

„Fundusz Pomerania” Sp. z o.o. z siedzibą w Szczecinie

Raport ratingowy

Aktualny rating kredytowy	Perspektywa ratingu
A+	stabilna

EuroRating

Warszawa

25.05.2018 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	4
2.1 Dane rejestrowe	4
2.2 Historia Funduszu i przedmiot działalności	5
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	20
3.5 Ocena czynników niefinansowych	23
4. Podsumowanie analizy i ostateczna ocena ryzyka kredytowego	28
5. Podatność nadanego ratingu na zmiany	31
6. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating	32
7. Ujawnienia regulacyjne	33

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym

1.1 Aktualny rating oraz historia ratingu Funduszu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data aktualizacji*
A+	stabilna	25.05.2018
A+	stabilna	02.02.2018
A+	stabilna	17.10.2017
A+	stabilna	27.07.2017
A+	stabilna	11.05.2017
A+	stabilna	15.02.2017
A+	stabilna	13.10.2016
A+	stabilna	27.07.2016
A+	stabilna	07.04.2016
A+	stabilna	05.01.2016
A+	stabilna	26.08.2015
A+	stabilna	03.04.2015
A+	stabilna	06.10.2009

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

Źródło: EuroRating

Główny analityk ratingowy

Robert Pieńkoś

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 21 46

e-mail: robert.pienkos@eurorating.com

Przewodniczący Komitetu Ratingowego

Kamil Kolczyński

Starszy Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 24 33

e-mail: kamil.kolczynski@eurorating.com

1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

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

2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie

2.1 Dane rejestrowe

Przedsiębiorstwo „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o. (wcześniejsza nazwa: Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.) zarejestrowane jest w Rejestrze Przedsiębiorstw Sądu Rejonowego w Szczecinie XIII Wydział Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000126048; numer NIP 851-27-98-979. Kapitał zakładowy spółki wynosi 12.150.000 zł (opłacony w całości) i dzieli się na 12.150 udziałów o wartości nominalnej 1.000 zł każdy.

Siedziba Funduszu mieści się w Szczecinie, pl. Hołdu Pruskiego 9. Zarząd spółki od momentu jej powstania jest jednoosobowy – od lipca 2004 roku funkcję Prezesa Zarządu pełni pan Adam Badach.

Strukturę udziałową spółki według stanu na dzień sporządzenia raportu przedstawia tabela nr 2.1.

Tabela 2.1 „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o. – struktura udziałowa

Lp.	Udziałowcy	Liczba udziałów (szt.)	Kapitał (tys. zł)	Udział
1	Województwo Zachodniopomorskie	5 080	5 080	41,8%
2	Bank Gospodarstwa Krajowego	5 000	5 000	41,2%
3	Polska Fundacja Przedsiębiorczości	1 500	1 500	12,3%
4	Gospodarczy Bank Spółdzielczy w Barlinku	300	300	2,5%
5	Bank Spółdzielczy Goleniów	100	100	0,8%
6	Zachodniopomorski Bank Spółdzielczy w Choszcznie	100	100	0,8%
7	Bank Spółdzielczy w Wolinie	50	50	0,4%
8	Koszalińska Agencja Rozwoju Regionalnego	20	20	0,2%
RAZEM		12 150	12 150	100,0%

Źródło: „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o.

Dominującą rolę w działalności spółki pełni dwóch udziałowców: Samorząd Województwa Zachodniopomorskiego oraz Bank Gospodarstwa Krajowego, posiadający razem 83% udziałów.

Ponad 12-procentowy udział w kapitale Funduszu ma Polska Fundacja Przedsiębiorczości, będąca kontynuatorem działalności Kanadyjsko-Polskiej Fundacji Przedsiębiorczości. Fundacja ta ukierunkowana jest na pomoc w tworzeniu i rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w całej Polsce (m.in. poprzez prowadzenie funduszy pożyczkowych oraz wspieranie kapitałowe funduszy poręczeniowych).

Niewielką liczbę udziałów posiadają także Gospodarczy Bank Spółdzielczy w Barlinku, Bank Spółdzielczy w Goleniowie, Zachodniopomorski Bank Spółdzielczy w Choszcznie, Bank Spółdzielczy w Wolinie oraz Koszalińska Agencja Rozwoju Regionalnego, w której głównym akcjonariuszem jest Samorząd Województwa Zachodniopomorskiego.

2.2 Historia i przedmiot działalności

„Fundusz Pomerania” Sp. z o.o. powstał w czerwcu 2002 roku pod firmą Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. z inicjatywy Urzędu Marszałkowskiego Województwa Zachodniopomorskiego oraz Koszalińskiej Agencji Rozwoju Regionalnego S.A. Kapitał założycielski spółki wynosił 100 tys. zł. Do końca 2008 roku miało miejsce 5 podwyższeń kapitału zakładowego. Swoje udziały zwiększyło o 3,6 mln zł województwo zachodniopomorskie. Ponadto udziały za 1,5 mln zł nabyła Polska Fundacja Przedsiębiorczości, a za 5 mln zł – BGK.

Dzięki objęciu przez Bank Gospodarstwa Krajowego dużego pakietu udziałów w spółce, „Fundusz Pomerania” dołączył do sieci regionalnych funduszy poręczeniowych, wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej, działających na terenie większości województw w kraju.

W latach 2013-2016 miały miejsce cztery niewielkie podwyższenia kapitału zakładowego. Nowe udziały objęły: GBS w Barlinku, BS Goleniów, Zachodniopomorski Bank Spółdzielczy w Choszcznie oraz BS w Wolinie. W 2017 roku kolejne udziały (o wartości 1,5 mln zł) objął Zarząd Województwa Zachodniopomorskiego.

Kapitał poręczeniowy Funduszu, oprócz wpłat wnoszonych przez udziałowców na podwyższanie kapitału zakładowego spółki, zwiększany był także dzięki pozyskiwanym przez Fundusz dotacjom. W 2002 roku Fundusz pozyskał subwencję w kwocie 2 mln zł z Agencji Nieruchomości Rolnych na poręczanie przedsięwzięć służących aktywizacji zawodowej byłych pracowników państwowych przedsiębiorstw gospodarki rolnej i ich rodzin. Rok później Fundusz uzyskał dotację w wysokości 1 mln zł z Polskiej Fundacji Przedsiębiorczości.

W 2005 i 2006 r. Fundusz rozpoczął realizację projektów, na które uzyskał dotacje z PARP w ramach „Sektorowego Programu Operacyjnego Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw na lata 2004–2006” (SPO-WKP), w łącznej kwocie 15 mln zł.

W październiku 2010 roku „Fundusz Pomerania” podpisał z menedżerem projektu umowę operacyjną na wsparcie działalności poręczeniowej prowadzonej przez Fundusz ze środków unijnych w ramach tzw. inicjatywy JEREMIE (Regionalny Program Operacyjny Województwa Zachodniopomorskiego na lata 2007-2013 – RPO). Wsparcie udzielone Funduszowi polegało na udzielaniu przez menedżera projektu reporeczeń dla poręczeń udzielanych przez Fundusz. Suma przyznanych spółce limitów reporeczeń wyniosła dotychczas 172 mln zł.

Podstawowym celem Funduszu jest wspieranie rozwoju sektora mikro, małych i średnich przedsiębiorstw z terenu województwa zachodniopomorskiego poprzez ułatwianie im dostępu do zewnętrznego finansowania dzięki udzielanym przez Fundusz poręczeniom kredytów i pożyczek. „Fundusz Pomerania” nie jest przedsiębiorstwem nastawionym na maksymalizację zysku, a wszelkie ewentualne wypracowywane nadwyżki finansowe przeznaczone są na prowadzenie działalności statutowej (organizacja typu *not-for-profit*).

3. Analiza ekonomiczno-finansowa

3.1 Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat „Funduszu Pomerania” za lata 2014-2017 przedstawia tabela nr 3.1.

Przychody ze sprzedaży

„Fundusz Pomerania” wykazuje w łącznych przychodach ze sprzedaży oprócz przychodów z prowizji od udzielonych poręczeń (w poz. A.I) również rozliczenia dotyczące refundacji kosztów w ramach projektów POKL i JEREMIE (poz. A.II i A.III).

W latach 2011-2013, pomimo wzrostu wartości udzielanych poręczeń, miał miejsce znaczący spadek przychodów z tytułu prowizji i opłat od udzielanych poręczeń (A.I). Wynika to głównie z faktu, że znacząca większość (ok. 80-95%) udzielonych w tym czasie przez Fundusz poręczeń stanowiły poręczenia w ramach JEREMIE, w przypadku których obowiązywała znacznie niższa prowizja (związana m.in. z niższym ryzykiem tego typu poręczeń dla Funduszu oraz otrzymywaną refundacją kosztów operacyjnych). W kolejnych latach przychody netto ze sprzedaży produktów oscylowały w zakresie 150-250 tys. zł.

Koszty operacyjne

Struktura kosztów rodzajowych „Funduszu Pomerania” jest typowa dla działalności funduszy poręczeniowych. Głównym składnikiem kosztów są wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne, stanowiące w ostatnich latach łącznie ok. 55-65% ogółu kosztów operacyjnych. Drugim istotnym składnikiem kosztów są usługi obce, z udziałem na poziomie ok. 25-30%.

Koszty działalności operacyjnej Funduszu stale istotnie przekraczały wartość generowanych przychodów ze sprzedaży, w wyniku czego Fundusz od początku działalności notował stratę ze sprzedaży, której wartość do 2015 roku charakteryzowała się tendencją wzrostową (nawet pomimo uwzględnienia refundacji kosztów kwalifikowanych w ramach JEREMIE). W roku 2015 strata ze sprzedaży osiągnęła poziom prawie -1,5 mln zł.

W 2016 roku strata na tym poziomie RZiS zmniejszyła się do nieco ponad 0,9 mln zł. Poprawa wyniku w tym okresie była zarówno rezultatem wzrostu łącznych przychodów ze sprzedaży (głównie w wyniku wzrostu wartości rozliczeń związanych z JEREMIE w poz. A.III RZiS), jak i niższych niż rok wcześniej o 0,2 mln zł kosztów operacyjnych. W 2017 roku wartość straty brutto ze sprzedaży utrzymała się na zbliżonym poziomie.

Generalnie ujemny wynik brutto ze sprzedaży traktujemy jako zjawisko typowe dla działalności funduszy poręczeniowych nienastawionych na maksymalizację zysku. Obecna wartość straty ze sprzedaży (stanowiąca równowartość ok. 3% skorygowanego kapitału poręczeniowego) nie budzi przy tym jeszcze naszych obaw.

Tabela 3.1 „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o. – rachunek zysków i strat za lata 2014-2017

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2014	Za rok 2015	Za rok 2016	Za rok 2017
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY	1 696,7	952,6	1 276,4	1 534,9
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	147,3	225,7	186,3	247,3
II. Zmiana stanu produktów	(348,0)	(44,7)	50,0	215,0
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	1 897,4	771,7	1 040,1	1 072,6
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	2 613,6	2 447,7	2 204,7	2 498,4
I. Amortyzacja	63,5	55,9	26,4	32,8
II. Zużycie materiałów i energii	49,4	66,3	46,6	42,2
III. Usługi obce	636,5	695,9	652,7	626,0
IV. Podatki i opłaty	2,1	1,5	1,6	8,3
V. Wynagrodzenia	1 315,1	1 162,8	1 160,9	1 323,8
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	323,4	285,1	231,2	250,9
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	223,8	180,2	85,4	214,4
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(917,0)	(1 495,1)	(928,3)	(963,5)
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	4 591,2	2 896,8	2 801,8	2 147,5
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	1 894,6	771,7	1 040,1	1 072,6
III. Inne przychody operacyjne	2 696,6	2 125,1	1 761,6	1 074,9
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	4 261,4	1 987,8	2 535,8	1 725,6
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	5,0	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	1 210,3	584,8	946,2	181,1
III. Inne koszty operacyjne	3 051,0	1 398,1	1 589,6	1 544,5
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(587,1)	(586,1)	(662,3)	(541,7)
G. PRZYCHODY FINANSOWE	988,8	795,0	711,1	621,4
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	988,8	795,0	711,1	621,4
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	-	-	-	-
H. KOSZTY FINANSOWE	3,0	1,5	0,0	0,0
I. Odsetki	3,0	0,1	0,0	0,0
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	-	1,4	-	-
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	398,6	207,4	48,7	79,7
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	398,6	207,4	48,7	79,7
L. PODATEK DOCHODOWY	157,2	69,7	12,2	23,3
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIJSZ. ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	241,4	137,7	36,5	56,4

Źródło: „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o., * sprawozdania finansowe za lata 2014-2017 zadytowane

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

Na pozostałe przychody operacyjne „Funduszu Pomerania” składały się w ostatnich latach głównie refundacje kosztów operacyjnych prowadzenia projektu JEREMIE, zachęty (nagrody) za przedterminową realizację projektu, reporeczenia w ramach JEREMIE, rozwiązane rezerwy na poręczenia oraz stosunkowo niewielkie kwoty rozwiązanych odpisów aktualizujących należności oraz zwroty kosztów sądowych i komorniczych.

Pozostałe koszty operacyjne dotyczą głównie utworzonych rezerw celowych i na ryzyko ogólne, wydatków kwalifikowanych projektów unijnych, odpisów aktualizujących należności oraz drobnych kwot kosztów sądowych i komorniczych, prowizji BGK i innych.

Istotny wpływ na ocenę faktycznej sytuacji „Funduszu Pomerania” ma w tym przypadku rozpoczęcie przez Fundusz w 2009 roku tworzenia odpisów bezpośrednio w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia (poz. A.X pasywów bilansu). Odpisy te dotyczą tworzenia rezerw celowych na poręczenia zagrożone, udzielone w ramach środków pochodzących z dotacji otrzymanej od PARP (w ramach SPO-WKP) oraz subwencji z ANR. Rezerwy te nie są przy tym wykazywane w rachunku zysków i strat (w pozostałych przychodach i kosztach operacyjnych), w związku z czym nie obciążają księgowego wyniku netto Funduszu, lecz bezpośrednio kapitał specjalnego przeznaczenia w pasywach bilansu. Kwestia dokonywania korekt wyniku Funduszu w ujęciu ekonomicznym, związanych z tymi odpisami, została omówiona bardziej szczegółowo w części dotyczącej wyniku finansowego.

Do 2009 roku włącznie saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych było stale ujemne i rosło (do ponad 800 tys. zł). W latach 2010-2012 saldo nieco się zmniejszyło i utrzymywało się na stabilnym poziomie ok. -500 do -600 tys. zł. Od 2013 roku, głównie dzięki dużym zachętom za sprawne wykorzystywanie przyznanych limitów na reporeczenia w ramach JEREMIE, zwrotom reporeczeń, a w 2015 roku również dzięki zmniejszeniu wartości kosztów kwalifikowanych wykazanych w pozostałych kosztach operacyjnych, ujemne saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych zmniejszyło się do ok. -100 tys. zł. W latach w latach 2014-2017 osiągało już wartości dodatnie na poziomie ok. 0,3-0,9 mln zł. Dodatkowo saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych przyczyniło się do zmniejszenia straty z działalności operacyjnej, która z poziomu ok. 0,9-1,2 mln zł w latach 2008-2013 zmalała do ok. 0,5-0,7 mln zł w ostatnich latach.

Przychody i koszty finansowe

Na przychody finansowe spółki składały się głównie odsetki od lokat środków pieniężnych (poz. G.II). W latach 2010-2012 Fundusz w łącznych przychodach finansowych wykazywał także niewielkie kwoty w poz. G.III – „zysk ze zbycia inwestycji” oraz w poz. G.IV – „aktualizacja wartości inwestycji”. Dotyczyły one aktualizacji wartości nabywanych i sprzedawanych obligacji komunalnych oraz jednostek funduszy inwestycyjnych.

Od 2013 roku Fundusz ponownie wykazuje w przychodach finansowych jedynie odsetki od lokat, przy czym w ciągu ostatnich pięciu lat ich wartość znacznie zmalała (z 1,64 mln zł w 2012 roku do 0,62 mln zł w 2017 roku), co jest konsekwencją ogólnego spadku oprocentowania bankowych depozytów terminowych.

Od 2013 roku Fundusz wykazywał jedynie znikome kwoty w pozycji kosztów finansowych, na które składały się głównie odsetki od zwrotu środków z dotacji POKL. W 2017 roku Fundusz nie wykazał żadnych kosztów finansowych.

Łącznie saldo przychodów i kosztów finansowych osiągało w ostatnich latach stale dodatnie i wysokie wartości, istotnie wpływając na osiągnięty przez spółkę ostateczny wynik finansowy.

Wynik finansowy

Przyjęta przez agencję ratingową EuroRating metodologia oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych zakłada, iż w wyniku finansowym w ujęciu ekonomicznym (obrazującym rzeczywistą rentowność Funduszu w danym okresie) nie jest uwzględniane tworzenie i rozwiązywanie przez Fundusz rezerwy na ryzyko ogólne. W odróżnieniu bowiem od rezerw celowych, nie jest to rezerwa związana bezpośrednio z poręczeniami zagrożonymi. Ponadto wynik netto korygowany jest również o kwoty otrzymanych dotacji na powiększenie kapitału poręczeniowego (jeśli były księgowane przez RZiS) oraz ewentualne bezpośrednie odpisy kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych. W przypadku Funduszy wykazujących 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.

Ponieważ „Fundusz Pomerania” nie księgował otrzymywanych w latach 2004-2008 dotacji (w ramach programu SPO-WKP oraz z ANR) poprzez rachunek zysków i strat, lecz bezpośrednio w bilansie (w pozycji A.X – „kapitał specjalnego przeznaczenia”), dotacje te nie miały wpływu na księgową wartość wyniku Funduszu. Z kolei dotacje wykazywane przez Fundusz w RZiS (poz. D.II) od 2011 roku mają charakter refundacji poniesionych kosztów projektu POKL oraz projektu JEREMIE i nie podlegają korekcie.

Korekty wyniku Funduszu dokonujemy natomiast o odpisy części tworzonych rezerw celowych bezpośrednio w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia. Dotyczy to rezerw na poręczenia udzielone w ramach środków z dotacji otrzymanych z PARP i ANR. Przyjęte przez spółkę zasady rachunkowości zakładają bowiem, iż dotacje przez nią otrzymywane powiększały kapitał własny Funduszu (pozycja A.X – „kapitał specjalnego przeznaczenia”) w sposób bezpośredni (z pominięciem rachunku zysków i strat). Konsekwentnie przyjęta została zasada, że koszty ryzyka (w postaci rezerw na poręczenia zagrożone) związane z poręczeniami udzielanymi w ramach środków z dotacji

nie obciążają kosztów oraz wyniku finansowego Funduszu, lecz są księgowane bezpośrednio w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia.

Wyniki spółki za lata 2004-2009 oraz za okres od III. kw. 2015 r. do IV. kw. 2017 r. korygujemy również o dodatkowo doliczone przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu rezerwy celowe (ze względu na zbyt niski stan rezerw celowych utworzonych przez Fundusz – kwestia ta została omówiona bardziej szczegółowo w punkcie 3.4).

Skorygowany wynik finansowy Funduszu za lata 2014-2017 przedstawia tabela 3.2.

Tabela 3.2 „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o. – skorygowany wynik finansowy

Lp.	Wynik skorygowany (tys. zł)	2014	2015	2016	2017
1	Księgowy wynik netto	241,4	137,7	36,5	56,4
2	Korekta o zmianę salda rezerwy na ryzyko ogólne	220,0	-263,6	-268,4	25,4
3	Korekta o odpisy w ciężar KSP netto	408,9	339,8	102,2	7,1
4	Korekta o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych	0,0	-24,2	-229,8	-142,5
5	Wynik skorygowany = [1] + [2] + [3] + [4]	870,3	189,8	-359,5	-53,6

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych i sprawozdań finansowych „Funduszu Pomerania” Sp. z o.o.

Skorygowany wynik finansowy „Funduszu Pomerania” do roku 2011 przyjmował generalnie wartości ujemne (wyjątkiem był rok 2008, zamknięty zyskiem ok. 742 tys. zł). W latach 2012-2014 (m.in. na skutek systematycznego zmniejszania się stanu utworzonych w poprzednich latach rezerw celowych) skorygowany wynik netto był dodatni i charakteryzował się tendencją wzrostową.

W 2015 roku skorygowany wynik finansowy Funduszu uległ znacznemu obniżeniu, głównie ze względu na zmniejszenie stanu rezerwy na ryzyko ogólne oraz obniżenie przychodów odsetkowych, pozostając przy tym na plusie.

Z kolei w 2016 roku znacznemu obniżeniu uległa korekta *in plus* z tytułu odwróconych odpisów kosztów ryzyka w kapitał specjalnego przeznaczenia. Dodatkowo, w związku ze zmniejszeniem stanu rezerw celowych, wzrosła korekta *in minus* dotycząca dodatkowych doliczanych przez EuroRating rezerw celowych (konieczne było doliczenie „dodatkowych” rezerw o wyższej wartości). W konsekwencji skorygowany wynik finansowy na koniec 2016 roku był ponownie ujemny.

W 2017 roku skorygowany wynik przyjął niewielką wartość ujemną, jednak uległ poprawie w porównaniu do roku poprzedniego, głównie dzięki korektom dotyczącym zmian sald „dodatkowych” rezerw celowych oraz rezerwy na ryzyko ogólne.

3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

Bilans „Funduszu Pomerania” 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 2014-2017.

Aktywa

Tabela 3.3 „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o. – bilans (aktywa) na koniec lat 2014-2017

Bilans – aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2014	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 31.12.2017
A. AKTYWA TRWAŁE	282,1	313,8	290,4	277,5
I. Wartości niematerialne i prawne	0,8	-	-	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	74,0	61,4	38,2	25,3
III. Należności długoterminowe	1,5	46,4	46,4	46,4
IV. Inwestycje długoterminowe	205,8	205,8	205,8	205,8
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	0,2	-	-
B. AKTYWA OBROTOWE	30 491,3	30 353,5	30 010,6	31 893,2
I. Zapasy	-	0,1	1,2	1,2
II. Należności krótkoterminowe	510,8	211,9	609,0	439,5
1. Należności od jednostek powiązanych	0,0	0,2	1,1	1,1
2. Należności od pozostałych jednostek	510,8	211,7	607,9	438,4
a) z tytułu dostaw i usług	7,3	28,9	12,9	27,5
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	44,8	103,3	33,1	35,5
c) inne	458,6	79,4	561,9	375,4
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	29 597,0	29 802,9	29 004,5	30 836,0
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	29 597,0	29 802,9	29 004,5	30 836,0
a) w jednostkach powiązanych	-	-	103,3	-
b) w pozostałych jednostkach	15 072,5	18 449,5	23 265,7	24 210,7
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	14 524,4	11 353,4	5 635,5	6 625,3
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	383,5	338,6	396,0	616,6
AKTYWA RAZEM	30 773,4	30 667,3	30 301,0	32 170,8

Źródło: „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o., * sprawozdania finansowe za lata 2014-2017 zadytowane

Struktura aktywów „Funduszu Pomerania” jest typowa dla działalności prowadzonej przez fundusz poręczeniowy – majątek spółki stanowią niemal w całości aktywa krótkoterminowe (środki pieniężne). Na majątek trwały, stanowiący w ostatnich latach jedynie 0,5-1,0% łącznych aktywów, składały się głównie rzeczowe aktywa trwałe, inwestycje długoterminowe (dotyczące obejmowanych przez „Fundusz Pomerania” udziałów w spółkach: Krajowa Grupa Poręczeniowa Sp. z o.o. i Pomerania Inwestycje Sp. z o.o.), a także należności długoterminowe (kaucja za wynajem lokalu, w którym mieści się siedziba spółki).

Na aktywa obrotowe Funduszu składają się niemal wyłącznie inwestycje krótkoterminowe w postaci środków pieniężnych na rachunkach bankowych oraz lokat terminowych. W pozycji „inwestycje krótkoterminowe w pozostałych jednostkach” (poz. B.III.1.b) spółka wykazuje depozyty bankowe o terminie zapadalności od 3 do 12 miesięcy. Krótsze lokaty (o terminie zapadalności do 3 miesięcy) wykazywane są w „środkach pieniężnych i innych aktywach pieniężnych”. W ramach pozycji „inwestycje krótkoterminowe w jednostkach powiązanych” (poz. B.III.1.a) na koniec 2016 roku

Fundusz wykazywał obligacje skarbowe. Ponadto w aktywach obrotowych jako rozliczenia międzyokresowe wykazywane są m.in. pozostałe do rozliczenia koszty JEREMIE. Od 2014 roku Fundusz wykazuje także istotne kwoty „innych należności krótkoterminowych” (poz. B.II.2.c) dotyczące głównie należności z tytułu reporeczeń w ramach JEREMIE.

Strukturę aktywów Funduszu z punktu widzenia oceny ich jakości i płynności oceniamy bardzo pozytywnie.

Pasywa

Tabela 3.4 „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o. – bilans (pasywa) na koniec lat 2014-2017

Bilans – Pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2014	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 31.12.2017
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	28 402,1	28 929,6	29 068,3	30 840,6
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	10 550,0	10 600,0	10 650,0	10 650,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	2 403,2	2 644,6	2 782,3	2 818,8
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	50,0	50,0	-	1 500,0
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-	208,8
VIII. Zysk (strata) netto	241,4	137,7	36,5	56,4
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
X. Kapitał specjalnego przeznaczenia	15 157,5	15 497,3	15 599,5	15 606,6
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	2 371,3	1 737,7	1 232,8	1 330,1
I. Rezerwy na zobowiązania	2 178,6	1 587,4	1 141,3	1 185,9
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	2 178,6	1 587,4	1 141,3	1 185,9
II. Zobowiązania długoterminowe	-	-	-	-
III. Zobowiązania krótkoterminowe	123,4	116,9	75,0	132,8
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	123,4	116,9	75,0	132,8
- kredyty i pożyczki	1,3	-	-	-
- z tytułu dostaw i usług	36,9	36,7	20,9	33,2
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	55,9	45,1	48,2	86,0
- z tytułu wynagrodzeń	10,7	6,4	2,5	5,9
- inne	18,6	28,7	3,4	7,7
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	69,3	33,5	16,5	11,4
PASYWA RAZEM	30 773,4	30 667,3	30 301,0	32 170,8

Źródło: „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o., * sprawozdania finansowe za lata 2014-2017 zadytowane

Struktura finansowania działalności „Funduszu Pomerania” nie odbiega od typowej dla funduszy poręczeńiowych. Zdecydowaną większość (ponad 90%) pasywów stanowi kapitał własny

(obejmujący również otrzymane przez Fundusz dotacje z PARP oraz subwencję z ANR, które zaksięgowane zostały w pozycji A.X pasywów – „kapitał specjalnego przeznaczenia”).

W latach 2008-2009 miał miejsce dość wyraźny wzrost udziału „zobowiązań i rezerw na zobowiązania” w sumie pasywów (z ok. 4% w latach 2006-2007 do 14% w 2010 roku). Wynikało to przede wszystkim ze wzrostu wartości rezerw na ryzyko związane z udzielanym poręczeniami. W latach 2012-2017 wartość rezerw obniżyła się istotnie, głównie na skutek dokonanych wówczas stosunkowo wysokich wypłat poręczeń. Na koniec 2017 roku pozycja ta stanowiła ponownie ok. 4% sumy pasywów.

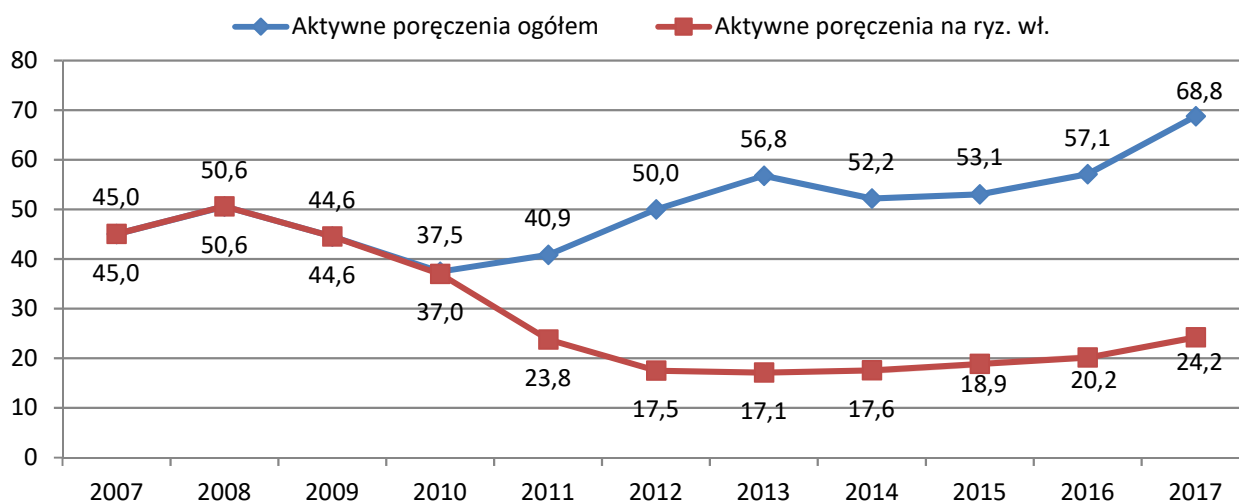
Pozostałe zobowiązania Funduszu dotyczą bieżących zobowiązań z tytułu leasingu, dostaw i usług, wynagrodzeń i innych. Wykazywane w pasywach bilansu „rozliczenia międzyokresowe” (poz. B.IV) dotyczyły głównie dotacji do rozliczenia.

Od 2015 roku „Fundusz Pomerania” nie posiada żadnych zobowiązań oprocentowanych.

Strukturę pasywów „Funduszu Pomerania” należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe oraz bardzo bezpieczną.

Pozycje pozabilansowe

Wykres 3.1 „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o. –wartość aktywnych poręczeń (mln zł)



Źródło: „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o., obliczenia własne

Udzielane przez Fundusz poręczenia wykazywane są jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe.

Wartość portfela aktywnych poręczeń udzielonych przez „Fundusz Pomerania” rosła dynamicznie do roku 2008, kiedy przekroczyła po raz pierwszy poziom 50 mln zł. W ciągu kolejnych dwóch lat miał miejsce spadek wartości portfela poręczeń (do 37,5 mln zł), po czym w kolejnych latach wartość łącznego portfela poręczeń charakteryzowała się ogólną tendencją wzrostową, osiągając na koniec 2017 roku najwyższą dotychczas wartość 68,8 mln zł.

Należy przy tym zaznaczyć, że znacząca większość (70-95%) udzielonych w ciągu ostatnich kilku lat poręczeń podlegała reporeczeniu w ramach JEREMIE. Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu fakt ten należy ocenić pozytywnie, bowiem poręczenia reporeczane w ramach JEREMIE dla Funduszu wiążą się ze znacznie niższym ryzykiem własnym.

3.3 Analiza wskaźnikowa

Tabela 3.5 „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o. – najważniejsze dane i wskaźniki finansowe

Lp.		2014	2015	2016	2017
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	29 555	29 795	29 663	31 438
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	29 293	29 538	29 185	30 844
3	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	52 206	53 068	57 081	68 768
4	w tym poręczenia w ramach JEREMIE (tys. zł)	44 101	43 402	46 755	57 282
5	w tym kwota reporeczana (tys. zł)	34 611	34 190	36 900	44 544
6	Aktywne poręczenia na ryzyku Funduszu	17 595	18 879	20 181	24 225
7	Mnożnik 1 = [3] / [1]	1,77	1,78	1,92	2,19
8	Mnożnik 2 (skorygowany) = [6] / [2]	0,60	0,64	0,69	0,79
9	Liczba aktywnych poręczeń	585	538	541	547
10	w tym poręczenia w ramach JEREMIE	455	362	360	347
11	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	89	99	106	126
12	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
13	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%
14	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	10 379	10 697	10 629	12 748
15	Suma wartości 20 największych akt. poręczeń na ryz. wł. (tys. zł)	887	2 581	2 485	3 433
16	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	519	535	531	637
17	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	19,9%	20,2%	18,6%	18,5%
18	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	35,4%	36,2%	36,4%	41,3%
19	20 największych poręczeń na ryzyku własnym / Kapitał własny *	3,0%	8,7%	8,5%	11,1%
20	Przeciętne największe poręczenie / Kapitał poręczeniowy *	1,8%	1,8%	1,8%	2,1%
21	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	1 662	764	1 220	262
22	Wart. wypłaconych por. na ryz. wł. w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	515	237	349	143
23	Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan akt. poręczeń	3,1%	1,5%	2,2%	0,4%
24	Wartość odzyskanych należn.z tyt.poręczeń w ciągu 4 kw.(tys. zł)	198	299	605	880
25	Wart.odzysk.należn.z tyt.poręczeń na ryz.wł.w ciągu 4 kw.(tys. zł)	158	224	573	814
26	Wypłacone poręczenia netto / Średni kapitał poręczeniowy *	5,1%	1,6%	2,1%	-2,1%
27	Wypłacone poręcz.netto na ryz.wł. / Śr.skoryg.kap.wł.spółki	1,2%	0,0%	-0,8%	-2,2%
28	Skorygowany wynik finansowy za 4 kw. / Śr.kap.wł.spółki	3,0%	0,6%	-1,2%	-0,2%

* Wskaźniki wyliczone w oparciu o kapitał poręczeniowy skorygowany

Źródło: „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o., obliczenia własne

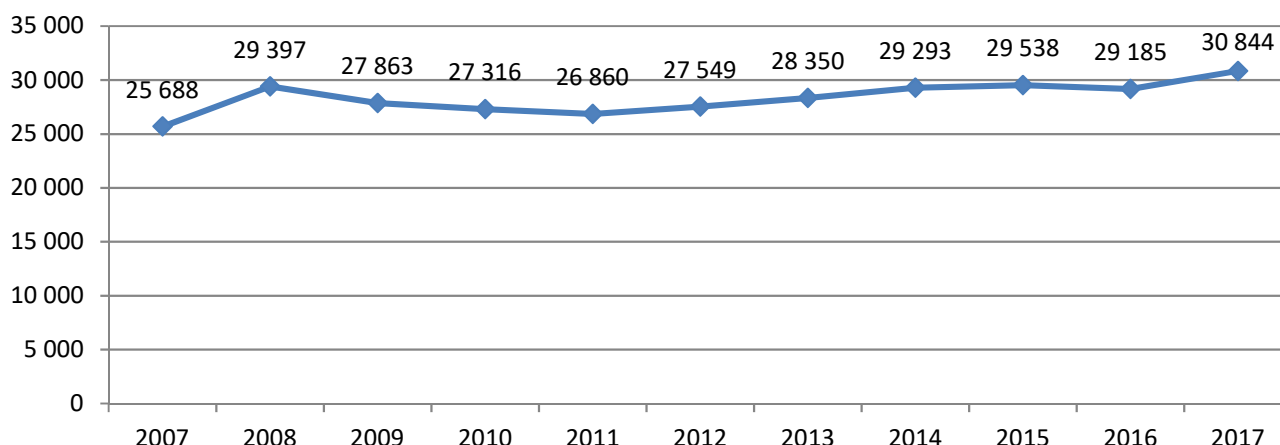
Skorygowany kapitał poręczeniowy

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 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).

Dla potrzeb wyliczenia skorygowanego kapitału własnego „Funduszu Pomerania” dokonujemy następujących korekt:

- korekta *in minus* o 100% bilansowej wartości niematerialnych i prawnych (poz. A.I aktywów) wykazywanych do I. kwartału 2015 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), z uwagi na niską płynność tego typu aktywów;
- korekta *in minus* o kwotę 100% „inwestycji długoterminowych” (poz. A.IV), dotyczącą posiadanych przez Fundusz udziałów w spółce specjalnego przeznaczenia KGP Sp. z o.o. oraz w spółce „Pożyczki Zachodniopomorskie” Sp. z o.o.; przyjmujemy bowiem konserwatywne założenie, iż (ponieważ spółki te nie działają w celu maksymalizacji zysku dla udziałowców) udziały w tych spółkach nie będą miały faktycznej wartości ekonomicznej, która mogłaby w razie potrzeby zostać spieniężona na pokrycie ewentualnych zobowiązań Funduszu z tytułu udzielonych poręczeń;
- korekta *in minus* o wartość dodatkowo doliczanych przez EuroRating w latach 2004-2008 oraz w okresie od III. kwartału 2015 r. do końca 2017 r. rezerw celowych (do minimalnego wymaganego poziomu 4%) na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu;
- korekta *in plus* o wartość utworzonej przez Fundusz na koniec poszczególnych okresów rezerwy na ryzyko ogólne dotyczącej poręczeń udzielonych w ramach kapitału własnego.

Ostatecznie wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego [2] (w przypadku „Funduszu Pomerania” tożsamego z wartością skorygowanego kapitału własnego spółki) wyliczanego przez EuroRating, służącego do obliczania wskaźników opartych na wartości kapitału poręczeniowego (zaprezentowanych na wykresie 3.2), wyniosła na koniec 2017 roku 30,8 mln zł. Była to kwota o 614 tys. zł niższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (31,4 mln zł).

Wykres 3.2 „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o. – wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego (tożsamego ze skorygowanym kapitałem własnym spółki) (tys. zł)

Źródło: „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o., obliczenia własne

Pomimo, iż od 2008 roku „Fundusz Pomerania” nie otrzymywał już żadnego nowego bezpośredniego dofinansowania, skorygowany kapitał własny spółki utrzymywał się generalnie na stabilnym poziomie, a od 2011 roku charakteryzował się nawet lekką tendencją wzrostową (na koniec 2017 roku skorygowany kapitał własny spółki osiągnął najwyższą dotychczas wartość 30,8 mln zł). **Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego lekki wzrost wartości kapitału własnego spółki, jaki miał miejsce w ciągu kilku ostatnich lat, oceniamy pozytywnie.**

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.

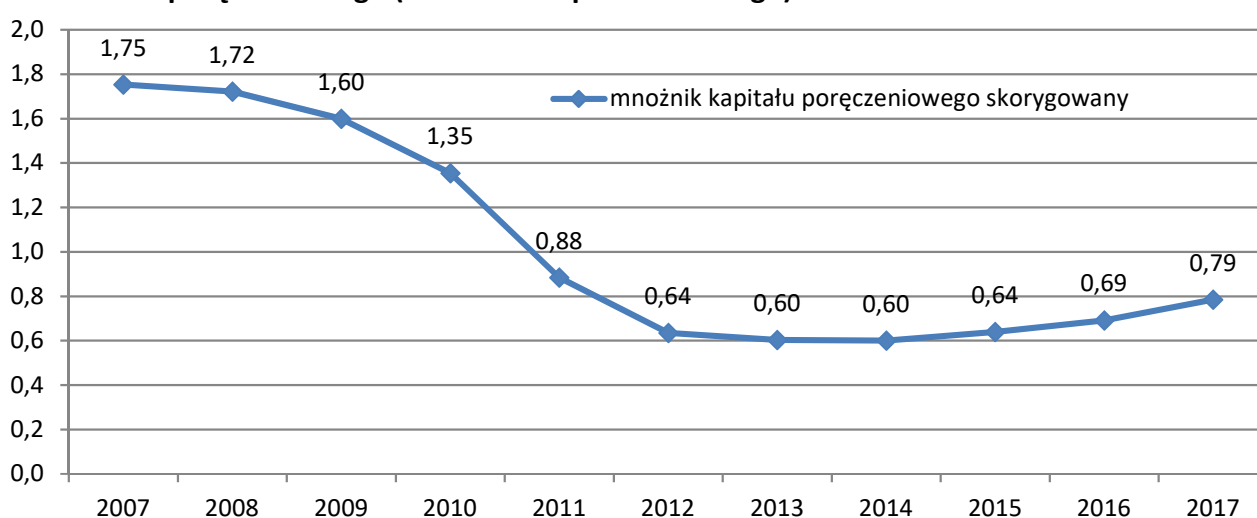
Zgodnie z metodologią przyjętą przez EuroRating, w przypadku funduszy poręczeniowych korzystających ze wsparcia w ramach programu JEREMIE, skorygowany mnożnik oblicza się jako relację poręczeń aktywnych będących na ryzyku własnym funduszu [6] do wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego [2]. Wartość poręczeń na ryzyku własnym funduszu oblicza się natomiast 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.

Ponieważ w przypadku „Funduszu Pomerania” wartość kapitału poręczeniowego jest tożsama z wartością skorygowanego kapitału własnego spółki, również skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego jest tożsamy z mnożnikiem kapitału własnego spółki.

W latach 2004-2010 wartość mnożnika oscylowała na bezpiecznym i stabilnym poziomie w zakresie 1,0-1,9. Od 2010 r. poziom mnożnika ulegał systematycznemu obniżaniu (pomimo wzrostu wartości poręczeń aktywnych, jaki następował do roku 2013), z uwagi na fakt, że zdecydowana większość udzielanych w kolejnych latach poręczeń podlegała reporczeniu w ramach JEREMIE.

W latach 2013-2016 wartość poręczeń aktywnych ustabilizowała się na poziomie ok. 50-57 mln zł, a mnożnik kształtował się na bardzo niskim i bezpiecznym poziomie ok. 0,5-0,7. W 2017 roku wartość portfela poręczeń aktywnych wzrosła o ponad 10 mln zł (do poziomu 68,8 mln zł), co przełożyło się na nieznaczny wzrost mnożnika – do 0,8.

Wykres 3.3 „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o. – wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego (mnożnika kapitału własnego)



Źródło: „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o., obliczenia własne

Obecną realną ekspozycję Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń, mierzoną skorygowanym mnożnikiem kapitału poręczeniowego (w przypadku „Funduszu Pomerania” tożsamego z mnożnikiem kapitału własnego spółki), należy ocenić jako bardzo niską i bardzo bezpieczną, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego jest nadal jednym z podstawowych czynników wpływających na wysoką ocenę wiarygodności finansowej Funduszu.

Dywersyfikacja portfela poręczeń

Przeciętna wartość aktywnych poręczeń [11] znajdujących się w portfelu „Funduszu Pomerania” charakteryzowała się tendencją wzrostową, jednak nadal nominalną wartość średniego poręczenia (nieco ponad 125 tys. zł) należy uznać za niską i bezpieczną. Niski i bezpieczny jest także wskaźnik relacji przeciętnego poręczenia do łącznego portfela aktywnych poręczeń [12] oraz do kapitału poręczeniowego [13].

W obowiązującym w „Funduszu Pomerania” regulaminie udzielania poręczeń limit maksymalnej wartości poręczeń na rzecz jednego klienta został ustalony na poziomie 5% kapitału poręczeniowego, przy czym Fundusz stosuje dodatkowe ograniczenia kwotowe:

- 1) do kwoty 600 tys. zł dla poręczeń kredytów ze środków własnych;
- 2) do 1 mln zł dla poręczeń leasingu;
- 3) do 1 mln zł dla poręczeń udzielanych w ramach JEREMIE.

Według stanu na koniec 2017 r. w/w kwoty odpowiadały odpowiednio: 2,0% i 3,2% wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego (tożsamego ze skorygowanym kapitałem własnym spółki).

W 2015 roku Fundusz rozpoczął również udzielanie poręczeń wadialnych. Maksymalna wartość pojedynczego poręczenia wadialnego wynosi 500 tys. zł, a ograniczenie kwotowe dla pojedynczego limitu wadialnego wynosi 1 mln zł (na koniec 2017 r. kwoty te stanowiły odpowiednio 1,6% oraz 3,2% skorygowanego kapitału poręczeniowego). Ponadto maksymalne zaangażowanie Funduszu na rzecz jednego przedsiębiorcy nie może przekroczyć 3-krotności miesięcznych przychodów.

Od 2018 r. Fundusz rozszerza swoją ofertę poręczeniową również o poręczenia portfelowe ze środków własnych, oferowane przede wszystkim dla banków spółdzielczych, charakteryzujących się bezpiecznym portfelem w dotychczasowej współpracy z Funduszem. Umowy o udostępnienie linii poręczeniowej podpisywane są na 12 miesięcy z limitem do 5 mln zł na pojedynczy bank. Maksymalna wartość pojedynczego poręczenia może wynieść do 200 tys. zł nie więcej niż 70% kwoty kredytu, na okres do 36 miesięcy. Na dzień 21 maja 2018 r. Fundusz podpisał 3 umowy o współpracy na kwotę łączną 13 mln zł.

Suma wartości aktywnych poręczeń udzielonych przez „Fundusz Pomerania” 20 największym klientom [14] znacznie wzrosła w ciągu ostatnich pięciu lat: z 5,7 mln zł na koniec 2012 roku do 12,7 mln zł na koniec 2017 roku. Nadal jednak stanowi to równowartość 18,5% całego portfela poręczeń [17] (co jest poziomem bezpiecznym) oraz 41,3% kapitału poręczeniowego [18] (poziom umiarkowany). Należy przy tym wziąć pod uwagę fakt, iż zdecydowana większość to poręczenia reporeczane w ramach JEREMIE. Pomimo, że realna ekspozycja kapitału własnego Funduszu na ryzyko 20 największych klientów [19] rośnie od 2014 roku, (z 0,9 mln zł do 3,4 mln zł) to stanowiła ona w ostatnim czasie równowartość wciąż tylko ok. 10% kapitału własnego.

Dywersyfikację portfela poręczeń (liczoną według średniej wartości poręczenia oraz według największych udzielonych poręczeń) oceniamy jako bardzo dobrą, co pozytywnie wpływa na ogólną ocenę ryzyka kredytowego Funduszu.

Wyплаты poręczeń

„Fundusz Pomerania” ma obecnie podpisane umowy o współpracy w zakresie udzielania poręczeń z 22 bankami i 4 firmami leasingowymi. Zdecydowana większość poręczeń udzielana jest jednak na rzecz zaledwie kilku z nich.

Warunki, na jakich Fundusz zawarł większość umów z instytucjami finansującymi w zakresie możliwości występowania przez nie o wypłatę poręczeń określają, że w razie zaprzestania spłaty kredytu przez klienta instytucja finansująca ma prawo, bez przeprowadzania windykacji we własnym zakresie, skierować do Funduszu żądanie wypłaty poręczenia. Z drugiej strony obowiązuje również zasada *pari passu*, zgodnie z którą, w przypadku odzyskania przez bank od dłużnika części należności, odzyskane kwoty dzielone są pomiędzy bank oraz Fundusz.

Pierwszych większych wypłat [21] (na łączną kwotę 234 tys. zł, co odpowiadało 0,5% wartości całego portfela poręczeń) „Fundusz Pomerania” dokonał w 2009 roku. Do 2012 roku wartość wypłaconych poręczeń stale rosła, osiągając 1,8 mln zł (3,9% średniorocznego portfela poręczeń [23]). W 2013 roku wartość wypłat zmniejszyła się poniżej 1 mln zł (wskaźnik szkodowości na poziomie 1,8%), z czego wypłaty poręczeń na ryzyku własnym Funduszu wyniosły ok. 700 tys. zł. Ponowne pogorszenie miało miejsce w ostatnim kwartale 2014 roku, kiedy wypłacono 9 poręczeń na łączną kwotę 1,02 mln zł, co zwiększyło sumę roczną wypłat do 1,7 mln zł (wskaźnik szkodowości na poziomie 3,1%), z czego wypłaty poręczeń na ryzyku własnym wyniosły nieco ponad 500 tys. zł.

W 2015 roku Fundusz dokonał wypłat na łączną kwotę 764 tys. zł (z czego 237 tys. zł stanowiła kwota na ryzyku własnym Funduszu), a wskaźnik szkodowości brutto portfela poręczeń spadł do poziomu 1,5%. Wartość wypłat na koniec 2016 roku wzrosła do 1,2 mln. zł (w tym 0,35 mln zł na ryzyku Funduszu), co wpłynęło na wzrost wskaźnika szkodowości do 2,2%. Z kolei w 2017 roku wartość wypłaconych poręczeń znacząco spadła, do 262 tys. zł (w tym 143 tys. zł na ryzyku własnym), a wskaźnik szkodowości brutto portfela poręczeń obniżył się do poziomu 0,4%.

Do 2012 roku Fundusz dokonywał wypłat tylko poręczeń na ryzyku własnym. W związku z tym wskaźnik wypłat netto na ryzyku własnym do średniorocznego kapitału własnego [27] przyjmował takie same wartości jak wskaźnik wypłat netto [26]. W 2013 roku pojawiły się wypłaty poręczeń w ramach JEREMIE i od tego czasu ich udział w wypłatach ogółem jest coraz wyższy.

W związku z tym wypłaty poręczeń na ryzyku własnym od 2013 roku kształtują się na poziomie zaledwie 0-2% średniorocznego kapitału własnego spółki [27], a od 2016 roku wskaźnik przyjmują wartości ujemne od -0,1% do -2,4% (-2,2% na koniec 2017 roku). Oznacza to, że odzyskane należności z tytułu poręczeń przekraczają wartości wypłat na ryzyku własnym.

Wysoki w ostatnich latach udział poręczeń reporęczanych w ramach JEREMIE istotnie zmniejszył realną ekspozycję Funduszu na ryzyko. Ponadto w Spółce obowiązują stosunkowo restrykcyjne ograniczenia wartości poręczeń udzielanych na rzecz jednego klienta, co zmniejsza ryzyko występowania kolejnych dużych pojedynczych wypłat poręczeń (w tym w szczególności w ramach środków własnych Funduszu).

Ogólną szkodowość portfela poręczeń „Funduszu Pomerania” oceniamy jako umiarkowaną, co – biorąc jednocześnie pod uwagę bardzo niski poziom skorygowanego mnożnika kapitału własnego spółki – z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu zaliczamy do czynników pozytywnych.

Rentowność kapitału

Skorygowany wynik finansowy „Funduszu Pomerania” do roku 2011 przyjmował generalnie niewielkie wartości ujemne (nieprzekraczające równowartości -3% skorygowanego kapitału własnego Funduszu). W latach 2012-2014 skorygowany wynik netto był dodatni i charakteryzował się tendencją wzrostową (w roku 2014 wskaźnik rentowności kapitału osiągnął najwyższy dotychczas poziom +3%).

Sytuacja uległa pewnemu pogorszeniu w 2015 roku, kiedy skorygowany wynik pogorszył się, pozostając przy tym dodatni (wskaźnik rentowności równy 0,6%). W latach 2016-2017 Fundusz notował straty, a wskaźnik rentowności kapitału własnego wynosił odpowiednio -1,2% i -0,2%.

Pomimo okresowych, stosunkowo niewielkich strat dotychczasowe wyniki finansowe „Funduszu Pomerania”, biorąc pod uwagę charakter działalności spółki (instytucja *not-for-profit*), oceniamy ogólnie pozytywnie.

3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń

Polityka tworzenia rezerw

Obowiązujące w „Funduszu Pomerania” zasady tworzenia rezerw określają, że zmiana poziomu rezerw następuje co najmniej raz na kwartał (co oceniamy pozytywnie), na podstawie oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej kredytobiorców oraz terminowości obsługi kredytów (informacje te Fundusz otrzymuje od instytucji finansowych, na rzecz których kredyty zostały poręczone).

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

Tabela 3.6 „Fundusz Pomerania” 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	20-50%*
stracone	powyżej 12 miesięcy	50-100%**

* rezerwę w wysokości 50% wartości poręczenia Fundusz tworzy dopiero w przypadku wypowiedzenia umowy kredytowej lub skierowania przez Instytucję Finansującą do kredytobiorcy ostatecznego wezwania do zapłaty

**rezerwę w wysokości 100% wartości poręczenia Fundusz tworzy dopiero w przypadku złożenia przez instytucję finansującą wniosku o wszczęcie postępowania egzekucyjnego i rozpoczęcia zaspokajania się z przedmiotów zabezpieczeń

Źródło: „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o.

Regulamin określa także zasady tworzenia rezerwy na ryzyko ogólne. Według zapisów obecnego regulaminu rezerwa na ryzyko ogólne powinna wynosić maksymalnie 2% wartości portfela aktywnych poręczeń (pomniejszonego o poręczenia, dla których utworzono rezerwy celowe). O dokładnej wysokości tego współczynnika decyduje Zarząd Funduszu.

Tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne może umożliwić Funduszowi łagodzenie w pewnym stopniu wpływu wahań jakości portfela poręczeń na bieżące wyniki finansowe. Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne jest jednak neutralne, bowiem według metodologii stosowanej przez EuroRating wpływ tej rezerwy na wynik finansowy oraz wartość kapitału poręczeniowego podlega odpowiednim korektom w procesie analizy ryzyka.

Generalnie określone w obowiązującym w Spółce regulaminie zasady tworzenia rezerw oceniamy jako nieco zbyt mało konserwatywne. Pewne zastrzeżenia może budzić bowiem fakt przyjęcia niskich wskaźników rezerw dla poręczeń zakwalifikowanych do kategorii „pod obserwacją” oraz „poniżej standardu”, a także stosowanie wyższych wskaźników (odpowiednio 50 i 100%) dla kategorii „wątpliwe” oraz „stracone” dopiero w chwili wypowiedzenia umowy kredytowej przez instytucję finansującą lub rozpoczęcia egzekucji z zabezpieczeń. W konsekwencji rezerwy te mogą nie odzwierciedlać właściwie ryzyka wypłat poręczeń, a tym samym ryzyko to może nie być uwidoczniane z odpowiednim wyprzedzeniem w sprawozdaniach finansowych Funduszu.

Wartość utworzonych rezerw

Tabela 3.7 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń (tys. zł)

	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2015	31.12.2017
Rezerwy celowe (tys. zł)	1 058,6	730,9	553,2	572,5
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	1 120,0	856,5	588,0	613,4
Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)	2 178,6	1 587,4	1 141,3	1 185,9
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia na ryz. własnym	6,0%	3,9%	2,7%	2,4%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Akt. poręcz. na ryzyku wł.	6,4%	4,5%	2,9%	2,5%
Rezerwy razem / Aktywne poręcz. na ryzyku własnym	12,4%	8,4%	5,7%	4,9%
Rezerwy celowe / Kapitał poręczeniowy	3,6%	2,5%	1,9%	1,9%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Kapitał poręczeniowy	3,8%	2,9%	2,0%	2,0%
Rezerwy razem / Kapitał poręczeniowy	7,4%	5,4%	3,9%	3,8%

Źródło: „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o., obliczenia własne

Analizując wartość utworzonych przez „Fundusz Pomerania” rezerw celowych należy wziąć pod uwagę fakt, iż w przypadku poręczeń reporeczanych w ramach JEREMIE Fundusz tworzy rezerwy tylko na kwotę niepodlegającą reporeczeniu, ponieważ wypłata tego typu poręczeń wiąże się z odzyskaniem od menedżera projektu JEREMIE kwot reporeczanych.

Nominalna wartość rezerw celowych dotyczących poręczeń udzielonych na ryzyku Funduszu rosła do I. kwartału 2011 roku, osiągając najwyższy dotychczas poziom ok. 3,5 mln zł (była to równowartość 11% poręczeń aktywnych na ryzyku własnym). Było to związane głównie z pogarszającą się w konsekwencji kryzysu gospodarczego jakością poręczanych kredytów.

W kolejnych latach wartość utworzonych przez Fundusz rezerw celowych systematycznie spadała, a w ciągu kilku ostatnich kwartałów ustabilizowała się na niskim poziomie ok. 550-600 tys. zł (co odpowiadało tylko ok. 2,5-3,0% aktywnych poręczeń na ryzyku własnym).

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 „Funduszu Pomerania” uwzględniamy konieczność doliczenia w poszczególnych okresach ewentualnych dodatkowych rezerw celowych (w stosunku do wartości rezerw utworzonych przez Fundusz), tak aby wskaźnik relacji rezerw celowych do wartości poręczeń na ryzyku własnym wynosił co najmniej 4%.

Stosowne wyliczenia dotyczące stanu na koniec lat 2014-2017 przedstawia tabela 3.8.

Tabela 3.8 Wartość dodatkowo naliczonych rezerw na ryzyko udzielonych poręczeń

	XII.2014	XII.2015	XII.2016	XII.2017
Wskaźnik dodatkowych rezerw celowych	0,0%	0,1%	1,3%	1,6%
Wartość dodatkowych rezerwy celowe (tys. zł)	0,0	24,2	254,0	396,5
Rezerwy celowe razem* (utworz. przez Fundusz oraz dodatkowe)	1058,6	755,1	807,2	969,0
Rezerwy celowe razem* / Aktywne poręcz. na ryzyku własnym	6,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Rezerwy celowe razem* / Skorygowany kapitał poręczeniowy	3,6%	2,6%	2,8%	3,1%

* dotyczy rezerw celowych na poręczenia udzielone w ramach kapitału własnego oraz w części niepokrytej reporeczeniami JEREMIE

Źródło: EuroRating

W przypadku „Funduszu Pomerania”, ze względu na fakt udzielania przez Fundusz w zdecydowanej większości poręczeń reporeczanych w ramach JEREMIE, ekspozycja na ryzyko własne stanowi niewielką część portfela. Jednak w konsekwencji okresowo dość wysokich (w ujęciu nominalnym) wypłat poziom rezerw celowych systematycznie spadał co, przy jednoczesnym lekkim wzroście w ostatnich latach wartości poręczeń aktywnych na ryzyku Funduszu, spowodowało konieczność doliczania od IV. kwartału 2015 roku dodatkowych rezerw celowych na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu (wcześniej konieczność doliczenia dodatkowych rezerw występowała w początkowych latach 2004-2008).

Zmiany salda dodatkowych rezerw celowych w poszczególnych okresach zostały uwzględnione w skorygowanych wynikach finansowych (patrz tabela nr 3.2), a salda tych rezerw pomniejszały każdorazowo skorygowany kapitał poręczeniowy Funduszu (tabela 3.5 wiersz [2]).

Fundusz utrzymywał w ostatnich latach również rezerwę na ryzyko ogólne (na koniec 2017 r. wynosiła ona 613 tys. zł). Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne jest jednak neutralne, bowiem według metodologii stosowanej przez EuroRating wpływ tej rezerwy na wynik finansowy oraz wartość kapitału poręczeniowego podlega odpowiednim korektom w procesie analizy ryzyka.

3.5 Ocena czynników niefinansowych

Koniunktura gospodarcza

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. Wciąż jednak w niewielkim stopniu do wzrostu PKB przyczyniały się nakłady inwestycyjne, jednakże sytuacja również w tym zakresie powinna się poprawić, m.in. ze względu na 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

Od momentu rozpoczęcia przez „Fundusz Pomerania” działalności operacyjnej (tj. od roku 2003) sytuacja finansowa Funduszu była dobra i stabilna. W latach 2004-2009 skorygowany mnożnik utrzymywał się na stabilnym i dość niskim poziomie 1,0-1,9. W kolejnych latach głównie na skutek

rozpoczęcia realizacji projektu JEREMIE i uzyskiwania reporeczeń dla większości udzielanych przez „Fundusz Pomerania” poręczeń skorygowany mnożnik obniżył się znacznie – w ostatnich latach do poziomu ok. 0,5-0,8.

Portfel udzielonych przez „Fundusz Pomerania” poręczeń charakteryzował się jak dotąd umiarkowaną szkodowością (wskaźnik szkodowości portfela poręczeń nie przekraczał dotychczas poziomu 3-4%).

Stabilność większości pozostałych wskaźników finansowych Funduszu była dość wysoka, co należy ocenić pozytywnie. 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.

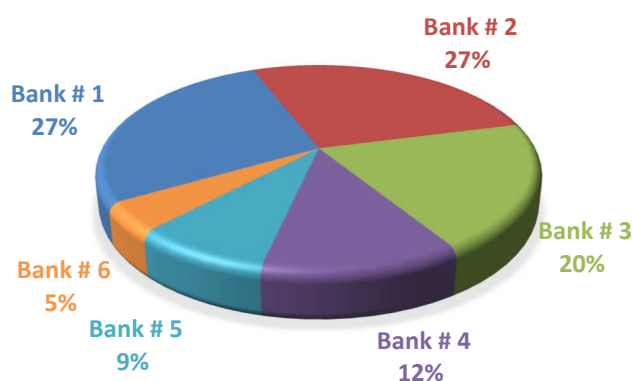
„Fundusz Pomerania” lokował posiadane środki pieniężne do 2009 roku wyłącznie w depozytach bankowych oraz bonach skarbowych. W latach 2010-2012 Fundusz inwestował także w jednostki funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego oraz w obligacje komunalne. Co do zasady inwestycje powyższego typu należą do kategorii bezpiecznych i generujących stabilny dochód, stąd z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu nie wnosimy zastrzeżeń odnośnie rodzaju dokonywanych przez Fundusz inwestycji.

Środki pieniężne Funduszu na koniec 2017 roku ulokowane były w sześciu różnych bankach. Również w poprzednich latach Fundusz lokował środki co najmniej w 6-7 różnych bankach, przy czym udział największego banku nie przekraczał poziomu 30% łącznej wartości środków pieniężnych będących w dyspozycji Funduszu. Ogólną dywersyfikację portfela lokat należy zatem określić jako dobrą.

Zgodnie z obowiązującym od 2013 roku regulaminem inwestowania własnych środków

finansowych, maksymalne łączne limity zaangażowania w poszczególne instrumenty finansowe wynoszą: 100% dla obligacji Skarbu Państwa oraz lokat bankowych, 25% dla jednostek uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego i 15% dla obligacji komunalnych. W przypadku lokat bankowych regulamin określa, iż Fundusz może lokować środki w bankach, które posiadają nadany przez

Wykres 3.4 Struktura inwestycji na koniec 2017 roku



Źródło: „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o., obliczenia własne

agencję ratingową rating na poziomie inwestycyjnym oraz/lub współczynnik wypłacalności na poziomie co najmniej minimalnym wymaganym przez NBP. Maksymalny poziom koncentracji środków pieniężnych Funduszu w jednym banku nie może przekroczyć 30% posiadanych środków finansowych w przypadku spełnienia obu tych warunków, natomiast w przypadku spełnienia tylko wymogu posiadania minimalnego współczynnika wypłacalności – 15%.

Określone w regulaminie kryteria wyboru banków oceniamy jako właściwe, a maksymalne limity zaangażowania jako zapewniające odpowiednią dywersyfikację portfela inwestycji Funduszu.

Zmiany, jakich Fundusz dokonał w portfelu lokat w ciągu ostatnich 3-4 lat spowodowały zmniejszenie udziału środków powierzonych bankom o podwyższonym i wysokim ryzyku kredytowym. Fakt ten, przy zachowanej ogólnie dobrej dywersyfikacji lokat Funduszu, należy pod kątem oceny ryzyka kredytowego ocenić pozytywnie. Do czynników negatywnych w tym kontekście zaliczamy jednak fakt, że nadal kilkanaście procent środków pieniężnych Funduszu lokowana jest w bankach spółdzielczych, których ryzyko kredytowe co do zasady oceniamy jako co najmniej podwyższone.

Struktura branżowa poręczeń

Tabela 3.10 „Fundusz Pomerania” – struktura branżowa aktywnych poręczeń

Branża	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
usługi (w tym transport)	49,5%	44,4%	46,0%	46,0%
handel	29,5%	28,8%	28,8%	24,7%
budownictwo	11,5%	14,4%	13,2%	15,5%
produkcja	9,1%	10,0%	7,9%	10,3%
inne	0,4%	2,4%	4,2%	3,4%
Razem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: „Fundusz Pomerania” 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 od 2012 roku jest przekroczony dla ekspozycji na ryzyko sektora usługowego. Przekroczenie to nie jest jednak duże – na koniec 2017 roku nie było większe niż kilka punktów procentowych. Dywersyfikację udzielonych przez „Fundusz Pomerania” poręczeń w podziale na poszczególne sektory gospodarki oceniamy więc jako zadowalającą.

Stosowane procedury wewnętrzne

Do najważniejszych istniejących w „Funduszu Pomerania” procedur regulujących działalność spółki zaliczyć należy:

- „Regulamin poręczeń indywidualnych” 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 łączne zaangażowanie na rzecz jednego przedsiębiorcy do wysokości 5% kapitału poręczycielskiego Funduszu (dodatkowo uchwała Zarządu ogranicza łączną ekspozycję na ryzyko jednego przedsiębiorcy do kwoty 600 tys. zł dla poręczeń kredytów udzielanych ze środków własnych Funduszu, do 1 mln zł dla poręczeń leasingu oraz do 1 mln zł dla poręczeń reporeczanych w ramach JEREMIE);

- „Regulamin udzielania poręczeń portfela transakcji wystandaryzowanych” określa zasady udzielania poręczeń portfelowych; ogranicza maksymalną wartość jednostkowego poręczenia do kwoty 200 tys. zł oraz do wysokości 70% poręczanego kredytu/pożyczki;
- „Regulamin organizacyjny” szczegółowo opisuje strukturę organizacyjną spółki oraz zakres odpowiedzialności poszczególnych komórek organizacyjnych;
- „Procedury udzielania poręczeń” wraz z załącznikami szczegółowo określają tryb postępowania z wnioskami poręczeniowymi (oraz w terminie późniejszym z udzielonymi poręczeniami), a także – wraz z obowiązującą w Funduszu metodologią oceny ryzyka poręczeniowego (zgodną ze zunifikowaną metodologią oceny ryzyka opracowaną w ramach Krajowej Grupy Poręczeniowej) – opisują sposób przeprowadzania analizy ryzyka kredytowego wnioskodawców (w oparciu o system scoringowy);
- „Zasady tworzenia rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń” określają sposób, częstotliwość i wysokość tworzenia rezerw celowych oraz rezerwy na ryzyko ogólne;
- „Regulamin kapitału specjalnego przeznaczenia” opisuje zasady dokonywania odpisów w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia, związanych z kosztami ryzyka poręczeń udzielanych w ramach środków pochodzących z dotacji;
- „Ramowy regulamin inwestowania własnych środków finansowych” ogranicza listę instrumentów finansowych w które Fundusz może lokować środki pieniężne i określa limity koncentracji dla poszczególnych instrumentów oraz instytucji finansowych;
- „Regulamin współpracy pomiędzy firmą leasingową a Funduszem Poręczeniowym w zakresie udzielania poręczeń” określa zasady, warunki i tryb udzielania poręczeń leasingowych przez „Fundusz Pomerania”; ogranicza wartość jednostkowego poręczenia leasingowego do 5% kapitału poręczycielskiego oraz 80% wartości finansowania bez odsetek i innych opłat;
- „Regulamin udzielania poręczeń wadialnych” wraz z załącznikami określa ogólne zasady i procedury dotyczące udzielania poręczeń wadialnych; precyzuje grono podmiotów uprawnionych do ubiegania się o poręczenie; ogranicza maksymalną wartość poręczenia do wysokości 500 tys. zł, limitu odnawialnego do wysokości 1 mln zł, a łącznego maksymalnego zaangażowania z tytułu aktywnych poręczeń wadialnych do 1,5 mln zł;

Generalnie obowiązujące w „Funduszu Pomerania” procedury wewnętrzne oceniamy pozytywnie z zastrzeżeniem, iż zapisy zawarte w regulaminie tworzenia rezerw celowych należy naszym zdaniem określić jako nieco zbyt mało konserwatywne.

Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

Według stanu na koniec 2017 roku w spółce zatrudnionych było 15 osób (łącznie na 14,4 etatów). Oceniamy, że liczebność personelu nie stwarza ryzyka operacyjnego.

Nieco podwyższone ryzyko operacyjne dotyczące sprawności prowadzenia bieżącej działalności Funduszu może natomiast wiązać się z faktem funkcjonowania jednoosobowego Zarządu spółki. W 2013 roku powyższe ryzyko zostało zredukowane poprzez powołanie prokurenta.

Perspektywy rozwoju i plan finansowy

Długoterminowy plan strategiczny „Funduszu Pomerania” zakłada zwiększanie liczby i wartości udzielanych poręczeń. Wewnętrzne regulacje Funduszu nie narzucają maksymalnego poziomu mnożnika.

W planie finansowym Funduszu na lata 2018-2020 założono zwiększenie akcji poręczeniowej, skutkujące wzrostem nieskorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego (bez uwzględnienia reporęczeń) z 2,19 w 2017 roku do 2,41 na koniec 2018 roku i 2,91 na koniec 2020 roku. Przy założeniu, że większość poręczeń nadal będzie podlegała reporęczeniom (w ramach drugiej edycji programu JEREMIE), realna wartość mnożnika kapitału własnego w naszej ocenie nadal powinna przyjmować niskie i bezpieczne wartości.

W celu zwiększenia akcji poręczeniowej „Fundusz Pomerania” wdrożył nowy regulamin udzielania poręczeń portfelowych i podpisał z trzema bankami umowę na udzielanie tego typu poręczeń. Fundusz zawarł także umowy o współpracy z czterema firmami leasingowymi (pierwsze poręczenia transakcji leasingowych udzielone zostały w 2014 roku). Ponadto spółka podpisała umowę ze zrzeszeniem banków spółdzielczych w zakresie poręczeń wspólnie z BGK w ramach programu „de minimis plus” (60% gwarancji BGK, 20% poręczenia „Funduszu Pomerania”). W 2015 roku spółka poszerzyła ofertę i rozpoczęła udzielanie poręczeń wadialnych.

W 2013 roku „Fundusz Pomerania” objął również 100% udziałów w nowopowstałej spółce Pomerania Inwestycje Sp. z o.o., która ma wspierać małe i średnie przedsiębiorstwa, organizacje pozarządowe oraz spółdzielnie działające na terenie województwa zachodniopomorskiego poprzez udzielanie im pożyczek, prowadzenie doradztwa i szkoleń, a także pomoc w nawiązywaniu współpracy zagranicznej. W II. kwartale 2014 roku Fundusz zwiększył udziały w spółce o ok. 100 tys. zł.

Na sytuację finansową Funduszu i jego możliwości dalszego zwiększania akcji poręczeniowej istotny wpływ miały uzyskane począwszy od IV. kwartału 2010 roku limity reporeczeń ze środków unijnych w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego na lata 2007-2013, który w województwie zachodniopomorskim 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 Bank Gospodarstwa Krajowego). Reporeczenia udzielane są w wysokości do 80% w przypadku poręczeń o wartości do 500 tys. zł, oraz do 70% w przypadku poręczeń o wartości powyżej 500 tys. zł. „Fundusz Pomerania” uzyskał siedem limitów reporeczeniowych o łącznej wartości 172 mln zł.

Limit szkodowości reporeczanych poręczeń dla edycji I i II JEREMIE nie obowiązywał, natomiast dla edycji III wynosi 50%, a dla IV i kolejnych edycji - 25% (limit ten oceniamy nadal jako bezpieczny z punktu widzenia oceny ryzyka Funduszu).

W związku z wygaszaniem pomocy w ramach unijnej perspektywy 2007-2013 oraz wdrażaniem nowej perspektywy na lata 2014-2020 istnieje obecnie niepewność dotycząca formy pomocy unijnej dla funduszy poręczeniowych w województwie zachodniopomorskim.

Zgodnie z informacjami uzyskanymi od Funduszu, trwają jednocześnie prace nad stworzeniem warunków dla produktu reporeczeniowego ze środków ze starej perspektywy. Fundusz przewiduje, że warunki produktu będą zbliżone do dotychczasowych w ramach JEREMIE, jednak szczegółowe informacje nie są jeszcze znane.

Jednocześnie aby uniknąć dostępności w tym samym czasie środków ze starej i nowej perspektywy, przetargi na wykorzystanie środków unijnych z perspektywy na lata 2014-2020 w województwie zachodniopomorskim nie są w najbliższym czasie planowane.

4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

„Fundusz Pomerania” Sp. z o.o. z siedzibą w Szczecinie 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 zachodniopomorskiego. Dywersyfikację portfela poręczeń pod względem geograficznym można więc ocenić jako stosunkowo dobrą.

Struktura aktywów „Funduszu Pomerania” 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.**

Również strukturę pasywów spółki należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe: kapitał własny stanowi ponad 90% pasywów, spółka nie ma żadnego zadłużenia oprocentowanego, a na łączne zobowiązania i rezerwy składają się niemal w całości rezerwy celowe i rezerwa ogólna związane z udzielonymi poręczeniami. **Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego strukturę pasywów Funduszu oceniamy pozytywnie.**

Pomimo, iż od 2008 roku „Fundusz Pomerania” nie otrzymywał już żadnego nowego bezpośredniego dofinansowania, skorygowany kapitał własny spółki utrzymywał się generalnie na stabilnym poziomie, a od 2011 roku charakteryzował się nawet lekką tendencją wzrostową (na koniec 2017 roku skorygowany kapitał własny spółki osiągnął najwyższą dotychczas wartość 30,8 mln zł). **Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego lekki wzrost wartości kapitału własnego spółki, jaki miał miejsce w ciągu kilku ostatnich lat, oceniamy pozytywnie.**

Fundusz prowadzi działalność operacyjną od 2003 roku. Do 2008 roku systematycznie powiększał zarówno wartość kapitału poręczeniowego (dzięki podnoszeniu kapitału zakładowego jak i dzięki dotacjom – głównie SPO WKP), jak i liczbę oraz wartość udzielanych poręczeń. W latach 2004-2010 wartość skorygowanego mnożnika kapitałowego kształtowała się na niskim i bezpiecznym poziomie w zakresie 1,2-1,9. Od 2010 r. poziom mnożnika ulegał systematycznemu obniżaniu (pomimo wzrostu wartości poręczeń aktywnych, jaki następował do roku 2013), z uwagi na fakt, że zdecydowana większość udzielanych w kolejnych latach poręczeń podlegała reporeczeniom w ramach JEREMIE.

W latach 2013-2016 wartość poręczeń aktywnych ustabilizowała się na poziomie ok. 50-57 mln zł, a mnożnik kształtował się na bardzo niskim i bezpiecznym poziomie ok. 0,5-0,7. W 2017 roku wartość portfela poręczeń aktywnych wzrosła o ponad 10 mln zł (do poziomu 68,8 mln zł), co przełożyło się na nieznaczny wzrost mnożnika – do 0,8.

Obecną realną ekspozycję Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń, mierzoną skorygowanym mnożnikiem kapitału poręczeniowego (w przypadku „Funduszu Pomerania” tożsamego z mnożnikiem kapitału własnego spółki), należy ocenić jako bardzo niską i bardzo bezpieczną, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego jest nadal jednym z podstawowych czynników wpływających na wysoką ocenę wiarygodności finansowej Funduszu.

Dywersyfikację portfela poręczeń (liczoną według średniej wartości poręczenia oraz według największych udzielonych poręczeń) oceniamy jako bardzo dobrą, co pozytywnie wpływa na ogólną ocenę ryzyka kredytowego Funduszu.

Najwyższe wartości wypłat poręczeń Fundusz notował w latach 2011-2012 i wyniosły one 3-4% portfela aktywnych poręczeń. W latach 2015-2016 szkodowość brutto portfela poręczeń zmniejszyła się do 1,6-2,1%. Dalsza poprawa w tym zakresie nastąpiła w 2017 roku, kiedy wskaźnik szkodowości brutto portfela poręczeń obniżył się do 0,4%. **Ogólną szkodowość portfela poręczeń „Funduszu Pomerania” oceniamy jako umiarkowaną, co – biorąc jednocześnie pod uwagę bardzo niski**

poziom skorygowanego mnożnika kapitału własnego spółki – z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu zaliczamy do czynników pozytywnych.

Bierzemy przy tym również pod uwagę, że ryzyko związane z dokonywanymi przez Fundusz wypłatami znacznie zmniejsza fakt, że większość wypłat dotyczyła w ostatnim czasie poręczeń reporeczanych w ramach JEREMIE. W związku z tym wypłaty poręczeń netto na ryzyku własnym od 2013 roku kształtowały się na poziomie zaledwie 1-2% średniorocznego kapitału własnego spółki. Od początku 2016 roku wskaźnik ten przyjmuje wartości ujemne od -0,1% do -2,4%, co oznacza że wartość odzyskiwanych należności przekracza wypłaty na ryzyku własnym Funduszu.

Poprawę w zakresie szkodowości portfela poręczeń (w tym w szczególności poręczeń na ryzyku własnym Funduszu), jaka nastąpiła od 2015 roku oceniamy pozytywnie.

Skorygowany wynik finansowy „Funduszu Pomierania” do roku 2011 przyjmował generalnie niewielkie wartości ujemne (nieprzekraczające równowartości -3% skorygowanego kapitału własnego Funduszu). W latach 2012-2014 skorygowany wynik netto był dodatni i charakteryzował się tendencją wzrostową (w roku 2014 wskaźnik rentowności kapitału osiągnął najwyższy dotychczas poziom +3%).

Sytuacja uległa pewnemu pogorszeniu w 2015 roku, kiedy skorygowany wynik pogorszył się, pozostając przy tym dodatni (wskaźnik rentowności równy 0,6%). W latach 2016-2017 Fundusz notował straty, a wskaźnik rentowności kapitału własnego wynosił odpowiednio -1,2% i -0,2%.

Pomimo okresowych, stosunkowo niewielkich strat dotychczasowe wyniki finansowe „Funduszu Pomierania”, biorąc pod uwagę charakter działalności spółki (instytucja *not-for-profit*), oceniamy ogólnie pozytywnie.

Oceniając sposób lokowania środków pieniężnych będących w dyspozycji „Funduszu Pomierania” **ryzyko portfela lokat Funduszu w ciągu kilku ostatnich kwartałów określamy jako stosunkowo niskie.** Po dokonanej pod koniec 2013 roku zmianie regulaminu lokowania środków pieniężnych na bardziej konserwatywny, znacząco zmniejszony został udział środków powierzonych bankom o podwyższonym i wysokim ryzyku kredytowym. Obecnie relatywnie niski udział banków charakteryzujących się wyższym ryzykiem w strukturze lokat Funduszu, przy zachowanej ogólnie dobrej dywersyfikacji lokat, należy pod kątem oceny ryzyka kredytowego ocenić pozytywnie. Do czynników negatywnych w tym kontekście zaliczamy jednak fakt, że nadal kilkanaście procent środków pieniężnych Funduszu lokowana jest w bankach spółdzielczych, których ryzyko kredytowe co do zasady oceniamy jako co najmniej podwyższone.

Istotnym czynnikiem niepewności dla „Funduszu Pomierania” jest obecnie kwestia formy pomocy ze środków unijnych dla funduszy poręczeniowych w województwie zachodniopomorskim. Zgodnie z informacjami uzyskanymi od Funduszu, ma zostać stworzony produkt reporeczeniowy ze środków ze starej perspektywy (na lata 2007-2013), którego warunki mają być zbliżone do dotychczasowych w ramach JEREMIE. Nie są jednak jeszcze znane szczegółowe warunki. Jednocześnie aby uniknąć

dostępności w tym samym czasie środków ze starej i nowej perspektywy, przetargi na wykorzystanie środków unijnych z perspektywy na lata 2014-2020 w województwie zachodniopomorskim nie są w najbliższym czasie planowane.

Podsumowując, sytuacja finansowa „Funduszu Pomerania” Sp. z o.o. w Szczecinie jest w naszej opinii bardzo dobra i stabilna, a jego ryzyko kredytowe oceniamy jako niskie. Według przyjętej przez agencję ratingową EuroRating metodologii na dzień publikacji niniejszego raportu (tj. 25.05.2018 r.) **rating kredytowy Funduszu zostaje utrzymany na poziomie A+. Perspektywa ratingu jest stabilna.**

5. Podatność nadanego ratingu na zmiany

Do potencjalnych najistotniejszych czynników mogących wpływać pozytywnie na ocenę ryzyka kredytowego „Funduszu Pomerania” zaliczamy: utrzymanie się skorygowanego mnożnika kapitałowego na dotychczasowym bardzo niskim i bezpiecznym poziomie (lub tym bardziej jego ewentualny spadek); trwałe obniżenie szkodowości portfela poręczeń; trwałą poprawę wyników finansowych; oraz dalszą poprawę profilu ryzyka portfela lokat (poprzez zmniejszenie koncentracji lokat oraz wyeliminowanie banków charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym).

Negatywny wpływ na ocenę ratingową „Funduszu Pomerania” mogłyby mieć natomiast: ewentualny istotny wzrost poziomu skorygowanego mnożnika kapitałowego; pogorszenie jakości portfela poręczanych kredytów i ponowny wzrost wartości wypłat poręczeń; znaczące pogorszenie skorygowanego wyniku finansowego; ewentualne pogorszenie profilu lokat środków pieniężnych (np. poprzez wzrost koncentracji lokat i/lub wzrost udziału banków o podwyższonym ryzyku); a także ewentualne niekorzystne dla Funduszu warunki wsparcia akcji poręczeniowej ze środków unijnych w kolejnych latach (lub też brak takiego wsparcia).

6. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating

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

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

7. Ujawnienia regulacyjne

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

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

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

Rating kredytowy nadany „Funduszowi Pomerania” 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 „Funduszowi Pomerania” 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.

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