

POLFUND
Fundusz Poręczeń Kredytowych S.A.
z siedzibą w Szczecinie

Raport ratingowy

Aktualny rating kredytowy	Perspektywa ratingu
A	stabilna

EuroRating

Warszawa

02.01.2019 r.

Spis treści

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym	3
1.1 Aktualny rating Funduszu i historia ratingu	3
1.2 Zakres jakiego dotyczy rating	3
2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie	3
2.1 Dane rejestrowe	3
2.2 Historia Funduszu i przedmiot działalności	4
3. Analiza ekonomiczno-finansowa	5
3.1 Rachunek zysków i strat	5
3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe	9
3.3 Analiza wskaźnikowa	13
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	19
3.5 Ocena czynników niefinansowych	21
4. Podsumowanie analizy i ostateczna ocena ryzyka kredytowego	28
5. Podatność nadanego ratingu na zmiany	30
6. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating	31
7. Ujawnienia regulacyjne	32

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym

1.1 Nadany rating kredytowy

Poziom ratingu	Perspektywa	Data nadania ratingu
A	stabilna	02.01.2019
A	stabilna	16.07.2018
A	stabilna	09.05.2018
A	stabilna	23.01.2018
A	stabilna	18.10.2017

Źródło: EuroRating

Główny analityk ratingowy

Adam Dobosz

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 24 33

e-mail: adam.dobosz@eurorating.com

Przewodniczący Komitetu Ratingowego

Robert Pieńkoś

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 21 46

e-mail: robert.pienkos@eurorating.com

1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

Rating kredytowy nadany funduszowi poręczeniowemu POLFUND Fundusz Poręczeń Kredytowych S.A. ("Fundusz", "POLFUND") 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 wadów przetargowych, leasingów, itp.). Rating określa ryzyko wystąpienia sytuacji, w której Fundusz stanie się niewypłacalny, tzn. nie będzie w stanie terminowo i w pełnej wysokości uregulować zobowiązań wynikających z udzielonych przez niego poręczeń, które zostały postawione w stan wymagalności przez banki (lub inne podmioty) akceptujące te poręczenia.

2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie

2.1 Dane rejestrowe

Przedsiębiorstwo POLFUND Fundusz Poręczeń Kredytowych S.A. zarejestrowane jest w Rejestrze Przedsiębiorstw Sądu Rejonowego w Szczecinie XIII Wydział Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000045150; numer REGON 812398913; numer NIP 851-27-50-369. Kapitał zakładowy spółki wynosi 16.000.000 zł (opłacony w całości) i dzieli się na 16.000 udziałów o wartości nominalnej 1.000 zł każdy.

Siedziba Funduszu mieści się w Szczecinie przy ul. Monte Cassino 32. Zarząd spółki jest dwuosobowy: Barbara Bartkowiak – Prezes Zarządu, Wojciech Pieniawski – Członek Zarządu.

Tabela 2.1 POLFUND FPK S.A. – struktura udziałowa

Lp.	Udziałowcy	Liczba udziałów (szt.)	Kapitał (tys. zł)	Udział
1	Santander Bank Polska S.A. (d. BZ WBK S.A.)	8 000	8 000	50,0%
2	Polska Fundacja Przedsiębiorczości	8 000	8 000	50,0%
RAZEM		16 000	16 000	100,0%

Źródło: POLFUND FPK S.A.

2.2 Historia i przedmiot działalności

POLFUND Fundusz Poręczeń Kredytowych S.A. powstał sierpniu 2001 roku z inicjatywy Polskiej Fundacji Przedsiębiorczości (wówczas: Kanadyjsko–Polskiej Fundacji Przedsiębiorczości) oraz Banku Zachodniego WBK S.A. (od 10.09.2018 r. funkcjonującego pod nazwą Santander Bank Polska S.A.). Kapitał założycielski wyniósł 10 mln zł. W 2002 roku kapitał został podwyższony o kolejne 6 mln zł.

Kapitał poręczeniowy Funduszu, oprócz wpłat wnoszonych przez udziałowców, zwiększany był także dzięki pozyskiwanym przez Fundusz dotacjom. W 2005 roku POLFUND rozpoczął realizację projektu, na który uzyskał dotacje z PARP w ramach „Sektorowego Programu Operacyjnego Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw na lata 2004–2006” (SPO-WKP). Ostatnią transzę dotacji Fundusz zaksięgował w 2008 roku po audycie projektu. Łączna kwota dofinansowania wyniosła 50 mln zł.

Fundusz zrealizował dwie umowy z Europejskim Funduszem Inwestycyjnym, które dotyczyły regwarancji portfeli poręczeniowych Funduszu w ramach programów wsparcia unijnego dla przedsiębiorców. Pierwsza z nich została zawarta w kwietniu 2005 roku i dotyczyła regwarancji w ramach projektu „Micro Invest” w ramach Wieloletniego Programu dla Przedsiębiorstw i Przedsiębiorczości (EFI MAP). Fundusz w ramach tej umowy otrzymał limit 19 mln zł. Budowa portfela została zakończona w 2007 roku – wykorzystano 17,7 mln zł. Umowa regwarancji obowiązywała do 2016 roku.

Druga umowa, podpisana w czerwcu 2011 roku, dotyczyła regwarancji części portfela w ramach Programu Ramowego na rzecz Konkurencyjności i Innowacji na lata 2007-2013 (EFI CIP). Kwota limitu wynosiła 130 mln zł. Budowa portfela została zakończona w czerwcu 2016 roku, a limit całkowicie wykorzystano.

Trzecią umowę z EFI POLFUND podpisał w lipcu 2017 roku. Dotyczy ona regwarancji części portfela poręczeń udzielanych w ramach programu COSME (kontynuatora programu na rzecz konkurencyjności i innowacji – CIP), a jej realizacja rozpoczęła się w październiku 2017 roku. Limit reporučeniowy wynosi 150 mln zł. Czas na zbudowanie portfela w ramach w/w umowy to trzy lata od momentu rozpoczęcia realizacji projektu.

Ponadto od lipca 2013 roku Fundusz realizuje w niektórych województwach umowy operacyjne na wsparcie działalności poręczeniowej prowadzonej przez Fundusz ze środków unijnych w ramach tzw. inicjatywy JEREMIE (w ramach Regionalnych Programów Operacyjnych – RPO na lata 2007-2013 oraz 2014-2020). Wsparcie udzielone Funduszowi polega na udzielaniu przez menedżera projektu reporczeń dla poręczeń udzielanych przez Fundusz. Do dnia publikacji niniejszego raportu Fundusz podpisał umowy dotyczące 17 limitów (łącznie na ok. 197 mln zł) w 5 województwach (zachodniopomorskie, pomorskie, wielkopolskie, mazowieckie i dolnośląskie).

W 2018 roku Fundusz wygrał przetargi na środki z perspektywy 2014-2020 w województwach wielkopolskim, pomorskim, dolnośląskim oraz z perspektywy 2007-2013 w województwie zachodniopomorskim.

POLFUND Fundusz Poręczeń Kredytowych S.A. jest funduszem o zasięgu makroregionalnym. Prowadzi działalność na terenie całej Polski. Podstawowym celem działalności spółki jest wspieranie rozwoju sektora mikro, małych i średnich przedsiębiorstw poprzez ułatwianie im dostępu do zewnętrznego finansowania dzięki udzielanym przez Fundusz poręczeniom kredytów i pożyczek. POLFUND nie jest przedsiębiorstwem nastawionym na maksymalizację zysku – wszelkie wypracowywane nadwyżki przeznaczone są na działalność statutową (zakaz wypłaty dywidendy wynika ze zobowiązań związanych z uzyskaną dotacją w ramach programu SPO WKP).

3. Analiza ekonomiczno-finansowa

3.1 Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat POLFUND FPK S.A. za lata 2015-2017 oraz za trzy kwartały 2018 roku przedstawia tabela nr 3.1.

Przychody ze sprzedaży

POLFUND wykazuje w łącznych przychodach ze sprzedaży oprócz przychodów z prowizji od udzielonych poręczeń (w poz. A.I) również rozliczenia dotyczące refundacji kosztów zarządzania w ramach JEREMIE (poz. A.IV).

Generowane przez Fundusz przychody ze sprzedaży charakteryzują się ogólną tendencją wzrostową, na co wpływ ma głównie rosnąca liczba i wartość udzielanych poręczeń. Rok 2017 był pod tym względem wprawdzie słabszy (wartość udzielonych poręczeń zmniejszyła się o 13%, w efekcie czego przychody ze sprzedaży produktów spadły o 7%), jednak wynikało to przede wszystkim z przerwy w dostępie do części programów wsparcia akcji poręczeniowej ze środków unijnych (wygasły program w ramach perspektywy 2007-2013, a nie zostały jeszcze uruchomione programy z nowej perspektywy 2014-2020). Ponieważ POLFUND zawarł w ostatnich miesiącach szereg nowych umów na realizację nowych projektów unijnych, należy się spodziewać ponownej intensyfikacji akcji poręczeniowej i w rezultacie także wzrostu przychodów z prowizji od udzielonych poręczeń.

Tabela 3.1 POLFUND Fundusz Poręczeń Kredytowych S.A.
– rachunek zysków i strat za lata 2015-2017* oraz za I-III kw. 2018 r.

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2015	Za rok 2016	Za rok 2017	Za okres I-IX.2018
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY	4 529,6	4 930,4	4 933,0	3 986,2
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	3 938,3	4 019,8	3 722,4	3 014,9
II. Zmiana stanu produktów	-	-	-	-
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	591,3	910,6	1 210,6	971,3
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	3 277,5	3 469,1	2 972,7	2 067,2
I. Amortyzacja	57,8	53,1	42,2	33,9
II. Zużycie materiałów i energii	43,3	93,0	185,5	43,1
III. Usługi obce	355,8	398,1	477,8	293,0
IV. Podatki i opłaty	1,3	0,9	0,3	0,8
V. Wynagrodzenia	1 830,8	2 059,5	1 933,4	1 417,7
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	253,5	288,7	272,8	210,2
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	735,1	575,9	60,6	68,4
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	1 252,1	1 461,3	1 960,2	1 919,0
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	813,0	297,6	622,0	459,9
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	-	-	-	-
III. Inne przychody operacyjne	813,0	297,6	622,0	459,9
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	3 133,8	2 638,5	3 016,7	718,0
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	-	-	-
III. Inne koszty operacyjne	3 133,8	2 638,5	3 016,7	718,0
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(1 068,7)	(879,6)	(434,5)	1 660,9
G. PRZYCHODY FINANSOWE	2 133,6	2 022,2	1 885,2	1 441,7
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	2 133,3	2 022,2	1 885,2	1 441,7
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	0,3	-	-	-
H. KOSZTY FINANSOWE	8,8	-	-	4,0
I. Odsetki	8,8	-	-	4,0
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	-	-	-	-
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	1 056,1	1 142,6	1 450,7	3 098,5
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	1 056,1	1 142,6	1 450,7	3 098,5
L. PODATEK DOCHODOWY	392,3	393,6	572,4	535,8
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIJSZ. ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	663,9	749,0	878,3	2 562,7

Źródło: POLFUND FPK S.A. *roczne sprawozdania finansowe zaudytowane

Koszty operacyjne

Struktura kosztów rodzajowych POLFUND FPK S.A. jest typowa dla działalności funduszy poręczeniowych. Głównym składnikiem kosztów są wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne, stanowiące w ostatnich latach łącznie ok. 65-80% ogółu kosztów operacyjnych. Drugim istotnym składnikiem kosztów są usługi obce, z udziałem na poziomie ok. 10-15%. Przy czym koszty usług obcych w latach 2012-2013 przyjmowały kilkukrotnie wyższe wartości niż w pozostałych latach, a co za tym idzie ich udział w strukturze kosztów operacyjnych wzrósł najpierw do 26% w 2012 roku, a następnie do 51% w 2013 roku. Podobnie wygląda sytuacja z wartościami w pozycji pozostałych kosztów rodzajowych, które znacząco wzrosły w latach 2015-2016, a ich udział w sumie kosztów operacyjnych wzrósł do 22% w 2015 roku i 17% w 2016 roku. Powodem w/w zmian było księgowanie kosztów projektu „Akademia Przedsiębiorcy” – cyklicznie realizowanego projektu informacyjno-szkoleniowego dla osób prowadzących działalność gospodarczą realizowanego wspólnie z Santander Bank Polska S.A. (d. BZ WBK). Początkowo Fundusz zaliczał te koszty do usług obcych, następnie zgodnie z sugestią audytora prezentował je jako pozostałe koszty rodzajowe.

Koszty działalności operacyjnej Funduszu, podobnie jak przychody, charakteryzują się ogólną tendencją wzrostową i najwyższy dotychczas poziom (3,5 mln zł) osiągnęły w roku 2016. W roku 2017 wartość poniesionych kosztów rodzajowych zmniejszyła się poniżej 3 mln zł, głównie na skutek znacznego spadku „pozostałych kosztów rodzajowych”.

Należy przy tym nadmienić, że suma kosztów rodzajowych była stale niższa niż wartość przychodów ze sprzedaży, w wyniku czego Fundusz notował zysk ze sprzedaży. Od roku 2014 dodatnia wartość wyniku na tym poziomie rachunku zysków i strat stale przy tym przekracza poziom 1 mln zł, a w 2017 roku zbliżyła się do 2 mln zł. Ponieważ po trzech kwartałach 2018 r. Fundusz miał już zysk ze sprzedaży na poziomie 1,9 mln zł, można spodziewać się, że wynik za pełny 2018 rok po raz pierwszy przekroczy 2 mln zł.

Osiąganie stale dodatniego (i w ostatnich latach stosunkowo wysokiego) wyniku brutto ze sprzedaży jest stosunkowo rzadko spotykane w sektorze i korzystnie wyróżnia to POLFUND na tle innych funduszy poręczeniowych nienastawionych na maksymalizację zysku. Fakt ten z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu oceniamy bardzo pozytywnie.

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

Na pozostałe przychody operacyjne POLFUND FPK S.A. składały się w ostatnich latach głównie rozwiązane rezerwy na poręczenia, roszczenia regresowe wobec klientów za których Fundusz wypłacił poręczenia (wpływ tej wartości na wyniki Funduszu neutralizowany jest po stronie kosztów odpisami aktualizującymi, a ewentualne spłaty dotyczące wypłaconych poręczeń księgowane są jako „przywrócenie utraconej wartości” i wykazywane w pozycji „innych przychodów operacyjnych” – poz. D.III. RZiS), a także wezwania EFI do zapłaty w przypadku wypłaty poręczenia z regwarancją.

Ponadto w pozycji tej Fundusz w latach 2015-2018 wykazywał również zachęty (nagrody) m.in. za przedterminową realizację projektu JEREMIE.

Pozostałe koszty operacyjne dotyczą głównie utworzonych rezerw celowych, na ryzyko ogólne oraz dotyczących projektu „Akademia Przedsiębiorcy”, odpisów aktualizujących wartości poręczeń oraz opłat (początkowo wykazywanych w oddzielnej pozycji – E.II, a od 2013 roku łącznie z innymi składowymi – w pozycji E.III), wypłaconych poręczeń, na które nie zostały utworzone rezerwy (dotyczy równowartości reporeczenia EFI), a także kosztów sądowych, zwrotów środków do EFI w przypadku spłaty poręczenia wypłaconego przez klienta oraz innych kosztów operacyjnych.

Saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych było w niemal całej historii działalności Funduszu ujemne. W latach 2012-2017 saldo to stale przekraczało poziom -2,0 mln zł. Po trzech kwartałach 2018 r. (głównie na skutek znacznie niższej wartości utworzonych rezerw na poręczenia) ujemne saldo wyniosło tylko -258 tys. zł.

Saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych miało istotny negatywny wpływ na wynik z działalności operacyjnej, który z wyjątkiem roku 2008 i 2011 oraz pierwszych trzech kwartałów 2018 roku, osiągał zwykle wartości ujemne. W ciągu dwóch ostatnich lat wynik z działalności operacyjnej poprawiał się jednak (wzrost z -1,1 mln zł w roku 2015 do -434 tys. zł w 2017 roku), a po trzech kwartałach 2018 r. wynik operacyjny osiągnął nawet stosunkowo wysoką wartość dodatnią 1,7 mln zł.

Przychody i koszty finansowe

Na przychody finansowe spółki składały się niemal wyłącznie odsetki od lokat środków pieniężnych. Wartość uzyskiwanych przez POLFUND przychodów finansowych maleje systematycznie od 2012 roku (pomimo systematycznego wzrostu stanu posiadanych przez Fundusz środków pieniężnych), głównie na skutek ogólnego spadku oprocentowania lokat bankowych.

Do roku 2015 Fundusz wykazywał niewielkie wartości kosztów finansowych. W pozycji tej księgowane były głównie odpisy aktualizujące wartość naliczonych odsetek od wypłaconych poręczeń.

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

Wynik finansowy

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

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

Ponieważ POLFUND w 2008 roku zaksięgował otrzymaną ostatnią transzę dotacji w ramach programu SPO-WKP poprzez rachunek zysków i strat, wartość zysku netto dla tego roku została skorygowana o kwotę tej dotacji (2,5 mln zł). W pozostałych okresach Fundusz nie wykazywał dotacji w rachunku wyników. Fundusz nie wykazuje również odpisów bezpośrednio w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia, w związku z czym nie dokonujemy korekt wyniku netto z tego tytułu.

Rezerwy celowe Funduszu w odniesieniu do wartości poręczeń aktywnych na ryzyku własnym od 2009 roku pozostają na odpowiednim poziomie, przez co nie ma konieczności tworzenia dodatkowych rezerw na potrzeby oceny ryzyka kredytowego, a w konsekwencji korekt wyniku o zmianę salda tych rezerw.

Skorygowany wynik finansowy Funduszu za lata 2015-2017 oraz za pierwsze dziewięć miesięcy 2018 roku przedstawia tabela 3.2.

Tabela 3.2 POLFUND FPK S.A. – skorygowany wynik finansowy

Lp.	Wynik skorygowany (tys. zł)	2015	2016	2017	I-IX.2018
1	Księgowy wynik netto	663,9	749,0	878,3	2 562,7
2	Korekta o zmianę salda rezerwy na ryzyko ogólne	-91,9	-69,7	491,1	19,1
3	Wynik skorygowany = [1] + [2]	571,9	679,3	1 369,4	2 581,9

Źródło: EuroRating, na podstawie danych i sprawozdań finansowych POLFUND S.A.

Skorygowany wynik finansowy POLFUND FPK S.A. w ciągu ostatnich dziesięciu lat był stale dodatni i wahał się w zakresie 0,7-3,5 mln zł. Po dziewięciu miesiącach 2018 roku skorygowany wynik netto wyniósł niemal ok. 2,6 mln zł, przy czym wynik liczony narastająco dla czterech ostatnich kwartałów wyniósł 4,8 mln zł.

3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

Bilans POLFUND FPK S.A. zaprezentowany został w dwóch tabelach. Tabela nr 3.3 przedstawia aktywa, natomiast tabela nr 3.4 – pasywa Funduszu wg. stanu na koniec lat 2015-2017 oraz na koniec III. kwartału 2018 r.

Aktywa**Tabela 3.3 POLFUND Fundusz Poręczeń Kredytowych S.A.
– bilans (aktywa) na koniec lat 2015-2017* oraz na koniec III. kw. 2018 r.**

Bilans – aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 31.12.2017	Na dzień 30.09.2018
A. AKTYWA TRWAŁE	120,4	72,4	106,2	75,4
I. Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	112,2	64,2	92,6	61,8
III. Należności długoterminowe	-	-	-	-
IV. Inwestycje długoterminowe	-	-	-	-
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	8,2	8,2	13,6	13,6
B. AKTYWA OBROTOWE	95 039,3	95 969,5	98 370,2	104 871,8
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	548,8	1 119,2	837,9	651,2
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	548,8	1 119,2	837,9	651,2
a) z tytułu dostaw i usług	441,4	618,0	612,8	633,3
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	33,2	46,4	68,2	-
c) inne	74,2	454,8	156,8	17,9
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	94 482,2	94 843,7	97 511,8	104 218,3
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	94 482,2	94 843,7	97 511,8	104 218,3
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	94 482,2	94 843,7	97 511,8	104 218,3
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	8,4	6,6	20,5	2,4
AKTYWA RAZEM	95 159,7	96 041,9	98 476,4	104 947,3

Źródło: POLFUND FPK S.A. *roczne sprawozdania finansowe zaudytowane

Struktura aktywów POLFUND FPK S.A. jest typowa dla działalności prowadzonej przez fundusz poręczeniowy – majątek spółki stanowią niemal w całości aktywa obrotowe.

Na majątek trwały stanowiący w ostatnich latach ok. 0,1% łącznych aktywów składały się głównie rzeczowe aktywa trwałe i długoterminowe rozliczenia międzyokresowe (aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego).

Aktywa obrotowe Funduszu składają się niemal wyłącznie z inwestycje krótkoterminowych w postaci środków pieniężnych na rachunkach bankowych oraz lokat terminowych.

W ramach należności krótkoterminowych z tytułu dostaw i usług Fundusz wykazuje m.in. należny zwrot kosztów zarządzania JEREMIE. W innych należnościach krótkoterminowych z kolei znajdują się głównie rozrachunki z EFI dotyczące wypłaconych poręczeń oraz powstałych w związku z tym roszczeń regresowych.

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

Pasywa

Tabela 3.4 POLFUND Fundusz Poręczeń Kredytowych S.A.
– bilans (pasywa) na koniec lat 2015-2017* oraz na koniec III. kw. 2018 r.

Bilans – Pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 31.12.2017	Na dzień 30.09.2018
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	84 728,3	85 477,3	86 355,7	88 918,4
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	16 000,0	16 000,0	16 000,0	16 000,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	18 064,5	18 728,3	19 477,3	20 355,7
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	50 000,0	50 000,0	50 000,0	50 000,0
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-	-
VIII. Zysk (strata) netto	663,9	749,0	878,3	2 562,7
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	10 431,4	10 564,5	12 120,7	16 028,9
I. Rezerwy na zobowiązania	10 098,4	10 241,3	11 760,0	11 734,7
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	97,9	147,1	162,2	162,2
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	10 000,5	10 094,2	11 597,8	11 572,4
II. Zobowiązania długoterminowe	-	-	-	4 000,0
III. Zobowiązania krótkoterminowe	285,9	270,4	286,1	294,2
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	285,9	270,4	286,1	294,2
- kredyty i pożyczki	-	-	-	-
- z tytułu dostaw i usług	115,2	107,9	115,6	97,3
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	99,5	162,5	170,0	196,9
- z tytułu wynagrodzeń	3,0	-	-	-
- inne	68,3	-	0,5	-
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	47,0	52,9	74,6	-
PASYWA RAZEM	95 159,7	96 041,9	98 476,4	104 947,3

Źródło: POLFUND FPK S.A. *roczne sprawozdania finansowe zaudytowane

Struktura finansowania działalności POLFUND FPK S.A. nie odbiega od typowej dla funduszy poręczeniowych. Spółka nie posiada żadnych zobowiązań finansowych (oprocentowanych), a znaczącą większość (ok. 85-90%) pasywów stanowi kapitał własny (obejmujący również otrzymaną przez Fundusz bezzwrotną dotację w ramach SPO-WKP w kwocie 50 mln zł wykazywaną w pozostałych kapitałach rezerwowych).

Kolejną znaczącą pozycją w bilansie są „pozostałe rezerwy” na które składają się rezerwy na ryzyko związane z udzielanymi poręczeniami oraz rezerwa na koszty związane z projektem „Akademia Przedsiębiorcy” prowadzonym wspólnie z Santander Bank Polska S.A. Znaczny wzrost rezerw w 2009 roku wynikał z pogorszenia się jakości portfela poręczeń będącego pochodną kryzysu finansowego. Z kolei dość istotny spadek rezerw w 2011 roku miał miejsce w związku z dokonanymi wtedy relatywnie wysokimi wypłatami poręczeń. Od tego czasu wartość rezerw rośnie z roku na rok wraz ze wzrostem portfela poręczeń aktywnych. Na koniec września 2018 roku rezerwy stanowiły 11% sumy pasywów.

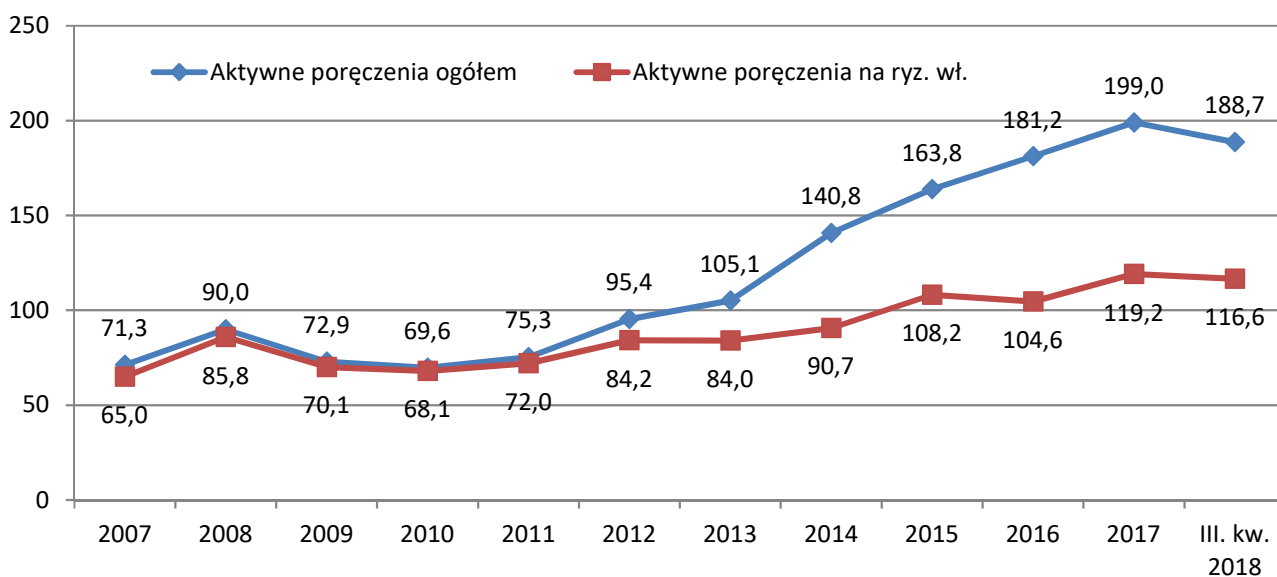
Pozostałe zobowiązania Funduszu dotyczą bieżących zobowiązań z tytułu dostaw i usług, podatków, wynagrodzeń i innych. Wykazywane w pasywach bilansu „rozliczenia międzyokresowe” (poz. B.IV) dotyczyły głównie kosztów badania rocznego sprawozdania finansowego przez audytora.

W III. kwartale 2018 roku fundusz wykazał w „zobowiązaniach długoterminowych” (poz. B.II) kwotę 4 mln zł, która dotyczy otrzymanej pierwszej transzy dofinansowania zwrotnego od menedżera projektu (BGK) na mocy podpisanych umów dotyczących usług pośrednictwa finansowego polegających na udzielaniu wsparcia w postaci produktu finansowego „Poręczenie” dla MŚP w województwach pomorskim i wielkopolskim.

Strukturę pasywów Funduszu należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe oraz bardzo bezpieczną, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego oceniamy pozytywnie.

Pozycje pozabilansowe

Wykres 3.1 POLFUND FPK S.A. – wartość aktywnych poręczeń (mln zł)



Źródło: POLFUND FPK S.A., obliczenia własne

Udzielane przez Fundusz poręczenia wykazywane są jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe.

Wartość portfela aktywnych poręczeń udzielonych przez POLFUND rosła dynamicznie do 2008 roku, kiedy osiągnęła poziom 90 mln zł. Po chwilowym spadku w latach 2009-2010 do ok. 70 mln zł, w kolejnych latach wartość poręczeń aktywnych rosła systematycznie, osiągając na koniec I. kwartału 2018 r. najwyższą dotychczas wartość 204,3 mln zł. W ciągu kolejnych dwóch kwartałów wartość portfela poręczeń nieznacznie obniżyła się (do 188,7 mln zł), głównie ze względu na zakończenie budowy portfela projektu EFI CIP oraz wyczerpanie większości limitów JEREMIE.

Należy zaznaczyć, że większość poręczeń aktywnych nadal stanowią poręczenia, które podlegają regwarancji w ramach programu EFI lub JEREMIE. W rezultacie suma wartości poręczeń na ryzyku własnym Funduszu rosła w ostatnich latach znacznie wolniej niż łączna wartość poręczeń aktywnych.

3.3 Analiza wskaźnikowa

Wartości najważniejszych parametrów finansowych oraz analizę wskaźnikową POLFUND FPK S.A. przedstawia tabela nr 3.5 oraz wykresy nr 3.2-3.3.

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 + 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 POLFUND FPK S.A. dokonujemy następujących korekt:

- korekta *in minus* o 100% bilansowej wartości niematerialnych i prawnych (poz. A.I aktywów) wykazywanych od 2012 roku do II. 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;
- dla lat 2007-2008 korekta *in minus* o wartość dodatkowo doliczanych przez EuroRating 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 środków własnych.

Wykres 3.2 przedstawia wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego (w przypadku POLFUND FPK S.A. równo wartości kapitału własnego) w latach 2007-2017 oraz na koniec III. kw. 2018 r.

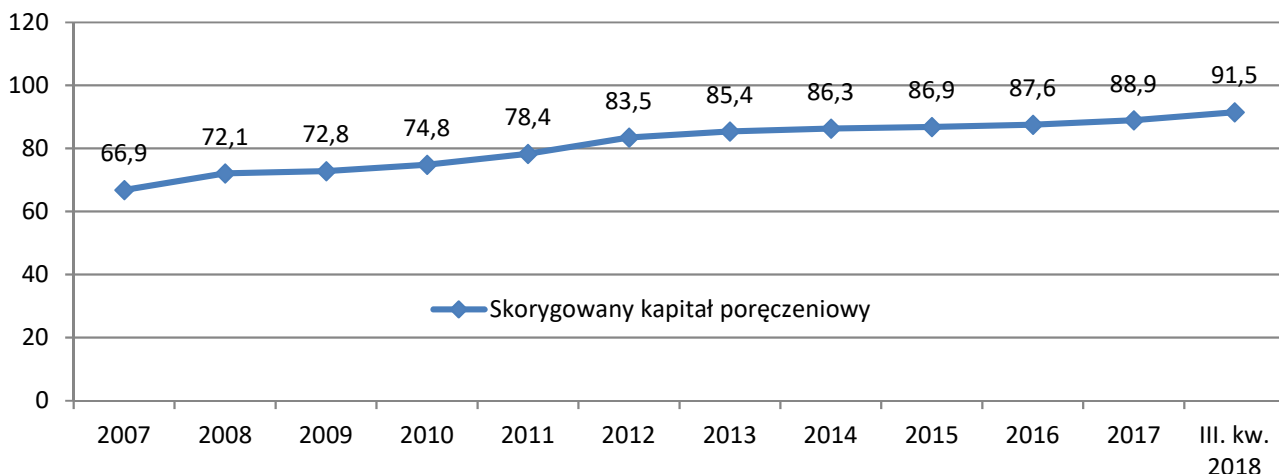
Tabela 3.5 POLFUND FPK S.A. – najważniejsze dane i wskaźniki finansowe

Lp.	2015	2016	2017	3Q18	
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	84 728	85 477	86 356	88 918
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	86 893	87 587	88 948	91 539
3	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	163 796	181 194	199 032	188 715
4	w tym poręczenia w ramach EFI/JEREMIE (tys. zł)	89 181	112 319	112 786	106 106
5	w tym kwota reporczana (tys. zł)	55 597	76 562	79 869	72 155
6	Aktywne poręczenia na ryzyku Funduszu	108 199	104 632	119 162	116 560
7	Mnożnik 1 = [3] / [1]	1,93	2,12	2,30	2,12
8	Mnożnik 2 (skorygowany) = [6] / [2]	1,25	1,19	1,34	1,27
9	Liczba aktywnych poręczeń	1 449	1 593	1 641	1 617
10	w tym poręczenia w ramach EFI/JEREMIE	904	1 051	1 019	1 011
11	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	113	114	121	117
12	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
13	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
14	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	21 441	19 910	22 184	22 281
15	Suma wartości 20 największych akt. poręczeń na ryz. wł. (tys. zł)	16 349	12 616	18 206	19 506
16	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	1 072	995	1 109	1 114
17	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	13,1%	11,0%	11,1%	11,8%
18	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	24,7%	22,7%	24,9%	24,3%
19	20 największych poręczeń na ryzyku własnym / Kapitał własny *	18,8%	14,4%	20,5%	21,3%
20	Przeciętne największe poręczenie / Kapitał poręczeniowy *	1,2%	1,1%	1,2%	1,2%
21	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	1 601	2 199	812	678
22	Wart. wypłaconych por. na ryz. wł. w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	1 188	1 483	322	147
23	Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan akt. poręczeń	1,1%	1,3%	0,4%	0,4%
24	Wartość odzyskanych należn.z tyt.poręczeń w ciągu 4 kw.(tys. zł)	568	788	775	353
25	Wart.odzysk.należn.z tyt.poręczeń na ryz.wł.w ciągu 4 kw.(tys. zł)	129	104	684	8
26	Wypłacone poręczenia netto / Średni skorygowany kap. por. *	1,2%	1,6%	0,0%	0,4%
27	Wypłacone poręcz. netto na ryz. wł. / Śr. skorygowany kap. wł.*	1,2%	1,6%	-0,4%	0,2%
28	Skorygowany wynik finansowy za 4 kw. / Śr. skorygowany kap.wł.	0,7%	0,8%	1,6%	5,3%

* Wskaźniki wyliczone w oparciu o kapitał poręczeniowy skorygowany

Źródło: POLFUND FPK S.A., obliczenia własne

Ostatecznie wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego [2] (w przypadku POLFUND FPK S.A. tożsamego z wartością skorygowanego kapitału własnego spółki) wyliczanego przez EuroRating, służącego do obliczania wskaźników opartych na wartości kapitału poręczeniowego (zaprezentowanych w tabeli 3.5), wyniosła na koniec III. kwartału 2018 roku 91,5 mln zł. Była to kwota o ok. 2,6 mln zł wyższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (88,9 mln zł).

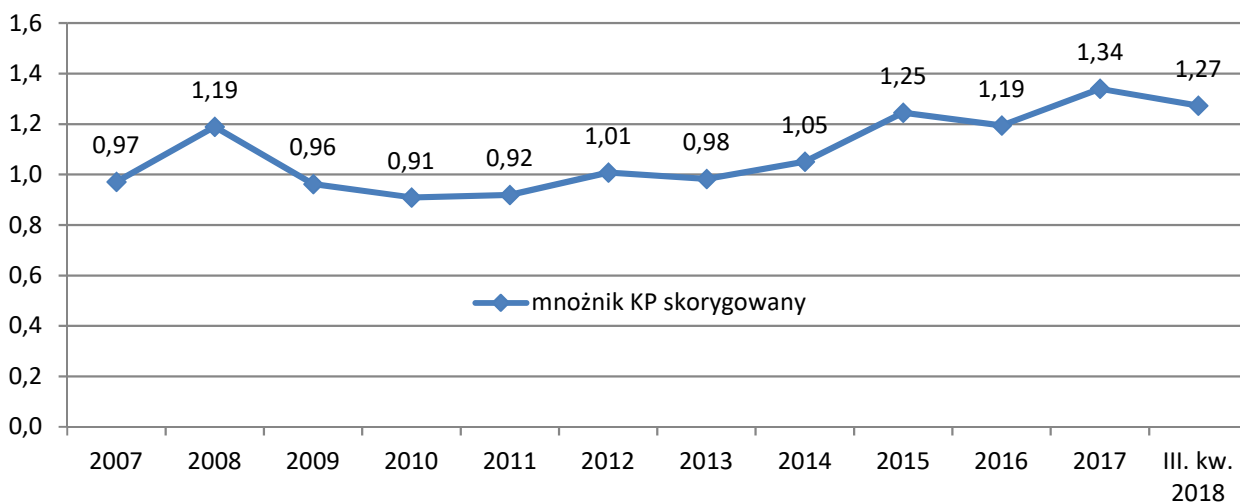
Wykres 3.2 POLFUND FPK S.A. – wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego (mln zł)

Źródło: POLFUND FPK S.A., obliczenia własne

Skala zaangażowania w akcję poręczeniową

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

Wartości mnożnika kapitału poręczeniowego (w przypadku POLFUND FPK S.A. równego wartości mnożnika kapitału własnego) w latach 2007-2017 oraz na koniec III kwartału 2018 roku przedstawia wykres 3.3.

Wykres 3.3 POLFUND FPK S.A. – wartość mnożnika skorygowanego kapitału poręczeniowego

Źródło: POLFUND FPK S.A., obliczenia własne

Zgodnie z metodologią przyjętą przez EuroRating, w przypadku funduszy poręczeniowych korzystających ze wsparcia w ramach programu JEREMIE oraz innych programów regwarancyjnych, skorygowany mnożnik oblicza się jako relację poręczeń aktywnych będących na ryzyku własnym funduszu [wiersz 6 w tabeli nr 3.5] 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 EFI/JEREMIE [5]. Jest to bowiem kwota, którą menedżer projektu zwraca Funduszowi w przypadku konieczności dokonania wypłat poręczeń reporeczonych w ramach tego programu.

Wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego POLFUND FPK S.A. w ciągu jedenastu ostatnich lat kształtowała się na dość stabilnym oraz niskim i bardzo bezpiecznym poziomie 0,9-1,4. Lekki wzrost mnożnika, jaki nastąpił w latach 2015-2017, nie stanowi przy tym powodu do niepokoju.

Obecną realną ekspozycję Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń, mierzoną skorygowanym mnożnikiem kapitału poręczeniowego (w przypadku POLFUND FPK S.A. tożsamego z mnożnikiem kapitału własnego spółki), oceniamy jako nadal niską i bardzo bezpieczną, co jest jednym z podstawowych czynników determinujących niskie ryzyko kredytowe i wysoką ocenę wiarygodności finansowej Funduszu.

Dywersyfikacja portfela poręczeń

Przeciętna wartość aktywnych poręczeń [11] znajdujących się w portfelu POLFUND FPK S.A. oscylowała między 85 a 125 tys. zł i należy ją uznać za niską i bardzo bezpieczną. Niski i bardzo bezpieczny jest także wskaźnik relacji przeciętnego poręczenia do łącznego portfela aktywnych poręczeń [12] oraz do kapitału poręczeniowego [13]. Wskaźniki te obrazują bardzo dobrą ogólną dywersyfikację portfela poręczeń Funduszu.

W obowiązującej w POLFUND FPK S.A. deklaracji akceptowalnego ryzyka wyznaczone zostały limity maksymalnej wartości poręczeń na rzecz jednego klienta. Wynoszą one:

- 1) w przypadku poręczenia z reporeczniem – maksymalnie 5% kapitału poręczeniowego Funduszu i nie więcej niż 4,2 mln zł, przy czym kwota ta może stanowić maksymalnie 80% wartości kredytu;
- 2) dla poręczeń bez reporeczenia – nie więcej niż 2,5% kapitału poręczeniowego Funduszu, maksymalnie do kwoty 2,1 mln zł i nie więcej niż 70% wartości kredytu.

Według stanu na koniec III. kwartału 2018 r. powyższe limity odpowiadały odpowiednio: 4,6% i 2,3% wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego/własnego.

Ponadto Fundusz nakłada ograniczenia dotyczące struktury branżowej (maksymalne zaangażowanie w jedną branżę to 25%, przy czym punktem odniesienia jest rozszerzona segmentacja branżowa POLFUND) oraz struktury produktowej.

Maksymalna wartość kapitału poręczeniowego jaką Fundusz może przeznaczyć na poręczenia dla startupów to 10% wartości kapitału poręczeniowego, a mnożnik na tym portfelu może wynieść co najwyżej 2. Dla młodych firm (do 36 miesięcy działalności) Fundusz może przeznaczyć 20% kapitału poręczeniowego i zastosować mnożnik 4. Dla firm w okresie wzrostu zadedykowane

zostało 51,5% kapitału przy maksymalnym mnożniku 5. Na pozostałe poręczenia (leasing, faktoring, poręczenia podwyższonego ryzyka) Fundusz może przeznaczyć łącznie do 18,5% kapitału i użyć mnożnik 3.

Decyzje o poręczeniach do wartości 1 mln zł mogą być podejmowane w ramach tzw. „kompetencji do samodzielnego podejmowania decyzji”. Kompetencje te posiada Zarząd oraz czterech pracowników Funduszu. Decyzje o udzieleniu poręczenia do kwoty 2 mln zł podejmuje komitet poręczeniowy, w którego skład wchodzi Zarząd Funduszu. Decyzje o udzieleniu poręczenia na kwotę powyżej 2 mln zł muszą być zaakceptowane przez Radę Nadzorczą Funduszu.

Obecnie w ofercie Funduszu znajdują się poręczenia kredytów i pożyczek, poręczenia leasingowe, oraz z tytułu należytego wykonania umowy o udzielenie gwarancji. Fundusz zdecydował się przy tym na ograniczenie maksymalnej wartości pojedynczego poręczenia należytego wykonania umowy o udzielenie gwarancji do kwoty 1,5 mln zł, co stanowi ok. 1,7% kapitału poręczeniowego.

Przeciętna największa ekspozycja na ryzyko jednego z 20 największych klientów Funduszu utrzymywała się w ostatnich latach na stosunkowo stabilnym poziomie 1-1,2 mln zł [16]. Suma wartości ekspozycji POLFUND na 20 największych klientów [14] wynosiła ok. 20-25 mln zł, co stanowiło równowartość 11-18% portfela poręczeń [17]. Wartość części z w/w poręczeń obciążająca ryzyko własne Funduszu [15] odpowiadała przy tym równowartości ok. 15-21% [19] kapitału własnego spółki. Poziomy te uważamy za bezpieczne.

Dywersyfikację portfela poręczeń (zarówno pod względem średniej wartości poręczenia, jak i pod względem wartości największych udzielonych poręczeń) oceniamy jako bardzo dobrą, co pozytywnie wpływa na ogólną ocenę ryzyka kredytowego Funduszu.

Wyплаты poręczeń

POLFUND ma podpisane umowy o współpracy w zakresie udzielania poręczeń z dziesięcioma instytucjami finansującymi. Zdecydowana większość poręczeń udzielana jest jednak na rzecz dwóch z nich.

Ogólne 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 podejmuje czynności windykacyjne we własnym zakresie zanim nastąpi wypłata poręczenia. W przypadku podjęcia czynności windykacyjnych bank zgłasza do Funduszu w terminie ważności poręczenia swoje roszczenie, jednak ostateczna kwota do wypłaty ustalana jest po określonym w umowie czasie przeznaczonym na windykację własną banku. Po tym terminie bank składa dokumentację i wnioski o wypłatę poręczenia. W przypadku umów portfelowych obowiązuje również zasada *pari passu*, zgodnie z którą, w przypadku

odzyskania od dłużnika części należności po wypłacie poręczenia, odzyskane kwoty dzielone są pomiędzy bank oraz Fundusz.

Do 2009 roku wypłaty [21] dokonywane przez POLFUND były bardzo niskie i wynosiły rocznie od 0 do 0,2 mln zł, co odpowiadało 0-0,3% wartości portfela poręczeń. Od 2010 roku wartości wypłacanych poręczeń znacznie wzrosły, a najwyższy dotychczas poziom zarówno w ujęciu nominalnym jak i w odniesieniu do wartości portfela osiągnęły w 2011 roku (było to 2,2 mln zł, co stanowiło 3,1% średniorocznej wartości portfela poręczeń aktywnych).

W roku 2017 i w ciągu pierwszych trzech kwartałów 2018 r. wartość wypłat zmniejszyła się do odpowiednio 812 tys. zł i 364 tys. zł, a wskaźnik relacji wypłaconych poręczeń do średniej wartości portfela poręczeń aktywnych (liczony dla wypłat za cztery ostatnie kwartały) wyniósł 0,4%.

Wartość odzyskanych należności z tytułu wypłaconych poręczeń ogółem (z uwzględnieniem reporęczeń) w ostatnich latach rosła z poziomu ok. 0,1 mln zł w 2013 roku do ok. 0,8 mln zł w latach 2016 i 2017.

Do 2012 roku (poza dwoma przypadkami w 2008 roku) Fundusz dokonywał wypłat tylko poręczeń na ryzyku własnym [22]. W związku z tym wskaźnik wypłat netto na ryzyku własnym do średniorocznego kapitału własnego [27] przyjmował takie same wartości jak wskaźnik wypłat netto [26]. Od 2013 roku pojawiły się regularne wypłaty poręczeń udzielonych w ramach umów z EFI/JEREMIE i od tego czasu ich udział w wypłatach ogółem stopniowo rosła. W związku z tym wypłaty poręczeń na ryzyku własnym (liczone dla 4 ostatnich kwartałów) od 2013 do III. kwartału 2017 roku odpowiadały równowartości tylko ok. 1-2% średniorocznego kapitału własnego spółki [27], a od IV. kwartału 2017 roku wartość ta oscyluje wokół zera (okresowo Fundusz odzyskiwał więcej należności z tytułu wypłaconych poręczeń na ryzyku własnym niż dokonywał nowych wypłat).

Ogólną szkodowość portfela poręczeń POLFUND S.A. oceniamy jako niską, co – biorąc jednocześnie pod uwagę niski poziom skorygowanego mnożnika kapitału własnego – z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu zaliczamy do czynników pozytywnych.

Rentowność kapitału

Skorygowany wynik finansowy POLFUND FPK S.A. w ciągu ostatnich dziesięciu lat był stale dodatni i wahał się w zakresie 0,7-3,5 mln zł. Przekładało się to na rentowność kapitału własnego spółki w poszczególnych latach na poziomie od 0,7% do 4,6%. Po trzech kwartałach 2018 roku skorygowany wynik netto wyniósł niemal ok. 2,6 mln zł, przy czym wynik liczony narastająco dla czterech ostatnich kwartałów wyniósł 4,8 mln zł, co implikuje wskaźnik rentowności na najwyższym dotychczas poziomie 5,3%.

Dotychczasowe wyniki finansowe POLFUND FPK S.A., biorąc pod uwagę charakter działalności spółki (instytucja typu *not-for-profit*), oceniamy bardzo pozytywnie.

3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń

Polityka tworzenia rezerw

Obowiązujące w POLFUND FPK S.A. zasady tworzenia rezerw określają, że zmiana poziomu rezerw następuje co najmniej raz na pół roku, na podstawie oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej kredytobiorców oraz terminowości obsługi kredytów (informacje te Fundusz otrzymuje od instytucji finansowych, na rzecz których kredyty zostały poręczone).

W procedurze tworzenia rezerw na poręczenia udzielone przez POLFUND wymienione zostały tylko dwa współczynniki rezerw. Rezerwa celowa o wartości 100% poręczenia jest tworzona w przypadku opóźnienia w spłacie kredytu przekraczającego 12 miesięcy oraz w przypadku rozpoczęcia egzekucji przez bank. Rezerwę o wartości 50% poręczenia Fundusz tworzy w przypadku opóźnień w spłacie kredytu powyżej 6 miesięcy, wypowiedzenia umowy kredytowej oraz wystawienia ostatecznego wezwania do zapłaty, a także jeśli w kodzie klasyfikacji ryzyka Funduszu klient został przypisany do klasy E. W pozostałych przypadkach o wartości rezerw celowych decyduje każdorazowo Zarząd. Jednocześnie klienci, którzy uzyskali niskie kody w klasyfikacji ryzyka od razu w dniu udzielenia poręczenia są przesuwani do kategorii wyższego ryzyka.

Regulamin określa także zasady tworzenia rezerwy na ryzyko ogólne. Według zapisów rezerwa ta powinna wynosić 1,5% wartości portfela aktywnych poręczeń (pomniejszonego o poręczenia, dla których utworzono rezerwy celowe). O dokładnej wysokości tego współczynnika decyduje Zarząd Funduszu, który może zmienić ten współczynnik jedynie mając na uwadze sytuację makroekonomiczną i jakość portfela poręczeń.

Tabela 3.6 POLFUND FPK S.A. – klasyfikacja kredytów i wskaźniki rezerw celowych

Klasyfikacja poręczonego kredytu	Opóźnienie w spłacie lub kod ryzyka	Wskaźnik rezerwy celowej
normalne	0-7 dni	1,5%
normalne	7 dni-1 miesiąc	5%
pod obserwacją	1-3 miesięcy lub 0-7 dni dla C2, C3	1,5%
pod obserwacją	C2, C3 (>7 dni)	10%
poniżej standardu	3-6 miesięcy lub D	50%
wątpliwe	6-12 miesięcy lub E	50%
stracone	powyżej 12 miesięcy	100%

Źródło: POLFUND FPK S.A.

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.

Oдноśnie oceny obowiązujących w Funduszu regulacji dotyczących tworzenia rezerw celowych pewne zastrzeżenia może budzić fakt przypisania Zarządowi dowolności przy wyznaczaniu wskaźników rezerw dla poręczeń zakwalifikowanych do kategorii „pod obserwacją”, a także określona w regulaminie zbyt mała częstotliwość weryfikowania wartości utworzonych rezerw. W praktyce jednak weryfikacje stanu rezerw przeprowadzane są raz na kwartał, a wysokość wskaźników, według których Zarząd ustala wartość rezerw dla pierwszych trzech kategorii ryzyka można określić jako wystarczającą.

Wartość utworzonych rezerw

Wartość utworzonych przez POLFUND FPK S.A. rezerw według stanu na koniec lat 2015-2017 oraz na koniec III. kwartału 2018 roku przedstawia tabela nr 3.7.

Tabela 3.7 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	30.09.2018
Rezerwy celowe (tys. zł)	7 302,2	7 465,6	8 352,5	8 714,0
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	2 198,3	2 128,6	2 619,6	2 638,8
Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)	9 500,5	9 594,2	10 972,1	11 352,8
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia na ryz. własnym	6,7%	7,1%	7,0%	7,5%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Akt. poręcz. na ryz. własnym	2,0%	2,0%	2,2%	2,3%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	8,8%	9,2%	9,2%	9,7%
Rezerwy celowe / Kapitał poręczeniowy	8,4%	8,5%	9,4%	9,5%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Kapitał poręczeniowy	2,5%	2,4%	2,9%	2,9%
Rezerwy razem / Kapitał poręczeniowy	10,9%	11,0%	12,3%	12,4%

Źródło: POLFUND FPK S.A., obliczenia własne

Analizując wartość utworzonych przez Fundusz rezerw celowych należy wziąć pod uwagę fakt, iż (zgodnie z powszechnie obowiązującymi zasadami w tym zakresie) w przypadku poręczeń reporeczanych w ramach umów z EFI bądź limitów JEREMIE POLFUND tworzy rezerwy tylko na kwotę niepodlegającą reporeczeniu, ponieważ wypłata tego typu poręczeń wiąże się z odzyskaniem od menedżera projektu kwot reporeczanych.

Nominalna wartość rezerw celowych dotyczących poręczeń na ryzyku Funduszu rosła do 2010 roku, osiągając poziom ok. 6,9 mln zł (była to równowartość 10% poręczeń aktywnych na ryzyku własnym). Związane było to z pogarszającą się, w konsekwencji kryzysu gospodarczego, jakością poręczanych kredytów. W roku 2011, w wyniku stosunkowo wysokich wypłat, wartość rezerw celowych spadła do ok. 4,9 mln zł co stanowiło 6,8% poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu. W późniejszym okresie nominalna wartość rezerw celowych wzrosła i w ostatnich kwartałach oscyluje na poziomie ok. 7-9 mln zł, co stanowi równowartość ok. 6,5-7,5% sumy 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.

W przypadku też POLFUND FPK S.A. ostatni przypadek, kiedy rezerwy Funduszu były poniżej minimalnego poziomu 4%, miał miejsce w latach 2007-2008 i tylko dla tego okresu konieczne było doliczanie 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%.

3.5 Ocena czynników niefinansowych

Koniunktura gospodarcza

Po kryzysie gospodarczym z lat 2008-2009 koniunktura w Polsce poprawiała się do 2011 roku, kiedy realna dynamika PKB wyniosła 4,5%. Na przełomie 2011 i 2012 roku gospodarka ponownie weszła w fazę spowolnienia, co skutkowało spadkiem realnej dynamiki PKB do 1,9% w roku 2012 i 1,6% w roku 2013. W latach 2014-2015 nastąpiło ponowne ożywienie koniunktury – realny wzrost PKB wyniósł odpowiednio 3,3% i 3,9%. Rok 2016 upłynął już jednak pod znakiem pewnego spowolnienia realnej dynamiki PKB do 2,7%.

W 2017 roku negatywne tendencje zostały odwrócone i tempo wzrostu PKB istotnie się poprawiło (do ok. 5% w IV. kwartale), na co wpływ ma m.in. ogólnie dobra koniunktura na świecie. W ostatnich kwartałach wciąż jednak w niewielkim stopniu do wzrostu PKB przyczyniały się nakłady inwestycyjne, jednakże sytuacja również w tym zakresie powinna się wkrótce poprawić, m.in. ze względu na spodziewane uruchamianie środków pomocowych w ramach perspektywy unijnej na lata 2014-2020. Rok 2018 powinien więc upłynąć nadal pod znakiem szybkiego wzrostu PKB (na poziomie zdecydowanie powyżej 4%). W roku 2019 tempo wzrostu gospodarczego może już jednak nieco spowolnić do ok. 3,5%.

W dłuższej perspektywie 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 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 POLFUND FPK S.A. działalności operacyjnej (tj. od roku 2001) sytuacja finansowa Funduszu była bardzo dobra i stabilna. W ciągu ostatnich 10 lat skorygowany mnożnik utrzymywał się stale na stabilnych i niskich poziomach w zakresie ok. 0,9-1,4.

Portfel udzielonych przez Fundusz poręczeń charakteryzował się jak dotąd niską szkodowością (wskaźnik wypłat w relacji do sumy poręczeń aktywnych jedynie w 2011 roku przekroczył 3%, w pozostałych latach natomiast oscylował wokół 1%).

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

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.

POLFUND od 2007 roku lokował posiadane środki pieniężne wyłącznie w depozytach bankowych (wcześniej Fundusz inwestował także w bony skarbowe i obligacje Skarbu Państwa). 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.

Strukturę lokat na koniec III. kwartału 2018 r. w podziale na poszczególne instytucje finansowe przedstawia tabela nr 3.8.

Środki pieniężne Funduszu ulokowane były w pięciu bankach. Również w poprzednich latach Fundusz lokował środki co najmniej w 4-5 różnych bankach.

Od końca 2014 roku udział największego banku w strukturze portfela lokat należy jednak ocenić jako stale zbyt wysoki (powyżej 30% łącznej wartości środków pieniężnych będących w dyspozycji Funduszu, a od końca 2016 roku do III. kwartału 2018 roku widoczny jest wzrost udziału największego banku z ok. 55% do ok. 75%). Udział dwóch największych banków w portfelu lokat POLFUND FPK S.A. również wrósł z 50% w 2014 roku do 84% na koniec III. kwartału 2018 roku, przy czym udział drugiego banku w powyższym okresie istotnie się zmniejszył. Ogólną dywersyfikację portfela lokat oceniamy zatem jako niewystarczającą.

Tabela 3.8 Struktura inwestycji na koniec III. kw. 2018 r.

30.09.2018	
Bank # 1	75%
Bank # 2	9%
Bank # 3	7%
Bank # 4	5%
Bank # 5	4%
Razem	100,0%

Źródło: POLFUND FPK S.A., obliczenia własne

Zgodnie z obowiązującą w Funduszu polityką inwestycyjną maksymalny horyzont czasowy inwestycji wynosi 3 lata, przy czym maksymalny udział instrumentów długoterminowych (o terminie zapadalności powyżej roku) może wynosić 50% wartości portfela. POLFUND może lokować środki pieniężne w bony i obligacje Skarbu Państwa, papiery emitowane przez NBP, lokaty bankowe oraz w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, bądź poprzez fundusze zarządzania aktywami związane z bankami notowanymi na GPW (maksymalnie 10% środków).

W przypadku lokat bankowych polityka inwestycyjna określa, że Fundusz może lokować środki w banku państwowym, bankach o uznanej renomie (czyli notowanych na GPW w Warszawie) oraz w innych bankach z którymi Fundusz współpracuje w zakresie poręczeń kredytów (w tym przypadku obowiązuje limit koncentracji dla pojedynczego banku na poziomie 10%, a dla całej grupy banków nie więcej niż 30% środków).

Określone w polityce inwestycyjnej kryteria wyboru banków, jak również zaangażowania, oceniamy jako zbyt ogólne i zbyt mało konserwatywne, co w konsekwencji może nie zapewniać odpowiedniej dywersyfikacji i/lub bezpieczeństwa portfela inwestycji Funduszu.

W kontekście oceny faktycznego ryzyka portfela lokat Funduszu **do czynników pozytywnych zaliczamy fakt, że POLFUND w praktyce zdecydowaną większość środków lokuje stale w bankach posiadających nadane ratingi kredytowe na poziomie BBB lub wyższym. Jako ogólnie zbyt wysoką należy jednak naszym zdaniem ocenić koncentrację portfela lokat.**

Struktura branżowa poręczeń

Zestawienie portfela poręczeń aktywnych POLFUND S.A. w podziale na główne sektory gospodarki w latach 2016-2017 oraz na koniec III. kwartału 2018 r. przedstawia tabela nr 3.9.

Tabela 3.9 POLFUND FPK S.A. – struktura branżowa aktywnych poręczeń

Branża	31.12.2016	31.12.2017	30.09.2018
usługi (w tym transport)	33,6%	35,2%	37,8%
handel	33,6%	34,2%	33,6%
produkcja	22,3%	18,6%	16,8%
budownictwo	8,1%	9,9%	9,7%
inne	2,3%	2,0%	2,2%
Razem	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: POLFUND FPK S.A., obliczenia własne

Według metodologii stosowanej przez agencję ratingową EuroRating za maksymalny bezpieczny udział jednej branży w portfelu poręczeń uznaje się 40%. Poziom ten w ostatnich latach nie był przekraczany. Dywersyfikację udzielonych przez POLFUND poręczeń w podziale na poszczególne sektory gospodarki oceniamy więc jako zadowalającą.

Stosowane procedury wewnętrzne

Do najważniejszych istniejących w POLFUND FPK S.A. procedur regulujących działalność spółki zaliczyć należy:

- „Regulamin udzielania poręczeń” – określa ogólne zasady i procedury dotyczące udzielania poręczeń, monitorowania ich oraz windykacji; 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 Fundusz ogranicza łączną ekspozycję na ryzyko jednego przedsiębiorcy do kwoty 4,2 mln zł dla poręczeń reporeczanych w ramach umów z EFI i limitów JEREMIE oraz 2,1 mln zł dla poręczeń nieposiadających takich regwarancji);
- „Polityka poręczeniowa i kryteria oraz zasady klasyfikacji ryzyka” – wskazuje preferencje i wyłączenia podmiotowe dotyczące udzielania poręczeń oraz określa branżowe wskaźniki ostrożnościowe, klasyfikację siatki ryzyka wraz z zasadami klasyfikacji klientów do poszczególnych klas, a także wskazuje elementy oceny jakościowej klienta;
- „Deklaracja akceptowalnego poziomu ryzyka” – opisuje zasady zarządzania ryzykiem poręczeniowym pojedynczej transakcji jak i całego portfela, zasady zarządzania ryzykiem koncentracji zaangażowań oraz określa precyzyjnie kluczowe limity ryzyka poręczeniowego, rynkowego i operacyjnego, a także limity obserwacyjne;
- „Polityka inwestycyjna” – określa zasady inwestowania środków pieniężnych, wskazuje ogólne zasady budowania portfela lokat środków pieniężnych (horyzont czasowy, struktura portfela pod kątem rodzaju instrumentów i podmiotów, w których Fundusz ma możliwość deponowania środków);
- „System tworzenia rezerw na należności z tytułu udzielonych poręczeń kredytowych” – zawiera klasyfikację kategorii ryzyka, określa sposób, częstotliwość i wysokość tworzenia rezerw celowych oraz rezerwy na ryzyko ogólne;
- Uchwała Zarządu nr 10/2011, która na podstawie regulaminu Zarządu ustala zasady nadawania kompetencji do indywidualnego podejmowania decyzji w zakresie udzielania/zmiany warunków poręczeń ich weryfikacji i przeglądu;
- „Regulamin udzielania poręczeń o podwyższonym ryzyku” – precyzuje grono beneficjentów Funduszu, którzy mogą otrzymać w/w poręczenie oraz określa zasady udzielania, monitorowania i windykacji poręczeń tego typu;
- „Regulamin udzielania poręczeń za zobowiązania z tytułu leasingu/pożyczki” – precyzuje przedmiot i warunki udzielenia poręczenia, tryb zawierania umowy, zabezpieczania poręczenia, wskazuje opłaty i koszty związane z poręczeniem;

- „Procedura oceny wniosków i czynności towarzyszących” – określa podstawowe zasady oceny wniosku o udzielenie poręczenia oraz schemat obiegu dokumentów;
- „Regulamin komitetu poręczeniowego” – precyzuje skład osobowy komitetu oraz tryb i zakres jego działania;
- „Polityka Bezpieczeństwa Informacji POLFUND FPK S.A.” – określa ryzyka związane z przetwarzaniem danych, zasady przetwarzania danych osobowych, zasady udostępniania i powierzenia przetwarzania danych innym podmiotom, sposób przepływu danych między systemami. Wskazuje także środki techniczne i organizacyjne niezbędne do zachowania poufności i integralności danych;
- „Strategia na lata 2013-2020” stworzona we współpracy z KPMG zawiera analizę rynku poręczeń kredytowych, analizę wewnętrzną Funduszu, założenia strategiczne oraz finansowe dotyczące analizowanego okresu oraz model finansowy.

Generalnie obowiązujące w POLFUND FPK S.A. procedury wewnętrzne oceniamy pozytywnie z zastrzeżeniem, iż niektóre zapisy w nich zawarte należy naszym zdaniem określić jako zbyt ogólne. Dotyczy to dokumentu określającego zasady polityki inwestycyjnej.

Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

Według stanu na koniec III. kwartału 2018 roku w spółce zatrudnionych było 15 osób. Oceniamy, że liczebność personelu nie stwarza ryzyka operacyjnego.

Fakt funkcjonowania Zarządu w dwuosobowym składzie również nie zwiększa ryzyka operacyjnego. Dodatkowo Fundusz nadał niektórym pracownikom kompetencje do indywidualnego podejmowania decyzji w zakresie udzielania poręczeń. Ponadto w przypadku dłuższej nieobecności członków Zarządu kilku pracowników ma ściśle określone pełnomocnictwa w zakresie reprezentowania spółki.

Perspektywy rozwoju i plan finansowy

Na sytuację finansową Funduszu i jego możliwości dalszego zwiększania akcji poręczeniowej istotny wpływ miały uzyskane w latach 2005-2008 dotacje w ramach SPO –WKP w łącznej kwocie 50 mln zł; dwie zrealizowane umowy o reporeczenia podpisane z EFI (na łączną kwotę 149 mln zł); oraz 17 limitów reporeczeń (na łączną kwotę 197,2 mln zł) ze środków unijnych w ramach Regionalnych Programów Operacyjnych na lata 2007-2013 oraz 2014-2020, realizowanych na zasadach określonych przez tzw. „inicjatywę JEREMIE”. Program ten polega 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.

Swoje założenia strategiczne POLFUND opiera na dokumencie opracowanym we współpracy z KPMG obejmującym plan na lata 2013-2020. Część założeń i planów Fundusz już wcielił w życie – rozszerzył ofertę produktową o poręczenia leasingów, realizuje kolejne limity JEREMIE w wybranych województwach, podpisał nową umowę z EFI, otworzył się na współpracę z bankami innymi niż Santander Bank Polska (d. BZ WBK) oraz wdrożył poręczenia dla start-up'ów, młodych firm oraz poręczenia podwyższonego ryzyka.

Długoterminowy plan strategiczny zakłada również zwiększanie liczby i wartości udzielanych poręczeń. Wewnętrzne regulacje Funduszu wskazują, że mnożnik nie powinien przekraczać 3,0, jednak możliwe jest jego zwiększenie (decyzją Rady Nadzorczej, która na wniosek Zarządu może podnieść dopuszczalny mnożnik) do 5,0. Docelowy poziom mnożnika wskazany w długoterminowej strategii jest nieco niższy i wynosi 4,2.

W lipcu 2017 roku została podpisana nowa umowa z EFI na kwotę 150 mln zł na udzielanie poręczeń w ramach programu COSME. Otwiera to Funduszowi możliwość udzielania poręczeń portfelowych z regwarancją, co docelowo ma być preferowanym trybem współpracy z bankami. Fundusz nie zamierza przy tym w najbliższym czasie poszerzać grona współpracujących instytucji finansowych, a jedynie skupić się na poszerzaniu oferty z obecnymi partnerami. Kluczowym bankiem pozostanie Santander Bank Polska, a udział poręczeń udzielonych innym bankom ma osiągnąć docelowo 30% wartości portfela poręczeń aktywnych. W przypadku poręczeń indywidualnych stanowiących dopełnienie oferty udział Santander Bank Polska ma docelowo spaść do 11%.

Ponadto, w 2018 roku POLFUND wygrał przetargi na środki z perspektywy 2014-2020 w województwach wielkopolskim, pomorskim, dolnośląskim oraz z perspektywy 2007-2013 w województwie zachodniopomorskim.

W czerwcu 2018 roku Fundusz podpisał umowę na świadczenie usługi pośrednictwa finansowego polegającej na udzielaniu wsparcia w postaci produktu finansowego „Poręczenie” dla MŚP w województwie wielkopolskim o wartości 16 mln zł. Powyższe zamówienie finansowane jest ze środków unijnych z nowej perspektywy 2014-2020 w ramach projektu JEREMIE 2. Środki zostały uruchomione 20 lipca 2018 r. Fundusz otrzyma dofinansowanie zwrotne w wysokości 4,0 mln zł, a wkład własny wyniesie minimum 819 277,11 zł. Okres budowy portfela wynosi 2 lata, a okres wygaszania portfela wynosi 84 miesiące od dnia zawarcia umowy o udzielenie poręczenia. Docelowa wartość portfela w ramach tego postępowania wynosi 20,08 mln zł. Zamawiający przewiduje również prawo opcji, gdzie wysokość środków udostępnianych wykonawcy wyniesie do 100% wysokości pierwotnego zamówienia. Za wykonanie pierwotnego zamówienia fundusz otrzyma wynagrodzenie w wysokości 940 tys. zł, jak również ma możliwość otrzymania wynagrodzenia wynikającego z prawa opcji także w wysokości 940 tys. zł.

W lipcu 2018 roku Fundusz podpisał umowę na świadczenie usługi pośrednictwa finansowego polegającej na udzielaniu wsparcia w postaci produktu finansowego „Poręczenie” dla MŚP

w województwie pomorskim o wartości 20 mln zł. Powyższe zamówienie finansowane jest ze środków unijnych w ramach RPO WP z nowej perspektywy 2014-2020. Fundusz otrzyma dofinansowanie zwrotne w wysokości 4 mln zł, a wkład własny wyniesie minimum 1 mln zł. Okres budowy portfela wynosi 2 lata, a okres wygaszania portfela wynosi 84 miesiące od dnia zawarcia umowy o udzielenie poręczenia. Docelowa wartość portfela w ramach tego postępowania wynosi 25,0 mln zł. Zamawiający przewiduje również prawo opcji, gdzie wysokość środków udostępnianych wykonawcy wyniesie do 100% wysokości pierwotnego zamówienia. Za wykonanie pierwotnego zamówienia fundusz otrzyma wynagrodzenie w wysokości 1,2 mln zł, jak również ma możliwość otrzymania wynagrodzenia wynikającego z prawa opcji także w wysokości 1,2 mln zł.

We wrześniu 2018 roku Fundusz podpisał umowę na świadczenie usługi pośrednictwa finansowego polegającej na udzielaniu wsparcia w postaci produktu finansowego „Poręczenie” dla MŚP w województwie dolnośląskim. Powyższe zamówienie finansowane jest ze środków unijnych w ramach RPO WD z nowej perspektywy 2014-2020. Fundusz otrzyma dofinansowanie zwrotne w wysokości 4 mln zł, a wkład własny wyniesie minimum 1 mln zł. Okres budowy portfela wynosi 2 lata, a okres wygaszania portfela wynosi 120 miesięcy od dnia zawarcia umowy o udzielenie poręczenia. Docelowa wartość portfela w ramach tego postępowania wynosi 25 mln zł. Zamawiający przewiduje również prawo opcji, gdzie wysokość środków udostępnianych wykonawcy wyniesie do 100% wysokości pierwotnego zamówienia. Za wykonanie pierwotnego zamówienia fundusz otrzyma wynagrodzenie w wysokości 1,4 mln zł, jak również ma możliwość otrzymania wynagrodzenia wynikającego z prawa opcji także w wysokości 1,4 mln zł.

Również we wrześniu 2018 roku Fundusz podpisał umowę na świadczenie usługi pośrednictwa finansowego polegającej na udzielaniu wsparcia w postaci produktu finansowego „Reporęczenie” dla MŚP w ramach RPO WZ w województwie zachodniopomorskim. Powyższe zamówienie finansowane jest ze środków unijnych z perspektywy 2007-2013. Całkowita wartość reporęczenia przyznana Funduszowi wynosi 15 mln zł. Okres budowy portfela wynosi 2 lata, a okres wygaszania portfela wynosi 84 miesiące od dnia udzielenia ostatniego poręczenia. Zamawiający przewiduje również prawo opcji, gdzie wysokość środków udostępnianych wykonawcy wyniesie do 100% wysokości pierwotnego zamówienia. Za wykonanie pierwotnego zamówienia fundusz otrzyma wynagrodzenie w wysokości 1,9 mln zł, jak również ma możliwość otrzymania wynagrodzenia wynikającego z prawa opcji także w wysokości 1,9 mln zł.

4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

POLFUND Fundusz Poręczeń Kredytowych S.A. z siedzibą w Szczecinie pod względem wartości posiadanego kapitału własnego oraz wartości portfela poręczeń aktywnych należy do największych funduszy poręczeń kredytowych w Polsce.

Jest to przy tym fundusz o zasięgu makroregionalnym, udzielający poręczeń przedsiębiorstwom z terenu całego kraju. Dywersyfikację portfela poręczeń pod względem geograficznym można więc ocenić jako bardzo dobrą.

Struktura aktywów POLFUND FPK S.A. 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 niemal 90% pasywów, spółka nie ma żadnego zadłużenia oprocentowanego, a na łączne zobowiązania i rezerwy składają się niemal w całości rezerwy związane z udzielonymi poręczeniami. **Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego strukturę pasywów Funduszu również oceniamy pozytywnie.**

Wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego (który w przypadku POLFUND FPK był dotychczas tożsamy z mnożnikiem kapitału własnego spółki) w ciągu jedenastu ostatnich lat kształtowała się na dość stabilnym oraz niskim i bardzo bezpiecznym 0,9-1,4. Na koniec III. kwartału 2018 r. skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego/własnego wyniósł 1,27. **Obecną realną ekspozycję Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń, mierzoną skorygowanym mnożnikiem kapitału poręczeniowego/własnego, oceniamy jako niską i bardzo bezpieczną, co jest jednym z podstawowych czynników determinujących niskie ryzyko kredytowe i wysoką ocenę wiarygodności finansowej Funduszu.**

Dywersyfikację portfela poręczeń (zarówno pod względem średniej wartości poręczenia, jak i pod względem wartości największych udzielonych poręczeń) oceniamy jako bardzo dobrą, co pozytywnie wpływa na ogólną ocenę ryzyka kredytowego Funduszu.

Ogólną szkodowość portfela poręczeń POLFUND S.A. oceniamy jako niską, co również korzystnie wpływa na ocenę ratingową Funduszu. Najwyższe wartości wypłat poręczeń Fundusz zanotował w 2011 i 2016 roku, przy czym tylko raz (w 2011 roku) przekroczyły one równowartość 3% portfela aktywnych poręczeń. W ciągu pięciu ostatnich lat szkodowość brutto portfela poręczeń ustabilizowała na niskim poziomie ok. 0,5-1,5%.

Skorygowany wynik finansowy POLFUND FPK w ciągu ostatnich dziesięciu lat był stale dodatni i wahał się w zakresie 0,7-3,5 mln zł. Przekładało się to na rentowność kapitału własnego spółki w poszczególnych latach na poziomie od 0,7% do 4,6%. **Dotychczasowe wyniki finansowe Funduszu, biorąc pod uwagę charakter działalności spółki (instytucja typu *not-for-profit*), a także uwzględniając utrzymujące się od dłuższego czasu niekorzystne dla funduszy poręczeńowych środowisko rekordowo niskich stóp procentowych (co negatywnie wpływa na poziom dochodów z lokat środków pieniężnych) oceniamy bardzo pozytywnie.**

Oceniając sposób lokowania środków pieniężnych będących w dyspozycji Funduszu uznajemy **ryzyko portfela lokat Funduszu za stosunkowo niskie**. Pomimo (w naszej opinii) zbyt mało konserwatywnych zapisów obowiązującej w POLFUND FPK polityki inwestycyjnej, **pozytywnie oceniamy fakt, że Fundusz w praktyce zdecydowaną większość środków lokuje stale w bankach posiadających nadane ratingi kredytowe na poziomie inwestycyjnym. Jako ogólnie zbyt wysoką należy jednak naszym zdaniem ocenić koncentrację portfela lokat.**

Na zdolność Funduszu do kontynuowania aktywnej akcji poręczeniowej, przy jednoczesnym utrzymaniu własnego ryzyka kredytowego na niskim poziomie, istotny wpływ ma obecnie kończenie w poszczególnych województwach wsparcia funduszy poręczeńowych ze środków z perspektywy unijnej na lata 2007-2013, a także dopiero uruchamianie wsparcia w ramach kolejnej perspektywy na lata 2014-2020. W przypadku POLFUND FPK ryzyko z tym związane zmniejsza fakt, że Fundusz zawarł w lipcu 2017 r. nową umowę z EFI na kwotę 150 mln zł na udzielanie poręczeń w ramach programu COSME i mógł w okresie przejściowym udzielać poręczeń w ramach tego projektu.

Ponadto w 2018 roku Fundusz wygrał przetargi na środki z perspektywy 2014-2020 w województwach wielkopolskim, pomorskim, dolnośląskim i ze starej perspektywy 2007-2013 w woj. zachodniopomorskim. W czerwcu 2018 r. podpisana została umowa na środki z perspektywy 2014-2020 w województwie wielkopolskim o wartości 16 mln zł. W lipcu 2018 r. została podpisana umowa na środki w województwie pomorskim o wartości 20 mln zł. We wrześniu 2018 r. została podpisana umowa na środki w województwie dolnośląskim o wartości 20 mln zł oraz umowa reporeczenia o wartości 15 mln zł w województwie zachodniopomorskim.

Dzięki uzyskaniu wsparcia ze środków unijnych, POLFUND nadal będzie mógł prowadzić aktywną akcję poręczeniową bez nadmiernego zwiększania ryzyka własnego.

Podsumowując, sytuacja finansowa POLFUND FPK S.A. w Szczecinie jest w naszej opinii stabilna i bardzo dobra, a jego ryzyko kredytowe oceniamy jako niskie. Według przyjętej przez agencję ratingową EuroRating metodologii, na dzień publikacji niniejszego raportu (tj. 02.01.2019 r.) **rating Funduszu zostaje potwierdzony na poziomie 'A' z perspektywą stabilną.**

5. Podatność nadanego ratingu na zmiany

Do potencjalnych najistotniejszych czynników mogących wpływać pozytywnie na ocenę ryzyka kredytowego POLFUND FPK S.A. zaliczamy: efektywne wykorzystanie środków unijnych z umów zawartych w 2018 roku; ewentualne zmniejszenie ekspozycji własnej Funduszu na ryzyko poręczeń i obniżenie skorygowanego mnożnika kapitałowego istotnie poniżej poziomu 1,0; trwałe obniżenie szkodowości portfela poręczeń; ewentualną dalszą poprawę wypracowywanych wyników finansowych; a także poprawę profilu ryzyka portfela lokat (głównie poprzez istotne zmniejszenie jego koncentracji).

Negatywny wpływ na ocenę ratingową Funduszu mogłyby natomiast wywierać: ewentualny istotny wzrost poziomu skorygowanego mnożnika kapitału własnego; pogorszenie jakości portfela poręczanych kredytów i znaczny wzrost wartości wypłat poręczeń; ewentualne istotne pogorszenie skorygowanych wyników finansowych (w tym w szczególności generowanie strat); a także pogorszenie profilu lokat środków pieniężnych (np. na skutek dalszego wzrostu koncentracji lokat i/lub lokowania środków w bankach charakteryzujących się podwyższonym lub wysokim ryzykiem).

6. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating

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

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

7. Ujawnienia regulacyjne

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

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

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

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

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

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

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

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

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