy pozytywnie, z zastrzeżeniem, iż niektóre zapisy w w/w regulaminach są naszym zdaniem zbyt mało konserwatywne (dotyczy to w szczególności „Instrukcji lokowania środków finansowych” oraz „Regulaminu tworzenia rezerw”).

Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

Według stanu na koniec II. kwartału 2016 roku w Spółce zatrudnionych było 5 osób z czego jedna przebywa na urlopie wychowawczym, a kolejna była w trakcie okresu wypowiedzenia. W najbliższym czasie Zarząd nie planuje zatrudnienia nowych pracowników, chyba że znacznie zwiększy się zainteresowanie klientów poręczeniami Funduszu. Relatywnie niska liczba personelu może stwarzać ryzyko operacyjne związane ze sprawnością udzielania i obsługi poręczeń, jednak z drugiej strony Fundusz musi czynić starania mające na celu utrzymanie kosztów operacyjnych dostosowanych do skali prowadzonej akcji poręczeniowej i uzyskiwanych przychodów.

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

Perspektywy rozwoju i plan finansowy

Wewnętrzne regulacje Funduszu nie narzucają maksymalnego poziomu mnożnika, jednak z uzyskanych przez nas informacji wynika, że władze Funduszu w perspektywie średnioterminowej planują nieprzekraczanie nieskorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego na poziomie 1.

W celu zwiększenia, wcześniej bardzo niskiej, akcji poręczeniowej Fundusz wdrożył nowy regulamin udzielania poręczeń wadialnych oraz zawarł w ramach konsorcjum KGP umowę z dwiema firmami leasingowymi w zakresie poręczania transakcji leasingowych.

Fundusz posiada plan finansowy na lata 2016-2018, konstruowany przy założeniu kontynuacji udzielania poręczeń w ramach RPO oraz intensyfikowania współpracy z instytucjami, z którymi Fundusz ma już podpisane umowy o współpracy. W dokumencie Fundusz wskazuje na poręczenia wadialne, jako te, które w najbliższych latach będą najważniejszą pozycją w ofercie. Z planu tego wynika, że Fundusz zamierza ustabilizować wyniki finansowe oraz zwiększyć akcję poręczeniową.

Według stanu na dzień sporządzania niniejszego raportu Instytucja Zarządzająca RPO nie przygotowała jeszcze strategii wyjścia z programu RPO 2007-2013. W chwili obecnej Fundusz wszedł w tzw. „okres trwałości projektu”, który obowiązywał będzie do końca marca 2018 roku. W tym czasie Fundusz może nadal udzielać poręczeń w ramach środków pomocowych, a także pobierać refundację kosztów zarządzania o wartości 5% poręczeń udzielonych.

Fundusz zamierza aplikować o środki pomocowe w ramach nowej perspektywy unijnej na lata 2014-2020. Jest prawdopodobne, że wsparcie to będzie miało charakter reporeczeń dla poręczeń udzielanych przez fundusze poręczeniowe, jednak nie zapadły jeszcze ostateczne decyzje dotyczące skali oraz szczegółowych warunków, na jakich będzie ono udzielane.

4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

Opolski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych jest funduszem niewielkim pod względem wartości posiadanego kapitału własnego. Jest to fundusz o zasięgu regionalnym, udzielający poręczeń przedsiębiorstwom z terenu całego województwa opolskiego. Dywersyfikację portfela poręczeń pod względem geograficznym można więc ocenić jako umiarkowaną.

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

Fundusz prowadzi działalność operacyjną od 2001 roku. Ostatnie jego dokapitalizowanie przez udziałowców miało miejsce w roku 2004. W latach 2004-2006 Fundusz uzyskał bezzwrotne dofinansowanie ze środków unijnych z programu PHARE w łącznej kwocie 4,8 mln zł. Od 2009 roku ORFPK dysponuje dofinansowaniem zwrotnym w ramach RPO w kwocie 10 mln zł.

Obecną strukturę pasywów Opolskiego RFPK należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe korzystające z dofinansowania zwrotnego w ramach RPO: kapitał własny stanowi co prawda tylko ok. 36% pasywów, jednak Fundusz nie ma żadnych zobowiązań finansowych, a niemal całość zobowiązań bilansowych stanowią zobowiązania długoterminowe dotyczące dofinansowania zwrotnego w ramach RPO. Perspektywa ewentualnego finalnego zwrotu środków z RPO nie stanowi dla Funduszu zagrożenia, ponieważ zobowiązania te pokrywają posiadane przez Fundusz środki pieniężne. **Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego strukturę pasywów Funduszu oceniamy więc pozytywnie, z zastrzeżeniem, że w ciągu ostatnich kilku lat, ze względu na ponoszone straty, obserwowana jest wyraźna erozja wartości kapitału własnego Spółki.**

Zarówno skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego, jak i skorygowany mnożnik kapitału własnego Spółki utrzymywały się dotychczas stale na bardzo niskich poziomach (maksymalna ich wartość 1,54 osiągnięta została w 2008 roku).

Skorygowany mnożnik kapitału własnego Spółki (liczony jako relacja poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu do skorygowanego kapitału własnego Spółki), po spadku do bardzo niskiego

poziomu 0,49 na początku 2015 r., od II. kwartału 2015 roku (na skutek stopniowego wzrostu wartości poręczeń aktywnych na ryzyku własnym) zaczął się ponownie zwiększać i na koniec II. kwartału 2016 roku wyniósł 1,24 (skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego ukształtował się natomiast na poziomie 0,76).

Pomimo pewnego wzrostu, jaki miał miejsce w ciągu kilku ostatnich kwartałów, obecną ekspozycję Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń, mierzoną mnożnikiem kapitału poręczeniowego (0,76) oraz mnożnikiem kapitału własnego Spółki (1,24) oceniamy jako wciąż bardzo niską i bezpieczną. Jest to jeden z głównych czynników wpływających pozytywnie na ocenę ryzyka kredytowego ORFPK.

Ogólną dywersyfikację portfela poręczeń ORFPK (liczoną według średniej wartości poręczenia) oceniamy jako zadowalającą. Zbyt wysoka jest w ostatnim czasie natomiast w naszej opinii ekspozycja Funduszu na ryzyko największych klientów. Jest to obecnie czynnik wpływający negatywnie na ogólną ocenę ryzyka kredytowego Funduszu. Jakkolwiek bierzemy pod uwagę fakt, że nieco nadmierna koncentracja portfela poręczeń może częściowo wynikać z faktu, iż Opolski RFPK dopiero od kilku kwartałów zwiększa akcję poręczeniową, to ewentualny dalszy wzrost ekspozycji na ryzyko największych klientów (w tym zwłaszcza ekspozycji kapitału własnego Spółki) i dalszy wzrost koncentracji portfela poręczeń mógłby wywierać negatywny wpływ na obecny poziom ratingu kredytowego nadanego Funduszowi.

Do 2011 roku Fundusz dokonywał jedynie niewielkich wypłat poręczeń, a wskaźnik szkodowości nie przekraczał poziomu 1%. W 2012 roku ORFPK dokonał wypłat na łączną kwotę niemal 1 mln zł, co odpowiadało 7,6% średniorocznej wartości portfela. W latach 2013-2015 szkodowość portfela utrzymywała się znów na niskim poziomie. Jednak w I. półroczu 2016 roku Fundusz ponownie dokonał relatywnie wysokich wypłat (kwota ok. 660 tys. zł) przez co wskaźnik szkodowości brutto liczony dla czterech ostatnich kwartałów wzrósł do 7,4%. W relacji do kapitału własnego Spółki wypłaty netto poręczeń udzielonych w ramach środków własnych Funduszu (tj. bez wypłat poręczeń w ramach RPO) po II. kwartale 2016 roku (licząc za cztery ostatnie kwartały) osiągnęły poziom 10,3%.

Ogólnie dotychczasową szkodowość portfela poręczeń oceniamy jako umiarkowaną – przez większość lat była ona bardzo niska, jednak zdarzały się pojedyncze okresy wysokich wypłat. Ostatni silny wzrost wypłat traktujemy jako zjawisko tymczasowe. Gdyby jednak wskaźnik szkodowości utrzymał się na obecnym podwyższonym poziomie dłuższy czas (lub tym bardziej gdyby wzrósł jeszcze bardziej), wywierałoby to negatywny wpływ na obecny poziom ratingu nadanego Funduszowi.

Skorygowane wyniki finansowe Opolskiego RFPK w ostatnich latach były generalnie ujemne (średnia strata dla lat 2011-2015 wynosi -213 tys. zł). Wskaźnik rentowności kapitału był przy tym bardzo zmienny i wahał się od niewielkich wartości dodatnich (+1% w roku 2014) do stosunkowo wysokich wartości ujemnych (-7% w roku 2010 i -6% w roku 2015). W kontekście oceny ryzyka kredytowego Funduszu do czynników negatywnych zaliczamy obecnie znaczne pogorszenie skorygowanego wyniku w roku 2015 oraz w I. połowie 2016 roku: wskaźnik rentowności kapitału własnego liczony na podstawie skorygowanego wyniku za cztery ostatnie kwartały obniżył się do -5,9% na koniec roku

2015 oraz do -10,6% na koniec II. kwartału 2016 roku. **Generalnie obszar wyników finansowych oraz rentowności kapitału zaliczamy przy ogólnej ocenie ryzyka kredytowego ORFPK do czynników negatywnych.** Bierzemy jednak pod uwagę fakt, że ostatnie pogorszenie wyników miało częściowo charakter jednorazowy. Zakładamy także, że w ciągu najbliższych kwartałów wartość ponoszonych strat znacznie się obniży.

Prowadzoną przez ORFPK politykę lokat środków pieniężnych oceniamy lekko negatywnie. Obowiązująca w Funduszu instrukcja w tym zakresie jest zbyt ogólna i nie określa zasad dywersyfikacji portfela lokat i oceny ryzyka banków. W rezultacie znaczna część środków lokowana jest w bankach o podwyższonym ryzyku kredytowym. W ostatnim czasie widoczna jest jednak poprawa w tym zakresie. W ciągu czterech kwartałów udział banków o ryzyku podwyższonym spadł z ok. 2/3 do niecałej 1/4.

Na perspektywy rozwoju akcji poręczeniowej ORFPK w dłuższym terminie istotnie wpłynąć może potencjalnie oczekiwane uruchomienie wsparcia funduszy poręczeniowych z nowej perspektywy unijnej na lata 2014-2020. Jest prawdopodobne, że wsparcie to będzie miało charakter reporeczeń dla poręczeń udzielanych przez fundusze poręczeniowe, jednak nie zapadły jeszcze ostateczne decyzje dotyczące skali oraz szczegółowych warunków, na jakich będzie ono udzielane.

Podsumowując, kondycja finansowa Opolskiego Regionalnego Funduszu Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. jest w naszej opinii dobra, a jego ryzyko kredytowe oceniamy jako umiarkowane. Według przyjętej przez agencję ratingową EuroRating metodologii na dzień publikacji niniejszego raportu (tj. 11.10.2016 r.) **Funduszowi zostaje nadany rating kredytowy na poziomie "BBB+". Perspektywa ratingu została określona jako stabilna.**

Podatność nadanego ratingu na zmiany

Do potencjalnych najistotniejszych czynników mogących wpływać pozytywnie na ocenę ryzyka kredytowego ORFPK zaliczamy: zmniejszenie koncentracji portfela poręczeń oraz zmniejszenie ekspozycji na ryzyko największych poręczeń (w tym w szczególności poręczeń w ramach kapitału własnego); obniżenie się i utrzymywanie się w dłuższym terminie szkodowości portfela poręczeń na bardzo niskim poziomie; utrzymywanie się skorygowanych mnożników kapitałowych na niskich i bezpiecznych poziomach; wzrost i ustabilizowanie w długim terminie osiągniętych wyników finansowych; dalszą poprawę profilu ryzyka portfela lokat (poprzez zmniejszenie udziału lub całkowite wyeliminowanie banków charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym); a także ewentualne znaczące dokapitalizowanie Funduszu.

Negatywny wpływ na ocenę ratingową ORFPK mogłyby mieć natomiast: ewentualny znaczący wzrost poziomu skorygowanych mnożników kapitałowych (w szczególności mnożnika kapitału własnego); dokonanie kolejnych dużych wypłat poręczeń i utrzymywanie się szkodowości portfela na podwyższonym poziomie; utrzymywanie się wysokich ujemnych wyników finansowych; ewentualne ponowne pogorszenie profilu lokat środków pieniężnych (np. poprzez wzrost koncentracji lokat i/lub wzrost udziału banków o podwyższonym ryzyku); a także wzrost koncentracji portfela 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 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 tym w szczególności do ograniczania poziomu tworzonych rezerw celowych 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 (j.t. DZ.U.2015.2066).

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”.

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

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

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

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

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.

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