

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)

**Kujawsko-Pomorski Fundusz
Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
z siedzibą w Toruniu**

Raport ratingowy

Aktualny rating kredytowy

Perspektywa ratingu

A-

stabilna

EuroRating

Warszawa

30.05.2017 r.

SPIS TREŚCI

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym	3
1.1 Aktualny rating i historia ratingu 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	10
3.3 Analiza wskaźnikowa	14
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	20
3.5 Ocena czynników niefinansowych	22
4. Podsumowanie analizy i ostateczna ocena ryzyka kredytowego	27
5. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating	30
6. Ujawnienia regulacyjne	31

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym

1.1 Aktualny rating i historia ratingu Funduszu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data aktualizacji ratingu
A-	stabilna	30.05.2017
A-	stabilna	18.01.2017
A-	stabilna	10.10.2016
A-	stabilna	11.07.2016
A-	stabilna	13.04.2016
A-	stabilna	01.10.2015
A-	stabilna	08.07.2015
A-	stabilna	30.03.2015
A-	stabilna	11.12.2014

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 Kujawsko-Pomorskiemu Funduszowi Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. z siedzibą w Toruniu dotyczy ryzyka związanego z udzielanymi przez Fundusz poręczeniami kredytów bankowych i pożyczek dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw i innych transakcji o charakterze zobowiązań finansowych. Rating określa ryzyko wystąpienia sytuacji, w której Fundusz stanie się niewypłacalny, tzn. nie będzie w stanie terminowo i w pełnej wysokości uregulować zobowiązań wynikających z udzielonych przez niego poręczeń, które zostały postawione w stan wymagalności przez banki (lub inne podmioty) akceptujące te poręczenia.

2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie

2.1 Dane rejestrowe

Przedsiębiorstwo Kujawsko-Pomorski Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. zarejestrowane jest w Rejestrze Przedsiębiorstw Sądu Rejonowego w Toruniu VII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000147815; numer REGON 871641894; NIP 956-20-88-789. Kapitał zakładowy spółki wynosi 5.974.000 zł (opłacony w całości) i dzieli się na 5.974 udziałów o wartości nominalnej 1.000 zł każdy. Spółka została utworzona na czas nieograniczony.

Siedziba Funduszu mieści się w Toruniu (87-100), przy ul. Szosa Chełmińska 26. Zarząd Spółki jest dwuosobowy: funkcję Prezesa Zarządu pełni pani Agnieszka Wasita, funkcję Zastępcy Prezesa Zarządu pełni pani Monika Szelc.

Strukturę udziałową Spółki według stanu na dzień sporządzania niniejszego raportu przedstawia tabela 2.1.

Tabela 2.1 Kujawsko-Pomorski FPK – struktura udziałowa

Lp.	Udziałowcy	Liczba udziałów (szt.)	Kapitał (tys. zł)	Udział
1	Urząd Marszałkowski Województwa Kujawsko-Pomorskiego	3 000	3 000	50,2%
2	Bank Gospodarstwa Krajowego	2 950	2 950	49,4%
3	Powiat Bydgoszcz	6	6	0,10%
4	Gmina Żnin	5	5	0,08%
5	Gmina Miasta Solec Kujawski	5	5	0,08%
6	Gmina Miasta Chełmża	3	3	0,05%
7	Gmina Płużnica	2	2	0,03%
8	Gmina Pakość	2	2	0,03%
9	Gmina Zakrzewo	1	1	0,02%
RAZEM		5 974	5 974	100,0%

Źródło: K-PFPK Sp. z o.o.

Dominującą rolę w działalności Spółki pełni dwóch udziałowców: Samorząd Województwa Kujawsko-Pomorskiego oraz Bank Gospodarstwa Krajowego, posiadający razem 99,6% udziałów. Symboliczne ilości udziałów posiadają także władze powiatu bydgoskiego oraz kilku gmin z terenu województwa kujawsko-pomorskiego.

2.2 Historia i przedmiot działalności

Kujawsko-Pomorski Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. powstał w 2002 roku z inicjatywy Urzędu Marszałkowskiego Województwa Kujawsko-Pomorskiego, który był jedynym założycielem Funduszu. K-PFPK działalność operacyjną rozpoczął w roku 2003; w roku tym do składu udziałowców dołączyły także lokalne samorządy z terenu województwa kujawsko-pomorskiego.

Istotne dokapitalizowanie Funduszu nastąpiło w roku 2004, kiedy to drugim największym udziałowcem Spółki stał się Bank Gospodarstwa Krajowego. Dzięki temu K-PFPK dołączył do sieci regionalnych funduszy poręczeniowych, wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej, skupiającej fundusze poręczeniowe, w których BGK posiada udziały.

Oprócz wpłat wnoszonych przez udziałowców Spółki, w latach 2005-2008 kapitał poręczeniowy K-PFPK powiększony został o dotacje celowe otrzymane przez Fundusz za pośrednictwem Polskiej

Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości w ramach unijnego programu Sektorowy Program Operacyjny „Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw” (SPO-WKP).

W IV. kwartale 2009 roku Fundusz zawarł umowę na kolejne dofinansowanie działalności poręczeniowej ze środków unijnych (tym razem o charakterze zwrotnym) w ramach „Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Kujawsko-Pomorskiego na lata 2007-2013” (RPO). Realizacja tego programu została zakończona 31.12.2016 roku. Obecnie Fundusz oczekuje na propozycje aneksu w zakresie określenia strategii wyjścia. Docelowo środki te zostaną zwrócone do Urzędu Marszałkowskiego.

W 2012 roku Fundusz przystąpił do realizacji programu JEREMIE, w ramach którego otrzymał limit na reporeczenia w wysokości 9 mln zł. Ze względu na niskie zainteresowanie i nakładanie się celów finansowania z RPO, Fundusz w maju 2013 podpisał aneks zmniejszający limit JEREMIE do aktualnie wykorzystanego, co oznaczało rezygnację z dalszej realizacji tego programu.

Podstawowym celem Funduszu jest wspieranie rozwoju sektora mikro, małych i średnich przedsiębiorstw z terenu województwa kujawsko-pomorskiego poprzez ułatwianie im dostępu do zewnętrznego finansowania dzięki udzielanym przez Fundusz poręczeniom kredytów, pożyczek, leasingów i poręczeń zapłaty wadium.

Fundusz nie jest przedsiębiorstwem nastawionym na maksymalizację zysku (działalność not-for-profit). Wszelkie ewentualne wypracowywane nadwyżki finansowe przeznaczone są na działalność statutową (udzielanie poręczeń).

3. Analiza ekonomiczno-finansowa

3.1 Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat Kujawsko-Pomorskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych za lata 2014-2016 oraz za I. kwartał 2017 roku przedstawia tabela nr 3.1.

Przychody ze sprzedaży

Fundusz generuje przychody ze sprzedaży wyłącznie z prowizji i opłat z tytułu udzielanych poręczeń. Do 2010 roku wartość przychodów ze sprzedaży charakteryzowała się dynamiczną tendencją wzrostową, co związane było przede wszystkim z systematycznym wzrostem liczby i wartości udzielanych przez K-PFPK poręczeń. Od roku 2011 liczba i wartość udzielanych przez Fundusz poręczeń zaczęła się stopniowo zmniejszać, co znalazło swoje odzwierciedlenie w wyraźnym spadku przychodów ze sprzedaży.

Tabela 3.1 Kujawsko - Pomorski Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– rachunek zysków i strat za lata 2014-2016* oraz za I. kwartał 2017 roku

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2014	Za rok 2015	Za rok 2016	Za okres I-III.2017
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY	502,7	640,1	637,1	161,2
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	500,9	620,8	641,5	156,8
II. Zmiana stanu produktów	1,8	19,2	(4,4)	4,4
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	1 109,4	1 205,9	1 216,6	245,3
I. Amortyzacja	26,5	40,2	22,4	5,5
II. Zużycie materiałów i energii	45,8	29,2	30,4	4,6
III. Usługi obce	270,6	272,8	259,0	57,9
IV. Podatki i opłaty	0,1	0,6	6,4	0,0
V. Wynagrodzenia	580,5	585,6	646,5	141,4
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	111,8	112,7	126,8	29,2
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	74,1	164,9	125,1	6,7
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(606,7)	(565,8)	(579,5)	(84,2)
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	5 642,8	3 502,5	2 197,4	47,5
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	2 120,7	2 075,3	735,5	-
III. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	-	95,6	27,8
IV. Inne przychody operacyjne	3 522,1	1 427,3	1 366,3	19,7
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	7 038,4	4 522,9	3 004,6	47,5
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	-	430,8	32,2
III. Inne koszty operacyjne	7 038,4	4 522,9	2 573,8	15,4
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(2 002,3)	(1 586,2)	(1 386,7)	(84,2)
G. PRZYCHODY FINANSOWE	2 054,7	1 589,7	1 461,4	13,4
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	2 054,7	1 589,7	1 461,4	13,4
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	-	-	-	-
H. KOSZTY FINANSOWE	0,0	-	0,1	-
I. Odsetki	0,0	-	0,1	-
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	-	-	-	-
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	52,3	3,5	74,6	(70,8)
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	52,3	3,5	74,6	(70,8)
L. PODATEK DOCHODOWY	(0,1)	(9,0)	104,0	-
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIJSZ. ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	52,5	12,5	(29,4)	(70,8)

Źródło: K-PFPK Sp. z o.o. * sprawozdania finansowe za lata 2014-2016 po audycie

Zgodnie z informacjami otrzymanymi od Funduszu, głównymi przyczynami zmniejszenia się ilości i wartości udzielonych w latach 2011-2014 poręczeń (a co za tym idzie – również spadku przychodów ze sprzedaży) była zmiana polityki banków komercyjnych, z którymi współpracuje Fundusz (udzielanie kredytów do 500 tys. zł bez zabezpieczenia, jedynie w oparciu o scoring wewnętrzny) oraz uruchomienie rządowego programu „de minimis” – poręczeń realizowanych za pośrednictwem BGK.

W latach 2015-2016 Fundusz ponownie lekko zwiększył wartość udzielanych poręczeń (w tym zwłaszcza w ramach środków własnych), co przełożyło się na wzrost wartości przychodów ze sprzedaży produktów – do 620,8 tys. zł w roku 2015 i 641,5 tys. zł w roku 2016.

Koszty operacyjne

Struktura kosztów rodzajowych K-PFPK jest typowa dla działalności funduszy poręczeniowych. Głównym składnikiem kosztów są wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne, stanowiące łącznie ok. 60-65% łącznych kosztów. Drugim istotnym składnikiem kosztów są usługi obce, z udziałem na poziomie ok. 20-25%. Kilkoprocentowy udział w kosztach mają „pozostałe koszty rodzajowe”.

Koszty działalności operacyjnej, za wyjątkiem roku 2010, stale przekraczały wartość generowanych przychodów ze sprzedaży, przy czym wartość straty ze sprzedaży do 2009 roku pozostawała stosunkowo niska i stabilna. W latach 2011-2014 wartość straty ze sprzedaży systematycznie rosła (co było związane głównie ze spadkiem przychodów ze sprzedaży), osiągając na koniec 2014 roku wartość -606,7 tys. zł. W kolejnych dwóch latach wartość straty brutto na sprzedaży zmniejszyła się (głównie dzięki wzrostowi przychodów) do ok. -560-580 tys. zł.

Analizując wynik na tym poziomie rachunku zysków i strat należy wziąć pod uwagę fakt, że wzrost kosztów, jaki nastąpił głównie w latach 2009-2011, związany był przede wszystkim z realizacją projektu dofinansowywanego ze środków unijnych w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Kujawsko-Pomorskiego (RPO). K-PFPK otrzymuje przy tym począwszy od 2010 roku od menedżera projektu RPO refundację części ponoszonych kosztów związanych z realizacją tego projektu. Przychody z tego tytułu ujmowane są w poz. D.II RZiS – „dotacje”. Przy uwzględnieniu tej refundacji wynik ze sprzedaży byłby w ostatnich latach mocno dodatni. Natomiast w 2016 roku skorygowany wynik na tym poziomie RZiS obniżył się do ok. 156 tys. zł ze względu na niższe niż w przeszłości refundacje. Z uwagi na brak oficjalnych ustaleń dotyczących „strategii wyjścia” z RPO Fundusz w I kwartale 2017 roku nie wykazał w RZiS żadnych kosztów refundowanych przez co wynik na tym poziomie RZiS pozostał ujemny. Fundusz zastrzega, że w przypadku podpisania dokumentu określającego „strategię wyjścia” możliwe będzie „wyrównanie” wstecz kosztów dotyczących RPO.

Generalnie ujemny wynik brutto ze sprzedaży traktujemy jako zjawisko typowe dla działalności funduszy poręczeniowych nienastawionych na maksymalizację zysku. W przypadku K-PFPK księgową wartość straty na tym poziomie RZiS można określić jako niską (stanowiła ona równowartość maksymalnie do 1% kapitału poręczeniowego), a ponadto po skorygowaniu o refundację kosztów w ramach RPO wynik na tym poziomie RZiS przyjmowałby w ostatnich latach wartości dodatnie, co oceniamy pozytywnie.

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

Wartości pozostałych przychodów operacyjnych oraz pozostałych kosztów operacyjnych wykazywane w RZiS począwszy od roku 2009 związane są głównie z tworzeniem i rozwiązywaniem rezerw celowych, rezerwy na ryzyko ogólne, odpisów aktualizujących należności oraz refundacją kosztów związanych z realizacją programu RPO (a od IV. kwartału 2012 roku do III. kwartału 2016 roku również projektu JEREMIE).

Od IV. kwartału 2010 roku K-PFPK wykazuje w pozostałych przychodach operacyjnych w pozycji D.II. – „dotacje” refundację części ponoszonych kosztów operacyjnych, dotyczących zarządzania projektem RPO. Pozycja ta uwzględniała przy tym także zwroty kosztów dotyczących rezerw i odpisów aktualizujących dotyczących poręczeń udzielonych w ramach RPO (od 2015 roku są one ujmowane w poz. D.IV RZiS).

Na koniec 2016 roku rozwiązane odpisy aktualizujące wykazane zostały po raz pierwszy w pozycji D.III RZiS - „aktualizacja wartości aktywów niefinansowych”.

W poz. D.IV – „inne przychody operacyjne” Fundusz ujmuje głównie wartości rozwiązywanych rezerw na ryzyko poręczeń, a także (do III. kwartału 2016 roku) rozwiązywanie odpisów aktualizujących. W latach 2015-2016 wartość „innych przychodów operacyjnych” wyniosła ok. 1,4 mln zł i była znacznie niższa niż w poprzednich latach.

W pozostałych kosztach operacyjnych Fundusz wykazuje natomiast przede wszystkim tworzone rezerwy na ryzyko poręczeń (w tym do III. kwartału 2016 roku dotyczące również poręczeń w ramach JEREMIE) oraz odpisy aktualizujące należności z tytułu wypłaconych poręczeń. W 2016 roku „pozostałe koszty operacyjne” wyniosły ok. 2,6 mln zł i podobnie jak „inne przychody operacyjne”, obniżyły się znacznie w porównaniu do wartości z lat ubiegłych.

Przyczyną znacznego spadku wartości pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych na koniec 2016 roku względem poprzednich lat były znacznie niższe wartości kosztów refundowanych oraz rezerw i odpisów aktualizujących dotyczących poręczeń RPO. Od I. kwartału 2017 roku rezerwy dotyczące projektów RPO i JEREMIE nie będą uwzględniane w rachunku zysków i strat, a jedynie bezpośrednio w bilansie.

Saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych przyjmowało w ciągu ostatnich ośmiu lat stosunkowo wysokie wartości ujemne, powiększając wartość wykazywanej straty na działalności operacyjnej.

Przychody i koszty finansowe

Na przychody finansowe Spółki w całym analizowanym okresie składały się dochody z lokat środków pieniężnych. Ich wartość rosła dynamicznie od roku 2008 do 2012 włącznie, głównie na skutek wzrostu stanu środków pieniężnych posiadanych przez Fundusz. Od 2013 roku przychody z odsetek ulegają już istotnemu obniżeniu – głównie na skutek spadku oprocentowania lokat bankowych.

Bardzo niski poziom przychodów finansowych w I. kwartale 2017 roku wiąże się dodatkowo z tym, że lokaty Funduszu zapadają dopiero w kolejnych miesiącach roku.

Należy przy tym nadmienić, iż ponieważ przychody z lokat środków pieniężnych w ramach RPO nie stanowią dochodu K-PFPK lecz przynależą do środków zwrotnych w ramach projektu, Fundusz księguje je z pominięciem rachunku zysków i strat bezpośrednio w zobowiązaniach długoterminowych.

W ostatnich latach Fundusz wykazywał znikome kwoty kosztów finansowych. Nieco większa kwota (50 tys. zł) wykazana w roku 2013 dotyczyła odpisu na aktualizację wartości udziałów w spółce KGP Sp. z o.o. z uwagi na straty notowane przez tą spółkę celową.

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 własnych kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych. 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.

Osiągane przez K-PFPK przychody z odsetek od lokat środków pieniężnych pozwalały na pokrycie zarówno ujemnego wyniku ze sprzedaży, ujemnego salda pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych, jak i kosztów ryzyka. W rezultacie Fundusz wykazywał w ciągu ostatnich 10 lat (oprócz roku 2010) dodatnie wartości rocznych księgowych wyników netto.

W przypadku Kujawsko-Pomorskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych, począwszy od roku 2009 otrzymane wcześniej dotacje w ramach SPO-WKP nie miały już wpływu na wynik finansowy Funduszu. Natomiast dotacje wykazywane w RZiS od 2010 roku dotyczą refundacji kosztów operacyjnych związanych z realizacją programu RPO. Dotacje z tego tytułu nie podlegają więc korektom przy wyliczaniu skorygowanego wyniku finansowego. Fundusz nie dokonuje również bezpośrednich odpisów kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych. Księgowe wartości wyniku netto podlegają natomiast w poszczególnych okresach korektom o zmianę salda dodatkowo doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu rezerw celowych na poręczenia zagrożone (kwestia ta została omówiona bardziej szczegółowo w punkcie 3.4). Dokonane korekty księgowego wyniku netto dotyczą także zmiany salda rezerwy na ryzyko ogólne.

Skorygowany wynik finansowy K-PFPK za lata 2014-2016 oraz za I. kwartał 2017 roku przedstawia tabela 3.2.

Tabela 3.2 K-PFPK Sp. z o.o. – skorygowany wynik finansowy

Lp.	Wynik skorygowany (tys. zł)	2014	2015	2016	I-III.2017
1	Księgowy wynik netto	52,5	12,5	-29,4	-70,8
2	Korekta o zmianę salda rezerwy na ryzyko ogólne	-172,5	41,5	54,9	1,1
3	Korekta o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych	15,0	-153,3	-120,2	-226,5
4	Wynik skorygowany = [1] + [2] + [3]	-105,1	-99,2	-94,7	-296,2

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych i sprawozdań finansowych K-PFPK Sp. z o.o.

Kujawsko-Pomorski Fundusz Poręczeń Kredytowych do 2011 roku włącznie osiągał stale dodatni skorygowany wynik finansowy, przy czym najwyższą wartość (1,06 mln zł) skorygowanego wyniku netto Fundusz zanotował w 2008 roku, najniższą zaś (74,6 tys. zł) w 2010 roku. Wpływ na to miało stosunkowo dobre dostosowywanie przez Fundusz ponoszonych kosztów działalności operacyjnej do uzyskiwanych przychodów w początkowych latach działalności, bardzo niska szkodowość portfela poręczeń, a także korekty dotyczące zmiany salda „dodatkowych” rezerw celowych wyliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu.

W 2012 skorygowany wynik finansowy K-PFPK uległ znacznemu pogorszeniu, na co wpłynęło zarówno zwiększenie straty na poziomie wyniku ze sprzedaży, jak również istotny wzrost liczby i wartości wypłaconych poręczeń oraz zmniejszenie do niskiego poziomu wartości rezerw celowych, co skutkowało koniecznością korekty wyniku *in minus* z tytułu doliczonych na potrzeby oceny ryzyka kredytowego dodatkowych rezerw. W efekcie po korektach skorygowany wynik był ujemny i wyniósł -1,23 mln zł.

W 2013 roku zmniejszyła się ekspozycja własna Funduszu na poręczenia, co miało wpływ na zmniejszenie wartości dodatkowo doliczanych przez EuroRating rezerw na potrzeby oceny ryzyka kredytowego. Skutkowało to korektą powiększającą z tego tytułu księgowy wynik netto i uzyskaniem dodatniego wyniku skorygowanego na poziomie ok. 684 tys. zł. W kolejnych latach skorygowany wynik ustabilizował się na poziomie ok. -0,1 mln zł. Po I kwartale 2017 roku (licząc wyniki z czterech ostatnich kolejnych kwartałów strata powiększyła się nieco – do ok. -237 tys. zł

Biorąc pod uwagę wielkość Funduszu oraz charakter not-for-profit Spółki, poziom generowanych przez Spółkę skorygowanych wyników finansowych nie wzbudza naszych zastrzeżeń.

3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

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

Tabela 3.3 Kujawsko-Pomorski Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– bilans (aktywa) na koniec lat 2014-2016* oraz na koniec I. kwartału 2017 roku

Bilans – aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2014	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 31.03.2017
A. AKTYWA TRWAŁE	1 165,2	1 345,1	54,5	48,9
I. Wartości niematerialne i prawne	16,0	9,8	7,4	6,8
II. Rzeczowe aktywa trwałe	88,2	67,0	47,1	42,2
III. Należności długoterminowe	-	-	-	-
IV. Inwestycje długoterminowe	-	-	-	-
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 061,0	1 268,2	-	-
B. AKTYWA OBROTOWE	71 438,6	71 805,8	72 140,9	71 928,5
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	98,8	23,9	5,1	12,2
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	98,8	23,9	5,1	12,2
a) z tytułu dostaw i usług	25,3	3,4	5,0	11,9
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	73,5	20,5	-	0,2
c) inne	0,0	0,1	0,1	0,1
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	71 330,0	71 752,9	72 111,2	71 887,2
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	71 330,0	71 752,9	72 111,2	71 887,2
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	71 330,0	71 752,9	72 111,2	71 887,2
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	9,7	29,0	24,6	29,0
AKTYWA RAZEM	72 603,8	73 150,9	72 195,3	71 977,4

Źródło: K-PFPK Sp. z o.o. * sprawozdania finansowe za lata 2014-2016 po audycie

Aktywa

Od 2013 roku wartość łącznego majątku, jakim dysponuje K-PFPK utrzymuje się na stabilnym poziomie i wynosi ok. 72-73 mln zł.

Struktura aktywów K-PFPK jest typowa dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe – majątek spółki stanowią niemal wyłącznie aktywa krótkoterminowe (obrotowe).

Majątek trwały stanowił w ostatnich latach zaledwie 1-2% łącznej wartości aktywów, a do I. kwartału 2016 roku głównym jego składnikiem były długoterminowe rozliczenia międzyokresowe (aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego dotyczącego RPO). W trakcie 2016 roku, w konsekwencji zmian w zakładowym planie kont podatek ten przeniesiono do zobowiązań długoterminowych (gdzie pomniejsza środki do zwrotu), a udział majątku trwałego w sumie aktywów zmniejszył się do zaledwie 0,1%.

Na **aktywa obrotowe** (stanowiące od 98% do niemal 100% łącznego majątku Funduszu) składały się w ostatnich latach praktycznie wyłącznie inwestycje krótkoterminowe (środki pieniężne). Ich wartość rosła dynamicznie wraz z otrzymywanymi dotacjami w ramach programu SPO-WKP (do 2008 roku) oraz dofinansowaniem zwrotnym w ramach RPO (od 2009 do 2013 roku).

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

Pasywa

**Tabela 3.4 Kujawsko-Pomorski Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– bilans (pasywa) na koniec lat 2014-2016* oraz na koniec I. kwartału 2017 roku**

Bilans – pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2014	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 31.03.2017
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	30 745,5	30 758,1	31 264,4	31 231,9
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	5 974,0	5 974,0	5 974,0	5 974,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	2 938,2	3 006,1	3 018,6	3 018,6
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	21 765,5	21 765,5	21 765,5	21 765,5
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	15,3	-	535,7	544,6
VIII. Zysk (strata) netto	52,5	12,5	(29,4)	(70,8)
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	41 858,3	42 392,8	40 930,9	40 745,5
I. Rezerwy na zobowiązania	844,3	1 332,0	2 654,5	2 626,5
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	52,1	43,1	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	792,2	1 288,9	2 654,5	2 626,5
II. Zobowiązania długoterminowe	40 734,0	40 997,6	38 136,1	38 109,3
III. Zobowiązania krótkoterminowe	34,1	63,3	140,3	9,7
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	34,1	63,3	140,3	9,7
- kredyty i pożyczki	-	-	-	-
- z tytułu dostaw i usług	33,9	10,3	15,2	4,0
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	0,2	53,0	118,5	5,6
- z tytułu wynagrodzeń	-	-	6,4	-
- inne	0,0	-	0,1	0,1
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	245,8	-	-	-
PASYWA RAZEM	72 603,8	73 150,9	72 195,3	71 977,4

Źródło: K-PFPK Sp. z o.o. * sprawozdania finansowe za lata 2013-2016 po audycie

Struktura pasywów bilansu K-PFPK podlegała w poprzednich latach dużym zmianom – głównie ze względu na zastosowany w Funduszu sposób księgowania otrzymanego dofinansowania w ramach programów SPO-WKP i RPO.

Na udział bilansowej wartości **kapitału własnego** w sumie pasywów znaczny wpływ miały otrzymane z PARP dotacje w ramach programu SPO-WKP. Po zaksięgowaniu tej dotacji w 2008 roku poprzez rachunek wyników, udział kapitału własnego w sumie bilansowej wyniósł 81%.

W następstwie otrzymanego dofinansowania w ramach RPO, które księgowane jest (ze względu na zwrotny charakter) w zobowiązaniach bilansu, udział kapitału własnego w pasywach spadł najpierw do 66% w 2009 roku, a następnie do 49% w 2010 roku i na zbliżonym poziomie utrzymał się do połowy 2013 roku. W III. kwartale 2013 roku Fundusz otrzymał kolejną transzę (10 mln zł) dofinansowania w ramach RPO, w rezultacie czego wzrosła wartość zobowiązań, a udział kapitału własnego w sumie pasywów zmniejszył się do 42% na koniec 2013 roku i na zbliżonym poziomie utrzymywał się w kolejnych latach.

Na wykazywane w bilansie K-PFPK „**zobowiązania i rezerwy na zobowiązania**” składają się w przytłaczającej większości „zobowiązania długoterminowe” (B.II), w których ujmowane jest dofinansowanie zwrotne w ramach RPO. Zgodnie z warunkami tego dofinansowania kwotę środków projektu RPO powiększały przychody z tytułu prowizji od udzielonych w ramach programu poręczeń oraz odsetki od lokat środków pieniężnych z projektu. Kwotę środków projektu pomniejszała natomiast naliczana przez Fundusz refundacja kosztów zarządzania projektem oraz rezerwa na podatek dochodowy od lokat i rezerwy na ryzyko poręczeń udzielonych w ramach RPO.

Przyjęte przez Fundusz zasady rachunkowości zakładały także ujmowanie w pasywach w „rozliczeniach międzyokresowych” (poz. B.IV) rozliczane w czasie faktury dotyczących kosztów refundowanych w ramach RPO. Ostatnie takie księgowanie miało miejsce w I. kwartale 2015 r.

Od 2008 roku Fundusz wykazuje w pasywach bilansu także kwotę rezerw związanych z udzielanymi poręczeniami. Na koniec IV. kwartału 2016 roku utworzone przez Fundusz rezerwy celowe i rezerwa na ryzyko ogólne wynosiły łącznie ok. 2,9 mln zł, co stanowiło 4% sumy pasywów.

Strukturę pasywów K-PFPK (przy uwzględnieniu specyficznych czynników związanych ze sposobem księgowania oraz warunkami operacyjnymi otrzymanego dofinansowania w ramach SPO-WKP i RPO) należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe.

Pozycje pozabilansowe

Tabela 3.5 K-PFPK Sp. z o.o. – liczba i wartość aktywnych poręczeń

	2014	2015	2016	III.2017
Wartość aktywnych poręczeń na koniec okresu (tys.zł)	71 671	72 367	83 801	85 995
<i>Dynamika wartości poręczeń (r/r)</i>	-8%	1%	16%	18%
Liczba aktywnych poręczeń na koniec okresu (szt.)	594	633	706	711
<i>Dynamika ilości poręczeń (r/r)</i>	-14%	7%	12%	5%

Źródło: K-PFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

Udzielane przez Fundusz poręczenia księgowane są jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe.

Wartość portfela aktywnych poręczeń K-PFPK rosła dynamicznie do końca 2012 roku, kiedy to osiągnęła najwyższą jak dotąd wartość 92,2 mln zł.

W okresie od I. kwartału 2013 r. do połowy 2014 r. nastąpił spadek wartości portfela aktywnych poręczeń o ok. 1/4. W 2015 roku wartość aktywnych poręczeń ustabilizowała się na poziomie ok. 72 mln zł, a w 2016 roku wzrosła do 83,8 mln zł – najwyższego poziomu od czterech lat. Wpływ na to miała między innymi decyzja o przedłużeniu trwania programu RPO z perspektywy 2007-2013 do końca 2016 roku. W I. kwartale 2017 roku Fundusz udzielał już tylko poręczeń na ryzyku własnym, a wartość poręczeń aktywnych wzrosła do niemal 86 mln zł.

3.3 Analiza wskaźnikowa

Wartości najważniejszych parametrów finansowych oraz analizę wskaźnikową Funduszu 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).

Dla potrzeb wyliczenia skorygowanego kapitału własnego K-PFPK dokonujemy następujących korekt:

- od IV. kwartału 2014 roku korekta *in minus* 100% wartości niematerialnych i prawnych 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;
- w okresie II. kw. 2009 r. – III. kw. 2013 r. dokonywana była także korekta *in minus* o 100% „inwestycji długoterminowych” (poz. A.IV), dotyczących posiadanych przez Fundusz udziałów w spółce specjalnego przeznaczenia KGP Sp. z o.o (w IV. kw. 2013 r. Fundusz dokonał pełnego odpisu na wartość tego składnika aktywów);
- od 2009 roku korekta *in plus* o wartość utworzonej przez Fundusz rezerwy na ryzyko ogólne dotyczącej części portfela na ryzyku własnym;
- korekta *in minus* o saldo dodatkowych rezerw celowych, doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu (kwestia ta została omówiona szerzej w punkcie 3.4)

Tabela 3.6 K-PFPK Sp. z o.o. – najważniejsze dane i wskaźniki finansowe

Lp.		2014	2015	2016	III.2017
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez fundusz (tys. zł)	71 833	73 054	69 795	69 734
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	60 392	60 503	58 807	58 531
3	Skorygowany kapitał własny spółki (tys. zł)	29 842	29 755	30 205	29 949
4	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	71 671	72 367	83 801	85 995
5	- w tym aktywne poręczenia w ramach środków własnych (tys. zł)	35 809	44 368	56 783	62 019
6	- w tym aktywne poręczenia w ramach RPO (tys. zł)	35 271	27 465	26 544	23 503
7	- w tym poręczenia reporęczane w ramach JEREMIE (tys. zł)	590	533	474	473
8	- w tym kwota reporęczana razem (tys. zł)	295	267	237	236
9	Mnożnik 1 = [3] / [1]	1,00	0,99	1,20	1,23
10	Mnożnik 2 (skorygowany) = [4] / [2]	1,19	1,20	1,43	1,47
11	Mnożnik kapitału własnego spółki = ([7]-[8]+[5]) / [3]	1,21	1,50	1,89	2,08
12	Liczba aktywnych poręczeń	594	633	706	711
13	- w tym aktywne poręczenia w ramach środków własnych	352	416	527	549
14	- w tym aktywne poręczenia w ramach RPO	238	213	175	158
15	- w tym poręczenia reporęczane w ramach JEREMIE	4	4	4	4
16	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	121	114	119	121
17	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
18	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
19	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	18 029	16 795	17 067	17 128
20	- w tym poręczenia na ryzyku własnym (tys. zł)	8 733	10 558	8 388	11 119
21	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	901	840	853	856
22	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	25,2%	23,2%	20,4%	19,9%
23	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	29,9%	27,8%	29,0%	29,3%
24	Najw. por. na ryzyku własnym / skorygowany kapitał własny	29,3%	35,5%	27,8%	37,1%
25	Przeciętne największe poręczenie / Kapitał poręczeniowy *	1,5%	1,4%	1,5%	1,5%
26	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	2 216	658	429	230
27	Wart. wypłaconych por. na ryz. wł. w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	1 651	478	316	101
28	Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan aktywnych poręczeń	3,0%	0,9%	0,5%	0,3%
29	Wartość odzyskanych należn. z tyt. por. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	154	1 080	102	56
30	Odzyskane poręczenia na ryzyku własnym w ciągu 4 kw. (tys. zł)	128	180	89	53
31	Wypłacone poręczenia netto / Śr. kapitał poręczeniowy *	3,4%	-0,7%	0,5%	0,3%
32	Wypłacone poręczenia netto na ryz. wł. / Śr. skoryg. KW spółki	5,1%	1,0%	0,8%	0,2%
33	Skorygowany wynik finansowy / Śr. skor. kapitał własny spółki	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,8%

* Wskaźniki wyliczone w oparciu o skorygowany kapitał poręczeniowy

Źródło: K-PFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

Według stanu na koniec marca 2017 roku wartość skorygowanego kapitału własnego K-PFPK wynosiła 29,9 mln zł. Należy przy tym podkreślić, że skorygowany kapitał własny Spółki pozostaje bardzo stabilny (waha się w zakresie ok. 29,5-30,5 mln zł) nieprzerwanie od roku 2008, kiedy to zakończyło się pozyskiwanie przez Fundusz bezzwrotnych środków w ramach SPO-WKP. Wysoką stabilność kapitału własnego Funduszu z punktu widzenia oceny jego ryzyka kredytowego oceniamy pozytywnie.

W skład skorygowanego kapitału poręczeniowego wyliczanego przez EuroRating, oprócz skorygowanego kapitału własnego Spółki, wchodzi także dofinansowanie zwrotne w ramach „Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Kujawsko-Pomorskiego na lata 2007-2013” (RPO).

Gdyby do kapitału własnego według stanu na koniec 2016 roku (obliczonego zgodnie z powyższymi uwagami) dodać w całości otrzymane dotychczas dofinansowanie w ramach RPO (łącznie z przychodami z prowizji oraz wypracowanymi odsetkami od lokat kwota środków projektu wynosiła na koniec marca 2017 roku 38,1 mln zł), łączny kapitał poręczeniowy K-PFPK wyniósłby 68,1 mln zł.

Należy jednak uwzględnić specyficzne warunki, na jakich w województwie kujawsko-pomorskim 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; projekt został zakończony 31.12.2016 r. i obecnie trwają rozmowy między władzami Funduszu, a Marszałkiem Województwa Kujawsko-Pomorskiego dotyczące dalszych losów środków w ramach RPO;
- 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 (łączna wartość poręczeń wypłaconych do wartości poręczeń udzielonych w trakcie trwania programu) na poziomie 5%; do tego limitu wypłata poręczeń udzielanych w ramach środków z RPO obciążać będzie bezpośrednio kapitał z dofinansowania, natomiast ewentualna wyższa szkodowość poręczeń udzielanych w ramach środków z RPO księgowana byłaby już (poprzez RZiS) w ciężar kapitału własnego Funduszu (chyba, że Instytucja Zarządzająca RPO wyrazi zgodę na przekroczenie w/w limitu utraty kapitału);
- Fundusz otrzymuje refundację części ponoszonych kosztów administracyjnych związanych z realizacją projektu (w ramach maksymalnego limitu wynoszącego średniorocznie 2% otrzymanego dofinansowania) w ciężar środków 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 tego też względu, zgodnie z metodologią stosowaną przez EuroRating do oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych środki z dofinansowania w ramach RPO doliczane są 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 I kwartału 2017 roku 58,5 mln zł.** Była to kwota o 11,2 mln zł niższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (69,7 mln zł).

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.

Kujawsko-Pomorski Fundusz Poręczeń Kredytowych do III. kwartału 2010 roku szybko zwiększał liczbę i wartość udzielanych poręczeń. Już w roku 2004 wartość portfela aktywnych poręczeń K-PFPK [4] przekroczyła wartość kapitału poręczeniowego Funduszu. Do 2006 roku wartość aktywnych poręczeń rosła w tempie dużo szybszym niż wartość kapitału poręczeniowego, w rezultacie czego wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego [10] osiągnęła na koniec 2006 roku (najwyższy w dotychczasowej historii) poziom 3,35.

Stosunkowo wysoka relacja wartości portfela poręczeń do kapitału poręczeniowego Funduszu wynikała jednak wówczas głównie z opóźnień w realizacji przez K-PFPK programu SPO-WKP – a co za tym idzie z opóźnień w otrzymywaniu dotacji. Fundusz otrzymał główną transzę dotacji dopiero w roku 2008. W rezultacie wartość mnożnika [10] w latach 2007-2008 zmniejszała się (do 1,85 na koniec 2008 roku), pomimo szybko zwiększającej się wartości portfela poręczeń.

Na skutek otrzymanego w IV. kwartale 2009 roku dofinansowania w ramach RPO istotnie wzrosła wartość kapitału poręczeniowego Funduszu i co za tym idzie obniżyła się wartość skorygowanego mnożnika, który na koniec 2009 roku wyniósł 1,65. W latach 2010-2012 wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego utrzymywała się w zakresie 1,6-1,8.

Od II. kwartału 2013 roku miało miejsce istotne wyhamowanie akcji poręczeniowej, w wyniku czego szybko zaczęła zmniejszać się wartość portfela poręczeń aktywnych. Przy jednoczesnym wzroście wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego (K-PFPK w III. kwartale 2013 r. otrzymał trzecie dofinansowanie zwrotne w ramach RPO w kwocie 10 mln zł) spowodowało to znaczne zmniejszenie się poziomu mnożnika kapitału poręczeniowego – do 1,19 na koniec 2014 roku. W 2015 roku mnożnik kapitału poręczeniowego pozostawał stabilny i wahał się w zakresie 1,2-1,3, po czym do I. kwartału 2017 roku wzrósł nieznacznie do 1,47.

Mnożnik kapitału własnego Spółki [11] (uwzględniający tylko wartość poręczeń na ryzyku własnym Funduszu oraz tylko skorygowany kapitał własny Spółki – bez środków z RPO) był skorelowany z mnożnikiem kapitału poręczeniowego [10], jednak przyjmował zwykle nieco wyższe wartości. Najwyższy poziom (3,35) wskaźnik ten osiągnął w 2006 roku. W późniejszych latach (do roku 2012) oscylował on w zakresie 2,0-2,9. W kolejnych dwóch latach mnożnik kapitału własnego nadal zmniejszał się i na koniec 2014 roku wyniósł 1,21. W latach 2015-2016 wskaźnik ten ponownie wzrósł (do 1,5 na koniec 2015 r. i 1,89 na koniec 2016 r.), głównie w wyniku zwiększania się wartości poręczeń aktywnych udzielonych w ramach środków własnych Funduszu. Po zakończeniu udzielania poręczeń w ramach RPO, na koniec I. kwartału 2017 roku mnożnik kapitału własnego K-PFPK wzrósł do 2,08.

Obecną ekspozycję Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń, mierzoną zarówno mnożnikiem kapitału poręczeniowego, jak i mnożnikiem kapitału własnego Spółki, można nadal określić jako stosunkowo niską i bezpieczną, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego jest jednym z głównych czynników determinujących niskie ryzyko kredytowe Funduszu.

Koncentracja portfela poręczeń

Przeciętna wartość aktywnych poręczeń [16] znajdujących się w portfelu K-PFPK rosła systematycznie do roku 2014, osiągając (wciąż stosunkowo niski i bezpieczny) poziom 121 tys. zł, co odpowiadało ok. 0,2% w relacji do całego portfela aktywnych poręczeń [17] oraz do kapitału poręczeniowego [18]. W latach 2015-2016 wartość przeciętnego poręczenia ustabilizowała się na zbliżonym poziomie. Należy więc uznać, że Fundusz ma ogólnie dobrze zdywersyfikowany portfel poręczeń, co przekładać się powinno na jego relatywnie niższe ryzyko.

W obowiązującym w Kujawsko-Pomorskim Funduszu Poręczeń Kredytowych regulaminie udzielania poręczeń limit maksymalnej wartości poręczeń na rzecz jednego klienta został ustalony na poziomie 5% kapitału poręczeniowego, przy czym wewnętrzne regulacje wprowadzone przez Zarząd ograniczają dodatkowo maksymalną wartość ekspozycji na ryzyko jednego przedsiębiorcy do 0,9 mln zł w przypadku poręczeń kredytów i leasingu oraz 0,5 mln zł w przypadku poręczeń wadialnych. Według stanu na koniec marca 2017 roku odpowiadało to odpowiednio: 1,5% i 0,9% wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego. Zarząd jednocześnie dopuszcza w pojedynczych przypadkach na tzw. „okres przejściowy” wyższą maksymalną wartość jednego poręczenia w kwocie 1,5 mln zł (ok. 2,6% skorygowanego kapitału poręczeniowego).

Wartość poręczeń aktywnych udzielonych przez K-PFPK na rzecz 20 największych klientów [19] rosła dynamicznie do roku 2012, po czym w latach 2013-2014 ustabilizowała się na poziomie ok. 18 mln zł, co odpowiadało ok. 30% kapitału poręczeniowego. W latach 2015-2016 oraz w I. kwartale 2017 r. suma wartości 20 największych poręczeń zmniejszyła się nieco i utrzymywała się na poziomie ok. 16-17 mln zł (co stanowiło równowartość 27-29% kapitału poręczeniowego).

Spośród 20 największych poręczeń w portfelu K-PFPK wartość poręczeń na ryzyku własnym Spółki (tj. z wyłączeniem udzielonych w ramach RPO) [20] kształtowała się na poziomie ok. 8-11 mln zł, co stanowiło równowartość ok. 25-40% skorygowanego kapitału własnego Spółki. Według metodologii stosowanej przez EuroRating poziom ten należy uznać za stosunkowo niski i bezpieczny.

Dywersyfikację portfela poręczeń aktywnych K-PFPK, zarówno w ujęciu ogólnym, jak i pod względem ekspozycji na największe udzielone poręczenia, oceniamy jako dobrą i stabilną, co korzystnie wpływa na ogólną ocenę ryzyka kredytowego Funduszu. Bierzymy jednak pod uwagę możliwość zwiększania się ekspozycji własnej Funduszu na największe poręczenia, z uwagi na zakończenie realizacji programu RPO i udzielanie od początku 2017 roku jedynie poręczeń na ryzyku własnym Funduszu. Ewentualny istotny wzrost ekspozycji na ryzyko największych klientów byłby czynnikiem wywierającym negatywną presję na obecny poziom ratingu Funduszu.

Wypłaty poręczeń

Kujawsko-Pomorski Fundusz Poręczeń Kredytowych ma podpisane umowy na współpracę w zakresie udzielania poręczeń z ponad dziesięcioma instytucjami finansującymi. Zdecydowana większość poręczeń udzielana jest jednak na rzecz kilku z nich (przy dominującym udziale jednego banku).

Warunki, na jakich Fundusz współpracuje ze wszystkimi instytucjami finansującymi w zakresie dotyczącym możliwości występowania przez nie o wypłatę poręczeń określają, iż instytucje finansujące mogą występować do Funduszu o wypłatę z tytułu poręczonego kredytu dopiero po wcześniejszym przeprowadzeniu windykacji należności z majątku dłużnika. Należy przypuszczać, że m.in. z tego faktu wynikała dotychczasowa dość niska szkodowość portfela poręczeń K-PFPK.

Do końca 2010 roku Fundusz dokonał jedynie kilkunastu stosunkowo niewielkich wypłat [26], a wskaźnik szkodowości portfela poręczeń [28] nie przekraczał poziomu 1%. Sytuacja w tym zakresie uległa pewnemu pogorszeniu od roku 2011, kiedy to K-PFPK dokonał wypłat 24 poręczeń na łączną kwotę 1,3 mln. zł, co odpowiadało 1,5% średniorocznej wartości portfela poręczeń [28].

W 2012 roku wartość wypłat wzrosła do 2,5 mln zł (2,8% średniego portfela poręczeń). W kolejnych dwóch latach wypłaty również utrzymywały się na poziomie ok. 2 mln zł, co stanowiło 2,5-3% średniego portfela poręczeń. Należy przy tym wspomnieć, że zdecydowaną większość stanowiły wypłaty poręczeń udzielonych na ryzyku własnym Funduszu.

W latach 2015-2016 wartość wypłat obniżyła się znacząco. Fundusz w tym czasie wypłacił poręczenia na odpowiednio: ok. 0,7 mln zł (w tym 0,5 mln to poręczenia na ryzyku własnym) i 0,4 mln zł (w tym 0,3 mln zł na ryzyku własnym), co w odniesieniu do średniej wartości portfela poręczeń stanowiło odpowiednio 0,9% i 0,5%. W I. kwartale 2017 roku Fundusz wypłacił dwa niewielkie poręczenia na łączną kwotę 28 tys. zł, a szkodowość portfela poręczeń w ujęciu czterokwartalnym ponownie spadła (do ok. 0,3%).

Wartość odzyskiwanych przez K-PFPK należności z tytułu wypłaconych poręczeń [29] była do 2014 roku bardzo niska (odpowiadała ok. 6% wartości poręczeń wypłaconych). Sytuacja uległa istotnej poprawie w 2015 roku za sprawą odzyskanego dużego poręczenia udzielonego w ramach RPO. Wartość odzyskanych poręczeń wzrosła w ujęciu narastającym do 17% sumy poręczeń wypłaconych i poziom ten utrzymał się do końca I. kwartału 2017 roku.

Wskaźnik relacji wypłat poręczeń netto (tj. po uwzględnieniu kwot odzyskanych w poszczególnych okresach) oraz bez uwzględniania wypłaconych poręczeń udzielonych w ramach RPO (wypłaty tych poręczeń obciążają środki zwrotne w ramach RPO) do kapitału własnego spółki [32] do 2010 roku włącznie utrzymywał się na niskim poziomie i nie przekraczał 2%. W latach 2011-2014 na skutek rosnącej wartości wypłat sytuacja uległa pewnemu pogorszeniu – wartość wypłaconych poręczeń na ryzyku Funduszu do skorygowanego kapitału własnego wzrosła do 3-6%. W ostatnich dwóch latach wskaźnik ten obniżył się jednak ponownie do 0,8-1,0%, a po I. kwartale 2017 roku spadł do 0,2%.

Dotychczasową szkodowość poręczeń udzielanych przez K-PFPK oceniamy generalnie jako stosunkowo niską, co pozytywnie wpływa na poziom oceny ratingowej Funduszu.

Rentowność kapitału

Skorygowany wynik finansowy K-PFPK (wyliczony zgodnie z zasadami omówionymi wcześniej w pkt. 3.1 w sekcji „Wynik finansowy” – patrz tabela 3.2) był do roku 2011 włącznie stale dodatni. W kolejnych latach jednak skorygowane wyniki Funduszu były dość zmienne.

W 2012 roku skorygowany wynik finansowy K-PFPK, głównie ze względu na korektę dotyczącą zbyt niskiego stanu rezerw celowych w odniesieniu do wartości poręczeń na ryzyku własnym, po raz pierwszy był ujemny. Wartość skorygowanej straty stanowiła 4,1% skorygowanego kapitału własnego Spółki. W kolejnym roku wynik był już dodatni i odpowiadał 2,3% kapitału własnego. W latach 2014-2016 skorygowany wynik Funduszu był nieznacznie ujemny (-0,3-0,4% skorygowanego kapitału własnego). Po uwzględnieniu wyniku za I. kwartał 2017 roku strata netto Funduszu w ujęciu za cztery ostatnie kwartały zwiększyła się, jednak jej wartość w relacji do kapitału własnego na poziomie -0,8% nadal pozostaje niska.

Biorąc pod uwagę charakter działalności Funduszu (instytucja not-for-profit mająca na celu wspieranie rozwoju drobnej przedsiębiorczości), generowanie okresowo niewielkiego ujemnego wyniku finansowego nie budzi naszych obaw, a **ogólną rentowność kapitału Funduszu oceniamy jako stosunkowo dobrą.**

3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń

Polityka tworzenia rezerw

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

Nasze zastrzeżenia budzi fakt, że **Fundusz nie tworzy rezerw celowych na poręczenia kredytów zaklasyfikowanych do kategorii ryzyka „pod obserwacją” (opóźnienie w spłacie kapitału lub odsetek od 1 do 3 miesięcy) oraz „poniżej standardu” (opóźnienie w spłacie od 3 do 6 miesięcy).** Dopiero dla kategorii „wątpliwe” (opóźnienie w spłacie od 6 do 12 miesięcy) tworzona jest rezerwa w wysokości jedynie 30%, a dla poręczeń kredytów „straconych” (opóźnienie powyżej 12 miesięcy) tworzona jest rezerwa na poziomie 100%. **W naszej opinii tworzenie pierwszych rezerw dopiero dla poręczeń kredytów, których opóźnienia spłaty przekraczają pół roku (w dodatku przy niskich współczynnikach) nie jest wystarczająco konserwatywne i może nie zapewniać odzwierciedlenia z odpowiednim wyprzedzeniem w rachunku zysków i strat (oraz bilansie) ryzyka z tytułu udzielonych poręczeń.** Z punktu widzenia ogólnej oceny ryzyka kredytowego Funduszu zaliczamy to do czynników negatywnych.

Regulamin określa także zasady tworzenia rezerwy na ryzyko ogólne. Pierwotnie rezerwa ta miała wynosić maksymalnie 0,5% wartości portfela poręczeń aktywnych, jednak o dokładnej wysokości tego współczynnika decyduje Zarząd Funduszu.

Do końca 2015 roku, tj. do czasu zmiany regulaminu tworzenia rezerw, na mocy uchwały Zarządu współczynnik rezerwy ogólnej wynosił 0,74%. Obecnie obowiązujący regulamin mówi, że rezerwa na ryzyko ogólne może wynosić maksymalnie 1% wartości portfela pomniejszonego o kwotę poręczeń zaklasyfikowanych do kategorii ryzyka „wątpliwe” oraz „stracone” (na które tworzone są rezerwy celowe), jednak Uchwała Zarządu ogranicza ten współczynnik do 0,5%.

Tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne może w pewnym stopniu umożliwić Funduszowi łagodzenie 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 oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych stosowanej przez EuroRating wpływ tej rezerwy na wynik finansowy oraz wartość kapitału poręczeniowego podlega odpowiednim korektom w procesie analizy ryzyka.

K-PFPK tworzy rezerwy (tak celowe jak i na ryzyko ogólne) zarówno dla poręczeń na ryzyku własnym jak i dla udzielonych w ramach RPO i JEREMIE.

Wartość utworzonych rezerw

Wartość utworzonych przez Kujawsko-Pomorski Fundusz Poręczeń Kredytowych rezerw według stanu na koniec lat 2014-2016 oraz na koniec I. kwartału 2017 roku przedstawia tabela nr 3.7.

Analizując wartość utworzonych przez K-PFPK rezerw celowych należy wziąć pod uwagę fakt, iż Fundusz tworzy rezerwy zarówno na poręczenia udzielone w ramach środków własnych Funduszu, na poręczenia udzielone w ramach programu RPO oraz JEREMIE. Dla celów oceny ryzyka Funduszu należy zatem rozróżnić część rezerw odpowiadających poręczeniom na ryzyku własnym (udzielanym z kapitału własnego K-PFPK oraz poręczeń JEREMIE w części, której nie obejmuje reporeczenie) od rezerw dotyczących portfela poręczeń udzielonych ze środków projektowych RPO (w tym kwoty wkładu własnego Funduszu).

Tabela 3.7 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	XII.2014	XII.2015	XII.2016	III.2017
Rezerwy celowe – ryzyko własne (tys. zł)	404,7	592,7	967,9	950,8
Rezerwa na ryzyko ogólne – ryzyko własne (tys. zł)	178,2	219,7	274,6	275,7
Razem rezerwy na ryzyko – ryzyko własne (tys. zł)	582,9	812,4	1 242,5	1 226,5
Rezerwy celowe ryz. wł. / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	1,1%	1,3%	1,7%	1,5%
Rezerwa na ryzyko ogólne ryz. wł. / Akt. poręcz. na ryzyku. wł.	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%
Rezerwy razem KW / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	1,6%	1,8%	2,2%	2,0%
Rezerwy celowe ryz. wł. / Skorygowany kapitał poręczeniowy	0,7%	1,0%	1,6%	1,6%
Rezerwa na ryz.ogólne ryz. wł. / Skoryg. kapitał poręczeniowy	0,3%	0,4%	0,5%	0,5%
Rezerwy razem ryz. wł. / Skorygowany kapitał poręczeniowy	1,0%	1,3%	2,0%	2,0%

Źródło: K-PFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

Nominalna wartość rezerw celowych dotyczących poręczeń udzielonych na ryzyku własnym Funduszu w okresie od 2012 roku do końca 2014 roku spadła z ok. 1,1 mln zł do ok. 0,4 mln zł. W kolejnych dwóch latach wartość w/w rezerw celowych rosła – osiągając najpierw 0,6 mln zł w 2015 roku,

a następnie ok. 1,0 mln zł na koniec grudnia 2016 roku. Na podobnym poziomie utrzymywały się one również w I. kwartale 2017 roku. Rezerwy te stanowiły jednak w ostatnich dwóch latach wciąż tylko od 0,7% do 2,3% sumy poręczeń aktywnych udzielonych w ramach środków własnych Funduszu.

Zgodnie ze stosowaną przez EuroRating metodologią oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych, za minimalny właściwy długoterminowy średni poziom rezerw celowych, dotyczących ryzyka wypłaty poręczeń zagrożonych, uznaje się równowartość 4% sumy poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu. Stąd też na potrzeby oceny ryzyka kredytowego K-PFPPK doliczamy w poszczególnych okresach ewentualne dodatkowe rezerwy celowe, tak aby wskaźnik relacji rezerw celowych do wartości poręczeń na ryzyku własnym wynosił co najmniej 4%. Stosowne wyliczenia dla K-PFPPK dotyczące lat 2013-2016 zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.8.

Tabela 3.8 Wartość dodatkowo naliczonych rezerw na ryzyko udzielonych poręczeń

	XII.2014	XII.2015	XII.2016	III.2017
Wskaźnik dodatkowych rezerw celowych	2,9%	2,7%	2,3%	2,5%
Wartość dodatkowych rezerw celowych (tys. zł)	1 039,5	1 192,7	1 312,9	1 539,4
Rezerwy celowe razem* (utworz. przez K-PFPPK oraz dodatkowe)	1 444,2	1 785,4	2 280,8	2 490,2
Rezerwy celowe razem* / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Rezerwy celowe razem* / Skorygowany kapitał poręczeniowy	2,4%	3,0%	3,9%	4,3%

* dotyczy rezerw celowych na poręczenia udzielone w ramach kapitału własnego oraz części poręczeń JEREMIE niepodlegającej reপরূচেনি

Wartość doliczonych na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu dodatkowych rezerw celowych w ostatnich lat utrzymywała się stale na stosunkowo wysokim poziomie (1-1,8 mln zł), z uwagi na fakt, iż Fundusz tworzy generalnie bardzo niskie rezerwy celowe na poręczenia zagrożone.

Zmiana salda dodatkowych rezerw celowych jest uwzględniana w skorygowanych wynikach finansowych (patrz tabela nr 3.2), a saldo tych rezerw pomniejsza skorygowany kapitał własny Spółki oraz tym samym skorygowany kapitał poręczeniowy Funduszu (tabela 3.6 wiersz [3] i [2]).

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%.

Spodziewamy się, że w roku 2017 negatywne tendencje zostaną odwrócone i tempo wzrostu PKB zacznie się ponownie poprawiać, na co wpływ powinna mieć m.in. ogólnie dobra koniunktura na świecie oraz wzrost inwestycji w kraju związany z (dotychczas znacznie już opóźnionym) uruchamianiem środków pomocowych w ramach perspektywy unijnej na lata 2014-2020.

W dłuższej perspektywie czasu zagrożeniem dla utrzymania dotychczasowej, stale stosunkowo wysokiej dynamiki wzrostu PKB mogą okazać się problemy związane z nadmiernym deficytem budżetowym, a także ryzyko wystąpienia kolejnej fazy kryzysu finansowego w gospodarce światowej.

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 K-PFPK działalności operacyjnej (tj. od roku 2003) sytuację finansową Funduszu można określić jako dobrą i stabilną. Portfel poręczeń charakteryzował się dotychczas stosunkowo niską szkodowością. Osiągane wyniki finansowe (biorąc pod uwagę charakter not-for-profit działalności Funduszu) również były zadowalające. Mnożnik kapitału poręczeniowego w niemal całej historii działalności K-PFPK przyjmował niskie i bezpieczne wartości. Maksymalny poziom (3,35) mnożnik osiągnął w 2006 roku. W kolejnych latach oscylował on w zakresie 1,6-2,8. Od połowy 2013 roku, na skutek spadku wartości poręczeń aktywnych mnożnik kapitału poręczeniowego obniżył się do niskiego i bezpiecznego poziomu 1,2-1,45. Mnożnik kapitału własnego spółki także utrzymywał się w ostatnich latach na niskich i bezpiecznych poziomach: od połowy 2013 roku oscylował w zakresie ok. 1,2-2,1.

Stabilność większości pozostałych wskaźników finansowych Funduszu była wysoka, co należy ocenić pozytywnie. Fundusz nie miał dotychczas żadnych problemów z wywiązywaniem się ze zobowiązań wynikających z udzielonych poręczeń. Nie występowały także okresy podwyższonego ryzyka kredytowego.

Bezpieczeństwo i efektywność lokat środków pieniężnych

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

Kujawsko-Pomorski Fundusz Poręczeń Kredytowych może lokować posiadane środki pieniężne w depozytach bankowych, papierach wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa, NBP i jednostki samorządu terytorialnego. W praktyce Fundusz dotychczas korzystał jedynie z lokat bankowych. 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 K-PFPK na koniec I. kwartału 2017 roku w podziale na poszczególne instytucje przedstawia tabela nr 3.9.

Tabela 3.9 Struktura inwestycji K-PFPK na koniec I. kw. 2017 roku

	31.03.2017
Bank # 1	60%
Bank # 2	29%
Bank # 3	9%
Bank # 4	3%
RAZEM	100%

Źródło: obliczenia własne na podst. danych K-PFPK Sp. z o.o.

Według stanu na koniec marca 2017 roku całość środków pieniężnych Funduszu ulokowana była w depozytach bankowych (w czterech różnych bankach). Podobna dywersyfikacja (4-7 różnych banków) utrzymywała się od połowy 2011 roku.

W kontekście dokonywanych przez Fundusz inwestycji środków pieniężnych uważamy za konieczne zgłoszenie zastrzeżenia odnośnie faktu, że **K-PFPK nie posiada procedury określającej zasady polityki inwestycyjnej i/lub kryteria wyboru banków, którym Fundusz powierza środki.** W K-PFPK obowiązuje jedynie zarządzenie wewnętrzne ograniczające rodzaje lokat środków pieniężnych do depozytów bankowych oraz papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa lub NBP. Dokument ten nie określa jednak w żaden sposób limitów koncentracji lokat oraz kryteriów oceny ryzyka banków, którym Fundusz powierza środki pieniężne.

Brak polityki inwestycyjnej, określającej m.in. zasady dywersyfikacji portfela lokat, skutkuje utrzymywaniem przez Funduszu okresowo **zbyt wysokiej koncentracji lokat.** Ponadto do niedawna za zbyt wysoki należało określić **udział w portfelu lokat banków charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym.** Od początku 2015 roku sytuacja w tym zakresie ulegała stopniowej poprawie (co oceniamy pozytywnie) i na koniec marca 2017 roku udział banków charakteryzującym się podwyższonym ryzykiem kredytowym w portfelu lokat wyniósł 29%.

Jakkolwiek zmniejszenie w portfelu lokat udziału banków charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem oceniamy pozytywnie, to nadal uważamy, iż **celowe byłoby dalsze znaczące zmniejszenie koncentracji portfela lokat** (Fundusz lokował w ostatnim czasie około połowy środków w jednym banku, a dwa największe banki miały aż 75-90% udział w portfelu) oraz zmniejszenie zależności bezpieczeństwa Funduszu od kondycji sektora bankowego (np. poprzez lokowanie stale pewnej części środków w instrumenty dłużne emitowane przez Skarb Państwa i/lub w jednostki funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego).

Struktura branżowa poręczeń

Zestawienie poręczeń udzielonych przez Kujawsko-Pomorski Fundusz Poręczeń Kredytowych w podziale na główne sektory gospodarki w latach 2014-2016 oraz w I. kwartale 2017 roku przedstawia tabela nr 3.10.

Tabela 3.10 K-PFPK – struktura branżowa udzielonych poręczeń

Branża	I-XII.2014	I-XII.2015	I-XII.2016	IV.2016-III.2017
usługi	19,7%	30,2%	32,1%	28,9%
handel	45,8%	29,8%	25,6%	27,8%
budownictwo	9,3%	7,5%	19,1%	25,2%
produkcja	15,8%	20,8%	14,5%	12,5%
transport	9,4%	11,7%	8,7%	5,6%
Razem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych K-PFPK Sp. z o.o.

Dywersyfikacja portfela udzielonych poręczeń w ujęciu branżowym jest zadowalająca. Odnotowany w 2014 roku wzrost udziału poręczeń na rzecz sektora handlowego powyżej poziomu uznawanego według metodologii stosowanej przez EuroRating za granicę bezpieczeństwa, tj. 40%, był sytuacją przejściową.

Stosowane procedury wewnętrzne

Do najważniejszych istniejących w Kujawsko-Pomorskim Funduszu Poręczeń Kredytowych procedur regulujących działalność Funduszu zaliczyć należy:

- „Regulamin działalności poręczycielskiej” 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 oraz łączne zaangażowanie na rzecz jednego przedsiębiorcy do wysokości 5% kapitału poręczycielskiego Funduszu (dodatkowo uchwała Zarządu nakłada ograniczenia do kwoty 0,9 mln zł dla kredytów i leasingu, 0,5 mln zł dla poręczeń wadialnych i 1,5 mln dla klientów w okresie przejściowym);
- „Regulamin tworzenia rezerw” w sposób ogólny opisują zasady tworzenia rezerwy na ryzyko ogólne i rezerw celowych. Dodatkowe uchwały określają współczynniki dla poszczególnych rodzajów rezerw;
- „Instrukcja zarządzania środkami pieniężnymi” – ogranicza zakres instrumentów finansowych, w które Fundusz może inwestować środki pieniężne;
- „Regulamin współpracy pomiędzy firmą leasingową a Kujawsko - Pomorskim Funduszem Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. w Toruniu” określa warunki i procedury udzielania poręczeń leasingowych;
- „Regulamin udzielania poręczeń wadialnych” określa zasady, warunki i procedurę udzielania poręczeń wadialnych.

W kontekście oceny obowiązujących w Funduszu wewnętrznych regulacji uważamy za konieczne zgłoszenie zastrzeżeń odnośnie braku procedury określającej bardziej szczegółowo politykę inwestowania środków pieniężnych (w tym w zakresie limitów koncentracji portfela lokat) oraz zasady oceny ryzyka i wyboru banków, którym Fundusz powierza środki pieniężne.

Jako zbyt mało konserwatywne oceniamy również zasady tworzenia rezerw celowych określone w obowiązującym w K-PFPK „Regulaminie tworzenia rezerw”

Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

Struktura organizacyjna Spółki jest w naszej opinii dostosowana zarówno do rodzaju, jak też do skali prowadzonej przez nią działalności. Według stanu na koniec I. kwartału 2017 roku w Spółce zatrudnionych było 8 osób. Dodatkowo fakt istnienia dwuosobowego Zarządu ogranicza ryzyko dotyczące sprawności prowadzenia bieżącej działalności Funduszu.

Perspektywy rozwoju i plan finansowy

Dotychczasowa najwyższa wartość mnożnika kapitału poręczeniowego (na poziomie 3,35) osiągnięta została na koniec 2006 roku. Ze względu na otrzymane dofinansowanie w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Kujawsko-Pomorskiego istotnie wzrosła wartość kapitału poręczeniowego oraz tym samym zmniejszył się poziom skorygowanego mnożnika kapitałowego (do ok. 1,6-1,8). Od połowy 2013 roku miał natomiast miejsce znaczny spadek wartości portfela poręczeń aktywnych, w rezultacie czego skorygowany mnożnik obniżył się do zaledwie 1,2 i utrzymywał się na tym poziomie do III. kwartału 2016 roku. W IV. kwartale 2016 roku mnożnik kapitału poręczeniowego wzrósł do 1,43, a w I. kwartale 2017 roku do 1,47.

Władze Funduszu, mając na celu ponowny wzrost efektywności działalności w ujęciu nominalnym jak i w relacji do posiadanego kapitału poręczeniowego, rozszerzyły w ostatnich latach ofertę Funduszu o poręczenia leasingu oraz wadów przetargowych.

Mnożnik kapitału własnego wykazywał dużą korelację ze skorygowanym mnożnikiem kapitału poręczeniowego i w badanym okresie był od niego nieznacznie wyższy. W ostatnich kilku kwartałach rósł z poziomu 1,5 do 2,08 na koniec marca 2017 roku.

Zarówno wewnętrzne regulacje Funduszu, jak i umowy z instytucjami finansującymi, nie narzucają maksymalnego poziomu mnożnika, jednak według uzyskanych przez nas informacji **władze Funduszu nie planują przekraczania maksymalnego mnożnika na poziomie 3,0 (bez uwzględniania kwot ewentualnych reporeczeń).** W naszej ocenie taką docelową wartość mnożnika nadal będzie można uznać za bezpieczną. Ze względu na obecny, bardzo niski poziom mnożnika, K-PFPK ma duże możliwości ponownego rozwoju akcji poręczeniowej.

Zdolność Funduszu do prowadzenia akcji poręczeniowej została w ostatnim czasie ograniczona z uwagi na zakończenie projektu RPO. Dofinansowanie to miało bowiem charakter zwrotny, a Urząd Marszałkowski wydał w ostatnim czasie jedynie zgodę na przedłużenie trwania projektu do 31.12.2016 r. Fundusz czeka na propozycję aneksu umowy w zakresie określenia strategii wyjścia w projekcie. Środki z RPO docelowo zostaną zwrócone do Urzędu Marszałkowskiego.

W perspektywie średnioterminowej czynnikiem niepewności jest również ewentualna możliwość uzyskania kolejnego wsparcia ze środków unijnych w ramach nowej perspektywy 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

Kujawsko-Pomorski Fundusz Poręczeń Kredytowych w Toruniu należy do grupy funduszy dużych pod względem wartości posiadanego kapitału poręczeniowego i jest jednym z największych 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 kujawsko-pomorskiego. Dywersyfikację portfela poręczeń pod względem geograficznym można więc ocenić jako stosunkowo dobrą.

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

Również strukturę pasywów K-PFPK również należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe korzystające ze wsparcia w ramach dofinansowania zwrotnego w ramach programów RPO. Kapitał własny stanowił w ostatnim czasie ok. 42-43% pasywów, Spółka nie ma żadnego zadłużenia oprocentowanego, a na zobowiązania składa się w przytłaczającej większości dofinansowanie zwrotne w ramach RPO (mające pełne pokrycie w środkach pieniężnych).

Fundusz prowadzi działalność operacyjną od roku 2003. K-PFPK systematycznie powiększał wartość kapitału poręczeniowego (głównie dzięki pozyskiwaniu dotacji w ramach programu SPO-WKP oraz dofinansowania zwrotnego w ramach RPO), jednocześnie do 2011 roku włącznie dynamicznie zwiększając liczbę oraz wartość udzielanych poręczeń.

Najwyższa dotychczasowa wartość mnożnika kapitału poręczeniowego (na poziomie 3,35) odnotowana została na koniec 2006 roku, a najwyższa wartość portfela poręczeń aktywnych (92,2 mln zł przy skorygowanym mnożniku na poziomie 1,72) osiągnięta została na koniec 2012 roku. W latach 2011-2012 wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego utrzymywała się w zakresie 1,6-1,7, natomiast od początku 2013 roku miało miejsce gwałtowne wyhamowanie akcji poręczeniowej, w wyniku czego poziom mnożnika kapitału poręczeniowego obniżył się do zaledwie 1,18 na koniec III. kwartału 2014 roku. Była to jednocześnie najniższa wartość mnożnika w historii działania Funduszu. Od tego czasu wzrósł on nieznacznie – do 1,47 na koniec marca 2017 roku.

W całym analizowanym okresie mnożnik kapitału własnego Spółki był skorelowany z mnożnikiem kapitału poręczeniowego i również przyjmował generalnie niskie i bezpieczne wartości. Na koniec 2014 roku był to poziom zaledwie 1,2. W ciągu kilku kolejnych kwartałów wskaźnik ten wzrósł jednak istotnie – do 1,5 na koniec 2015 r., 1,89 na koniec 2016 r. i 2,08 na koniec I. kw. 2017 r. Wynikało to głównie ze zwiększania się wartości poręczeń aktywnych udzielonych w ramach środków własnych Funduszu.

Obecną ekspozycję Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń, mierzoną zarówno mnożnikiem kapitału poręczeniowego, jak i mnożnikiem kapitału własnego Spółki, można nadal określić jako dość niską i bezpieczną, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego jest jednym z głównych czynników determinujących niskie ryzyko kredytowe Funduszu. Bierzymy jednak pod uwagę fakt, że w IV. kwartale 2016 roku Fundusz zakończył udzielanie poręczeń w ramach programu RPO i od I. kwartału 2017 roku udziela jedynie poręczeń na ryzyku własnym, co może skutkować dalszym wzrostem skorygowanego mnożnika kapitału własnego Spółki.

Dywersyfikację portfela poręczeń aktywnych K-PFPK, zarówno w ujęciu ogólnym, jak i pod względem ekspozycji na największe udzielone poręczenia, oceniamy jako dobrą.

Szkodowość portfela poręczeń K-PFPK do roku 2010 włącznie utrzymywała się na poziomie bliskim zera. Sytuacja w tym zakresie uległa pewnemu pogorszeniu w latach 2011-2014, kiedy to K-PFPK dokonywał wypłat odpowiadających ok. 1,5-3,0% średniorocznej wartości portfela poręczeń. W latach 2015-2016 szkodowość portfela poręczeń ponownie obniżyła się do 0,9% w roku 2015 i 0,5% w roku 2016. **Dotychczasową szkodowość poręczeń udzielanych przez K-PFPK oceniamy jako jako stosunkowo niską.**

W ciągu ostatnich kilku lat skorygowany wynik finansowy Funduszu oscylował wokół zera. W latach 2014-2016 oraz na koniec I. kwartału 2017 roku był nieznacznie ujemny (-0,3-0,8% skorygowanego kapitału własnego). Biorąc pod uwagę charakter działalności Funduszu (instytucja not-for-profit mająca na celu wspieranie rozwoju drobnej przedsiębiorczości), generowanie okresowo niewielkiego ujemnego wyniku finansowego nie budzi naszych obaw, a **ogólną rentowność kapitału Funduszu oceniamy jako stosunkowo dobrą.**

Oceniając sposób lokowania posiadanych przez K-PFPK środków pieniężnych (stanowiących główne zabezpieczenie udzielanych poręczeń) stwierdzamy, iż zapisy obowiązujące w Funduszu „Instrukcji postępowania w zakresie lokowania środków finansowych” są zbyt ogólne i mało konserwatywne, (nie określają one w żaden sposób limitów koncentracji lokat oraz kryteriów oceny ryzyka banków, którym Fundusz powierza środki pieniężne) i w praktyce nie zapewniają odpowiedniego bezpieczeństwa posiadanych przez Fundusz środków pieniężnych.

W tym kontekście **pozytywnie oceniamy spadek w ciągu ostatnich dwóch lat udziału banków charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem (ratingi kredytowe na poziomie poniżej inwestycyjnego).** Do czynników negatywnych zaliczamy jednak nadal utrzymywanie przez Fundusz okresowo zbyt wysokiej koncentracji lokat.

Dla działalności K-PFPK (podobnie jak dla większości pozostałych krajowych funduszy poręczeniowych) w perspektywie średnioterminowej czynnikiem niepewności jest obecnie ewentualna możliwość uzyskania kolejnego wsparcia ze środków unijnych w ramach nowej perspektywy 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, sytuacja finansowa Kujawsko-Pomorskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. w Toruniu jest w naszej opinii dobra i stabilna, a jego ryzyko kredytowe oceniamy jako niskie. Według przyjętej przez agencję ratingową EuroRating metodologii na dzień publikacji niniejszego raportu (tj. 30.05.2017 r.) **rating kredytowy Funduszu zostaje utrzymany na poziomie 'A'.** **Perspektywa ratingu jest stabilna.**

Podatność nadanego ratingu na zmiany

Do potencjalnych najistotniejszych czynników mogących mieć pozytywny wpływ na ocenę ryzyka kredytowego K-PFPK zaliczyć można: zwiększenie bezpieczeństwa portfela lokat środków pieniężnych poprzez odpowiednią dywersyfikację lokat przy jednoczesnym dalszym zmniejszeniu lub wyeliminowaniu udziału lokat w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym; ewentualne zmniejszenie wartości największych udzielanych poręczeń; ustabilizowanie wyników finansowych na dodatnim poziomie; a także uzyskanie przez Fundusz wsparcia w ramach nowej perspektywy unijnej na lata 2014-2020 na korzystnych warunkach.

Negatywny wpływ na ocenę ratingową K-PFPK mogłyby mieć natomiast: ponowny wzrost wskaźnika szkodowości portfela poręczeń; ewentualny znaczny wzrost poziomu skorygowanego mnożnika kapitału własnego Spółki; istotne pogorszenie wyników finansowych; ponowny wzrost udziału lokat środków pieniężnych w bankach o podwyższonym ryzyku kredytowym i/lub dalszy wzrost koncentracji portfela lokat; a także ewentualny wzrost ekspozycji Funduszu na ryzyko największych 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 – 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 polskie 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 Kujawsko-Pomorskiemu 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 Kujawsko-Pomorskiemu 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.

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.