

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

Raport ratingowy

Aktualny rating kredytowy	Perspektywa ratingu
A	stabilna

EuroRating

Warszawa

21.01.2020 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	10
3.3 Analiza wskaźnikowa	13
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	19
3.5 Ocena czynników niefinansowych	22
4. Podsumowanie analizy i ostateczna ocena ryzyka kredytowego	29
5. Podatność nadanego ratingu na zmiany	31
6. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating	32
7. Ujawnienia regulacyjne	33

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym

1.1 Nadany rating kredytowy

Poziom ratingu	Perspektywa	Data nadania ratingu
A	stabilna	21.01.2020
A	stabilna	03.10.2019
A	stabilna	27.06.2019
A	stabilna	17.04.2019
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.	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 r. 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, a w 2002 r. został podwyższony do 16 mln zł.

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

Fundusz zrealizował trzy umowy z Europejskim Funduszem Inwestycyjnym, które dotyczyły regwarancji portfeli poręczeniowych Funduszu w ramach programów wsparcia unijnego dla przedsiębiorców. Pierwsza z nich została zawarta w 2005 r. 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 r. – wykorzystano 17,7 mln zł.

Druga umowa, podpisana w 2011 r., 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 r., a limit całkowicie wykorzystano.

Trzecią umowę z EFI POLFUND podpisał w lipcu 2017 r. 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 r. Limit reporeczeń wynosił 150 mln zł. Czas na zbudowanie portfela w ramach w/w umowy to trzy lata od momentu rozpoczęcia realizacji projektu.

Ponadto od 2013 r. Fundusz realizuje w niektórych województwach umowy operacyjne na wsparcie działalności poręczeniowej prowadzonej przez Spółkę ze środków unijnych m.in. w ramach tzw. inicjatywy JEREMIE (w ramach Regionalnych Programów Operacyjnych – RPO na lata 2007-2013 oraz 2014-2020). Wsparcie udzielone Funduszowi w ramach projektu JEREMIE 1 polegało na udzielaniu przez menedżera projektu reporeczeń dla poręczeń udzielanych przez Fundusz. Do dnia publikacji niniejszego raportu Fundusz podpisał umowy dotyczące 17 limitów reporeczeń (łącznie na ok. 197 mln zł) w 5 województwach (zachodniopomorskie, pomorskie, wielkopolskie, mazowieckie i dolnośląskie).

W 2018 r. Fundusz wygrał przetargi na wsparcie akcji poręczeniowej ze środków unijnych w ramach perspektywy na lata 2014-2020 (JEREMIE 2) w województwach wielkopolskim, pomorskim i dolnośląskim. Fundusz ma otrzymać łączne dofinansowanie zwrotne w wysokości 12 mln zł (4 mln zł dla każdego województwa), przy wkładzie własnym na poziomie minimum 2,8 mln zł. Pierwsze transze zostały uruchomione w III kw. 2018 r. Do dnia publikacji niniejszego raportu Fundusz otrzymał 4 mln zł dla województwa wielkopolskiego i po 2 mln zł dla województw pomorskiego i dolnośląskiego.

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 przeznaczane 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 2016-2018 oraz za trzy kwartały 2019 r. 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 1 (poz. A.IV).

Tabela 3.1 POLFUND – rachunek zysków i strat za lata 2016-2018* oraz za I-III kw. 2019 r.

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2016	Za rok 2017	Za rok 2018	Za okres I-IX.2019
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY	4 930,4	4 933,0	5 428,2	4 603,0
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	4 019,8	3 722,4	4 038,3	3 357,0
II. Zmiana stanu produktów	-	-	-	-
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	910,6	1 210,6	1 389,9	1 246,0
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	3 469,1	2 972,7	3 688,1	3 691,2
I. Amortyzacja	53,1	42,2	101,6	39,8
II. Zużycie materiałów i energii	93,0	185,5	128,8	67,6
III. Usługi obce	398,1	477,8	1 020,6	1 560,8
IV. Podatki i opłaty	0,9	0,3	0,9	0,5
V. Wynagrodzenia	2 059,5	1 933,4	2 057,4	1 694,5
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	288,7	272,8	293,4	256,1
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	575,9	60,6	85,4	71,9
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	1 461,3	1 960,2	1 740,1	911,7
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	297,6	622,0	571,1	47,1
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	-	-	-	-
III. Inne przychody operacyjne	297,6	622,0	571,1	47,1
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	2 638,5	3 016,7	1 684,0	457,7
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	-	-	-
III. Inne koszty operacyjne	2 638,5	3 016,7	1 684,0	457,7
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(879,6)	(434,5)	627,3	501,2
G. PRZYCHODY FINANSOWE	2 022,2	1 885,2	1 967,3	1 646,7
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	2 022,2	1 885,2	1 967,3	1 645,1
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	-	-	-	1,5
H. KOSZTY FINANSOWE	-	-	29,5	64,1
I. Odsetki	-	-	29,5	63,7
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	-	-	0,0	0,4
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	1 142,6	1 450,7	2 565,1	2 083,8
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	1 142,6	1 450,7	2 565,1	2 083,8
L. PODATEK DOCHODOWY	393,6	572,4	556,6	621,6
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIJSZ. ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	749,0	878,3	2 008,4	1 462,2

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

Generowane przez Fundusz przychody ze sprzedaży charakteryzowały się ogólną tendencją wzrostową, co wynikało głównie z rosnącej liczby i wartości udzielanych poręczeń. Wyjątkiem był rok 2017 r., kiedy wartość udzielonych poręczeń zmniejszyła się o 13%, w efekcie czego przychody ze sprzedaży produktów spadły o 7%. Spadek ten wynikał przede wszystkim z braku ciągłości w dostępie do części programów wsparcia akcji poręczeniowej ze środków unijnych (wygaszał program w ramach perspektywy 2007-2013, a nie zostały jeszcze uruchomione programy z nowej perspektywy 2014-2020). W 2018 r. POLFUND zawarł szereg umów na realizację nowych projektów unijnych, co przełożyło się na ponowną intensyfikację akcji poręczeniowej i tym samym na wzrost przychodów z prowizji od udzielonych poręczeń.

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. 60-75% ogółu kosztów operacyjnych. Drugim istotnym składnikiem kosztów są usługi obce, których udział waha się od 10% do 30%. Istotne wahania tych kosztów związane są z dodatkową działalnością prowadzoną przez Fundusz. Przykładowo w II-III kw. 2019 r. wzrost kosztów usług obcych był spowodowany sponsorowaniem koncertów symfonicznych we współpracy z Santander Bank Polska S.A. (koszt ok. 1,2 mln zł).

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 r. i 17% w 2016 r. 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.

Koszty działalności operacyjnej Funduszu, podobnie jak przychody, charakteryzują się ogólną tendencją wzrostową. Po trzech pierwszych kwartałach 2019 r. ich wartość (3,7 mln zł) przekroczyła już poziom z całego roku poprzedniego.

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 2014 r. dodatnia wartość wyniku na tym poziomie rachunku zysków i strat stale przekraczała poziom 1 mln zł, a w 2017 r. zbliżyła się do 2 mln zł. Ponieważ po trzech kwartałach 2019 r. Fundusz miał już zysk ze sprzedaży na poziomie 0,9 mln zł, można spodziewać się, że wynik w całym 2019 r. również przekroczy 1 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), otrzymane kary, grzywny i odszkodowania, 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 r. 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. W 2018 r. wyniosło -1,1 mln zł, a po trzech kwartałach 2019 r. (głównie na skutek znacznie niższej wartości utworzonych rezerw na poręczenia) ujemne saldo zostało zredukowane do -0,4 mln zł.

Saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych miało istotny negatywny wpływ na wynik z działalności operacyjnej, który z wyjątkiem lat 2008, 2011, 2018 oraz pierwszych trzech kwartałów 2019 r., osiągał zwykle wartości ujemne. W ciągu trzech ostatnich lat wynik z działalności operacyjnej wzrósł z -0,4 mln zł w 2017 r. do 0,6 mln zł w 2018 r., a po trzech kwartałach 2019 r. osiągnął wartość 0,5 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 malała systematycznie od 2012 do 2017 r., głównie na skutek ogólnego spadku oprocentowania lokat bankowych. W 2018 r. nastąpił lekki wzrost przychodów z tytułu odsetek w wyniku zwiększenia stanu środków pieniężnych, którymi Fundusz dysponował.

Do 2015 r. Fundusz wykazywał niewielkie wartości kosztów finansowych. W pozycji tej księgowane były głównie odpisy aktualizujące wartość naliczonych odsetek od wypłaconych poręczeń. Od 2018 r. w tej pozycji wykazywana jest część odsetek od lokat ze środków JEREMIE 2 przekazana do menedżera projektu (BGK).

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

Wynik finansowy

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 r. 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 r. 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 2016-2018 oraz za pierwsze dziewięć miesięcy 2019 r. przedstawia tabela 3.2.

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

Lp.	Wynik skorygowany (tys. zł)	2016	2017	2018	I-IX.2019
1	Księgowy wynik netto	749,0	878,3	2 008,4	1 462,2
2	Korekta o zmianę salda rezerwy na ryzyko ogólne	-69,7	491,1	334,2	-116,0
3	Wynik skorygowany = [1] + [2]	679,3	1 369,4	2 342,6	1 346,2

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

Skorygowany wynik finansowy POLFUND w ciągu ostatnich dziesięciu lat był stale dodatni i wahał się w zakresie 0,6-3,5 mln zł. Po dziewięciu miesiącach 2019 r. skorygowany wynik netto wyniósł ok. 1,3 mln zł, a wynik liczony narastająco za cztery ostatnie kwartały wyniósł 1,1 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 2016-2018 oraz na koniec III kwartału 2019 r.

Aktywa

Tabela 3.3 POLFUND – bilans (aktywa) na koniec lat 2016-2018* oraz na koniec III kw. 2019 r.

Bilans – aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 31.12.2017	Na dzień 31.12.2018	Na dzień 30.09.2019
A. AKTYWA TRWAŁE	72,4	106,2	83,7	56,3
I. Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	64,2	92,6	59,1	31,8
III. Należności długoterminowe	-	-	-	-
IV. Inwestycje długoterminowe	-	-	-	-
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	8,2	13,6	24,5	24,5
B. AKTYWA OBROTOWE	95 969,5	98 370,2	107 325,7	110 844,0
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	1 119,2	837,9	982,8	2 132,3
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	1 119,2	837,9	982,8	2 132,3
a) z tytułu dostaw i usług	618,0	612,8	83,4	211,9
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	46,4	68,2	164,7	-
c) inne	454,8	156,8	734,7	1 920,4
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	94 843,7	97 511,8	106 316,0	108 710,3
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	94 843,7	97 511,8	106 316,0	108 710,3
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	94 843,7	97 511,8	106 316,0	108 710,3
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	6,6	20,5	26,9	1,4
AKTYWA RAZEM	96 041,9	98 476,4	107 409,3	110 900,3

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 inwestycji krótkoterminowych w postaci środków pieniężnych na rachunkach bankowych oraz lokat terminowych.

W ramach należności krótkoterminowych z tytułu dostaw i usług Fundusz wykazywał m.in. należny zwrot kosztów zarządzania JEREMIE (do III kw. 2018 r.). W innych należnościach krótkoterminowych z kolei znajdują się głównie rozrachunki z EFI dotyczące wypłaconych poręczeń oraz powstałych w związku z tym roszczeń regresowych, a od IV kw. 2018 r. także koszty zarządzania JEREMIE 2 i opłaty za zarządzanie JEREMIE 2.

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

Pasywa

Tabela 3.4 POLFUND – bilans (pasywa) na koniec lat 2016-2018* oraz na koniec III kw. 2019 r.

Bilans – Pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 31.12.2017	Na dzień 31.12.2018	Na dzień 30.09.2019
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	85 477,3	86 355,7	88 364,1	89 826,3
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	18 728,3	19 477,3	20 355,7	22 364,1
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	749,0	878,3	2 008,4	1 462,2
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	10 564,5	12 120,7	19 045,3	21 074,1
I. Rezerwy na zobowiązania	10 241,3	11 760,0	12 274,1	11 038,7
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	147,1	162,2	213,6	213,6
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	10 094,2	11 597,8	12 060,5	10 825,1
II. Zobowiązania długoterminowe	-	-	6 000,0	8 000,0
III. Zobowiązania krótkoterminowe	270,4	286,1	560,9	405,9
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	270,4	286,1	560,9	405,9
- kredyty i pożyczki	-	-	-	-
- z tytułu dostaw i usług	107,9	115,6	376,0	165,6
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	162,5	170,0	176,5	240,2
- z tytułu wynagrodzeń	0,0	0,0	-	-
- inne	-	0,5	8,4	0,1
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	52,9	74,6	210,2	1 629,4
PASYWA RAZEM	96 041,9	98 476,4	107 409,3	110 900,3

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. 80-90%) pasywów stanowi kapitał własny (obejmujący również otrzymaną przez Fundusz bezwrotną dotację w ramach SPO-WKP w kwocie 50 mln zł wykazywaną w pozostałych kapitałach rezerwowych).

Zobowiązania spółki (na koniec III kw. 2019 r. stanowiące 19 % łącznych pasywów) składają się głównie z „pozostałych rezerw” (w skład których wchodzi przede wszystkim rezerwy na ryzyko udzielonych poręczeń udzielone poręczenia) oraz „zobowiązania długoterminowe”, gdzie od III kw. 2018 r. ujmowane są otrzymane transze 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, wielkopolskim oraz dolnośląskim (JEREMIE 2).

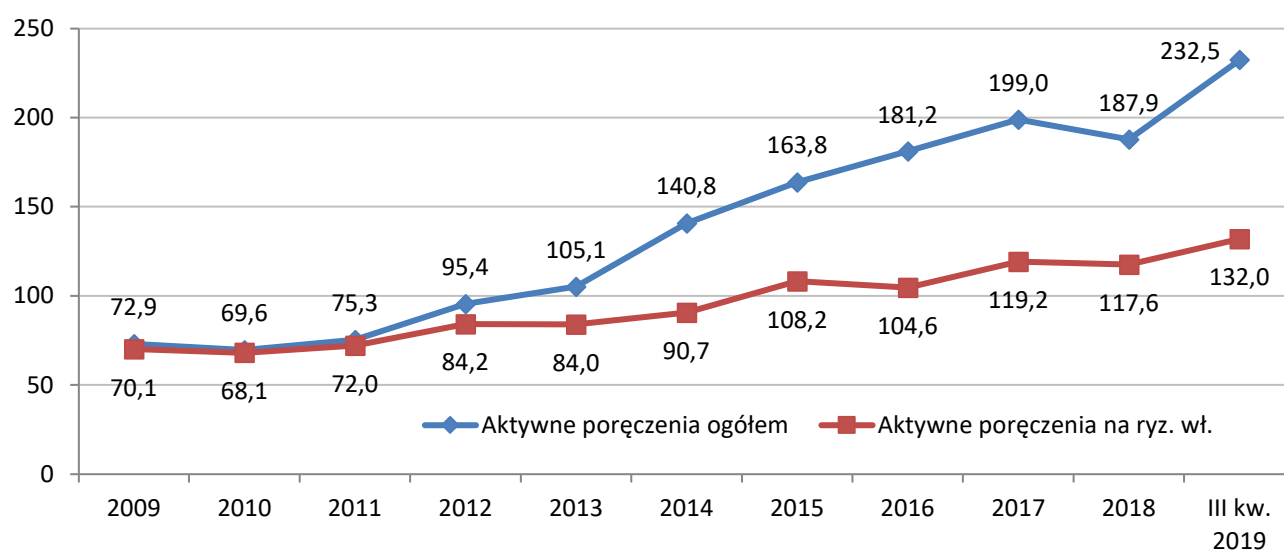
Pozostałe niewielkie zobowiązania Funduszu dotyczą bieżących zobowiązań z tytułu dostaw i usług, podatków, wynagrodzeń i innych. Wykazywane w pasywach bilansu „rozliczenia międzyokresowe” (poz. B.IV) dotyczyły głównie kosztów badania rocznego sprawozdania finansowego przez audytora, konkursów "Jesień z JEREMIE" i "Poręczenie z regwarancją EFI" oraz rozliczenia przychodów.

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

Udzielane przez Fundusz poręczenia wykazywane są jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe.

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



Źródło: POLFUND FPK S.A., obliczenia własne

Wartość portfela aktywnych poręczeń rosła systematycznie w latach 2011-2017, przekraczając na koniec I kw. 2018 r. granicę 200 mln zł. Na koniec 2018 r. wartość portfela poręczeń obniżyła się do 188 mln zł, głównie ze względu na zakończenie budowy portfela projektu EFI CIP oraz wyczerpanie większości limitów JEREMIE 1. W 2019 r., dzięki nowym środkom z perspektywy 2014-2020, wartość portfela poręczeń ponownie zaczęła rosnąć i na koniec III kw. 2019 r. osiągnęła najwyższą dotychczas wartość 232,5 mln zł.

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 1 (2007-2013) + 100% środków zwrotnych w ramach RPO 2/JEREMIE 2 (2014-2020) w przypadku funduszy korzystających z tego typu wsparcia.

Dla potrzeb wyliczenia skorygowanego kapitału własnego POLFUND dokonujemy następujących korekt:

- okresowo korekta *in minus* o 100% bilansowej wartości niematerialnych i prawnych (poz. A.I aktywów), 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;
- okresowo 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.

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

Lp.		2016	2017	2018	3Q19
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	85 477	86 356	88 364	89 826
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	87 587	88 948	97 300	100 655
3	Kapitał własny skorygowany (tys. zł)	87 587	88 948	91 300	92 655
4	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	181 194	199 032	187 913	232 533
5	w tym poręczenia w ramach EFI/JEREMIE 1 (tys. zł)	112 319	112 786	104 610	97 400
6	w tym kwota reporczana (tys. zł)	76 562	79 869	68 708	59 915
7	w tym poręczenia w ramach JEREMIE 2 (tys. zł)	-	-	1 971	50 820
8	w tym udział środków JEREMIE 2 (tys. zł)	-	-	1 577	40 592
9	Aktywne poręczenia na ryzyku Funduszu (tys. zł)	104 632	119 162	117 628	132 026
10	Mnożnik 1 = [4] / [1]	2,12	2,30	2,13	2,59
11	Mnożnik kapitału poręczeniowego (skorygowany) = [9] / [2]	1,19	1,34	1,21	1,31
12	Mnożnik 2 (skorygowany) = [9] / [3]	1,19	1,34	1,29	1,42
13	Liczba aktywnych poręczeń	1 593	1 641	1 621	1 739
14	w tym poręczenia w ramach EFI/JEREMIE 1	1 051	1 019	1 008	953
15	w tym poręczenia w ramach JEREMIE 2	-	-	5	206
16	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	114	121	116	134
17	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
18	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
19	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	19 910	22 184	22 062	26 059
20	Suma wartości 20 największych akt. poręczeń na ryz. wł. (tys. zł)	12 616	18 206	18 677	20 400
21	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	995	1 109	1 103	1 303
22	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	11,0%	11,1%	11,7%	11,2%
23	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	22,7%	24,9%	22,7%	25,9%
24	20 największych poręczeń na ryzyku własnym / Kapitał własny *	14,4%	20,5%	20,5%	22,0%
25	Przeciętne największe poręczenie / Kapitał poręczeniowy *	1,1%	1,2%	1,1%	1,3%
26	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	2 199	812	605	2 550
27	Wart. wypłaconych por. na ryz. wł. w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	1 483	322	277	1 049
28	Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan akt. poręczeń	1,3%	0,4%	0,3%	1,2%
29	Wartość odzyskanych należn.z tyt.poręczeń w ciągu 4 kw.(tys. zł)	788	775	281	141
30	Wart.odzysk.należn.z tyt.poręczeń na ryz.wł.w ciągu 4 kw.(tys. zł)	104	684	7	2
31	Wypłacone poręczenia netto / Średni skorygowany kap. por. *	1,6%	0,0%	0,3%	2,5%
32	Wypłacone poręcz. netto na ryz. wł. / Śr. skorygowany kap. wł.*	1,6%	-0,4%	0,3%	1,1%
33	Skorygowany wynik finansowy za 4 kw. / Śr. skoryg. kap. por.	0,8%	1,6%	2,5%	1,1%

* Wskaźniki wyliczone w oparciu o kapitał poręczeniowy skorygowany

Źródło: POLFUND FPK S.A., obliczenia własne

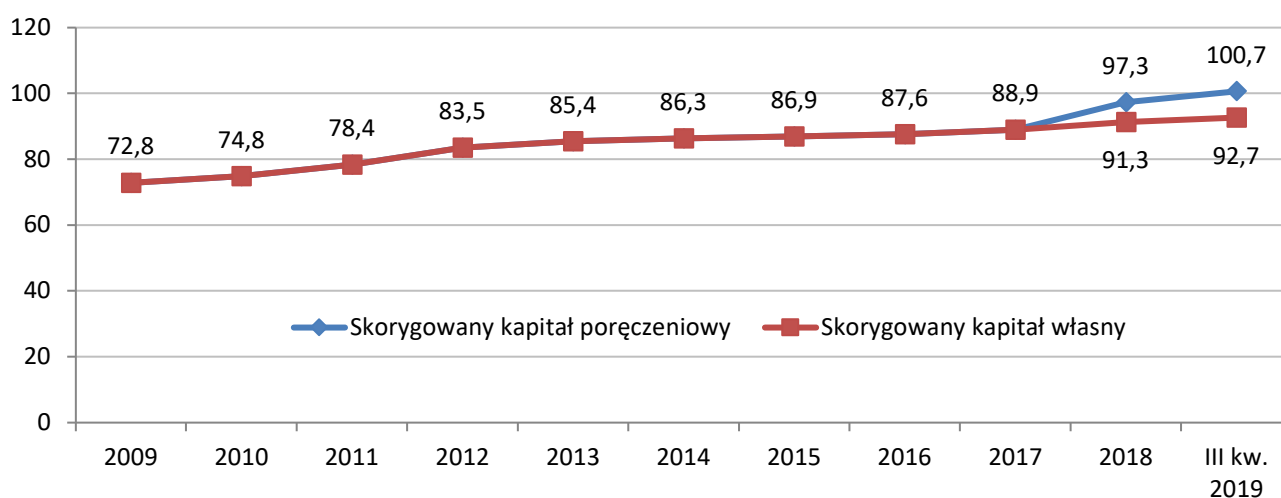
Do końca II kw. 2018 r. kapitał poręczeniowy Funduszu był tożsamy z wartością skorygowanego kapitału własnego spółki. W III kw. 2018 r. Fundusz otrzymał pierwszą transzę dofinansowania zwrotnego w ramach nowej perspektywy unijnej na lata 2014-2020 (JEREMIE 2) i od tego czasu skorygowany kapitał poręczeniowy był większy od skorygowanego kapitału własnego Funduszu

o powyższe dofinansowanie. Do III kw. 2019 r. Fundusz otrzymał 4 z 6 przyznaných transzy na łączną kwotę 8 mln zł, całkowite dofinansowanie z tych programów wyniesie 12 mln zł.

Ostatecznie wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego [2] wyliczanego przez EuroRating, służącego do obliczania wskaźników opartych na wartości kapitału poręczeniowego (zaprezentowanych w tabeli 3.5), wyniosła na koniec III kw. 2019 r. 100,7 mln zł. Była to kwota o ok. 10,9 mln zł wyższa od wartości podawanej przez Fundusz (89,8 mln zł).

Wykres 3.2 przedstawia wartości skorygowanego kapitału własnego spółki oraz skorygowanego kapitału poręczeniowego (w przypadku POLFUND do II kw. 2018 r. równego wartości kapitału własnego spółki) w latach 2009-2018 oraz na koniec III kw. 2019 r.

Wykres 3.2 POLFUND – wartość skorygowanego kapitału własnego/poręczeniowego (mln zł)

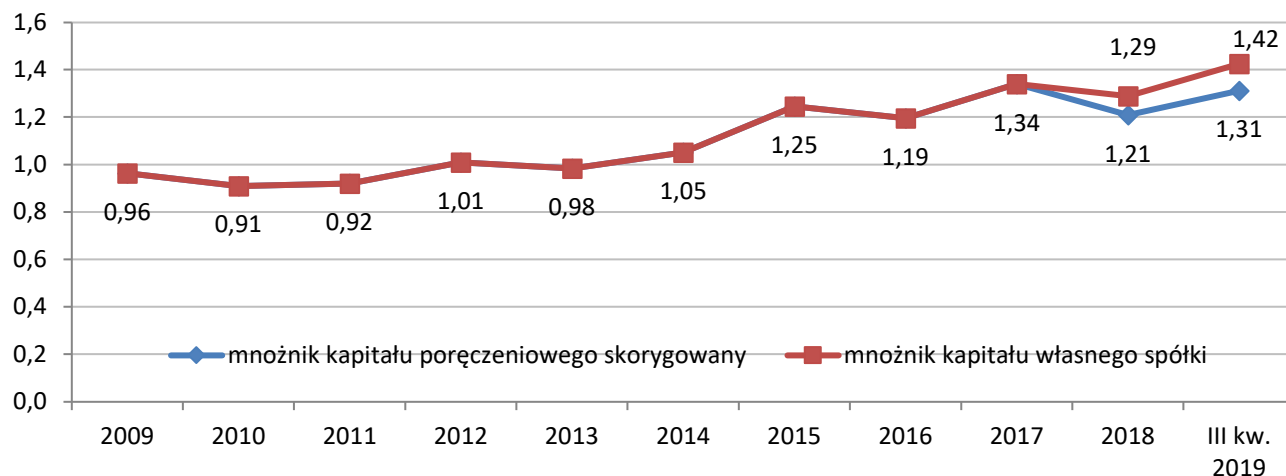


Źródło: POLFUND FPK S.A., obliczenia własne

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 własnego spółki oraz mnożnika kapitału poręczeniowego (w przypadku POLFUND do II kw. 2018 r. równego wartości mnożnika kapitału własnego) w latach 2009-2018 oraz na koniec III kw. 2019 r. przedstawia wykres 3.3.

Wykres 3.3 POLFUND – wartość mnożnika skorygowanego kapitału własnego/poręczeniowego

Źródło: POLFUND FPK S.A., obliczenia własne

Od III kw. 2018 r. POLFUND otrzymywał kolejne transze dofinansowania zwrotnego ramach projektu JEREMIE 2, co skutkowało wzrostem wartości kapitału poręczeniowego łącznie o 8 mln zł na koniec III kw. 2019 r. Od tego też czasu wartość kapitału własnego spółki różni się (jest niższa) od wartości kapitału poręczeniowego (w skład którego wchodzi środki zwrotne), a zatem mnożnik kapitału poręczeniowego jest niższy niż mnożnik kapitału własnego (na koniec III kw. 2019 r. wynosiły one odpowiednio 1,31 i 1,42).

Pomimo lekkiego wzrostu, jaki nastąpił w ciągu kilku ostatnich lat, obecną realną ekspozycję Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń, mierzoną relacją poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu do posiadanego kapitału własnego spółki (skorygowany mnożnik kapitału własnego), oceniamy jako wciąż niską i bardzo bezpieczną, co jest jednym z podstawowych czynników determinujących niskie ryzyko kredytowe i wysoką ocenę wiarygodności finansowej Funduszu.

Ponieważ Fundusz rozpoczął już korzystanie ze wsparcia akcji poręczeniowej w ramach nowego programu unijnego z perspektywy na lata 2014-2020 (JEREMIE 2), oczekujemy, że nowe poręczenia będą udzielane głównie ze środków z nowego programu (Fundusz odpowiada środkami własnymi jedynie za część wartości tych poręczeń), co pozwoli na przeniesienie ryzyka nowo udzielanych poręczeń z kapitału własnego Funduszu w większej części na środki dofinansowania zwrotnego w ramach JEREMIE 2.

Bierzemy jednak jednocześnie pod uwagę, że wartość środków przyznanych Funduszowi w ramach programu JEREMIE 2 (w pierwszej turze ma to być 12 mln zł, z opcją uzyskania kolejnych 12 mln zł), nawet przy uwzględnieniu możliwości zastosowania wobec tych środków mnożnika (tj. utrzymywania portfela poręczeń aktywnych o wartości kilkukrotnie wyższej niż wartość otrzymanych środków) jest niewielka w stosunku do skali akcji poręczeniowej prowadzonej przez POLFUND. W przypadku jeśli Fundusz zechce ponownie istotnie zwiększyć łączną wartość

portfela poręczeń, w perspektywie średnioterminowej może to skutkować wzrostem wartości mnożnika kapitału własnego powyżej bieżących poziomów.

Dywersyfikacja portfela poręczeń

Przeciętna wartość aktywnych poręczeń [16] znajdujących się w portfelu POLFUND oscylowała w zakresie ok. 85-130 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 [17] oraz do kapitału poręczeniowego [18]. Wskaźniki te obrazują bardzo dobrą ogólną dywersyfikację portfela poręczeń Funduszu.

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

- 1) w przypadku poręczenia z reporeczeniem – 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 kw. 2019 r. powyższe limity odpowiadały odpowiednio: 4,2% i 2,1% wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego oraz 4,5% i 2,3% skorygowanego kapitału 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) POLFUND może przeznaczyć łącznie do 18,5% kapitału i zastosować maksymalny 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. 1,5% kapitału poręczeniowego.

Przeciętna największa ekspozycja na ryzyko jednego z 20 największych klientów Funduszu utrzymywała się w ostatnich latach na stosunkowo stabilnym poziomie 1-1,4 mln zł [21]. Suma wartości ekspozycji POLFUND na 20 największych klientów [19] wynosiła ok. 20-26 mln zł, co stanowiło równowartość 11-18% portfela poręczeń [22]. Wartość części z w/w poręczeń obciążająca ryzyko własne Funduszu [20] odpowiadała przy tym równowartości ok. 15-22% [24] 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.

Wypłaty 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 czasie przeznaczonym na windykację własną banku określonym w umowie. Po tym terminie bank składa dokumentację i wniosek 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 r. wypłaty [26] 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 r. wartości wypłacanych poręczeń znacznie wzrosły i wahały się w przedziale od 0,6 do 2,6 mln zł (licząc dla czterech ostatnich kwartałów). Najwyższy poziom w odniesieniu do wartości portfela wypłaty osiągnęły w 2011 r. (było to 2,2 mln zł, co stanowiło 3,1% średniorocznej wartości portfela poręczeń aktywnych). Z kolei najwyższa wartość nominalna wypłat została osiągnięta w III kw. 2019 r. (2,6 mln zł), jednakże ze względu na istotny wzrost wartości portfela aktywnych poręczeń udział wypłaconych poręczeń (liczony dla wypłat za cztery ostatnie kwartały) stanowił tylko 1,2% wartości portfela.

Wartość odzyskanych należności z tytułu wypłaconych poręczeń ogółem (z uwzględnieniem reporeczeń) w ostatnich latach spadała z poziomu ok. 0,8 mln zł w latach 2016-2017 do poziomu

ok. 0,3 mln zł w 2018 r. i ok. 0,1 mln zł na koniec III kw. 2019 r. (liczona dla odzyskanych należności za cztery ostatnie kwartały).

Do 2012 r. Fundusz dokonywał wypłat niemal wyłącznie poręczeń na ryzyku własnym [27]. W związku z tym wskaźnik wypłat netto na ryzyku własnym do średniorocznego kapitału własnego [32] przyjmował takie same wartości jak wskaźnik wypłat netto [31]. Od 2013 r. pojawiły się regularne wypłaty poręczeń udzielonych w ramach umów z EFI/JEREMIE i od tego czasu ich udział w wypłatach ogółem stopniowo rósł. W związku z tym wypłaty poręczeń na ryzyku własnym (liczone dla czterech ostatnich kwartałów) w latach 2013-2016 odpowiadały równowartości tylko ok. 1-2% średniorocznego kapitału własnego spółki [32], a w 2017 r. wartość ta oscylowała wokół zera (okresowo Fundusz odzyskiwał więcej należności z tytułu wypłaconych poręczeń na ryzyku własnym niż dokonywał nowych wypłat). Od końca 2018 r. wskaźnik ten ponownie rósł z 0,3% do 1,1% na koniec III kw. 2019 r.

Ogólną szkodowość portfela poręczeń POLFUND oceniamy jako stosunkowo niską, co – biorąc jednocześnie pod uwagę niski poziom skorygowanych mnożników kapitału własnego oraz kapitału poręczeniowego – z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu zaliczamy do czynników pozytywnych.

Rentowność kapitału

Skorygowany wynik finansowy POLFUND w ciągu ostatnich dziesięciu lat był stale dodatni i wahał się w zakresie 0,6-3,5 mln zł. Przekładało się to na rentowność kapitału własnego spółki w poszczególnych latach na poziomie od 0,7% do 4,6%. Po trzech kwartałach 2019 r. skorygowany wynik netto wyniósł ok. 1,3 mln zł, przy czym wynik liczony narastająco dla czterech ostatnich kwartałów wyniósł 1,1 mln zł, co implikuje wskaźnik rentowności na poziomie 1,1%.

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 poręczeniowych środowisko rekordowo niskich stóp procentowych (co negatywnie wpływa na poziom dochodów z lokat środków pieniężnych) 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.

Odnosnie 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 rezerw według stanu na koniec lat 2016-2018 oraz na koniec III kw. 2019 r. przedstawia tabela nr 3.7.

Tabela 3.7 POLFUND FPK S.A. - wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
Rezerwy celowe (tys. zł)	7 465,6	8 352,5	8 887,0	7 346,8
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	2 128,6	2 619,6	2 953,8	2 837,9
Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)	9 594,2	10 972,1	11 840,9	10 184,7
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia na ryz. własnym	7,1%	7,0%	7,6%	5,6%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Akt. poręcz. na ryz. własnym	2,0%	2,2%	2,5%	2,1%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	9,2%	9,2%	10,1%	7,7%
Rezerwy celowe / Kapitał poręczeniowy	8,5%	9,4%	9,7%	7,9%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Kapitał poręczeniowy	2,4%	2,9%	3,2%	3,1%
Rezerwy razem / Kapitał poręczeniowy	11,0%	12,3%	13,0%	11,0%

Źródło: POLFUND FPK S.A., obliczenia własne

Analizując wartość utworzonych przez POLFUND rezerw celowych należy wziąć pod uwagę, że (zgodnie z powszechnie obowiązującymi zasadami w tym zakresie) w przypadku poręczeń reporeczanych w ramach umów z EFI bądź limitów JEREMIE Fundusz 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 r., 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 2011 r., 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 latach oscyluje na poziomie ok. 7-9 mln zł, co stanowi równowartość ok. 5,6-7,6% 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.

Od ponad 10 lat Fundusz utrzymuje rezerwy powyżej poziomu 4% i w tym okresie nie było potrzeby doliczania dodatkowych rezerw celowych.

3.5 Ocena czynników niefinansowych

Koniunktura gospodarcza

W latach 2017-2018 obserwowana była poprawa koniunktury gospodarczej wyrażona wzrostem dynamiki PKB do stosunkowo wysokich poziomów (odpowiednio: 4,8% oraz ok. 5%). Skutkowało to przy tym dużym wzrostem popytu na pracę i tym samym – silnym spadkiem bezrobocia.

W wielu firmach pojawiły się problemy ze znalezieniem odpowiedniej liczby pracowników, w efekcie czego przedsiębiorstwa musiały konkurować o pracowników za pomocą systematycznych podwyżek wynagrodzeń. Przy jednoczesnym wzroście cen wielu surowców i materiałów, przełożyło się to – pomimo wzrostu przychodów ze sprzedaży – na pogorszenie wypracowywanych marż. Dotyczyło to w szczególności przedsiębiorstw w sektora MŚP – czyli klientów funduszy poręczeniowych.

W 2019 r. nastąpiło lekkie spowolnienie wzrostu PKB (do ok. 4%), które prawdopodobnie będzie kontynuowane w roku 2020. Wolniejszy wzrost może jednak jednocześnie przyczynić się do częściowego złagodzenia napięć na rynku pracy i wpłynąć na spowolnienie dynamiki wzrostu wynagrodzeń. Będzie to szansą dla wielu przedsiębiorstw na przeprowadzenie działań restrukturyzacyjnych mających na celu poprawę rentowności.

W dłuższej perspektywie czasu zagrożeniem dla utrzymania dotychczasowej, stale stosunkowo wysokiej dynamiki wzrostu PKB Polski może okazać się ryzyko wystąpienia kolejnego kryzysu finansowego w gospodarce światowej, związanego m.in. z nadmiernym zadłużeniem występującym w wielu krajach (w tym w szczególności w Chinach). Z uwagi na fakt, że polska gospodarka jest silnie połączona (poprzez wysoki poziom eksportu i importu towarów i usług) z rynkami zagranicznymi (w tym w szczególności z Unią Europejską), wystąpienie ewentualnego kryzysu finansowego na świecie przełożyłoby się silnie na koniunkturę i sytuację przedsiębiorstw w kraju.

Z punktu widzenia osiągniętych przez fundusze poręczeniowe wyników finansowych istotnym czynnikiem makroekonomicznym jest także utrzymujące się rekordowo niskie oprocentowanie depozytów bankowych. Należy spodziewać się, że bardzo niskie oprocentowanie lokat bankowych oraz stopy procentowe będą utrzymywały 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 działalności operacyjnej (tj. od 2001 r.) sytuacja finansowa Funduszu była bardzo dobra i stabilna. W ciągu ostatnich 10 lat skorygowany mnożnik kapitału własnego 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 r. 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 r. 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 POLFUND inwestycji.

Strukturę lokat na koniec III kw. 2019 r. w podziale na poszczególne instytucje finansowe przedstawia wykres 3.4.

Środki pieniężne Funduszu ulokowane były w ośmiu bankach, z czego udział pięciu z nich przekraczał 1%. Również w poprzednich latach Fundusz lokował środki co najmniej w 4-5 różnych bankach.

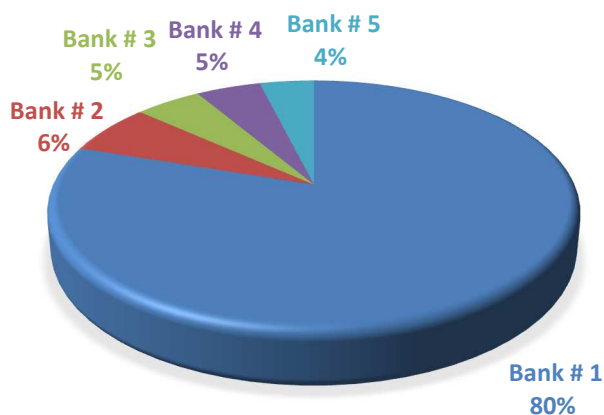
Od początku 2016 r. udział największego banku w strukturze portfela lokat należy jednak ocenić jako zbyt wysoki (od I kw. 2016 r. do III kw. 2019 r. widoczny jest wzrost udziału największego banku z ok. 55% do ok. 80%). Ogólną dywersyfikację portfela lokat oceniamy zatem jako niewystarczającą.

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

Wykres 3.4

Struktura inwestycji na koniec III kw. 2019 r.



Źródło: POLFUND FPK S.A., obliczenia własne

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 ratingi kredytowe na poziomie BBB lub wyższym. Jednakże koncentrację portfela lokat oceniamy jako zbyt wysoką.**

Struktura branżowa poręczeń

Zestawienie portfela poręczeń aktywnych POLFUND S.A. w podziale na główne sektory gospodarki w latach 2016-2018 oraz na koniec III kw. 2019 r. przedstawia tabela nr 3.9.

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

Branża	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
usługi (w tym transport)	33,6%	35,2%	39,1%	43,2%
handel	33,6%	34,2%	33,5%	30,1%
produkcja	22,3%	18,6%	15,1%	17,3%
budownictwo	8,1%	9,9%	10,2%	7,4%
inne	2,3%	2,0%	2,1%	2,0%
Razem	100,0%	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, za wyjątkiem III kw. 2019 r. (lekkie przekroczenie w sektorze usług). Dywersyfikację udzielonych przez POLFUND poręczeń w podziale na poszczególne sektory gospodarki oceniamy nadal 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 reporęczanych 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;
- „Zasady (polityka) rachunkowości 2018” – stanowi opis przyjętych i stosowanych przez Fundusz zasad (polityki) rachunkowości dopuszczonych przez ustawę o rachunkowości;
- „Opis ewidencji poręczeń JEREMIE 2” – zawiera opis ewidencji poręczeń i rozliczania kosztów zarządzania dla potrzeb informacyjnych Zarządu oraz procedurę sprawozdawczą.

Generalnie obowiązujące w POLFUND 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 kw. 2019 r. 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 mln zł) ze środków unijnych w ramach Regionalnych Programów Operacyjnych na lata 2007-2013 oraz 2014-2020, realizowanych m.in. na zasadach określonych przez tzw. „inicjatywę JEREMIE”. Program ten polegał na udzielaniu funduszom poręczeniowym reporeczeń z puli środków pieniężnych będących w zarządzaniu tzw. menedżera projektu (BGK). Reporeczenia udzielane były 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 S.A. (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 r. 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.

Ponadto, w 2018 r. 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 r. 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. Fundusz otrzyma dofinansowanie zwrotne w wysokości 4 mln zł, a wkład własny wyniesie minimum 819 tys. zł. Pierwsza transza w wys. 2 mln zł została przekazana w III kw. 2018 r., a kolejne 2 mln zł zostały udostępnione w III kw. 2019 r. 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 20,1 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 r. 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. Pierwsza transza w wys. 2 mln zł została przekazana w III kw. 2018 r. 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 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 r. 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. Pierwsza transza w wys. 2 mln zł została przekazana w IV kw. 2018 r. 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 r. Fundusz podpisał z Zachodniopomorską Agencją Rozwoju Regionalnego S.A. 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 miesięcy 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.

Realizacja powyższych programów powinna wpłynąć na obniżenie sumy poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu, a co się z tym wiąże na spadek skorygowanego mnożnika kapitału własnego.

Niekorzystny wpływ na skalę działalności poręczeniowej Funduszu może mieć natomiast wprowadzanie konkurencyjnych produktów systemowych, dystrybuowanych centralnie m.in. przez BGK, takich jak: Portfelowa Linia Gwarancyjna de minimis, linia gwarancji COSME ze środków Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego, gwarancja BIZNESMAX w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój czy gwarancje w ramach Funduszu Gwarancyjnego dla rozwoju innowacyjności MŚP (FG POIG). Poręczenia te charakteryzuje ogólnokrajowy zasięg i niskie prowizje, co powoduje, że funduszom poręczeniowym jest bardzo ciężko z nimi konkurować.

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

Również strukturę pasywów spółki należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe: kapitał własny stanowi ponad 80% pasywów, spółka nie ma żadnego zadłużenia oprocentowanego, a na łączne zobowiązania i rezerwy składają się niemal w całości rezerwy związane z udzielonymi poręczeniami oraz otrzymane transze dofinansowania zwrotnego od menedżera projektów (BGK). **Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego strukturę pasywów Funduszu również oceniamy pozytywnie.**

Wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego (który w przypadku POLFUND do II kw. 2018 r. był tożsamy z mnożnikiem kapitału własnego) w ciągu dziesięciu ostatnich lat kształtowała się na dość stabilnym oraz niskim i bardzo bezpiecznym poziomie 0,9-1,4. Na koniec III kw. 2019 r. skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego i mnożnik kapitału własnego wynosiły odpowiednio 1,31 i 1,42. **Pomimo lekkiego wzrostu, jaki nastąpił w ciągu kilku ostatnich lat, obecną realną ekspozycję Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń, mierzoną relacją poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu do posiadanego kapitału własnego spółki (skorygowany mnożnik kapitału własnego), oceniamy jako wciąż 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 oceniamy jako stosunkowo niską, co również korzystnie wpływa na ocenę ratingową Funduszu. Najwyższe wartości wypłat poręczeń Fundusz zanotował w 2011, 2016 oraz w III kw. 2019 r. (liczone dla wypłat za cztery ostatnie kwartały), przy czym tylko raz (w 2011 r.) przekroczyły one równowartość 3% portfela aktywnych poręczeń. W ciągu pięciu ostatnich lat szkodowość brutto portfela poręczeń ustabilizowała na niskim poziomie ok. 0,3-1,5%.

Skorygowany wynik finansowy POLFUND w ciągu ostatnich dziesięciu lat był stale dodatni i wahał się w zakresie 0,6-3,5 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 niekrytyczne dla funduszy poręczeniowych 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 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 większości województw wsparcia funduszy poręczeniowych ze środków z perspektywy unijnej na lata 2007-2013, a także niedawno uruchomione wsparcie w ramach kolejnej perspektywy na lata 2014-2020. W przypadku POLFUND ryzyko z tym związane zmniejsza fakt, że w 2018 r. 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. Choć wartość otrzymanego przez POLFUND wsparcia EuroRating ocenia jako relatywnie niską w stosunku do skali prowadzonej przez Fundusz akcji poręczeniowej, to rozpoczęcie udzielania poręczeń w ramach nowych programów w perspektywie średnioterminowej może pozwolić Funduszowi na zmniejszenie realnej ekspozycji własnej na ryzyko poręczeń, co powinno skutkować (przynajmniej czasowym) obniżeniem się poziomu mnożników kapitałowych.

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. 21.01.2020 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: ewentualne zmniejszenie ekspozycji własnej Funduszu na ryzyko poręczeń oraz obniżenie skorygowanego mnożnika kapitałowego istotnie poniżej poziomu 1,0; trwałe obniżenie szkodowości portfela poręczeń; ewentualną 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 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 z dnia 26.06.2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych – Rozporządzenie CRR) w Unii Europejskiej, co oznacza, iż ratingi kredytowe nadawane przez EuroRating mogą być stosowane przez instytucje finansowe do celów regulacyjnych w pełnym zakresie w całej UE i są równe ratingom wystawionym przez inne agencje uznane przez ESMA, bez terytorialnych lub innych ograniczeń.

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

Rating kredytowy nadany 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 trzecie.

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 do oceny funduszy poręczeniowych prezentowany jest w serwisie internetowym agencji (www.EuroRating.com) w sekcji „Ratingi kredytowe”–„Metodologia”. Definicje ratingowe oraz skala ratingowa stosowana przez EuroRating są publikowane w serwisie internetowym agencji w sekcji „Ratingi kredytowe”–„Skala ratingowa”.

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