

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

**Raport ratingowy**

Aktualny rating kredytowy	Perspektywa ratingu
A+	stabilna

**EuroRating**

**Warszawa**

**04.11.2020 r.**

## 1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym

### 1.1 Aktualny rating oraz historia ratingu Funduszu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data aktualizacji*
<b>A+</b>	<b>stabilna</b>	<b>04.11.2020</b>
A+	stabilna	31.07.2020
A+	stabilna	06.05.2020
A+	stabilna	14.01.2020
A+	stabilna	18.10.2019
A+	stabilna	25.07.2019
A+	stabilna	17.04.2019
A+	stabilna	14.01.2019
A+	stabilna	12.10.2018
A+	stabilna	17.07.2018
A+	stabilna	25.05.2018
A+	stabilna	02.02.2018
A+	stabilna	17.10.2017
A+	stabilna	27.07.2017
A+	stabilna	11.05.2017
A+	stabilna	15.02.2017
A+	stabilna	06.10.2009

\* w tabeli pominięte zostały aktualizacje ratingu sprzed roku 2017 nieskutkujące zmianą poziomu ratingu lub jego perspektywy

Źródło: EuroRating

#### Główny analityk ratingowy

Robert Pieńkoś

*Analityk Ratingowy*

tel.: +48 22 349 21 46

e-mail: robert.pienkos@eurorating.com

#### Przewodniczący Komitetu Ratingowego

Adam Dobosz

*Analityk Ratingowy*

tel.: +48 22 349 24 33

e-mail: adam.dobosz@eurorating.com

### 1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

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

## 2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie

### 2.1 Dane rejestrowe

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

Siedziba Funduszu mieści się w Szczecinie, pl. Brama Portowa 1. Zarząd spółki od momentu jej powstania jest jednoosobowy – od lipca 2004 roku funkcję Prezesa Zarządu pełni pan Adam Badach.

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

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

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

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

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

### 2.2 Historia i przedmiot działalności

„Fundusz Pomerania” Sp. z o.o. powstał w 2002 roku pod firmą Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. z inicjatywy Urzędu Marszałkowskiego Województwa Zachodniopomorskiego oraz Koszalińskiej Agencji Rozwoju Regionalnego S.A. Kapitał założycielski spółki wynosił 100 tys. zł. Do końca 2008 roku miało miejsce 5 podwyższeń kapitału zakładowego.

Swoje udziały zwiększyło o 3,6 mln zł województwo zachodniopomorskie. Ponadto udziały za 1,5 mln zł nabyła Polska Fundacja Przedsiębiorczości, a za 5 mln zł – BGK.

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

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

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

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

W 2018 roku Fundusz podpisał trzy umowy operacyjne na środki pochodzące z Zachodniopomorskiego Funduszu Rozwoju (ZFR) na łączną kwotę 52 mln zł, których realizacja rozpoczęła się w IV kw. 2018 roku. Są to produkty reporeczeniowe, których warunki są zbliżone do dotychczasowych w ramach JEREMIE.

Podstawowym celem Funduszu jest wspieranie rozwoju sektora mikro, małych i średnich przedsiębiorstw z terenu województwa zachodniopomorskiego poprzez ułatwianie im dostępu do zewnętrznego finansowania dzięki udzielanym przez Fundusz poręczeniom kredytów i pożyczek. W ostatnich latach Fundusz rozwijał działalność poręczeniową w zakresie produktów poręczeniowych nakierowanych na inwestycje przedsiębiorstw, na ich bieżącą działalność, na rozwój województwa, na wsparcie *start-up*-ów oraz na wadła przetargowe w ramach ustawy PZP.

„Fundusz Pomerania” nie jest przedsiębiorstwem nastawionym na maksymalizację zysku, a wszelkie ewentualne wypracowywane nadwyżki finansowe przeznaczone są na prowadzenie działalności statutowej (organizacja typu *not-for-profit*).

### **3. Analiza ekonomiczno-finansowa**

#### **3.1 Rachunek zysków i strat**

Rachunek zysków i strat Funduszu za lata 2017-2019 oraz za I poł. 2020 r. przedstawia tabela nr 3.1.

#### **Przychody ze sprzedaży**

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

W latach 2014-2017 przychody netto ze sprzedaży produktów oscylowały w zakresie 150-250 tys. zł. W 2018 roku przychody netto ze sprzedaży produktów wzrosły ponad dwukrotnie (do 553,5 tys. zł). Związane było to z rozpoczęciem udzielania poręczeń w ramach środków pochodzących z Zachodniopomorskiego Funduszu Rozwoju (z końcem 2018 r. Fundusz do przychodów ze sprzedaży zalicza już przychody z projektu ZFR). W 2019 r. przychody ponownie wzrosły ponad dwukrotnie do 1,3 mln zł, a w I połowie 2020 r. wyniosły 655,7 tys. zł.

#### **Koszty operacyjne**

Struktura kosztów rodzajowych Funduszu jest typowa dla działalności funduszy poręczeniowych. Głównym składnikiem kosztów są wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne, stanowiące w ostatnich latach łącznie ok. 55-70% ogółu kosztów operacyjnych. Drugim istotnym składnikiem kosztów są usługi obce, z udziałem na poziomie ok. 25-30%.

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

W 2016 roku strata na tym poziomie RZiS zmniejszyła się do nieco ponad 0,9 mln zł. Poprawa wyniku w tym okresie była zarówno rezultatem wzrostu łącznych przychodów ze sprzedaży (głównie w wyniku wzrostu wartości rozliczeń związanych z JEREMIE w poz. A.III RZiS), jak i niższych niż rok wcześniej o 0,2 mln zł kosztów operacyjnych. W latach 2017-2018 wartość straty brutto ze sprzedaży utrzymała się na zbliżonym poziomie. W 2019 roku strata ze sprzedaży (-259 tys. zł) była istotnie mniejsza niż w roku poprzednim, na co wpływ miał wzrost przychodów ze sprzedaży.

Generalnie ujemny wynik brutto ze sprzedaży traktujemy jako zjawisko typowe dla działalności funduszy poręczeniowych nienastawionych na maksymalizację zysku. Obecna wartość straty ze sprzedaży (stanowiąca równowartość ok. 0,4% skorygowanego kapitału poręczeniowego) nie budzi przy tym naszych obaw.

**Tabela 3.1 „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o.**  
– rachunek zysków i strat za lata 2017-2019\* oraz za I połowę 2020 r.

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2017	Za rok 2018	Za rok 2019	Za okres I-VI.2020
<b>A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>1 534,9</b>	<b>1 426,5</b>	<b>1 965,6</b>	<b>939,7</b>
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	247,3	553,5	1 330,0	655,7
II. Zmiana stanu produktów	215,0	(229,9)	50,5	(20,6)
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	1 072,6	1 102,9	585,1	304,6
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
<b>B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ</b>	<b>2 498,4</b>	<b>2 344,7</b>	<b>2 224,3</b>	<b>1 045,4</b>
I. Amortyzacja	32,8	13,6	16,9	14,0
II. Zużycie materiałów i energii	42,2	55,7	58,0	22,1
III. Usługi obce	626,0	634,5	488,5	319,5
IV. Podatki i opłaty	8,3	1,8	1,1	1,0
V. Wynagrodzenia	1 323,8	1 229,3	1 289,8	562,2
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	250,9	282,6	259,7	109,2
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	214,4	127,2	110,4	17,3
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
<b>C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>(963,5)</b>	<b>(918,2)</b>	<b>(258,8)</b>	<b>(105,7)</b>
<b>D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE</b>	<b>2 147,5</b>	<b>1 934,6</b>	<b>2 320,1</b>	<b>591,8</b>
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	4,9	5,4	2,8
II. Dotacje	1 072,6	1 102,9	584,8	304,6
III. Inne przychody operacyjne	1 074,9	826,8	1 729,8	284,4
<b>E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE</b>	<b>1 725,6</b>	<b>1 578,9</b>	<b>2 624,8</b>	<b>493,3</b>
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	181,1	83,5	1 222,4	4,6
III. Inne koszty operacyjne	1 544,5	1 495,5	1 402,5	488,7
<b>F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ</b>	<b>(541,7)</b>	<b>(562,5)</b>	<b>(563,5)</b>	<b>(7,2)</b>
<b>G. PRZYCHODY FINANSOWE</b>	<b>621,4</b>	<b>597,3</b>	<b>602,5</b>	<b>270,2</b>
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	621,4	597,3	602,5	270,2
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	-	-	-	-
<b>H. KOSZTY FINANSOWE</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
I. Odsetki	0,0	-	-	0,0
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	-	0,0	0,1	-
<b>I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ</b>	<b>79,7</b>	<b>34,8</b>	<b>38,8</b>	<b>263,0</b>
<b>J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>K. ZYSK (STRATA) BRUTTO</b>	<b>79,7</b>	<b>34,8</b>	<b>38,8</b>	<b>263,0</b>
<b>L. PODATEK DOCHODOWY</b>	<b>23,3</b>	<b>-</b>	<b>9,5</b>	<b>22,6</b>
<b>M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIJSZ. ZYSKU</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>N. ZYSK (STRATA) NETTO</b>	<b>56,4</b>	<b>34,8</b>	<b>29,4</b>	<b>240,4</b>

Źródło: „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o., \* sprawozdania finansowe za lata 2017-2019 zaudytowane

## Pozostałe przychody i koszty operacyjne

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

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

## Przychody i koszty finansowe

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

Od 2013 roku Fundusz ponownie wykazuje w przychodach finansowych jedynie odsetki od lokat, przy czym w ciągu ostatnich siedmiu lat ich wartość znacznie zmalała (z 1,64 mln zł w 2012 roku do 0,6 mln zł w 2019 roku), co jest konsekwencją ogólnego spadku oprocentowania bankowych depozytów terminowych. W I połowie 2020 r. przychody z tytułu odsetek uległy dalszej erozji na skutek obniżki stóp procentowych NBP do niemal zerowego poziomu. W najbliższym okresie należy spodziewać się kontynuacji spadku przychodów finansowych osiąganym przez Fundusz, co będzie wywierało negatywny wpływ na jego wynik netto.

W ostatnich latach Fundusz wykazywał jedynie znikome kwoty w pozycji kosztów finansowych, na które składały się głównie odsetki od zwrotu środków z dotacji POKL i różnice kursowe.

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

## Wynik finansowy

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

poręczeniowego (jeśli były księgowane przez RZiS) oraz ewentualne bezpośrednie odpisy kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych. W przypadku Funduszy wykazujących niskie stany rezerw celowych w odniesieniu do portfela poręczeń na ryzyku własnym dokonujemy także korekty wyniku finansowego o zmianę salda rezerw dodatkowo doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu.

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

Skorygowany wynik finansowy Funduszu do roku 2011 przyjmował generalnie wartości ujemne. W latach 2012-2014 (m.in. na skutek systematycznego zmniejszania się stanu rezerw celowych) skorygowany wynik netto był dodatni i charakteryzował się tendencją wzrostową.

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

Skorygowany wynik finansowy za lata 2017-2019 oraz za I poł. 2020 r. przedstawia tabela 3.2.

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

Lp.	Wynik skorygowany (tys. zł)	2017	2018	2019	I-VI.2020
1	Księgowy wynik netto	56,4	34,8	29,4	240,4
2	Korekta o zmianę salda rezerwy na ryzyko ogólne	25,4	-332,4	-16,7	55,0
3	Korekta o odpisy w ciężar KSP netto	7,1	-26,2	-613,6	-264,2
4	Korekta o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych	-142,5	-370,3	280,2	122,1
<b>5</b>	<b>Wynik skorygowany = [1] + [2] + [3] + [4]</b>	<b>-53,6</b>	<b>-694,1</b>	<b>-320,7</b>	<b>153,3</b>

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

Od 2016 do 2019 roku „Fundusz Pomerania” osiągał stale ujemne skorygowany wynik netto, jednak wartość generowanej straty była ogólnie niewielka w relacji do skali działalności Funduszu i posiadanych kapitałów. W I połowie 2020 r. Fundusz osiągnął stosunkowo wysoki dodatni księgowy wynik netto, co spowodowało, że skorygowany wynik netto również był dodatni.



### 3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

Bilans „Funduszu Pomerania” Sp. z o. o. zaprezentowany został w dwóch tabelach. Tabela nr 3.3 przedstawia aktywa, natomiast tabela nr 3.4 – pasywa Funduszu wg. stanu na koniec lat 2017-2019 oraz na koniec II kw. 2020 r.

**Tabela 3.3 „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o.**  
– bilans (aktywa) na koniec lat 2017-2019\* i na koniec II kw. 2020 r.

Bilans – aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2017	Na dzień 31.12.2018	Na dzień 31.12.2019	Na dzień 30.06.2020
<b>A. AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>277,5</b>	<b>1 375,2</b>	<b>10 067,0</b>	<b>5 787,1</b>
I. Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	3,7
II. Rzeczowe aktywa trwałe	25,3	22,4	9,6	166,2
III. Należności długoterminowe	46,4	46,4	12,9	75,2
IV. Inwestycje długoterminowe	205,8	1 305,8	10 042,6	5 540,3
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	0,6	1,9	1,6
<b>B. AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>31 893,2</b>	<b>30 652,9</b>	<b>21 792,8</b>	<b>26 212,8</b>
I. Zapasy	1,2	1,2	1,2	1,2
II. Należności krótkoterminowe	439,5	429,9	458,4	392,9
1. Należności od jednostek powiązanych	1,1	-	0,1	-
2. Należności od pozostałych jednostek	438,4	429,9	458,3	392,9
a) z tytułu dostaw i usług	27,5	181,4	251,6	259,0
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	35,5	98,0	23,8	0,0
c) inne	375,4	150,6	182,9	133,9
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	30 836,0	29 834,6	20 896,1	25 401,9
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	30 836,0	29 834,6	20 896,1	25 401,9
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	24 210,7	20 704,8	14 205,5	14 048,7
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	6 625,3	9 129,7	6 690,6	11 353,2
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	616,6	387,2	437,1	416,7
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>32 170,8</b>	<b>32 028,1</b>	<b>31 859,8</b>	<b>31 999,8</b>

Źródło: „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o., \* sprawozdania finansowe za lata 2017-2019 zaudytowane

### Aktywa

Wartość aktywów „Funduszu Pomerania” od ok. 10 lat utrzymuje się na bardzo stabilnym poziomie ok. 30-32 mln zł. Struktura aktywów jest typowa dla działalności prowadzonej przez fundusz poręczeniowy – majątek spółki stanowią niemal w całości aktywa krótkoterminowe (środki pieniężne). Na majątek trwały, stanowiący do 2017 roku jedynie 0,5-1,0% łącznych aktywów, składały się głównie rzeczowe aktywa trwałe, inwestycje długoterminowe (dotyczące obejmowanych przez „Fundusz Pomerania” udziałów w spółkach: Krajowa Grupa Poręczeniowa Sp. z o.o. i „Pożyczki Zachodniopomorskie” Sp. z o.o.), a także należności długoterminowe (kaucje od kontrahentów i za wynajem lokalu, w którym mieści się siedziba spółki). W latach 2018-2019

udział majątku trwałego w łącznej wartości aktywów wzrósł z 4% do 32%, na skutek dokonanych inwestycji w długoterminowe aktywa finansowe o zapadalności powyżej 12 miesięcy. W I połowie 2020 r. udział aktywów trwałych obniżył się do 18%.

Na aktywa obrotowe Funduszu składają się niemal wyłącznie inwestycje krótkoterminowe w postaci środków pieniężnych na rachunkach bankowych oraz lokat terminowych. Ponadto w aktywach obrotowych jako rozliczenia międzyokresowe wykazywane są m.in. pozostałe do rozliczenia koszty JEREMIE. Od 2014 roku Fundusz wykazuje także istotne kwoty „innych należności krótkoterminowych” (poz. B.II.2.c) dotyczące głównie należności z tytułu reporeczeń w ramach JEREMIE oraz rozrachunków z ZARR.

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

## **Pasywa**

Struktura finansowania działalności „Funduszu Pomerania” nie odbiega od typowej dla funduszy poręczeniowych. Zdecydowaną większość (ok. 90-95%) pasywów stanowi kapitał własny (obejmujący również otrzymane przez Fundusz dotacje z PARP oraz subwencję z ANR, które zaksięgowane zostały w pozycji A.X pasywów – „kapitał specjalnego przeznaczenia”).

W latach 2012-2018 wartość rezerw obniżyła się istotnie, głównie na skutek dokonanych stosunkowo wysokich wypłat poręczeń. Na koniec 2019 r. i w I połowie 2020 r. pozycja ta lekko wzrosła i stanowiła ok. 4% sumy pasywów.

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

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

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

Tabela 3.4 „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o.

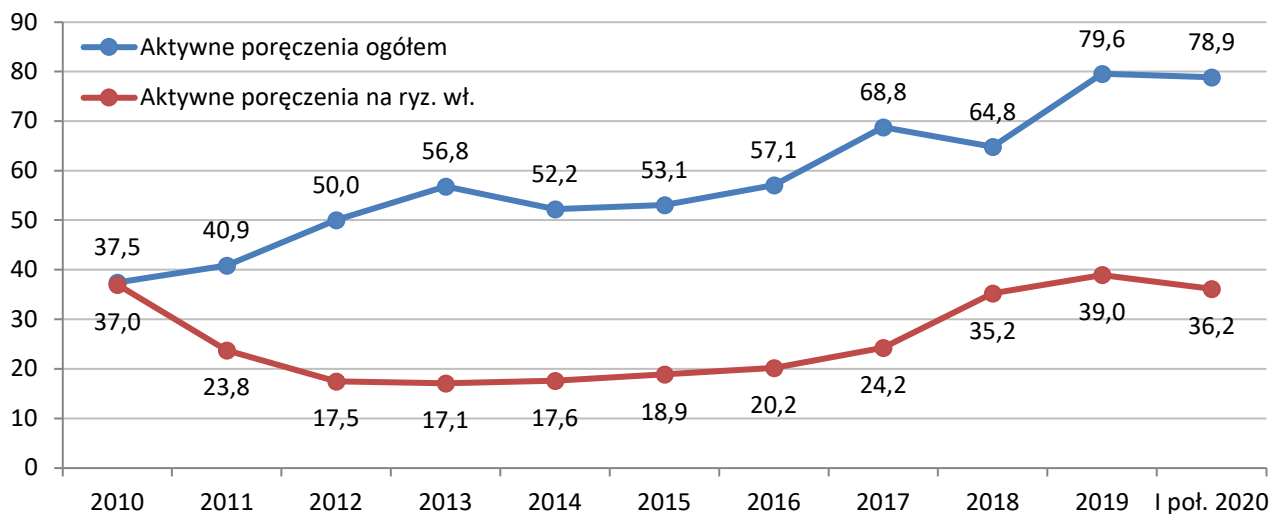
– bilans (pasywa) na koniec lat 2017-2019\* i na koniec I poł. 2020 r.

Bilans – Pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2017	Na dzień 31.12.2018	Na dzień 31.12.2019	Na dzień 30.06.2020
<b>A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY</b>	<b>30 840,6</b>	<b>30 936,9</b>	<b>30 431,3</b>	<b>30 477,2</b>
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	10 650,0	12 150,0	12 150,0	12 150,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	2 818,8	3 084,0	3 118,8	3 118,8
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	1 500,0	-	-	-
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	208,8	98,0	181,9	280,9
VIII. Zysk (strata) netto	56,4	34,8	29,4	240,4
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
X. Kapitał specjalnego przeznaczenia	15 606,6	15 570,2	14 951,2	14 687,0
<b>B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA</b>	<b>1 330,1</b>	<b>1 091,2</b>	<b>1 428,5</b>	<b>1 522,7</b>
I. Rezerwy na zobowiązania	1 185,9	922,8	1 336,5	1 401,2
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	1 185,9	922,8	1 336,5	1 401,2
II. Zobowiązania długoterminowe	-	-	-	-
III. Zobowiązania krótkoterminowe	132,8	166,8	91,0	120,5
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	132,8	166,8	91,0	120,5
- kredyty i pożyczki	-	-	-	-
- z tytułu dostaw i usług	33,2	44,7	22,7	37,7
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	86,0	58,7	52,4	64,2
- z tytułu wynagrodzeń	5,9	11,2	11,3	12,7
- inne	7,7	52,1	4,7	6,0
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	11,4	1,7	1,0	1,0
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>32 170,8</b>	<b>32 028,1</b>	<b>31 859,8</b>	<b>31 999,8</b>

Źródło: „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o., \* sprawozdania finansowe za lata 2017-2019 zaudytowane

## Pozycje pozabilansowe

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



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

Udzielane przez Fundusz poręczenia wykazywane są jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe.

Wartość portfela aktywnych poręczeń udzielonych przez „Fundusz Pomerania” rosła dynamicznie do roku 2008, kiedy przekroczyła po raz pierwszy poziom 50 mln zł. W ciągu kolejnych dwóch lat miał miejsce spadek wartości portfela poręczeń (do 37,5 mln zł). Od 2010 roku wartość łącznego portfela poręczeń charakteryzowała się w większości okresów ponownie tendencją wzrostową, osiągając w II kw. 2019 r. najwyższą dotychczas wartość 81,2 mln zł. Następnie ustabilizowała się na poziomie ok. 79 mln zł w I połowie 2020 r.

Należy przy tym zaznaczyć, że do końca 2017 r. znacząca większość (70-95%) udzielonych poręczeń podlegała reporęczeniu w ramach JEREMIE. Od IV kw. 2018 r. część poręczeń (w I połowie 2020 r. było to ok. 50%) jest reporęczana w ramach nowego projektu ZFR. Fundusz planuje, że w latach 2019-2021 większość udzielanych poręczeń (60-70%) podlegać będzie reporęczeniu w ramach ZFR. Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu fakt ten oceniamy pozytywnie, bowiem poręczenia reporęczane w ramach ZFR (wcześniej JEREMIE) dla Funduszu wiążą się ze znacznie niższym ryzykiem własnym.

### 3.3 Analiza wskaźnikowa

Wartości najważniejszych parametrów finansowych oraz analizę wskaźnikową Funduszu przedstawia tabela nr 3.5. oraz wykresy 3.2-3.3.

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

Lp.		2017	2018	2019	VI.2020
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	31 438	31 218	30 673	31 006
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	30 844	30 239	30 000	30 176
3	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	68 768	64 807	79 553	78 860
4	w tym poręczenia w ramach JEREMIE (tys. zł)	57 282	40 724	29 255	25 478
5	w tym kwota reporczana (tys. zł)	44 544	27 659	22 584	20 307
6	w tym poręczenia reporczone w ramach ZFR (tys. zł)	-	2 739	23 788	28 692
7	w tym kwota reporczana razem (tys. zł)	-	1 935	18 002	22 395
8	Aktywne poręczenia na ryzyku Funduszu	24 225	35 213	38 967	36 158
9	<b>Mnożnik 1 = [3] / [1]</b>	<b>2,19</b>	<b>2,08</b>	<b>2,59</b>	<b>2,54</b>
10	<b>Mnożnik 2 (skorygowany) = [6] / [2]</b>	<b>0,79</b>	<b>1,16</b>	<b>1,30</b>	<b>1,20</b>
11	Liczba aktywnych poręczeń	547	546	624	592
12	w tym poręczenia w ramach JEREMIE	347	239	170	141
13	w tym poręczenia reporczone w ramach ZFR	-	11	101	131
14	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	126	119	127	133
15	<b>Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,2%</b>
16	<b>Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>
17	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	12 748	13 664	15 386	14 506
18	Suma wartości 20 największych akt. poręczeń na ryz. wł. (tys. zł)	3 433	5 514	6 887	5 855
19	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	637	683	769	725
20	<b>20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia</b>	<b>18,5%</b>	<b>21,1%</b>	<b>19,3%</b>	<b>18,4%</b>
21	<b>20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *</b>	<b>41,3%</b>	<b>45,2%</b>	<b>51,3%</b>	<b>48,1%</b>
22	<b>20 największych poręczeń na ryzyku własnym / Kapitał własny *</b>	<b>11,1%</b>	<b>18,2%</b>	<b>23,0%</b>	<b>19,4%</b>
23	<b>Przeciętne największe poręczenie / Kapitał poręczeniowy *</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,4%</b>
24	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	262	84	1 499	735
25	Wart. wypłaconych por. na ryz. wł. w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	143	0	315	284
26	<b>Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan akt. poręczeń</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,1%</b>	<b>2,1%</b>	<b>0,9%</b>
27	Wartość odzyskanych należn.z tyt.poręczeń w ciągu 4 kw.(tys. zł)	880	171	167	180
28	Wart.odzysk.należn.z tyt.poręczeń na ryz.wł.w ciągu 4 kw.(tys. zł)	814	168	167	180
29	<b>Wypłacone poręczenia netto / Średni kapitał poręczeniowy *</b>	<b>-2,1%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>4,4%</b>	<b>1,9%</b>
30	<b>Wypłacone poręcz.netto na ryz.wł. / Śr.skoryg.kap.wł.spółki</b>	<b>-2,2%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,3%</b>
31	<b>Skorygowany wynik finansowy za 4 kw. / Śr.kap.wł.spółki</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>0,9%</b>

\* Wskaźniki wyliczone w oparciu o kapitał poręczeniowy skorygowany

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

### Skorygowany kapitał poręczeniowy

Według metodologii oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych stosowanej przez agencję ratingową EuroRating aktualną wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego oblicza się według formuły: skorygowany kapitał własny + otrzymane bezzwrotne dotacje na podwyższenie kapitału poręczeniowego (jeśli zostały zaksięgowane w pozycjach pasywów innych niż kapitał własny oraz w

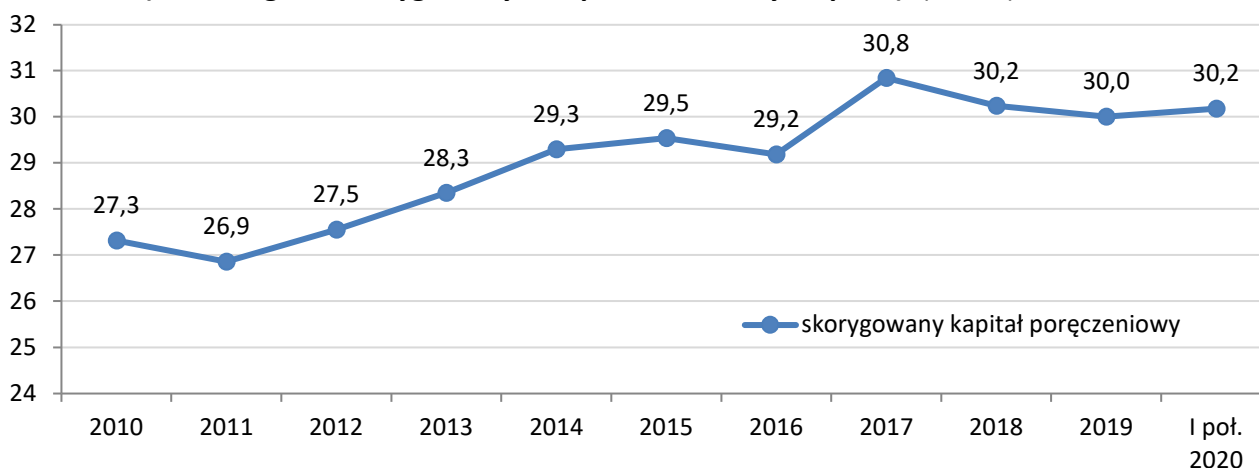
ujęciu ekonomicznym mogą być traktowane jako składnik kapitału poręczeniowego) + 75% środków zwrotnych w ramach RPO (w przypadku funduszy korzystających z tego typu wsparcia).

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

- 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;
- korekta *in minus* o kwoty 100 tys. zł i 105,8 tys. zł wykazywane w „inwestycjach długoterminowych” (poz. A.IV), dotyczące posiadanych przez Fundusz udziałów w spółkach: KGP Sp. z o.o. i „Pożyczki Zachodniopomorskie” Sp. z o.o.; przyjmujemy bowiem konserwatywne założenie, iż (ponieważ spółki te nie działają w celu maksymalizacji zysku dla udziałowców) udziały w tych spółkach nie będą miały faktycznej wartości ekonomicznej, która mogłaby w razie potrzeby zostać spieniężona na pokrycie ewentualnych zobowiązań Funduszu z tytułu udzielonych poręczeń;
- 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 kapitału własnego.

Ostatecznie wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego [2] (w przypadku „Funduszu Pomerania” tożsamego z wartością skorygowanego kapitału własnego spółki) wyliczanego przez EuroRating, służącego do obliczania wskaźników opartych na wartości kapitału poręczeniowego (zaprezentowanych na wykresie 3.2), wyniosła na koniec II kw. 2020 r. 30,2 mln zł. Była to kwota o 0,8 mln zł niższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (31,0 mln zł).

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



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

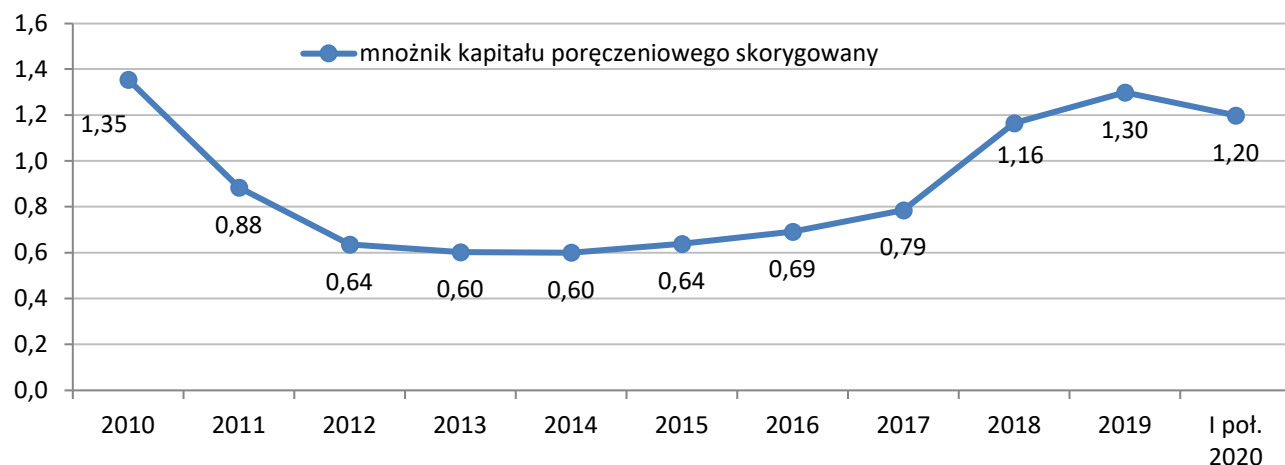
Skorygowany kapitał własny spółki utrzymywał się generalnie na stabilnym poziomie, a w latach 2011-2017 charakteryzował się nawet lekką tendencją wzrostową. W ostatnich latach ustabilizował się na poziomie ok. 30 mln zł. **Ogólną stabilną wartość kapitału własnego spółki z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego oceniamy pozytywnie.**

### Skala zaangażowania w akcję poręczeniową

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

Zgodnie z metodologią przyjętą przez EuroRating, w przypadku funduszy poręczeniowych korzystających ze wsparcia w ramach programów JEREMIE i ZFR, skorygowany mnożnik oblicza się jako relację poręczeń aktywnych będących na ryzyku własnym funduszu [8] do wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego [2]. Wartość poręczeń na ryzyku własnym funduszu oblicza się natomiast odejmując od sumy wartości wszystkich aktywnych poręczeń [3] kwoty podlegające reporeczeniu w ramach JEREMIE [5] i ZFR [7]. Jest to bowiem kwota, którą menedżer projektu JEREMIE lub ZFR zwraca funduszowi w przypadku konieczności dokonania wypłat poręczeń reporeczonych w ramach tego programu.

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



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

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

Od 2010 r. poziom mnożnika ulegał systematycznemu obniżaniu (pomimo wzrostu wartości poręczeń aktywnych, jaki następował do roku 2013), z uwagi na fakt, że zdecydowana większość udzielanych w kolejnych latach poręczeń podlegała reporeczeniu w ramach JEREMIE.



W latach 2013-2016 wartość poręczeń aktywnych ustabilizowała się na poziomie ok. 50-57 mln zł, a mnożnik kształtował się na bardzo niskim i bezpiecznym poziomie ok. 0,5-0,7. W latach 2017-2018 wartość portfela poręczeń aktywnych wzrosła (do 69 mln zł), co przełożyło się na wzrost mnożnika do 1,16 na koniec 2018 roku. W 2019 r. w wyniku dalszego wzrostu łącznej wartości poręczeń aktywnych (do ok. 80 mln zł), skorygowany mnożnik wzrósł do 1,30. W I poł. 2020 r. mnożnik spadł do 1,20, wynikało to z faktu, że znaczna część nowoudzielonych poręczeń podlegała reporeczeniom w ramach ZFR, w efekcie czego ekspozycja własna Funduszu na ryzyko poręczeń obniżyła się.

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

### **Dywersyfikacja portfela poręczeń**

Przeciętna wartość aktywnych poręczeń [14] znajdujących się w portfelu „Funduszu Pomerania” charakteryzowała się tendencją wzrostową, jednak nadal nominalną wartość średniego poręczenia (nieco ponad 130 tys. zł) należy uznać za niską i bezpieczną. Niski i bezpieczny jest także wskaźnik relacji przeciętnego poręczenia do łącznego portfela aktywnych poręczeń [15] oraz do kapitału poręczeniowego [16].

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

- 1) do kwoty 600 tys. zł dla poręczeń kredytów ze środków własnych;
- 2) do 1 mln zł dla poręczeń leasingu;
- 3) do 1,5 mln zł dla poręczeń kredytów/pożyczek/leasingów w ramach ZFR.

Według stanu na koniec II kw. 2020 r. w/w kwoty odpowiadały odpowiednio: 2,0%, 3,3% i 5,0% wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego (tożsamego ze skorygowanym kapitałem własnym spółki).

Od 2015 roku Fundusz udziela poręczeń wadialnych. Maksymalna wartość pojedynczego poręczenia wadialnego wynosi 500 tys. zł, a ograniczenie kwotowe dla pojedynczego limitu wadialnego wynosi 1 mln zł (na koniec II kw. 2020 r. kwoty te stanowiły odpowiednio 1,7% oraz 3,3% skorygowanego kapitału poręczeniowego). Ponadto maksymalne zaangażowanie Funduszu na rzecz jednego przedsiębiorcy nie może przekroczyć 3-krotności miesięcznych przychodów.

Suma wartości aktywnych poręczeń udzielonych przez „Fundusz Pomerania” 20 największym klientom [17] znacznie wzrosła w ciągu ostatnich ośmiu lat: z 5,7 mln zł na koniec 2012 r. do 14,5 mln zł na koniec I poł. 2020 r. Nadal jednak stanowi to równowartość 18,4% całego portfela



poręczeń [20] (co jest poziomem bezpiecznym) oraz 48,1% kapitału poręczeniowego [21] (poziom umiarkowany). Należy przy tym wziąć pod uwagę fakt, iż zdecydowana większość to poręczenia reporeczone w ramach JEREMIE i ZFR. Pomimo, że realna ekspozycja kapitału własnego Funduszu na ryzyko 20 największych klientów [18] wzrosła od 2014 roku, (z 0,9 mln zł do 5,9 mln zł) to stanowiła ona w ostatnim czasie równowartość zaledwie 19,4% kapitału własnego.

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

## Wyплаты poręczeń

„Fundusz Pomerania” na koniec czerwca 2020 r. miał obwowiązujące 18 umów o współpracy z instytucjami finansującymi (w tym z czterema firmami leasingowymi), przy czym w ramach jednej z umów o współpracy z grupą SGB współpracuje z Funduszem 13 banków spółdzielczych z województwa zachodniopomorskiego.

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

Pierwszych większych wypłat [24] „Fundusz Pomerania” dokonał w 2009 r. Od tego czasu sumy wypłat w poszczególnych latach ulegały dużym wahanom: od 84 tys. zł do 1,8 mln zł, co stanowiło od 0,1% do 3,9% wartości średniorocznego portfela poręczeń. W latach 2009-2012 wypłaty były w 100% pokrywane ze środków własnych. W latach 2013-2017 wypłaty w ramach środków własnych wahały się od 0% do 72%.

W 2018 roku Fundusz wypłacił poręczenia na kwotę 84 tys. zł, z czego całość dotyczyła poręczeń udzielonych w ramach JEREMIE. W 2019 r. dokonano wypłaty 11 poręczeń na łączną kwotę 1,5 mln zł, z czego tylko ok. 20% stanowiły poręczenia w ramach środków własnych. Natomiast w I połowie 2020 r. miały miejsce dwie wypłaty na łącznie ok. 190 tys. zł, niemal w całości w ramach kapitału własnego. W 2019 r. wskaźnik szkodowości brutto portfela poręczeń ponownie wzrósł do 2,1%, a na koniec II kw. 2020 r. obniżył się (licząc dla sumy wypłat z 4 ostatnich kwartałów) do poziomu 0,9%.

Wysoki udział poręczeń reporeczanych w ramach JEREMIE do 2017 r. istotnie zmniejszał realną ekspozycję Funduszu na ryzyko. Z końcem 2018 r. Fundusz rozpoczął udzielanie poręczeń reporeczanych w ramach ZFR, których udział szybko rośnie. Zgodnie z planem Funduszu do 2021 60-70% poręczeń ma być udzielana w ramach tego programu. Ponadto w Spółce obowiązują

stosunkowo restrykcyjne ograniczenia wartości poręczeń udzielanych na rzecz jednego klienta, co zmniejsza ryzyko występowania kolejnych dużych pojedynczych wypłat poręczeń (w tym w szczególności w ramach środków własnych Funduszu).

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

### **Rentowność kapitału**

Skorygowany wynik finansowy do roku 2011 przyjmował generalnie niewielkie wartości ujemne (nieprzekraczające równowartości -3% skorygowanego kapitału własnego Funduszu). W latach 2012-2014 skorygowany wynik netto był dodatni i charakteryzował się tendencją wzrostową (w roku 2014 wskaźnik rentowności kapitału osiągnął najwyższy dotychczas poziom +3%). W 2015 r. skorygowany wynik obniżył się do równowartości +0,6% kapitału własnego.

W latach 2016-2019 „Fundusz Pomerania” osiągał ujemny skorygowany wynik netto, jednak wartość generowanej straty była ogólnie niska w relacji do skali działalności Funduszu i posiadanych kapitałów – wskaźnik rentowności kapitału własnego oscylował w zakresie od -0,1% do -2,4%. Na koniec II kw. 2020 r. wskaźnik rentowności kapitału osiągnął dodatni poziom 0,9%.

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

## **3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń**

### **Polityka tworzenia rezerw**

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

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

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

Tabela 3.6 „Fundusz Pomerania” Sp. z o.o. - klasyfikacja kredytów i wskaźniki rezerw celowych

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

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

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

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

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

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

## Wartość utworzonych rezerw

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

	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Rezerwy celowe (tys. zł)	572,5	641,7	1 072,1	1 081,9
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	613,4	281,0	264,3	319,3
<b>Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)</b>	<b>1 185,9</b>	<b>922,8</b>	<b>1 336,4</b>	<b>1 401,2</b>
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia na ryz. własnym	2,4%	1,8%	2,8%	3,0%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Akt. poręcz. na ryzyku wł.	2,5%	0,8%	0,7%	0,9%
Rezerwy razem / Aktywne poręcz. na ryzyku własnym	4,9%	2,6%	3,4%	3,9%
Rezerwy celowe / Kapitał poręczeniowy	1,9%	2,1%	3,6%	3,6%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Kapitał poręczeniowy	2,0%	0,9%	0,9%	1,1%
Rezerwy razem / Kapitał poręczeniowy	3,8%	3,1%	4,5%	4,6%

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

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

Nominalna wartość rezerw celowych dotyczących poręczeń udzielonych na ryzyku Funduszu w ciągu ostatnich lat wykazywała tendencję spadkową: z ponad 3 mln zł w latach 2009-2011 (była to równowartość ok. 7,2-13,6% sumy poręczeń aktywnych na ryzyku własnym) do ok. 1,1 mln zł w II kw. 2020 r. (co odpowiadało ok. 3,0% sumy aktywnych poręczeń na ryzyku własnym).

Zgodnie ze stosowaną przez EuroRating metodologią oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych, za minimalny właściwy poziom rezerw celowych, dotyczących ryzyka wypłaty poręczeń zagrożonych, uznaje się równowartość 4% sumy poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu. Stąd też na potrzeby oceny ryzyka kredytowego „Funduszu Pomerania” uwzględniamy konieczność doliczenia w poszczególnych okresach ewentualnych dodatkowych rezerw celowych (w stosunku do wartości rezerw utworzonych przez Fundusz), tak aby wskaźnik relacji rezerw celowych do wartości poręczeń na ryzyku własnym wynosił co najmniej 4%. Stosowne wyliczenia dotyczące lat 2017-2019 oraz I połowy 2020 roku zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.8.

**Tabela 3.8 Wartość dodatkowo naliczonych rezerw na ryzyko udzielonych poręczeń**

	XII.2017	XII.2018	XII.2019	VI.2020
Wskaźnik dodatkowych rezerw celowych	1,6%	2,2%	1,2%	1,0%
Wartość dodatkowych rezerwy celowe (tys. zł)	396,5	766,8	486,6	364,4
<b>Rezerwy celowe razem* (utworz. przez Fundusz oraz dodatkowe)</b>	<b>969,0</b>	<b>1 408,5</b>	<b>1 558,7</b>	<b>1 446,3</b>
Rezerwy celowe razem* / Aktywne poręcz. na ryzyku własnym	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Rezerwy celowe razem* / Skorygowany kapitał poręczeniowy	3,1%	4,7%	5,2%	4,8%

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

Źródło: EuroRating

W przypadku „Funduszu Pomerania” ekspozycja na ryzyko własne stanowi niewielką część portfela, ze względu na fakt udzielania w zdecydowanej większości poręczeń reporeczanych w ramach JEREMIE oraz ZFR. Jednakże Fundusz dokonał w ostatnich latach wielu wypłat, które zmniejszyły poziom rezerw celowych, co w rezultacie spowodowało konieczność doliczania od końca 2015 roku dodatkowych rezerw celowych na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu.

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

Fundusz utrzymywał w ostatnich latach również rezerwę na ryzyko ogólne (na koniec II kw. 2020 r. wynosiła ona ok. 320 tys. zł). Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego tworzenie rezerwy

na ryzyko ogólne jest jednak neutralne, bowiem według metodologii stosowanej przez EuroRating wpływ tej rezerwy na wynik finansowy oraz wartość kapitału poręczeniowego podlega odpowiednim korektom w procesie analizy ryzyka.

### **3.5 Ocena czynników niefinansowych**

#### **Koniunktura gospodarcza**

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 z sektora MŚP – czyli klientów funduszy poręczeniowych.

W 2019 r. nastąpiło lekkie spowolnienie wzrostu PKB (do 4%), które według wstępnych prognoz miało być kontynuowane w 2020 roku. Ze względu jednak na wystąpienie na przełomie I i II kwartału 2020 r. światowej pandemii koronawirusa Covid-19 i związane z tym wprowadzone (również w Polsce) ograniczenia w prowadzeniu działalności bardzo wielu przedsiębiorstw i branż, spodziewane spowolnienie wzrostu zamieni się najprawdopodobniej w recesję (spadek realnego PKB). Skala pogorszenia sytuacji w polskiej gospodarce będzie jednak prawdopodobnie mniejsza niż w innych krajach. Wciąż bardzo dużym czynnikiem ryzyka jest jednak niepewność odnośnie skali rozwoju i czasu trwania drugiej fali pandemii, jaka wystąpiła na przełomie III i IV kw. 2020 r. i związana z tym możliwość ponownego wprowadzenia obostrzeń ograniczających działalność gospodarczą.

Należy zaznaczyć, że obostrzenia związane z epidemią koronawirusa uderzyły najmocniej w sektor usług i handlu – tj. w branżę, dla których fundusze poręczeniowe zwykle udzielają najwięcej poręczeń. Wiele firm (w tym szczególnie mikro-, małe i średnie) z tych sektorów może bardzo ucierpieć i w związku z tym mogą one mieć poważne problemy z utrzymaniem płynności oraz z regulowaniem zobowiązań finansowych.

Powyższe problemy zostały w pewnym stopniu złagodzone przez działania antykrzysowe podejmowane przez rząd i nadzór finansowy (zaliczyć można do nich m.in.: okresowe zwolnienie z płatności składek ZUS, udzielanie częściowo bezzwrotnych pożyczek, dofinansowania do wynagrodzeń pracowników, zawieszenie płatności części czynszów, odroczenie spłaty rat kredytów, itp.). Nie zmienia to jednak faktu, że kryzys związany z epidemią z pewnością przełoży się negatywnie na sytuację finansową i wypłacalność bardzo wielu przedsiębiorstw z sektora MŚP, które

są klientami funduszy poręczeniowych. W efekcie w ciągu kolejnych kwartałów należy spodziewać się wzrostu wskaźnika wypłat poręczeń.

Z punktu widzenia osiąganych przez fundusze poręczeniowe wyników finansowych istotnym czynnikiem makroekonomicznym jest także dalszy spadek oprocentowania depozytów bankowych. Należy spodziewać się, że niemal zerowe stopy procentowe oraz rekordowo niskie oprocentowanie lokat bankowych 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 „Fundusz Pomerania” działalności operacyjnej (tj. od roku 2003) sytuacja finansowa Funduszu była dobra i stabilna. Mnożnik kapitału własnego utrzymywał się stale na stosunkowo niskich i bezpiecznych poziomach. Portfel udzielonych przez Fundusz poręczeń charakteryzował się jak dotąd umiarkowaną szkodowością (wskaźnik szkodowości portfela poręczeń nie przekraczał dotychczas poziomu 4%).

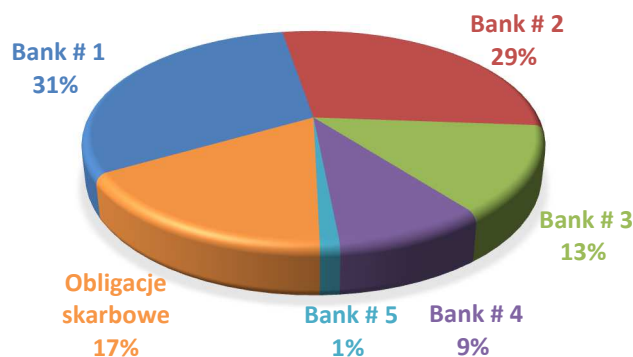
Stabilność większości pozostałych wskaźników finansowych Funduszu była dość wysoka, co należy ocenić pozytywnie. Fundusz nie miał dotychczas żadnych problemów z wywiązywaniem się z zobowiązań finansowych. Nie występowały także okresy podwyższonego ryzyka kredytowego.

### Bezpieczeństwo i efektywność lokat środków pieniężnych

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

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

Wykres 3.4 Struktura inwestycji na koniec II kw. 2020 r.



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

Środki pieniężne Funduszu na koniec II kw. 2020 r. ulokowane były w 5 bankach oraz w obligacjach skarbowych. Historycznie Fundusz lokował środki w 5-7 bankach, przy czym udział największego



banku oscylował wokół poziomu 30% łącznej wartości środków pieniężnych będących w dyspozycji Funduszu. Ogólną dywersyfikację portfela lokat możemy nadal określić jako dobrą.

Zgodnie z obowiązującym od 2018 roku regulaminem inwestowania własnych środków finansowych, maksymalne łączne limity zaangażowania w poszczególne instrumenty finansowe wynoszą: 100% dla obligacji Skarbu Państwa oraz lokat bankowych, 25% dla jednostek uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego i 15% dla obligacji komunalnych. W przypadku lokat bankowych regulamin określa, iż Fundusz może lokować środki w bankach, które posiadają nadany przez agencję ratingową rating na poziomie inwestycyjnym oraz/lub współczynnik wypłacalności na poziomie co najmniej 10%. Maksymalny poziom koncentracji środków pieniężnych Funduszu w jednym banku nie może przekroczyć 30% posiadanych środków finansowych w przypadku spełnienia obu tych warunków (limit ten nie dotyczy Banku Gospodarstwa Krajowego), natomiast w przypadku spełnienia tylko wymogu posiadania minimalnego współczynnika wypłacalności – 15%.

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

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

## Struktura branżowa poręczeń

**Tabela 3.10 „Fundusz Pomerania” – struktura branżowa aktywnych poręczeń**

Branża	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
usługi (w tym transport)	46,0%	40,7%	40,2%	37,6%
handel	24,7%	23,4%	22,1%	21,5%
budownictwo	15,5%	12,8%	15,0%	17,5%
inne	3,4%	9,8%	10,4%	11,9%
produkcja	10,3%	13,3%	12,3%	11,6%
<b>Razem</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

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

Według metodologii stosowanej przez agencję ratingową EuroRating za maksymalny bezpieczny udział jednej branży w portfelu poręczeń uznaje się 40%. Poziom ten był w latach 2012-2019 nieznacznie przekroczony dla ekspozycji na ryzyko sektora usługowego. Dywersyfikację udzielonych przez Fundusz poręczeń w podziale na poszczególne sektory gospodarki oceniamy jako zadowalającą.

## Stosowane procedury wewnętrzne

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

- „Regulamin poręczeń indywidualnych” określa ogólne zasady i procedury dotyczące udzielania poręczeń; precyzuje grono podmiotów uprawnionych do ubiegania się o poręczenie; ogranicza maksymalną wartość udzielanych poręczeń do wysokości 80% kwoty poręczanego kredytu lub pożyczki oraz łączne zaangażowanie na rzecz jednego przedsiębiorcy do wysokości 5% kapitału poręczycielskiego Funduszu (dodatkowo Fundusz stosuje ograniczenia kwotowe łącznej ekspozycji na ryzyko jednego przedsiębiorcy do kwoty 600 tys. zł dla poręczeń kredytów udzielanych ze środków własnych Funduszu, do 1 mln zł dla poręczeń leasingu, do 1 mln zł dla poręczeń reporęczanych w ramach JEREMIE) oraz do 1,5 mln zł dla poręczeń kredytów/pożyczek/leasingów w ramach ZFR;
- „Regulamin udzielania poręczeń portfela transakcji wystandaryzowanych” określa zasady udzielania poręczeń portfelowych; ogranicza maksymalną wartość jednostkowego poręczenia do kwoty 200 tys. zł oraz do wysokości 70% poręczanego kredytu/pożyczki;
- „Regulamin organizacyjny” szczegółowo opisuje strukturę organizacyjną spółki oraz zakres odpowiedzialności poszczególnych komórek organizacyjnych;
- „Procedury udzielania poręczeń” wraz z załącznikami szczegółowo określają tryb postępowania z wnioskami poręczeniowymi (oraz w terminie późniejszym z udzielonymi poręczeniami), a także – wraz z obowiązującą w Funduszu metodologią oceny ryzyka poręczeniowego (zgodną ze zunifikowaną metodologią oceny ryzyka opracowaną w ramach Krajowej Grupy Poręczeniowej) – opisują sposób przeprowadzania analizy ryzyka kredytowego wnioskodawców (w oparciu o system scoringowy);
- „Zasady tworzenia rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń” określają sposób, częstotliwość i wysokość tworzenia rezerw celowych oraz rezerwy na ryzyko ogólne;
- „Regulamin kapitału specjalnego przeznaczenia” opisuje zasady dokonywania odpisów w ciężar kapitału specjalnego przeznaczenia, związanych z kosztami ryzyka poręczeń udzielanych w ramach środków pochodzących z dotacji;
- „Ramowy regulamin inwestowania własnych środków finansowych” ogranicza listę instrumentów finansowych w które Fundusz może lokować środki pieniężne i określa limity koncentracji dla poszczególnych instrumentów oraz instytucji finansowych;
- „Regulamin współpracy pomiędzy firmą leasingową a Funduszem Poręczeniowym w zakresie udzielania poręczeń” określa zasady, warunki i tryb udzielania poręczeń leasingowych przez „Fundusz Pomerania”; ogranicza wartość jednostkowego poręczenia leasingowego do 5% kapitału poręczycielskiego oraz 80% wartości finansowania bez odsetek i innych opłat;



- „Regulamin udzielania poręczeń wadialnych” wraz z załącznikami określa ogólne zasady i procedury dotyczące udzielania poręczeń wadialnych; precyzuje grono podmiotów uprawnionych do ubiegania się o poręczenie; ogranicza maksymalną wartość poręczenia do wysokości 500 tys. zł, limitu odnawialnego do wysokości 1 mln zł, a łącznego maksymalnego zaangażowania z tytułu aktywnych poręczeń wadialnych do 1,5 mln zł;

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

### **Ryzyko operacyjne działalności Funduszu**

Według stanu na koniec II kw. 2020 r. w spółce zatrudnionych było 13 osób: 12 pełnych etatów i 1 osoba na kontrakcie menadżerskim (Prezes Zarządu). Oceniamy, że liczebność personelu nie stwarza ryzyka operacyjnego.

Nieco podwyższone ryzyko operacyjne dotyczące sprawności prowadzenia bieżącej działalności Funduszu może natomiast wiązać się z faktem funkcjonowania jednoosobowego Zarządu spółki. Obecnie powyższe ryzyko jest zredukowane poprzez powołanie dwóch prokurentów.

### **Perspektywy rozwoju i plan finansowy**

Programy z perspektywy finansowej funduszy europejskich z lat 2007-2013 (JEREMIE) są obecnie w fazie wygaszania. Działalność Funduszu w najbliższych latach będzie natomiast skoncentrowana na realizowaniu projektu ze środków powierzonych przez Województwo Zachodniopomorskie do Zachodniopomorskiego Funduszu Rozwoju (ZFR). Działalność ta będzie oparta o podpisane w 2018 r. trzy umowy operacyjne na środki pochodzące z ZFR, na łączną kwotę 52 mln zł, których realizacja rozpoczęła się w 2018 r., a zakończenie przewidywane jest na 2020 rok, z możliwością skorzystania z opcji ponowienia na tych samych warunkach.

Są to produkty reporenczeniowe ze środków ze starej perspektywy (na lata 2007-2013), których warunki są zbliżone do dotychczasowych w ramach JEREMIE. Należy jednak zwrócić uwagę na mniej korzystne warunki finansowe w realizacji nowych programów ZFR w postaci braku zachęt. Jednocześnie aby uniknąć dostępności w tym samym czasie środków ze starej i nowej perspektywy, przetargi na wykorzystanie środków unijnych z perspektywy na lata 2014-2020 w województwie zachodniopomorskim nie są w najbliższym czasie planowane.

Na przełomie II i III kw. 2020 r. planowany był przetarg na 20 mln zł reporenczenia ze środków ZFR. W wyniku pandemii Covid-19 Zachodniopomorska Agencja Rozwoju Regionalnego zrezygnowała z przetargu i w czerwcu 2020 r. zaprosiła Fundusz do negocjacji nowego produktu w ramach środków ZFR, polegającego na świadczeniu usług pośrednictwa finansowego „Reporenczenie Płynnościowe”. Fundusz złożył ofertę jednak nie została ona przyjęta przez ZARR. Jednocześnie

w ramach obecnych realizowanych projektów ze środków ZFR został wydłużony okres budowy portfela o 6 miesięcy.

Program działania „Funduszu Pomerania” na lata 2019-2021 zakłada zwiększanie liczby i wartości udzielanych poręczeń. W tym okresie wartość poręczeń ma wzrosnąć z 32,6 mln zł (2018 r.) do 73,5 mln zł (2021 r.), a ich liczba z 539 do 877 sztuk. Nieskorygowany mnożnik kapitału własnego pod koniec 2021 roku może osiągnąć wartość 3,5. Wewnętrzne regulacje Funduszu nie narzucają maksymalnego poziomu mnożnika. W planie Funduszu większość poręczeń będzie podlegała jednak reporeczeniom w ramach programu ZFR, dzięki temu wartość skorygowanego mnożnika kapitału własnego w naszej ocenie nadal powinna przyjmować niskie i bezpieczne wartości.

Fundusz z końcem 2019 r. planował rozpoczęcie udzielania poręczeń portfelowych PLD PLUS w ramach gwarancji *de minimis* z poręczeniem Funduszu. Umowa Konsorcjum między funduszami a Krajową Grupą Poręczeniową określa limit dla wszystkich członków Konsorcjum w wysokości 21,5 mln zł, w tym dla Funduszu Pomerania 12,0 mln zł. Zabezpieczenie kwoty kredytu wynosi 80% (60% - gwarancja *de minimis* + 20% - poręczenie funduszu poręczeniowego). Maksymalna kwota kredytu objętego produktem wynosi 1 mln zł, a maksymalny okres gwarancji i poręczenia na kredyty obrotowe odnawialne i nieodnawialne, w tym także kredyt w rachunku bieżącym wynosi 27 miesięcy, dla kredytów inwestycyjnych jest to 99 miesięcy. Jedynym zabezpieczeniem udzielonej gwarancji i poręczenia są weksle *in blanco* wystawione przez przedsiębiorcę. Warunkiem skorzystania z zabezpieczeń oferowanych przez produkt jest posiadanie przez przedsiębiorcę zdolności kredytowej. Jednakże ze względu na wprowadzony w związku z epidemią Covid-19 podobny program przez BGK, na chwilę obecną nie udziela się poręczeń w ramach tego programu.

Jednocześnie poza w/w projektami Fundusz realizował poręczenia portfelowe dla banków spółdzielczych. Na koniec 2019 r. Fundusz miał aktywnych 10 takich umów na łączną kwotę 35 mln zł.

Zakładany wzrost poręczeń kredytów realizowany będzie przede wszystkim w oparciu o rozwijanie współpracy z bankami spółdzielczymi zarówno pod kątem poręczeń indywidualnych jak i portfelowych. Fundusz prognozuje, że głównymi odbiorcami i klientami Funduszu będą mikro i małe przedsiębiorstwa. Będą to głównie klienci banków spółdzielczych (80%), w mniejszym stopniu firm leasingowych (10%) oraz banków komercyjnych (5%). Fundusz posiada możliwość udzielania poręczeń leasingu zarówno ze środków własnych jak i ze środków ZFR, jednak w planie założono poręczenia wyłącznie w ramach ZFR z uwagi na korzystniejszą ofertę dla firm z pomocą *de minimis*. Fundusz Pomerania w najbliższych latach planuje skupić się głównie na poręczeniach kredytów obrotowych, których udział w całości poręczeń powinien wahać się między 60% a 80%, oraz kredytów inwestycyjnych z udziałem od 20% do 40%. Sprzedaż produktów wadialnych będzie stanowić dodatkową działalność poręczeniową.

Negatywny wpływ na akcję poręczeniową Funduszu może mieć 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, linia InnovFin oferowana firmom leasingowym, gwarancja BiznesMax w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój, czy gwarancja Funduszu Gwarancyjnego POIR.

W związku z trwającą epidemią koronawirusa działalność Funduszu prowadzona jest w systemie zdalnym z dostępem do serwera i dokumentów w systemie elektronicznym. Fundusz Pomerania nie miał przerw operacyjnych i na bieżąco podejmował decyzje odnośnie udzielania poręczeń. W celu minimalizacji ryzyka zarażenia personelu ograniczono do minimum bezpośredni kontakt z klientami i rozpoczęto stosowanie podpisu elektronicznego, oraz wprowadzono system rotacyjny pracy.

W celu zmniejszenia ekspozycji na ryzyku własnym Funduszu zrewidowano procedury udzielania nowych poręczeń, co oznacza w praktyce, że dostaną je głównie przedsiębiorstwa, które posiadają dobre perspektywy pomimo istniejącego stanu drastycznego pogorszenia koniunktury.

Fundusz w porozumieniu z ZARR wydłużył okres realizacji projektów ZFR o 6 miesięcy. Od momentu wybuchu pandemii, w celu zmniejszenia kosztów dla firm, wszystkie poręczenia w ramach projektów są bez opłat dla przedsiębiorców. Projekty obrotowe zostały wydłużone do końca lutego 2021 roku, a inwestycyjny do końca marca 2021 roku.

#### 4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

„Fundusz Pomerania” należy do funduszy relatywnie dużych pod względem wartości posiadanego kapitału poręczeniowego i jest jednym z większych funduszy wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej, skupionej wokół Banku Gospodarstwa Krajowego. Jest to Fundusz regionalny, udzielający poręczeń przedsiębiorstwom z województwa zachodniopomorskiego. Dywersyfikację portfela poręczeń pod względem geograficznym można więc ocenić jako stosunkowo dobrą.

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

Również strukturę pasywów spółki należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe: kapitał własny stanowi ok. 90-95% pasywów, spółka nie ma żadnego zadłużenia oprocentowanego, a na łączne zobowiązania i rezerwy składają się niemal w całości rezerwy celowe i rezerwa ogólna związane z udzielonymi poręczeniami. **Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego strukturę pasywów Funduszu oceniamy pozytywnie.**

Skorygowany kapitał własny spółki utrzymywał się generalnie na stabilnym poziomie, a w latach 2011-2017 charakteryzował się nawet lekką tendencją wzrostową. W kolejnych latach ustabilizował się na poziomie ok. 30 mln zł. **Ogólną stabilną wartość kapitału własnego spółki z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego oceniamy pozytywnie.**

Od 2010 r. poziom mnożnika ulegał systematycznemu obniżaniu, z uwagi na fakt, że zdecydowana większość udzielanych w kolejnych latach poręczeń podlegała reporeczeniom w ramach JEREMIE. W latach 2013-2016 mnożnik kształtował się na bardzo niskim i bezpiecznym poziomie ok. 0,5-0,7. W latach 2017-2018 mnożnik ponownie nieco wzrósł – do 1,16 na koniec 2018 r. W 2019 r. w wyniku dalszego wzrostu łącznej wartości poręczeń aktywnych (do ok. 80 mln zł), skorygowany mnożnik wzrósł do 1,30. W I połowie 2020 r. mnożnik spadł do 1,20, wynikało to z faktu, że znaczna część nowoudzielonych poręczeń podlegała reporeczeniom w ramach ZFR, w efekcie czego ekspozycja własna Funduszu na ryzyko poręczeń obniżyła się.

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

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

Najwyższe wypłaty poręczeń Fundusz dokonał w latach 2011-2012 i wyniosły one 3-4% portfela aktywnych poręczeń. W latach 2015-2016 szkodowość brutto portfela poręczeń zmniejszyła się do 1,6-2,1%. Dalsza poprawa w tym zakresie nastąpiła w latach 2017 i 2018, kiedy wskaźnik obniżył się z 2,6% do 0,1%. W 2019 r. w/w wskaźnik ponownie wzrósł do 2,1%, a na koniec II kw. 2020 r. (licząc dla sumy wypłat z 4 ostatnich kwartałów) obniżył się do poziomu 0,9%. **Ogólną szkodowość portfela poręczeń „Funduszu Pomerania” oceniamy jako umiarkowaną, co – biorąc jednocześnie pod uwagę bardzo niski poziom skorygowanego mnożnika kapitału własnego spółki – z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu zaliczamy do czynników pozytywnych.**

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

**Ryzyko portfela lokat Funduszu określamy obecnie jako stosunkowo niskie.** W ostatnich latach znacząco zmniejszony został udział środków w bankach o podwyższonym i wysokim ryzyku kredytowym. Obecnie relatywnie niski udział tych banków w strukturze lokat Funduszu, przy zachowanej ogólnie dobrej dywersyfikacji lokat, należy pod kątem oceny ryzyka kredytowego ocenić pozytywnie. Do czynników negatywnych zaliczamy jednak fakt, że nadal kilkanaście procent

środków pieniężnych lokowana jest w bankach spółdzielczych, których ryzyko kredytowe co do zasady oceniamy jako co najmniej podwyższone.

W 2018 r. Fundusz podpisał trzy umowy operacyjne na środki pochodzące z Zachodniopomorskiego Funduszu Rozwoju na łączną kwotę 52 mln zł, których realizacja rozpoczęła się w 2018 r., a zakończenie planowane jest na 2020 r. z możliwością skorzystania z opcji ponowienia na tych samych warunkach. Są to produkty reporenceniowe ze środków ze starej perspektywy (na lata 2007-2013), których warunki są zbliżone do dotychczasowych w ramach JEREMIE. Należy jednak zwrócić uwagę na brak premii (tzw. zachęt) za szybką realizację projektu.

Podsumowując, sytuacja finansowa „Funduszu Pomerania” Sp. z o.o. w Szczecinie jest w naszej opinii bardzo dobra i stabilna, a jego ryzyko kredytowe oceniamy jako niskie. **Rating kredytowy Funduszu zostaje utrzymany na poziomie A+ z perspektywą stabilną.**

## 5. Podatność nadanego ratingu na zmiany

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

Negatywny wpływ na ocenę ratingową „Funduszu Pomerania” mogłyby mieć natomiast: ewentualny istotny wzrost poziomu skorygowanego mnożnika kapitałowego; pogorszenie jakości portfela poręczanych kredytów i wzrost wartości wypłat poręczeń; pogorszenie skorygowanego wyniku finansowego; ewentualne pogorszenie profilu lokat środków pieniężnych (np. poprzez wzrost koncentracji lokat i/lub wzrost udziału banków o podwyższonym ryzyku); a także ewentualny brak przedłużenia wsparcia ze środków ZFR po roku 2020.

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

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

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

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

Opis metodologii ratingowej stosowanej przez EuroRating do oceny funduszy poręczeniowych prezentowany jest w serwisie internetowym agencji ([www.EuroRating.com](http://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".

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.

EuroRating nadaje ratingi kredytowe oraz sporządza powiązane raporty i opinie ratingowe przy założeniu i oczekiwaniu, że ich użytkownicy dokonują również własnej niezależnej oceny jakości i adekwatności każdego instrumentu finansowego i/lub papieru wartościowego do własnych celów inwestycyjnych, biznesowych lub transakcyjnych. Ratingi kredytowe nadawane przez agencję ratingową EuroRating odnoszą się wyłącznie do ryzyka kredytowego; nie dotyczą żadnego innego ryzyka, takiego jak: ryzyko rynkowe, ryzyko prawne lub ryzyko płynności obrotu.

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