

Agencja Ratingowa

EuroRatingTM

www.EuroRating.com

tel.: +48 22 349 24 89 fax: +48 22 349 28 43

e-mail: info@eurorating.com

ul. Cynamonowa 19 lok. 548, 02-777 Warszawa (Poland)

**Mazowiecki Fundusz
Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
z siedzibą w Warszawie**

(nr KRS 0000171197)

Raport ratingowy

Nadany rating kredytowy	Perspektywa ratingu
BBB	stabilna

EuroRating Sp. z o.o.

Warszawa

09.07.2015 r.

SPIS TREŚCI

1. Informacje o przyznanym ratingu	3
1.1 Aktualny rating Funduszu	3
1.2 Zakres jakiego dotyczy rating	3
2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie	3
2.1 Dane rejestrowe	3
2.2 Historia Funduszu i przedmiot działalności	4
3. Analiza ekonomiczno-finansowa	5
3.1 Rachunek zysków i strat	5
3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe	11
3.3 Analiza wskaźnikowa	14
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	22
3.5 Ocena czynników niefinansowych	25
4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego	31
5. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating	35
6. Ujawnienia regulacyjne	36

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym

1.1 Aktualny rating Funduszu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data nadania ratingu
BBB	stabilna	09.07.2015

Główny analityk ratingowy

Kamil Kolczyński

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 24 33

e-mail: kamil.kolczynski@eurorating.pl

Przewodniczący Komitetu Ratingowego

dr Piotr Dalkowski

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 21 46

e-mail: piotr.dalkowski@eurorating.pl

1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

Rating kredytowy nadany Mazowieckiemu Funduszowi Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie dotyczy ryzyka związanego z udzielanymi przez Fundusz poręczeniami kredytów bankowych i pożyczek dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. 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 Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. zarejestrowane jest w Rejestrze Przedsiębiorstw Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000171197; numer REGON 015526348; NIP 527-24-13-500. Kapitał zakładowy Spółki wynosi 39.763.000 zł (opłacony w całości) i dzieli się na 39.763 udziałów o wartości nominalnej po 1.000 zł każdy. Spółka została utworzona na czas nieograniczony.

Siedziba Funduszu mieści się w Warszawie (04-379), przy ul. Mycielskiego 20. Zarząd Spółki jest trzyosobowy: funkcję Prezesa Zarządu pełni pan Wiesław Kołodziejcki, a funkcje Członków Zarządu pełnią pan Andrzej Gajewski oraz pan Bogdan Rypiński.

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

Tabela 2.1 Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. – struktura udziałowa

Lp.	Udziałowcy	Liczba udziałów (szt.)	Kapitał (tys. zł)	Udział
1	Województwo Mazowieckie	17 000	17 000	42,8%
2	Miasto Stołeczne Warszawa	16 000	16 000	40,2%
3	Bank Gospodarstwa Krajowego	3 460	3 460	8,7%
4	Wojewódzki Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej	2 000	2 000	5,0%
5	pozostali (JST oraz organizacje społeczne i zawodowe)	1 303	1 303	3,3%
RAZEM		39 763	39 763	100,0%

Największymi udziałowcami Funduszu są Województwo Mazowieckie oraz Miasto Stołeczne Warszawa, posiadające łącznie 83% udziałów w Spółce. Kilkuprocentowe udziały w kapitale zakładowym posiadają również Bank Gospodarstwa Krajowego (8,7%) oraz Wojewódzki Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej (5%).

Ponadto udziałowcami Funduszu, posiadającymi symboliczną liczbę udziałów, jest także ok. 30 jednostek samorządu terytorialnego oraz dwie organizacje pracodawców z terenu województwa mazowieckiego (łącznie udziałowcy ci posiadają 3,3% udziałów w Spółce).

2.2 Historia i przedmiot działalności

Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. powstał w lipcu 2003 roku z inicjatywy Urzędu Marszałkowskiego Województwa Mazowieckiego oraz kilku jednostek samorządowych z terenu województwa mazowieckiego. Spółka rozpoczęła działalność z kapitałem w wysokości 1,42 mln zł.

Do końca 2004 roku Spółka została dokapitalizowana czterokrotnie, w efekcie czego kapitał zakładowy wzrósł do 8,57 mln zł. W tym czasie do grona udziałowców dołączyły m. in.: Bank Gospodarstwa Krajowego oraz Wojewódzki Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej w Warszawie, a Województwo Mazowieckie powiększyło trzykrotnie wartość swoich udziałów w Spółce. Dzięki wejściu w skład udziałowców Banku Gospodarstwa Krajowego MFPK dołączył do sieci regionalnych funduszy poręczeniowych, wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej, działających na terenie większości województw w kraju.

W grudniu 2010 roku Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. połączył się z Powiatowym Funduszem Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. w Wyszkanie poprzez przejęcie majątku Powiatowego FPK Sp z .o.o. w zamian za udziały w Mazowieckim FPK Sp z o.o. Operacja ta zwiększyła kapitał spółki po połączeniu o ponad 1 mln zł.

Poza połączeniem w/w spółek kapitał zakładowy Funduszu był podwyższany siedmiokrotnie (ostatni raz w 2012 roku). Obecnie Fundusz dysponuje kapitałem podstawowym w wysokości 39,763 mln zł.

Oprócz wpłat wnoszonych przez udziałowców, w latach 2005-2008 kapitał własny Funduszu powiększyło bezzwrotne dofinansowanie otrzymywane za pośrednictwem PARP ze środków Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego w ramach Sektorowego Programu Operacyjnego „Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw” (SPO-WKP). Łączna wartość otrzymanego przez MFPK dofinansowania wyniosła 15 mln zł.

W 2010 roku Fundusz otrzymał kolejne wsparcie kapitałowe w ramach środków unijnych z projektu realizowanego w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego (RPO) Województwa Mazowieckiego 2007-2013 w ramach Priorytetu I – „Tworzenie warunków dla rozwoju potencjału innowacyjnego i przedsiębiorczości na Mazowszu”, Działanie 1.4 „Wzmocnienie instytucji otoczenia biznesu”. W ramach programu RPO Mazowiecki FPK otrzymał dofinansowanie zwrotne w wysokości 70 mln zł.

W wyniku kryzysu gospodarczego oraz niekorzystnych zmian na rynkach poręczeń (m.in. uruchomienia rządowego programu de minimis BGK), wobec braku możliwości efektywnego zagospodarowania pozyskanego dofinansowania, w kolejnych latach Fundusz musiał zrezygnować z części przyznanego dofinansowania. W roku 2013 wartość środków w ramach RPO pozostawionych w Funduszu została zmniejszona do 36,6 mln zł, a w IV. kwartale 2014 roku MFPK zwrócił menedżerowi projektu RPO kolejne środki, pozostawiając w Funduszu jedynie kwotę 8 mn zł.

Podstawowym celem Mazowieckiego Funduszu Poręczeń kredytowych jest wspieranie rozwoju sektora mikro, małych i średnich przedsiębiorstw z terenu województwa mazowieckiego poprzez ułatwianie im dostępu do zewnętrznego finansowania dzięki udzielanym przez Fundusz poręczeniom kredytów i pożyczek. MFPK nie jest przedsiębiorstwem nastawionym na maksymalizację zysku.

3. Analiza ekonomiczno-finansowa

3.1 Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat Mazowieckiego Funduszu Poręczeń Kredytowych za lata 2012-2014* oraz za pierwszy kwartał 2015 roku przedstawia tabela nr 3.1.

* Roczne sprawozdania finansowe MFPK Sp. z o.o. podlegają badaniu przez biegłego rewidenta.

Tabela 3.1 Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– rachunek zysków i strat za lata 2012-2014 oraz za I. kw. 2015 r.

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2012	Za rok 2013	Za rok 2014	Za okres I-III.2015
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY	1 386,3	741,8	404,7	104,1
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	1 386,3	741,8	404,7	104,1
II. Zmiana stanu produktów	-	-	-	-
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	3 063,9	2 900,1	2 711,0	625,2
I. Amortyzacja	48,5	57,7	40,3	8,4
II. Zużycie materiałów i energii	33,6	25,7	23,8	5,8
III. Usługi obce	494,2	391,8	432,3	95,5
IV. Podatki i opłaty	1,5	2,6	0,8	0,4
V. Wynagrodzenia	2 055,8	1 898,4	1 786,7	405,0
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	293,9	321,7	301,4	83,3
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	136,3	202,2	125,7	26,8
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(1 677,6)	(2 158,4)	(2 306,3)	(521,1)
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	6 625,8	5 964,5	6 275,7	369,7
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	-	-	-	-
III. Inne przychody operacyjne	6 625,8	5 964,5	6 275,7	369,7
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	10 491,1	9 839,3	8 190,1	744,4
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	3 695,4	3 163,9	247,3
III. Inne koszty operacyjne	10 491,1	6 143,9	5 026,2	497,1
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(5 542,9)	(6 033,2)	(4 220,6)	(895,8)
G. PRZYCHODY FINANSOWE	7 077,4	4 099,9	2 607,9	105,6
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	6 505,2	3 468,1	2 323,1	75,0
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	572,2	631,9	284,8	30,6
H. KOSZTY FINANSOWE	281,3	150,9	284,8	35,8
I. Odsetki	-	0,0	-	5,3
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	281,3	150,9	284,8	30,6
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	1 253,3	(2 084,1)	(1 897,6)	(826,1)
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	1 253,3	(2 084,1)	(1 897,6)	(826,1)
L. PODATEK DOCHODOWY	1 164,5	295,9	-	33,3
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIEJSZ. ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	88,8	(2 380,0)	(1 897,6)	(859,4)

Przychody ze sprzedaży

Fundusz generuje przychody ze sprzedaży wyłącznie z prowizji i opłat z tytułu udzielanych poręczeń.

Do 2010 roku wartość przychodów ze sprzedaży charakteryzowała się dynamiczną tendencją wzrostową, co związane było przede wszystkim z systematycznym wzrostem liczby i wartości udzielanych poręczeń.

W 2010 roku Fundusz musiał ograniczyć akcję poręczeniową z uwagi na groźbę przekroczenia mnożnika kapitałowego, który zgodnie z wytycznymi BGK dla Funduszy niekorzystających z regwarancji powinien wynosić maksymalnie 3. W następnych latach wartość udzielonych poręczeń z roku na rok malała, w konsekwencji czego gwałtownie obniżyła się wartość osiągniętych przychodów ze sprzedaży. Zgodnie z informacjami otrzymanymi od Funduszu związane było to m.in. z uruchomieniem rządowego programu „de minimis” – poręczeń dla mikroprzedsiębiorstw realizowanych za pośrednictwem BGK. Prostsze zasady oraz korzystniejsze warunki cenowe poręczeń de minimis spowodowały znaczny odpływ klientów MFPK.

Ponadto do spadku przychodów ze sprzedaży przyczynił się fakt, iż od 2010 roku MFPK – zgodnie z warunkami otrzymanego dofinansowania – zaczął ujmować przychody z prowizji od poręczeń udzielonych w ramach RPO na oddzielnych rachunkach. W efekcie jednoczesnego działania tych dwóch czynników w latach 2010-2014 wartość udzielonych poręczeń oraz przychody z tytułu udzielonych poręczeń spadły o ok. 82%.

Koszty operacyjne

Struktura kosztów rodzajowych MFPK jest zbliżona do typowej dla działalności funduszy poręczeniowych. Nieco większy niż w innych funduszach jest jednak udział kosztów wynagrodzeń, które wraz z obowiązkowymi narzutami na wynagrodzenia stanowiły w ostatnich latach ok. 77-80% łącznych kosztów. Drugim istotnym składnikiem kosztów są usługi obce, z udziałem na poziomie ok. 15%.

Koszty działalności operacyjnej niemal stale przekraczały wartość generowanych przychodów ze sprzedaży, za wyjątkiem 2008 roku, kiedy to Fundusz uzyskał 34,9 tys. zł dodatniego wyniku ze sprzedaży. Wartości straty ze sprzedaży w latach 2004-2007 oraz 2009-2010 były stosunkowo niskie (wahały się w zakresie od -130 tys. zł do -414 tys. zł). Od roku 2011 MFPK generował natomiast coraz wyższy ujemny wynik ze sprzedaży (wynoszący odpowiednio: -1,3 mln zł w 2011 roku, -1,7 mln zł w 2012 roku, -2,2 mln zł w 2013 roku oraz -2,3 mln zł w 2014 roku), co związane było z gwałtownym spadkiem przychodów ze sprzedaży, przy jednoczesnym utrzymywaniu się wysokich wartości ponoszonych kosztów rodzajowych. W I. kwartale 2015 r., dzięki podjętym przez Fundusz jeszcze w 2014 roku działaniom mającym na celu redukcję ponoszonych kosztów (zmniejszenie liczby etatów, wstrzymanie wypłat z funduszu nagród, obniżenie kosztów najmu powierzchni biurowej i obsługi prawnej), wartość kosztów uległa

niewielkiemu obniżeniu, jednak przy nadal niskim poziomie osiągniętych przychodów ze sprzedaży, wartość straty ze sprzedaży utrzymała się na wysokim poziomie (w ujęciu czterokwartalnym było to -2,2 mln zł).

Analizując wynik na tym poziomie rachunku zysków i strat bierzemy pod uwagę fakt, że wzrost kosztów rodzajowych, jaki miał miejsce do roku 2010, mógł wynikać z wysokiej akcji poręczeniowej prowadzonej wówczas przez Fundusz (wartość poręczeń udzielanych w latach 2008-2010 wynosiła ok. 115-130 mln zł rocznie) oraz z rozpoczęcia w 2010 roku realizacji projektu RPO. Należy jednak zauważyć, że w latach 2011-2012 miał miejsce dalszy wzrost ponoszonych kosztów rodzajowych, a w roku 2013 utrzymały się one na poziomie zbliżonym do 3 mln zł, co przy jednoczesnym gwałtownym spadku wartości udzielanych poręczeń i związanym z tym spadkiem przychodów ze sprzedaży przyczyniło się do znacznego pogorszenia wyniku brutto ze sprzedaży. Ma to tym większe znaczenie, że Fundusz (m.in. z uwagi na bardzo niską wartość poręczeń udzielonych w ramach projektu) miał możliwość uzyskiwać jedynie minimalne wartości refundacji kosztów operacyjnych w ramach projektu RPO.

Generalnie ujemny wynik brutto ze sprzedaży traktujemy jako zjawisko typowe dla działalności funduszy poręczeniowych nienastawionych na maksymalizację zysku. W przypadku Mazowieckiego FPK wartość straty na tym poziomie RZiS do 2010 roku można było określić jako niską (nie przekraczała ona równowartości ok. 1,5% kapitału własnego Spółki). Duży jej wzrost, jaki ma miejsce od roku 2011 jest jednak nieco niepokojący, bowiem w ciągu dwóch ostatnich lat strata ze sprzedaży przekraczała już równowartość 5% kapitału własnego Spółki.

Ponoszenie przez MFPK relatywnie wysokiej straty już na podstawowym poziomie rachunku zysków i strat zaliczamy do czynników negatywnie wpływających na ocenę ryzyka kredytowego Funduszu. Przy utrzymujących się relatywnie wysokich kosztach ryzyka portfela poręczeń (będących jeszcze częściowo rezultatem prowadzonej na dużą skalę akcji poręczeniowej w latach poprzednich) oraz przy jednoczesnym spadku przychodów z odsetek od lokat środków pieniężnych, przyczyniło się to bowiem do generowania przez Fundusz w ostatnich latach stosunkowo wysokiego ujemnego wyniku netto, co w efekcie skutkowało systematycznym zmniejszaniem się wartości skorygowanego kapitału własnego Spółki.

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

W latach 2005-2008 Fundusz w pozostałych przychodach operacyjnych (w pozycji D.II – „dotacje”) wykazywał otrzymywane z PARP transze dofinansowania w ramach programu SPO-WKP. Kwoty te poprzez wynik finansowy powiększały kapitał własny Spółki.

Od roku 2008 MFPK wykazuje w „innych przychodach operacyjnych” (poz. D.III) wysokie kwoty dotyczące należności z tytułu wypłaconych poręczeń, a także relatywnie niewielkie kwoty dotyczące refundacji kosztów w ramach RPO oraz kwot odzyskanych należności z tytułu

wypłaconych poręczeń. W pozostałych kosztach operacyjnych ujmowane są głównie tworzone rezerwy na poręczenia oraz odpisy aktualizujące wartość należności z tyt. wypłaconych poręczeń.

Wykazywane przez Fundusz w ostatnich latach pozostałe przychody operacyjne wahały się w zakresie ok. 5-7 mln zł, natomiast pozostałe koszty operacyjne kształtowały się na poziomie ok. 7-10 mln zł.

Przyjęte przez MFPK zasady księgowania tworzonych i rozwiązywanych rezerw na poręczenia, wypłat poręczeń oraz odpisów na należności z tytułu poręczeń oceniamy jako nieodzwierciedlające w pełni faktycznego wpływu kosztów ryzyka związanego z udzielonymi poręczeniami na ostateczny wynik finansowy. Zarówno bowiem poziomy, jak i saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych nie korespondują bezpośrednio ani z wartością tworzonych rezerw, ani z wartością wypłat poręczeń.

W tym kontekście należy podkreślić, że z uwagi na przyjęte przez Fundusz bardzo nietypowe zasady tworzenia odpisów na należności z tytułu wypłaconych poręczeń (zakładające rozłożenie ich kosztu nawet na 7 kolejnych lat), wykazywane w rachunku zysków i strat ujemne saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych (kształtujące się w ostatnich latach na poziomie ok. -2 do -4 mln zł) nie odzwierciedla w pełni kosztów związanych z dokonywanymi przez Fundusz wypłatami poręczeń (wartość wypłaconych poręczeń w latach 2010-2014 wynosiła bowiem od ok. 4,3 do prawie 7,8 mln zł rocznie). W konsekwencji wpływa to także na zmniejszenie reprezentatywności wykazywanego przez Fundusz księgowego wyniku netto.

Przychody i koszty finansowe

Na przychody finansowe Spółki w ciągu ostatnich lat składały się dochody z lokat środków pieniężnych oraz naliczane przez Fundusz odsetki od należności z tytułu wypłaconych poręczeń.

Wartość uzyskiwanych odsetek z lokat rosła dynamicznie do roku 2012 włącznie, głównie na skutek wzrostu stanu środków pieniężnych posiadanych przez Fundusz (od roku 2005 na rachunek Spółki wpływały kolejne transze dofinansowania w ramach SPO-WKP, a w 2010 wpłynęły również środki zwrotne z RPO, powiększając stan środków pieniężnych będących w dyspozycji Funduszu ponad dwukrotnie). W latach 2013-2014 przychody z tytułu odsetek od lokat bankowych skurczyły się o ponad 2/3, na co wpłynęło zwrócenie przez MFPK (w roku 2012 oraz pod koniec 2014 roku) do menedżera projektu większości środków w ramach RPO, a także ogólny spadek oprocentowania depozytów bankowych.

Ponieważ dochody z lokat środków zwrotnych przynależnych projektowi RPO nie stanowią dochodów własnych MFPK, odsetki te były przez Fundusz wykazywane jednocześnie w kosztach finansowych (poz. H.IV). W „innych kosztach finansowych” Fundusz wykazywał także odpisy aktualizujące na należności z tytułu naliczonych odsetek od wypłaconych poręczeń.

Saldo przychodów i kosztów finansowych przyjmowało stale wysokie wartości dodatnie (co jest zjawiskiem typowym dla funduszy poręczeniowych), w istotny sposób wpływając na ostateczny wynik netto Funduszu.

Wynik finansowy

Przyjęta przez agencję ratingową EuroRating metodologia oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych zakłada korygowanie wykazywanego księgowego wyniku netto w celu ustalenia jego wartości w ujęciu ekonomicznym. Korekty te polegają m.in. na nieuwzględnianiu tworzenia i rozwiązywania 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 bezpośrednio odpisy kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych. W przypadku Mazowieckiego FPK dokonujemy także korekty wyniku finansowego o zmianę salda dodatkowo doliczanych przez EuroRating (na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu) rezerw celowych na poręczenia zagrożone (kwestia ta została omówiona bardziej szczegółowo w punkcie 3.4).

Skorygowany wynik finansowy Funduszu za lata 2012-2014 oraz za I. kwartał 2015 r. przedstawia tabela 3.2.

**Tabela 3.2 Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– skorygowany wynik finansowy**

Lp.	Wynik skorygowany (tys. zł)	2012	2013	2014	I-III.2015
1	Księgowy wynik netto	88,8	-2 380,0	-1 897,6	-859,4
2	Korekta o zmianę salda rezerwy na ryzyko ogólne	0,0	0,0	0,0	0,0
3	Korekta o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych	-224,4	722,0	812,9	115,7
4	Wynik skorygowany = [1] + [2] + [3]	-135,7	-1 658,1	-1 084,7	-743,7

Do roku 2012 włącznie MFPK wykazywał dodatni księgowy wynik netto. Po uwzględnieniu korekty wyniku o wpływ księgowanych przez Fundusz w latach 2005-2008 poprzez RZiS dotacji w ramach SPO-WKP, a także po doliczeniu przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu dodatkowych rezerw celowych (z uwagi na tworzenie przez Fundusz wówczas zbyt niskich rezerw celowych na poręczenia zagrożone wypłatą), wynik skorygowany przyjmował w latach 2005-2008 wartości ujemne (w tym w latach 2007-2008 przekraczające poziom -1 mln zł). W latach 2009-2011 wynik skorygowany był dodatni, po czym w kolejnych latach ponownie przyjmował stosunkowo wysokie wartości ujemne.

Utrzymywanie się w większości (7 z 10) ostatnich lat ujemnego skorygowanego wyniku finansowego należy pod kątem ryzyka kredytowego ocenić negatywnie.

Ponadto, z uwagi na wymienione wcześniej zastrzeżenia dotyczące wykazywanych przez MFPK wartości pozycji w pozostałych przychodach i kosztach operacyjnych, uważamy za konieczne

zgłoszenie zastrzeżenia, iż ponieważ księgową wartość wyniku netto może w dużym stopniu nie odzwierciedlać faktycznych kosztów ryzyka związanego z udzielonymi oraz wypłacanymi przez Fundusz poręczeniami, należy założyć, że faktyczny skorygowany wynik finansowy byłby niższy, niż przedstawiony w tabeli 3.2 (co potwierdzają również zmiany wartości skorygowanego kapitału własnego Spółki, wyliczonego w wierszu 3 tabeli nr 3.6).

3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

Bilans Mazowieckiego Funduszu Poręczeń Kredytowych 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 2012-2014 oraz na koniec I. kwartału 2015 r.

Aktywa

**Tabela 3.3 Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– bilans (aktywa) na koniec lat 2012-2014 oraz na koniec I. kw. 2015 r.**

Bilans – aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2012	Na dzień 31.12.2013	Na dzień 31.12.2014	Na dzień 31.03.2015
A. AKTYWA TRWAŁE	1 083,3	1 477,2	1 414,5	1 354,5
I. Wartości niematerialne i prawne	25,3	19,0	8,8	6,7
II. Rzeczowe aktywa trwałe	97,5	66,4	38,5	32,1
III. Należności długoterminowe	660,5	891,8	714,3	662,7
IV. Inwestycje długoterminowe	100,0	100,0	100,0	100,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	200,0	400,0	552,9	552,9
B. AKTYWA OBROTOWE	96 588,5	93 206,0	63 781,3	63 142,0
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	9 619,7	11 289,4	14 265,5	14 357,0
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	9 619,7	11 289,4	14 265,5	14 357,0
a) z tytułu dostaw i usług	106,6	37,5	73,4	112,6
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	-	30,5	129,9	129,9
c) inne	622,6	483,6	455,8	406,1
d) dochodzone na drodze sądowej	8 890,6	10 737,8	13 606,4	13 708,4
III. Inwestycje krótkoterminowe	86 639,1	81 414,6	49 004,1	48 600,7
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	86 639,1	81 414,6	49 004,1	48 600,7
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	86 639,1	81 414,6	49 004,1	48 600,7
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	61,3	9,6	16 514,1	16 600,7
- inne środki pieniężne	46 577,8	64 405,0	20 490,0	32 000,0
- inne aktywa pieniężne	40 000,0	17 000,0	12 000,0	-
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	329,7	501,9	511,8	184,3
AKTYWA RAZEM	97 671,8	94 683,2	65 195,8	64 496,5

Struktura aktywów MFPK jest typowa dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe – niemal całość majątku Spółki stanowią aktywa krótkoterminowe (bieżące).

Majątek trwały stanowił w ostatnich latach zaledwie 1-2% łącznej wartości aktywów i składały się na niego głównie należności z tytułu wypłaconych poręczeń spłacane zgodnie z zawartymi umowami z dłużnikami („należności długoterminowe” – poz. A.III), udziały w spółce KGP Sp. z o.o. („inwestycje długoterminowe” – poz. A.IV), wpłacone przez Fundusz na rzecz pracowników składki z tytułu ubezpieczeń na życie z UFK („długoterminowe rozliczenia międzyokresowe” – poz. A.V) oraz drobne kwoty wartości niematerialnych i rzeczowych aktywów trwałych.

Na **aktywa obrotowe** Spółki do 2008 roku składały się niemal wyłącznie „inwestycje krótkoterminowe” (środki pieniężne). Od 2009 roku Fundusz zaczął wykazywać także istotne kwoty krótkoterminowej części należności dotyczących umów z dłużnikami z tytułu wypłaconych poręczeń (poz. B.II.2. a i c), a także należności z tytułu wypłaconych poręczeń nieobjęte umowami, lub w przypadku których umowy nie są prawidłowo realizowane przez dłużników.

Należy zaznaczyć, że MFPK w momencie skierowania sprawy należności dotyczących wypłaconych poręczeń na drogę postępowania sądowego dokonuje odpisów w wysokości zaledwie 5% należności głównej. Następnie należność ta odpisywana jest przez 7 kolejnych lat według rosnącego rocznego wskaźnika odpisów wynoszącego od 10% w drugim roku do 25% w siódmym roku.

W rezultacie takiego rozłożenia w czasie kosztów odpisów na utratę należności z tytułu wypłaconych poręczeń oraz dokonywanych przez Fundusz w ostatnich latach stosunkowo wysokich wypłat poręczeń (wynoszących w latach 2010-2014 od ponad 4 do prawie 8 mln zł rocznie), MFPK wykazuje w należnościach krótkoterminowych dochodzonych na drodze sądowej (poz. B.II.2.d) coraz wyższe kwoty, sięgające obecnie prawie 14 mln zł. Z uwagi na jednoczesny spadek wartości sumy bilansowej Spółki (będący głównie rezultatem zwrotu większości środków z RPO), udział tego składnika aktywów w sumie wykazywanego w bilansie majątku Spółki wzrósł do ponad 21% według stanu na koniec I. kwartału 2015 r.

Brak tworzenia pełnych odpisów aktualizujących na należności z tytułu wypłaconych poręczeń dotyczących dłużników, którzy są niewypłacalni (nie spłacili kredytów bankowych oraz nie zawarli z Funduszem umowy) wydaje się przy tym być niezgodny z zasadą ostrożnej wyceny aktywów. Zastrzeżenia do niskiego pokrycia odpisami aktualizującymi należności dochodzonych na drodze sądowej zgłaszał również audytor badający sprawozdanie finansowe MFPK za 2013 rok.

Ponieważ środki pieniężne stanowią nadal 77% aktywów Funduszu, z punktu widzenia oceny płynności aktywów ich strukturę oceniamy pozytywnie, z zastrzeżeniem, iż kwoty wykazywane jako

należności dochodzone na drodze sądowej traktujemy nie tylko jako niepłynne, ale również jako praktycznie nieściągalne.

Pasywa

**Tabela 3.4 Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– bilans (pasywa) na koniec lat 2012-2014 oraz na koniec I. kw. 2015 r.**

Bilans – pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2012	Na dzień 31.12.2013	Na dzień 31.12.2014	Na dzień 31.03.2015
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	58 147,8	56 084,8	54 623,0	53 763,6
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	39 703,0	39 763,0	39 763,0	39 763,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	15 365,5	18 384,8	16 321,8	16 321,8
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	60,0	-	-	-
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	2 930,6	316,9	435,8	(1 461,8)
VIII. Zysk (strata) netto	88,8	(2 380,0)	(1 897,6)	(859,4)
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	39 524,0	38 598,4	10 572,8	10 732,9
I. Rezerwy na zobowiązania	2 702,6	1 944,4	2 348,2	2 488,0
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	2 702,6	1 944,4	2 348,2	2 488,0
II. Zobowiązania długoterminowe	36 563,0	36 563,0	8 000,0	7 990,8
III. Zobowiązania krótkoterminowe	219,0	77,4	78,9	84,9
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	219,0	77,4	78,9	84,9
- kredyty i pożyczki	-	-	-	-
- z tytułu dostaw i usług	33,1	15,7	17,2	21,5
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	185,5	58,6	59,9	62,4
- z tytułu wynagrodzeń	-	-	0,2	-
- inne	0,3	3,0	1,6	1,0
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	39,4	13,7	145,7	169,2
PASYWA RAZEM	97 671,8	94 683,2	65 195,8	64 496,5

Struktura pasywów bilansu MFPK podlegała w ostatnich latach dużym zmianom. Do 2009 roku włącznie kapitał własny stanowił ponad 95% sumy pasywów. W 2010 roku Fundusz otrzymał dofinansowanie zwrotne w ramach RPO w kwocie 70 mln zł (które wykazywane było w bilansie jako „zobowiązania długoterminowe” – poz. B.II), w rezultacie czego udział zobowiązań w sumie pasywów wzrósł do 58%. W roku 2012 oraz pod koniec roku 2014 Fundusz zwrócił większość otrzymanego dofinansowania w ramach RPO, w wyniku czego o około połowę zmniejszyła się suma bilansowa, a udział zobowiązań spadł na koniec 2014 roku do 16,2%.

Oprócz zobowiązań długoterminowych dotyczących dofinansowania zwrotnego w ramach RPO, w skład bilansowych zobowiązań i rezerw wchodziły jeszcze także kwoty „pozostałych rezerw” (poz. B.I.3), dotyczące tworzonych przez Fundusz rezerw celowych na ryzyko wypłaty poręczeń zagrożonych. Na koniec 2014 roku stanowiły one 3,9% łącznych pasywów.

Strukturę pasywów Mazowieckiego FPK (przy uwzględnieniu specyficznych czynników związanych ze sposobem księgowania otrzymanego dofinansowania w ramach RPO) należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe korzystające ze zwrotnego dofinansowania ze środków unijnych. W kontekście dobiegającej końca obecnej edycji programu RPO, oceniamy iż perspektywa konieczności dokonania ewentualnego zwrotu pozostałej części środków pochodzących z tego programu (wykazywanych jako zobowiązania w pasywach bilansu) nie stanowi dla Funduszu zagrożenia, z uwagi na fakt, iż odpowiadają im posiadane przez MFPK płynne aktywa w postaci środków pieniężnych.

Pozycje pozabilansowe

Tabela 3.5 Mazowiecki FPK – liczba i wartość aktywnych poręczeń

	2012	2013	2014	III.2015
Wartość aktywnych poręczeń na koniec okresu (tys. zł)	126 940,4	87 322,1	74 986,0	75 170,3
<i>Dynamika wartości poręczeń (r/r)</i>	1%	-31%	-14%	-7%
Liczba aktywnych poręczeń na koniec okresu (szt.)	610	485	413	419
<i>Dynamika ilości poręczeń (r/r)</i>	-4%	-20%	-15%	-10%

Udzielane przez Fundusz poręczenia księgowane są jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe.

Wartość portfela aktywnych poręczeń MFPK rosła dynamicznie do 2010 roku, kiedy to osiągnęła najwyższą jak dotąd wartość 146 mln zł. Do końca 2012 r. wartość poręczeń aktywnych utrzymywała się na poziomie ok. 125 mln zł. Począwszy jednak od 2013 r. rozpoczął się szybki spadek wartości portfela aktywnych poręczeń, którego wartość obniżyła się do I. kwartału 2015 r. o 41%. Nieco niższą, ok. 31-procentową dynamiką spadku charakteryzowała się natomiast w tym okresie liczba poręczeń aktywnych.

3.3 Analiza wskaźnikowa

Wartości najważniejszych parametrów finansowych oraz analizę wskaźnikową Funduszu przedstawia tabela nr 3.6.

Tabela 3.6 Mazowiecki FPK Sp. z o.o. – najważniejsze dane i wskaźniki finansowe

Lp.		2012	2013	2014	III.2015
1	Kapitał poręczeniowy wyliczony przez Fundusz (tys. zł)	94 711	92 260	62 725	61 765
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	73 905	70 486	45 514	44 715
3	Skorygowany kapitał własny Spółki (tys. zł)	46 482	43 063	39 514	38 722
4	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	126 940	87 322	74 986	75 170
5	- w tym poręczenia w ramach środków własnych (tys. zł)	112 060	75 054	64 828	65 431
6	- w tym poręczenia w ramach RPO (tys. zł)	14 881	12 268	10 158	9 740
7	Mnożnik 1 = [4] / [1]	1,34	0,95	1,20	1,22
8	Mnożnik 2 (skorygowany) = [4] / [2] *	1,72	1,24	1,65	1,68
9	Mnożnik kapitału własnego Spółki = [5] / [3]	2,41	1,74	1,64	1,69
10	Liczba aktywnych poręczeń	610	485	413	419
11	- w tym poręczenia w ramach środków własnych	554	428	371	380
12	- w tym poręczenia w ramach RPO	56	57	42	39
13	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	208	180	182	179
14	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
15	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%
16	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	21 329	20 340	19 045	19 013
17	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	1 066	1 017	952	951
18	Suma wartości 20 najw. akt. poręczeń na ryzyku własnym (tys. zł)	15 329	16 540	15 245	15 213
19	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	16,8%	23,3%	25,4%	25,3%
20	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	28,9%	28,9%	41,8%	42,5%
21	20 najw. por. na ryzyku własnym / Skoryg. kapitał własny Spółki	33,0%	38,4%	38,6%	39,3%
22	Przeciętne największe poręczenie / Kapitał poręczeniowy *	1,4%	1,4%	2,1%	2,1%
23	Wartość wypłat poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	6 352	6 730	4 470	4 247
24	Wartość wypłat poręczeń na ryzyku własnym w ciągu 4 kwartałów	6 352	6 084	4 278	4 055
25	Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan aktywnych poręczeń	5,0%	6,3%	5,5%	5,4%
26	Wartość odzyskanych należn. z tyt. por. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	1 152	317	517	551
27	Wartość odzyskanych należn. z tyt. por. na ryz. własnym w ciągu 4 kw.	1 152	317	515	541
28	Wypłaty poręczeń netto / Śr. kapitał poręczeniowy *	6,0%	8,9%	6,8%	6,4%
29	Wypłaty poręczeń netto na ryz. wł./ Śr. skoryg. KW Spółki	11,3%	12,9%	9,1%	8,6%
30	Skorygowany wynik finansowy / Śr. skor. kapitał własny Spółki	-0,3%	-3,7%	-2,6%	-3,2%

* Wskaźniki wyliczone w oparciu o kapitał poręczeniowy skorygowany

Skorygowany kapitał poręczeniowy

Ponieważ wartość kapitału poręczeniowego podawana przez sam Fundusz [1] różni się od rzeczywistej wartości kapitału (majątku), jaki stanowi zabezpieczenie udzielanych przez Fundusz poręczeń, dla potrzeb analizy ryzyka dokonaliśmy korekty wartości kapitału poręczeniowego.

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 dofinansowanie (jeśli zostało ono zaksięgowane w pozycjach pasywów innych niż kapitał własny oraz w ujęciu ekonomicznym może być traktowane jako składnik kapitału poręczeniowego).

Dla potrzeb wyliczenia skorygowanego kapitału własnego MFPK dokonujemy następujących korekt:

- począwszy od 2010 roku korekta in minus o 100% bilansowej wartości wartości niematerialnych i prawnych (poz. A.I aktywów), z uwagi na fakt, iż nie mają one rzeczywistej wartości zbywczej (składają się na nie: amortyzowana w czasie „wartość firmy” wykazana po połączeniu MFPK z PFPK w Wyszku oraz drobne kwoty dotyczące zakupionego oprogramowania komputerowego);
- korekta in minus o 30% bilansowej wartości rzeczowych aktywów trwałych (poz. A.II), z uwagi na niską płynność tego typu aktywów;
- od 2008 roku korekta in minus o 50% „należności długoterminowych” – poz. A.III (dotyczących należności z tytułu wypłaconych poręczeń na rzecz klientów, objętych umowami, spłacalnymi przez klientów zgodnie z ustaleniami), z uwagi na niską płynność oraz niepewność odnośnie ostatecznie odzyskanych wartości;
- od roku 2009 korekta in minus o całą kwotę 100 tys. zł „inwestycji długoterminowych” (poz. A.IV), dotyczącą posiadanych przez Fundusz udziałów w spółce specjalnego przeznaczenia KGP Sp. z o.o.; przyjmujemy bowiem konserwatywne założenie, iż (ponieważ spółka ta nie działa w celu maksymalizacji zysku dla udziałowców) jej udziały nie będą miały faktycznej wartości ekonomicznej, która mogłaby w razie potrzeby zostać spieniężona na pokrycie ewentualnych zobowiązań Funduszu z tytułu udzielonych poręczeń;
- od roku 2012 korekta in minus o 100% bilansowej wartości długoterminowych rozliczeń międzyokresowych (poz. A.V), w której to pozycji wykazywane są opłacane przez Fundusz składki na rzecz pracowników z tytułu ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym; przyjmujemy bowiem, że środki te nie stanowią majątku własnego Funduszu, lecz stanowią należność pracowników;
- od roku 2009 korekta in minus o 50% kwot krótkoterminowych należności dotyczących zawartych umów z dłużnikami (wykazywanych w poz. B.II.2.a i B.II.2.c), które realizowane są zgodnie z harmonogramem, z uwagi na niską płynność oraz niepewność odnośnie ostatecznie odzyskanych wartości;
- od roku 2009 korekta in minus o 100% bilansowej wartości należności dochodzonych na drodze sądowej (poz. B.II.2.d), z uwagi na fakt, iż wartości wykazywane w tej pozycji dotyczą należności z tytułu wypłaconych poręczeń, na które nie zostały dokonane pełne odpisy aktualizacyjne, pomimo iż należności te dotyczą dłużników niewypłacalnych (którzy nie byli wcześniej w stanie spłacić zaciągniętych kredytów bankowych i którzy nie są w stanie zawrzeć z Funduszem umowy i spłacać zobowiązania z tytułu wypłaconego poręczenia w ratach);

- korekta in minus o saldo dodatkowych rezerw celowych, doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu (kwestia ta została omówiona szerzej w punkcie 3.4).

Ponieważ MFPK księgował otrzymywane w latach 2005-2008 dotacje w ramach SPO-WKP poprzez rachunek zysków i strat (co powiększało wynik finansowy i pośrednio również kapitał własny Spółki), nie ma potrzeby dokonywania z tego tytułu korekt kapitału własnego dla w/w okresu.

W skład skorygowanego kapitału poręczeniowego wyliczanego przez EuroRating, oprócz skorygowanego kapitału własnego Spółki, do 2010 roku wchodzi także dofinansowanie w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego (RPO) Województwa Mazowieckiego 2007-2013.

Początkowo Fundusz otrzymał dofinansowanie w ramach RPO w kwocie 70 mln zł, jednak z uwagi na brak możliwości efektywnego zagospodarowania tych środków, MFPK zwrócił w 2012 oraz w 2014 roku większość środków pochodzących z tego programu. Według stanu na koniec I. kwartału 2015 r. Fundusz wykazywał w zobowiązaniach długoterminowych (poz. B.III.3 pasywów) już tylko kwotę 7.990,8 tys. zł, dotyczącą dofinansowania w ramach RPO.

Gdyby do kapitału poręczeniowego (obliczonego zgodnie z powyższymi uwagami) dodać w całości pozostałe w Funduszu dofinansowanie w ramach RPO, łączny kapitał poręczeniowy Mazowieckiego FPK wyniósłby 46,7 mln zł.

Należy jednak uwzględnić specyficzne warunki, na jakich w województwie mazowieckim przyznane zostało funduszom poręczeniowym dofinansowanie w ramach RPO. Do najważniejszych czynników mających wpływ na ryzyko Funduszu zaliczyć należy następujące warunki:

- otrzymane dofinansowanie ma charakter zwrotny; po zakończeniu projektu Marszałek Województwa Mazowieckiego ma zdecydować o dalszych losach środków w ramach RPO (tj. dalszym wykorzystaniu dofinansowania przez MFPK lub też o wycofaniu dofinansowania);
- poręczenia udzielane w ramach środków z RPO podlegają odrębnej ewidencji (następuje rozróżnienie pomiędzy poręczeniami udzielanymi w ramach środków własnych Funduszu oraz w ramach środków z RPO);
- umowa dopuszcza maksymalny wskaźnik wypłaty poręczeń do łącznej wartości poręczeń udzielonych w ramach RPO na poziomie 5%; do tego limitu utrata poręczeń udzielanych w ramach środków z RPO może pomniejszać kwotę do zwrotu; ewentualne wyższe straty na poręczeniach udzielonych w ramach środków z RPO obciążałyby już kapitał własny MFPK;
- Fundusz ma prawo do refundacji części ponoszonych kosztów administracyjnych (w ramach maksymalnego limitu wynoszącego średniorocznie 2% kwoty otrzymanego dofinansowania) w ciężar dochodów z prowizji oraz odsetek przynależnych środkom z RPO.

Ocena długoterminowego wpływu, jaki na ryzyko kredytowe Funduszu będzie ostatecznie miało dofinansowanie w ramach RPO nie jest jednoznaczna, z uwagi na relatywnie skomplikowane warunki na jakich dofinansowanie zostało przyznane oraz związane z tym istotne czynniki niepewności.

Z jednej strony limit wskaźnika utraty poręczeń na poziomie 5% wydaje się stosunkowo bezpieczny. Z drugiej jednak strony istotnym czynnikiem ryzyka jest narażenie Funduszu na ryzyko utraty kapitału własnego w przypadku, jeśli ostateczna szkodowość poręczeń udzielonych w ramach RPO okazałaby się wyższa niż 5% wartości poręczeń udzielonych. Strata przewyższająca tę wartość obciążałaby kapitał własny Funduszu.

Jakkolwiek ryzyko poniesienia przez Fundusz strat na kapitale własnym w związku z otrzymaniem dofinansowania w ramach RPO oceniamy obecnie jako relatywnie niskie, to z punktu widzenia oceny ogólnego ryzyka kredytowego, przy wyliczaniu skorygowanego kapitału poręczeniowego nie można naszym zdaniem jednakowo traktować kapitału własnego Funduszu i zwrotnego dofinansowania w ramach RPO. Dlatego środki z dofinansowania w ramach RPO są doliczane do skorygowanego kapitału poręczeniowego po ich pomniejszeniu o 25% „rezerwę na ryzyko” związaną ze specyficznymi warunkami tego dofinansowania.

Ostatecznie **wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego** [2] wyliczanego przez EuroRating, służącego do obliczania wskaźników opartych na wartości kapitału poręczeniowego (zaprezentowanych w tabeli 3.6), **wyniosła na koniec I. kwartału 2015 roku 44,7 mln zł.** Była to kwota o 17 mln zł niższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (61,7 mln zł).

Skala zaangażowania w akcję poręczeniową

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

Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych do 2009 roku włącznie szybko zwiększał liczbę i wartość udzielanych poręczeń. Już w roku 2006 wartość portfela aktywnych poręczeń [4] przekroczyła wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego Funduszu [2]. Do roku 2009 wartość aktywnych poręczeń rosła w tempie szybszym niż tempo wzrostu wartości kapitału poręczeniowego, a skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego [8] osiągnął wówczas najwyższy dotychczas poziom 2,89. Z uwagi na ograniczenia dotyczące maksymalnej wysokości mnożnika kapitałowego dla Funduszy niedysponujących regwarancjami, MFPK był zmuszony ograniczyć akcję poręczeniową.

W 2010 roku, dzięki otrzymanemu dofinansowaniu w ramach RPO w kwocie 70 mln zł, kapitał poręczeniowy Funduszu istotnie wzrósł, w konsekwencji obniżając skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego do poziomu 1,43.

W kolejnych latach, przy obniżającej się wartości portfela poręczeń aktywnych oraz kapitału poręczeniowego, wartość skorygowanego mnożnika oscylowała w zakresie od 1,1 do 1,7. Na koniec I. kwartału 2015 roku mnożnik ten wyniósł 1,68.

Sytuacja w której wartość zobowiązań warunkowych (z tytułu udzielonych poręczeń) przekracza wartość kapitałów Funduszu jest nie tylko zupełnie normalna, lecz także (z punktu widzenia celu dla którego Fundusz został powołany) pożądana. Fundusz poręczeniowy nie udziela bowiem pożyczek, lecz (zachowując środki pieniężne na własnych rachunkach) jedynie gwarantuje innym instytucjom finansowym wypłatę zobowiązań kredytobiorców, którzy okażą się niewypłacalni. Wypłacie podlega przy tym zwykle jedynie bardzo niewielka część udzielonych poręczeń, stąd też Fundusz wykorzystuje posiadany kapitał efektywnie jedynie wówczas, kiedy udziela poręczeń o łącznej wartości znacznie przekraczającej kapitał jakim dysponuje.

Mnożnik kapitału własnego Spółki [9] (liczony jako relacja poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu [5] do skorygowanego kapitału własnego Spółki [3]), był ściśle skorelowany z mnożnikiem kapitału poręczeniowego [8], jednak ze względu na otrzymane przez Fundusz w 2010 roku dofinansowanie zwrotne w ramach RPO oraz z uwagi na fakt, iż przytłaczająca większość poręczeń nadal udzielana była w ramach kapitału własnego MFPK, przyjmował on wyższe wartości. Najwyższy poziom (2,9-3,0) mnożnik kapitału własnego osiągał w latach 2009-2010. Od roku 2011 do II. kwartału 2014 r. jego wartość systematycznie spadała, osiągając minimum na poziomie 1,57. W ciągu trzech ostatnich kwartałów, przy stabilnej wartości poręczeń na ryzyku własnym Funduszu, jednak przy obniżającej się wartości skorygowanego kapitału własnego MFPK [3], poziom mnożnika kapitału własnego Spółki wzrósł nieco do poziomu 1,64 na koniec 2014 roku i 1,69 na koniec I. kwartału 2015 r.

Obecną ekspozycję Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń, mierzoną zarówno mnożnikiem kapitału poręczeniowego, jak i mnożnikiem kapitału własnego Spółki, należy określić jako niską i bezpieczną, co pozytywnie wpływa na ogólną ocenę ryzyka kredytowego Funduszu.

Koncentracja portfela poręczeń

Przeciętna wartość aktywnych poręczeń [13] znajdujących się w portfelu MFPK oscylowała w ostatnich latach w zakresie ok. 180-200 tys. zł (maksymalną wartość osiągnęła w 2012 roku). Przeciętne poręczenie odpowiadało przy tym stale zaledwie 0,1-0,2% łącznego portfela poręczeń aktywnych [14] oraz 0,2-0,4% skorygowanego kapitału poręczeniowego [15]. Stosunkowo wysoka dotychczas liczba aktywnych poręczeń [10] (wahająca się w zakresie 400-800 szt.) oraz ich umiarkowana przeciętna wartość oznaczają, że Fundusz ma dobrze zdywersyfikowany portfel poręczeń, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego należy ocenić pozytywnie.

W obowiązującym w Mazowieckim Funduszu Poręczeń Kredytowych regulaminie udzielania poręczeń limit maksymalnej wartości poręczeń na rzecz jednego klienta został ustalony

na poziomie 5% kapitału poręczeniowego, przy czym wewnętrzne regulacje wprowadzone przez Zarząd ograniczają dodatkowo maksymalną wartość ekspozycji na ryzyko jednego przedsiębiorcy do 1,0 mln zł. Według stanu na koniec I. kwartału 2015 roku odpowiadało to 2,2% wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego.

Suma wartości poręczeń aktywnych udzielonych przez MFPK na rzecz 20 największych klientów [16] wyniosła 21,3 mln zł na koniec 2012 roku, 20,3 mln zł na koniec 2013 roku oraz 19,0 mln zł na koniec 2014 roku. Poręczenia te stanowiły odpowiednio: 16,8%, 23,3% oraz 25,4% łącznej wartości portfela aktywnych poręczeń [19]. Wzrost wartości tego wskaźnika, jaki nastąpił w ciągu dwóch ostatnich lat, obrazuje rosnącą koncentrację portfela poręczeń oraz zwiększającą się jego ekspozycję na ryzyko największych poręczeń.

Z uwagi na fakt, iż w IV. kwartale 2014 roku MFPK zwrócił instytucji zarządzającej 28,5 mln zł (z pozostającej dotychczas kwoty 36,6 mln zł) środków z RPO, co spowodowało zmniejszenie się skorygowanego kapitału poręczeniowego, relacja wartości 20 największych poręczeń do kapitału poręczeniowego zwiększyła się na koniec 2014 roku do 41,8% (wobec 27-29% w poprzednich kwartałach) [20]. Taką wartość tego wskaźnika uznajemy już za lekko podwyższoną.

Ponieważ ok. 70-80% wartości poręczeń dla 20 największych klientów stanowiły poręczenia udzielone w ramach kapitału własnego MFPK [18], ich wartość w relacji do kapitału własnego Spółki wynosiła w ostatnich kwartałach ok. 35-38%, co według metodologii stosowanej przez EuroRating należy uznać jeszcze za poziom stosunkowo bezpieczny.

Ogólną dywersyfikację portfela poręczeń (liczoną według średniej wartości poręczenia) oceniamy jako dobrą. Z uwagi jednak na obserwowany od dłuższego czasu spadek wartości łącznego portfela poręczeń oraz spadek kapitału poręczeniowego, przy jednoczesnym utrzymywaniu się wartości największych poręczeń na niemal niezmiennym poziomie, lekko podwyższona zaczyna być już jednak ekspozycja portfela poręczeń oraz kapitału poręczeniowego na ryzyko największych klientów.

Wyплаты poręczeń

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

Warunki, na jakich Fundusz współpracuje ze wszystkimi instytucjami finansującymi w zakresie dotyczącym możliwości występowania przez nie o wypłatę poręczeń określają, iż instytucje finansujące mogą występować do Funduszu o wypłatę z tytułu poręczonego kredytu dopiero po wcześniejszym przeprowadzeniu windykacji należności z majątku dłużnika. W przypadku MFPK zapisy te doprowadziły do kumulacji ryzyka wypłat w ostatnich latach. W konsekwencji kryzysu ekonomicznego wiele umów kredytowych nie zostało przedłużonych, co przy pogorszeniu sytuacji

finansowej klientów Funduszu skutkowało rozpoczęciem przez banki procesów windykacyjnych. Dopiero po czasie, kiedy windykacja okazywała się bezskuteczna, bank występował do Funduszu o wypłatę poręczenia.

Do końca 2007 roku Fundusz dokonał jedynie dwóch niewielkich wypłat. Sytuacja w tym zakresie uległa istotnemu pogorszeniu począwszy od roku 2008, kiedy to MFPK dokonał wypłat 8 poręczeń na kwotę 1,43 mln zł, co odpowiadało 1,3% średniorocznej wartości portfela poręczeń. Wartość wypłat rosła z roku na rok, najwyższą dotychczas wartość osiągając w 2011 roku, kiedy to Fundusz wypłacił łącznie 7,85 mln zł, co stanowiło 5,8% portfela poręczeń. Podwyższony poziom wypłat utrzymywał się również w kolejnych latach, kiedy wypłacono odpowiednio: 6,35 mln zł w roku 2012 (5% średniej wartości portfela poręczeń), 6,73 mln zł w roku 2013 (6,3% wartości portfela) oraz 4,47 mln zł w roku 2014 (5,5% średniorocznej wartości portfela poręczeń). W I. kwartale 2015 roku MFPK wypłacił poręczenia o wartości tylko 333 tys. zł, jednak wskaźnik szkodowości portfela poręczeń liczony dla czterech ostatnich kwartałów utrzymał się nadal na podwyższonym poziomie 5,4% [25]. Należy przy tym zaznaczyć, że przytłaczająca większość (ok. 97%) spośród dokonanych dotychczas przez MFPK wypłat dotyczyła poręczeń udzielonych w ramach środków własnych Funduszu [24].

Wartość odzyskiwanych przez MFPK należności z tytułu wypłaconych poręczeń [26-27] była dotychczas relatywnie niska. Jedynie w 2012 roku Fundusz wykazał większą kwotę odzyskanych należności (1,15 mln zł). Należy jednak wziąć pod uwagę fakt, iż odzyskiwanie przez MFPK wypłaconych poręczeń poprzez firmy windykacyjne lub przez komorników sądowych, po tym jak bank zakończył proces windykacji, jest utrudnione z uwagi na fakt, iż Fundusz prowadzi te działania w drugiej kolejności i po znacznym upływie czasu od daty wypłaty poręczenia.

Wskaźnik relacji wypłat poręczeń w ramach kapitału własnego netto (tj. po uwzględnieniu kwot odzyskanych w poszczególnych okresach) do kapitału własnego Spółki [29] do 2007 roku włącznie przyjmował wartości zbliżone do zera. W latach 2008-2011 na skutek rosnącej wartości wypłat sytuacja uległa znacznemu pogorszeniu: w roku 2008 wskaźnik ten wyniósł 3,2%, a w roku 2011 było to już 15,2%. W kolejnych dwóch latach wskaźnik ten ustabilizował się na wysokim poziomie 11-13%. Jakkolwiek w 2014 roku wartość tego wskaźnika uległa lekkiemu obniżeniu, to nadal jego poziom należy ocenić jako dość wysoki.

Utrzymywanie się w ciągu 4-5 ostatnich lat wskaźnika ogólnej szkodowości portfela poręczeń aktywnych na podwyższonym poziomie zaliczamy do czynników negatywnych. Sytuację w tym zakresie pogarsza dodatkowo fakt, iż niemal całość dokonywanych dotychczas wypłat dotyczyła poręczeń udzielonych w ramach środków własnych Funduszu, co przy mnożniku kapitału własnego Spółki utrzymującym się na poziomie ok. 1,5-3,0 skutkowało występowaniem w ostatnich latach dość wysokiej utraty kapitału własnego na poręczeniach. Łącznie ten obszar oceny ryzyka kredytowego wpływa negatywnie na poziom ratingu kredytowego MFPK.

Rentowność kapitału

Skorygowany wynik finansowy MFPK (patrz tabela nr 3.2) był ujemny w 7 z 10 ostatnich lat, przy czym okresowo (w latach 2007-2008 oraz 2013-2014) strata przyjmowała stosunkowo wysokie wartości, przekraczające 1 mln zł. Liczony na tej podstawie wskaźnik rentowności kapitału własnego Spółki jedynie w latach 2009-2011 był dodatni, przy czym w ciągu ostatnich dwóch lat przyjmował stosunkowo wysokie wartości ujemne (na poziomie od -3% do -4%).

Na wypracowywane przez MFPK generalnie ujemne wyniki finansowe najistotniejszy wpływ miał w ostatnich latach spadek przychodów ze sprzedaży oraz spadek dochodów z lokat środków pieniężnych, przy jednoczesnej wysokiej wartości ponoszonych przez Fundusz kosztów działalności operacyjnej. Ponadto od 2008 roku Fundusz ponosił stale wysokie koszty ryzyka związanego z pogorszeniem się jakości portfela poręczeń.

Należy przy tym zaznaczyć, że MFPK nie wykazywał w ostatnich latach w rachunku zysków i strat pełnych kosztów ryzyka, z uwagi na przyjętą przez Fundusz zasadę rozkładania na długi okres tworzenia odpisów aktualizujących należności z tytułu wypłaconych poręczeń (duża część tego typu należności nadal wykazywana jest w aktywach bilansu). Należy zatem założyć, że faktyczne wyniki finansowe MFPK w ujęciu ekonomicznym były w ostatnich latach jeszcze niższe, niż wykazywane w rachunku zysków i strat (oraz w wyliczonych na tej podstawie wynikach skorygowanych, zaprezentowanych w tabeli nr 3.2).

Realną rentowność skorygowanego kapitału własnego Spółki [30] oddaje zatem lepiej wskaźnik rocznych zmian jego nominalnej wartości [3], wynoszący w ostatnich latach odpowiednio: -2,5% w roku 2010, -7,7% w roku 2011, 2,3% w roku 2012, -7,4% w roku 2013 oraz -8,2% w roku 2014. Łącznie w latach 2010-2014 wartość skorygowanego kapitału własnego MFPK zmniejszyła się o 22% (i to pomimo dokapitalizowania Funduszu przez udziałowców w latach 2010-2012 na łączną kwotę 2,1 mln zł).

Utrzymywanie się w ciągu ostatnich lat niemal stale ujemnej rentowności kapitału MFPK, skutkującej postępującym spadkiem jego wartości, z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu oceniamy negatywnie. Utrzymywanie się tych tendencji w dłuższym terminie, lub tym bardziej ewentualne dalsze pogorszenie wyników finansowych, wywierałoby negatywną presję na poziom ratingu kredytowego Funduszu.

3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń

Polityka tworzenia rezerw

Obowiązująca obecnie w MFPK procedura tworzenia rezerw (wdrożona w listopadzie 2013 roku) określa ogólne zasady tworzenia i rozwiązywania rezerw celowych na poręczenia spłaty kredytów

oraz zasady ewidencji księgowej rezerw. Rezerwa celowa tworzona jest z częstotliwością kwartalną.

Regulamin tworzenia rezerw określa tylko dwa poziomy ryzyka, dla których tworzone są rezerwy celowe – ekspozycja „zwiększona” ze wskaźnikiem rezerwy na poziomie 10% oraz ekspozycja „pełna” na którą Fundusz tworzy 100% rezerwę. Należy przy tym zaznaczyć, że do kategorii „zwiększonego” ryzyka w regulaminie kwalifikują się także te poręczenia, które dla banków są już stracone i został złożony wniosek o ogłoszenie upadłości klienta. Rezerwa na pełną wartość poręczenia tworzona jest z kolei de facto dopiero w chwili zakończenia postępowania upadłościowego oraz kiedy egzekucja komornicza jest nieskuteczna, a bank złoży w Funduszu kompletną dokumentację do wypłaty poręczenia.

Obowiązujący w Funduszu regulamin tworzenia rezerw na ryzyko poręczeń oceniamy jako mało konserwatywny. Obecny bardzo niski wskaźnik rezerw dla ekspozycji o „zwiększonym” ryzyku (w tym również na poręczenia kredytów z zaległością w spłacie sięgającą 8 miesięcy oraz dla przedsiębiorstw wobec których toczy się postępowanie upadłościowe) nie odzwierciedla bowiem w sposób wystarczająco konserwatywny ryzyka wypłat poręczeń, a tym samym ryzyko to nie jest w pełni uwidoczniane z odpowiednim wyprzedzeniem w sprawozdaniach finansowych Funduszu.

Wartość utworzonych rezerw

Wartość utworzonych przez Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych rezerw według stanu na koniec lat 2012-2014 oraz na koniec I. kwartału 2015 roku przedstawia tabela nr 3.7.

Tabela 3.7 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	XII.2012	XII.2013	XII.2014	III.2015
Rezerwy celowe (tys. zł)	2 702,6	1 944,4	2 348,2	2 488,0
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	0,0	0,0	0,0	0,0
Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)	2 702,6	1 944,4	2 348,2	2 488,0
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	2,4%	2,6%	3,6%	3,8%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Akt. poręcz. na ryzyku. wł.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	2,4%	2,6%	3,6%	3,8%
Rezerwy celowe / Skorygowany kapitał poręczeniowy	3,7%	2,8%	5,2%	5,6%
Rezerwa na ryz.ogólne / Skoryg. kapitał poręczeniowy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rezerwy razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	3,7%	2,8%	5,2%	5,6%

Analizując wartość utworzonych przez MFPK rezerw celowych należy wziąć pod uwagę fakt, iż Fundusz tworzy rezerwy tylko na poręczenia, których ryzyko obciąża ryzyko własne Funduszu, tj. na poręczenia udzielone w ramach środków własnych. Rezerwy nie są więc tworzone na poręczenia w ramach RPO.

Wartość utworzonych rezerw celowych była w ostatnich latach generalnie skorelowana z ogólną wartością portfela poręczeń. Najwyższą wartość (4,2 mln zł) rezerwy celowe osiągnęły na koniec 2010 roku (wtedy też na najwyższym poziomie kształtował się łączny portfel poręczeń aktywnych). Wskaźnik relacji rezerw celowych do wartości poręczeń na ryzyku własnym utrzymywał się jednak stale na stosunkowo niskim poziomie (w latach 2010-2014 było to ok. 2,5-4%).

Należy przy tym nadmienić, że wskaźnik ogólnej szkodowości portfela poręczeń (relacja dokonanych w ciągu roku wypłat do średniorocznej wartości portfela poręczeń) kształtował się w latach 2011-2014 na poziomie 5-6%, a więc był znacznie wyższy od wskaźnika relacji rezerw celowych do portfela poręczeń. Fakt ten potwierdza tezę, iż tworzone przez Fundusz rezerwy celowe mają zbyt niski poziom oraz że nie informują z wyprzedzeniem o ryzyku wypłaty poręczeń.

Zgodnie ze stosowaną przez EuroRating metodologią oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych, za minimalny właściwy długoterminowy średni poziom rezerw celowych, dotyczących ryzyka wypłaty poręczeń zagrożonych, uznaje się równowartość 4% sumy poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu.

Stąd też na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Mazowieckiego FPK uwzględniamy konieczność doliczenia w poszczególnych okresach 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 dla MFPK dotyczące lat 2012-2014 i I. kwartału 2015 roku zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.8.

Tabela 3.8 Wartość dodatkowo naliczonych rezerw na ryzyko udzielonych poręczeń

	XII.2012	XII.2013	XII.2014	III.2015
Wskaźnik dodatkowych rezerw celowych	1,6%	1,4%	0,4%	0,2%
Wartość dodatkowych rezerw celowych	1 779,8	1 057,8	244,9	129,2
Rezerwy celowe razem (utworz. przez MFPK oraz dodatkowe)	4 482,4	3 002,2	2 593,1	2 617,2
Rezerwy celowe razem / Aktywne poręcz. na ryzyku własnym	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Rezerwy celowe razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	6,1%	4,3%	5,7%	5,9%

Z uwagi na spadek wartości poręczeń na ryzyku własnym Funduszu, przy jednoczesnym wzroście pokrycia portfela poręczeń utworzonymi przez Fundusz rezerwami celowymi, wskaźnik dodatkowych rezerw doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ratingowej Funduszu malał w ostatnich latach – czego rezultatem był spadek wartości nominalnej doliczanych rezerw (do zaledwie 130 tys. zł na koniec I. kwartału 2015 roku). Zmiany salda dodatkowych rezerw w poszczególnych okresach uwzględnione zostały przy tym w skorygowanym wyniku finansowym (patrz tabela nr 3.2 wiersz [3]) a saldo tych rezerw pomniejszyło skorygowany kapitał własny Spółki oraz skorygowany kapitał poręczeniowy Funduszu (tabela 3.6 wiersze [3] i [2]).

3.5 Ocena czynników niefinansowych

Koniunktura gospodarcza

Na przełomie lat 2008/2009 w polskiej gospodarce obserwowane było silne spowolnienie wzrostu gospodarczego, będące w dużej mierze skutkiem kryzysu finansowego i ekonomicznego, jaki rozpoczął się w światowej gospodarce w roku 2007. Pomimo tego, że sytuacja Polski na tle innych państw europejskich wyglądała w tym czasie relatywnie korzystnie, to gwałtowny spadek dynamiki wzrostu PKB i osłabienie koniunktury w większości sektorów gospodarki przyczyniły się do pogorszenia sytuacji ekonomiczno-finansowej wielu przedsiębiorstw.

Koniunktura gospodarcza poprawiała się od połowy 2009 roku do pierwszej połowy 2011 roku, jednak tempo wzrostu gospodarczego (m.in. ze względu na trudną sytuację w wielu krajach europejskich) było umiarkowane. Realna dynamika PKB w roku 2011 wyniosła 4,5%. Na przełomie 2011 i 2012 roku gospodarka ponownie weszła w fazę spowolnienia, co skutkowało spadkiem realnej dynamiki PKB do 1,9% w roku 2012 i 1,6% w roku 2013. Rok 2014 upłynął pod znakiem ponownej poprawy koniunktury, a realny wzrost PKB wyniósł 3,3%.

Szacujemy, iż w latach 2015-2016 wzrost gospodarczy utrzyma się na poziomie zbliżonym, lub nieco wyższym niż w roku 2014, jednak uwarunkowane jest to utrzymaniem się relatywnie dobrej koniunktury w największych krajach Unii Europejskiej. Istotnym czynnikiem ryzyka w tym kontekście pozostaje nadal zagrożenie związane z kryzysem zadłużeniowym części państw UE. Ponieważ problemy fiskalne większości zagrożonych krajów nie zostały w ciągu ostatnich lat rozwiązane, ewentualne ponowne nasilenie obaw o wypłacalność poszczególnych państw skutkować mogłoby wystąpieniem kolejnego kryzysu w sektorze finansowym, co z pewnością przełożyłoby się na sferę realną.

Dla koniunktury gospodarczej w Polsce specyficznym czynnikiem ryzyka jest także konflikt rosyjsko-ukraiński i związane z nim zawirowania ekonomiczne (m.in. wzajemne sankcje UE oraz Rosji), które uderzają m.in. w polskie przedsiębiorstwa eksportujące swoje wyroby na rynki wschodnie.

Istotnym z punktu widzenia osiągniętych przez Fundusz wyników finansowych czynnikiem makroekonomicznym są także występujące w ostatnim czasie tendencje deflacyjne, które przyczyniają się do obniżek oficjalnych stóp procentowych NBP oraz w konsekwencji do spadku oprocentowania depozytów bankowych. Należy przy tym spodziewać się, że **niskie oprocentowanie lokat bankowych będzie utrzymywało się przez dłuższy czas, co może rzutować negatywnie na przychody finansowe i w konsekwencji wynik netto Funduszu.**

Historia kredytowa i stabilność sytuacji finansowej Funduszu

Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych prowadzi działalność operacyjną od 2004 roku, a więc od ponad 11 lat. Od początku Fundusz szybko zwiększał akcję poręczeniową, w rezultacie czego rósł mnożnik kapitałowy, który na przełomie lat 2009/2010 zbliżył się do poziomu 3. Fundusz tworzył w tym czasie jednak bardzo niskie rezerwy celowe (odpowiadające zaledwie 1-2% wartości portfela poręczeń). Po skorygowaniu ich o dodatkowe rezerwy celowe doliczane przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego MFPK, a także po skorygowaniu wpływu, jaki na księgowy wynik netto miało wykazanie w RZiS dotacji w ramach SPO-WKP, skorygowany wynik finansowy Funduszu był w latach 2005-2008 ujemny.

Ryzyko związane z udzielonymi poręczeniami zaczęło materializować się w roku 2008, a w kolejnych latach wskaźnik szkodowości portfela poręczeń utrzymywał się już stale na podwyższonym poziomie 5-6%.

Po otrzymaniu przez MFPK w 2010 wysokiego dofinansowania w ramach RPO, Fundusz (m.in. na skutek wprowadzenia konkurencyjnego rządowego programu poręczeń de minimis BGK) nie był w stanie efektywnie wykorzystać przyznanych środków (w ramach tego programu udzielone zostały dotychczas poręczenia o łącznej wartości ok. 20 mln zł), w rezultacie czego w kolejnych latach zmuszony był do zwrócenia menedżerowi projektu prawie 90% otrzymanego dofinansowania.

Od roku 2011 Fundusz znacznie zmniejszył skalę prowadzonej akcji znacznie ograniczył skalę prowadzonej akcji poręczeniowej, w rezultacie czego wartość portfela poręczeń aktywnych w latach 2011-2014 zmniejszyła się o prawie połowę. Przełożyło się to jednocześnie na spadek wartości mnożnika kapitału własnego, który z ok. 3,0 w roku 2010 spadł do poziomu ok. 1,6 w ciągu ostatnich kilku kwartałów.

Jakkolwiek stabilność większości wskaźników finansowych MFPK należy określić jako stosunkowo niską, to sytuacja finansowa Funduszu była w całej dotychczasowej historii relatywnie dobra. Fundusz nie miał dotychczas żadnych problemów z wywiązywaniem się ze zobowiązań wynikających z udzielonych poręczeń. Nie występowały także dotychczas 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.

Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych lokował dotychczas posiadane środki pieniężne w depozytach bankowych, obligacjach i bonach skarbowych. Co do zasady inwestycje tego typu należą do kategorii bezpiecznych i generujących stabilny dochód, stąd z punktu widzenia oceny

ryzyka kredytowego Funduszu nie wnosimy zastrzeżeń odnośnie rodzaju dokonywanych przez Fundusz inwestycji.

Strukturę lokat MFPK na koniec I. kwartału 2015 roku w podziale na poszczególne instytucje przedstawia tabela nr 3.8. Według stanu na koniec marca 2015 roku całość środków pieniężnych Funduszu ulokowana była w depozytach i na rachunkach bankowych.

Ogólne zasady polityki lokowania środków pieniężnych będących w dyspozycji MFPK określa „Regulamin lokowania środków pieniężnych MFPK”, wdrożony w grudniu 2014 roku (wcześniej od 2009

roku obowiązywała w tym zakresie ogólna uchwała Zarządu). Regulamin ten ogranicza zakres możliwych inwestycji do: obligacji Skarbu Państwa, papierów wartościowych emitowanych przez NBP, jednostek uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego, obligacji komunalnych oraz lokat bankowych. Regulamin określa maksymalny łączny limit dla inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszy na poziomie 20%, w obligacje komunalne na poziomie 15%, a także określa, że suma lokat w jednym banku nie może przekroczyć 50% środków Funduszu (ograniczenie to nie dotyczy jednakże banku państwowego oraz banków spółdzielczych). Regulamin nie określa przy tym praktycznie żadnych kryteriów oceny wiarygodności finansowej banków, którym Fundusz powierza środki pieniężne.

Obowiązujący w Funduszu „Regulamin lokowania środków pieniężnych” oceniamy negatywnie, ponieważ jest on zbyt ogólny i określa zbyt łagodne ograniczenia w zakresie minimalnej dywersyfikacji portfela lokat (tym bardziej, że ograniczenia te nie dotyczą banków spółdzielczych). Ponadto nie odnosi się on w ogóle do kwestii oceny i dopuszczalnego maksymalnego poziomu ryzyka kredytowego banków, w których MFPK lokuje środki.

Skutkowało to w ostatnich latach tym, że portfel lokat Funduszu niemal stale charakteryzował się zbyt niską dywersyfikacją (okresowo Fundusz lokował nawet 3/4 środków w jednym banku), a ponadto od 2012 roku duża część (okresowo nawet ponad 90%) środków pieniężnych będących w dyspozycji Funduszu (w tym środki zwrotne w ramach RPO) lokowana była w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym (były to przy tym głównie banki spółdzielcze, nieposiadające nadanego ratingu kredytowego, których ryzyko kredytowe co do zasady oceniane jest przez EuroRating jako podwyższone lub wysokie).

Jakkolwiek sytuacja w tym zakresie uległa w ciągu ostatnich kwartałów pewnej poprawie (zwiększyła się dywersyfikacja portfela lokat i zmniejszył się udział lokat w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem), to **nadal negatywnie oceniamy fakt, że głównie środki w ramach RPO zostały ulokowane w bankach o niskim ryzyku,**

Tabela 3.8 Struktura inwestycji MFPK na koniec I. kw. 2015 r.

	31.03.2015
Bank # 1	34,0%
Bank # 2	28,8%
Bank # 3	20,6%
Bank # 4	14,4%
Bank # 5	2,2%
Bank # 6	0,0%
RAZEM	100,0%

natomiast większość środków własnych MFPK wciąż utrzymywana jest w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym. Prowadzona przez Fundusz polityka lokat środków pieniężnych negatywnie rzutuje więc na ogólną ocenę ratingową Funduszu.

W naszej opinii Fundusz powinien zadbać o dalsze zwiększenie dywersyfikacji swoich płynnych aktywów oraz o poprawę profilu ryzyka kredytowego portfela lokat. Mogłoby to nastąpić zarówno poprzez równomierny podział środków pomiędzy większą liczbę banków o odpowiednio wysokiej wiarygodności finansowej, jak również poprzez ulokowanie części środków w papierach dłużnych emitowanych przez Skarb Państwa i/lub w jednostki funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego, co zmniejszyłoby zależność Funduszu od kondycji sektora bankowego. Celowość takich inwestycji należałoby jednak rozważyć także w kontekście oczekiwanej stopy zwrotu.

Struktura branżowa poręczeń

Zestawienie struktury portfela aktywnych poręczeń MFPK w podziale na główne sektory gospodarki, według stanu na koniec lat 2013-2014 oraz na koniec I. kw. 2015 r. przedstawia tabela nr 3.9.

Tabela 3.9 MFPK – struktura branżowa aktywnych poręczeń

Branża	XII.2013		XII.2014		III.2015	
	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%
usługi	31 632	36,2%	26 818	35,8%	25 905	34,5%
handel	26 896	30,8%	21 607	28,8%	21 983	29,2%
produkcja	11 437	13,1%	10 796	14,4%	11 210	14,9%
inne	12 342	14,1%	12 512	16,7%	12 616	16,8%
budownictwo	5 014	5,7%	3 253	4,3%	3 456	4,6%
RAZEM	87 322	100,0%	74 986	100,0%	75 170	100,0%

Poziom koncentracji dla pojedynczego sektora uznawany według stosowanej przez EuroRating metodologii za granicę bezpieczeństwa wynosi 40%. Fundusz nie ma zatem nadmiernej ekspozycji na żaden z głównych sektorów gospodarki. W związku z powyższym dywersyfikację portfela aktywnych poręczeń Funduszu w ujęciu branżowym w ostatnich latach oceniamy jako dobrą. Stosunkowo wysoki udział w strukturze branżowej poręczeń aktywnych ma pozycja „inne”. W tej kategorii Fundusz wykazuje poręczenia dla firm transportowych, agroturystycznych, rolniczych grup produkcyjnych i podmiotów dla których działalność gospodarcza jest działalnością poboczną (spółdzielnie mieszkaniowe).

Stosowane procedury wewnętrzne

Do najważniejszych istniejących w Mazowieckim Funduszu Poręczeń Kredytowych procedur regulujących działalność Funduszu zaliczyć należy:

- „Regulamin udzielania poręczeń” określa ogólne zasady i procedury dotyczące udzielania poręczeń; precyzuje grono podmiotów uprawnionych do ubiegania się o poręczenie; ogranicza maksymalną wartość udzielanych poręczeń do wysokości 80% kwoty poręczanego kredytu oraz łączne zaangażowanie na rzecz jednego przedsiębiorcy do wysokości 3% kapitału poręczeniowego Funduszu (dla poręczeń pomostowych do 5%) Dodatkowo uchwały Zarządu ograniczają wartość jednostkowego poręczenia. Obecnie maksymalną kwotą, o jaką wnioskować może przedsiębiorca to 1 mln zł;
- „Regulamin współpracy między bankami i funduszami pożyczkowymi a MFPK Sp. z o.o. w zakresie udzielania poręczeń portfela transakcji wystandaryzowanych” określa zasady, warunki i tryb udzielania poręczeń wystandaryzowanych. Ogranicza wartość poręczenia do 30% należności głównej dla kredytów odnawialnych i 50% należności głównej dla kredytów nieodnawialnych. Maksymalna kwota poręczenia to 300 tys. zł;
- „Regulamin udzielania poręczeń przez MFPK Sp. z o.o. w ramach projektu RPO” określa podstawowe zasady i tryb postępowania w zakresie udzielania poręczeń w ramach RPO i de minimis;
- „Regulamin lokowania środków pieniężnych” – określa jakie instrumenty finansowe mogą być przedmiotem inwestycji Funduszu;
- „Procedura wewnętrzna tworzenia i rozwiązywania rezerw celowych w MFPK Sp. z o.o.” w sposób ogólny opisują zasady tworzenia i rozwiązywania rezerwy celowej, brak jest przy tym określenia zasad tworzenia rezerw na ryzyko ogólne;
- „Program działań prowadzących do poprawy sytuacji finansowej” określa sposób działania na lata 2015-2018 prowadzący do poprawy sytuacji finansowej Funduszu, identyfikuje szanse i zagrożenia dla działalności Funduszu.

W kontekście oceny obowiązujących w Funduszu wewnętrznych regulacji uważamy za konieczne zgłoszenie zastrzeżeń odnośnie zdecydowanie zbyt mało konserwatywnych zapisów regulaminu tworzenia i rozwiązywania rezerw celowych (tylko dwie klasy ryzyka oraz niskie współczynniki tworzenia rezerw dla podmiotów o „zwiększonym” ryzyku), a także odnośnie zdecydowanie zbyt ogólnych zapisów w obowiązującym w Funduszu „Regulaminie lokowania środków pieniężnych” (zbyt mało konserwatywne limity koncentracji portfela lokat oraz brak zasad wyboru i kryteriów oceny ryzyka podmiotów, którym Fundusz powierza środki pieniężne).

Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

Według stanu na koniec I. kwartału 2015 roku w Spółce zatrudnionych było 13 osób (wobec 14 na koniec 2014 roku i 16 na koniec 2013 roku). Spółka posiada trzyosobowy Zarząd. W związku ze znacznym spadkiem w ciągu ostatnich lat skali prowadzonej przez Fundusz akcji poręczeniowej, można stwierdzić, że nie występuje obecnie ryzyko związane ze sprawnością prowadzenia bieżącej działalności Funduszu.

Perspektywy rozwoju i plan finansowy

Wewnętrzne regulacje MFPK nie narzucają maksymalnego poziomu mnożnika kapitałowego. W tym zakresie Fundusz kieruje się wytycznymi BGK, które mówią iż dla Funduszy niekorzystających z reporeczeń maksymalny mnożnik kapitałowy wynosi 3. Dotychczasowa najwyższa wartość skorygowanego mnożnika kapitału poręczeniowego (na poziomie 2,89) osiągnięta została w roku 2009.

Ze względu na otrzymane w 2010 roku dofinansowanie w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Mazowieckiego w kwocie 70 mln zł istotnie wzrosła wówczas wartość kapitału poręczeniowego oraz tym samym zmniejszył się poziom skorygowanego mnożnika kapitałowego (do ok. 1,2-1,4). Dodatkowo czynnikiem obniżającym wartość mnożnika był spadek wartości portfela poręczeń aktywnych obserwowany od 2011. W związku ze słabą koniunkturą gospodarczą, pojawieniem się gwarancji de minimis oraz sukcesywnie ograniczanych możliwości udzielania poręczeń w ramach RPO, Fundusz dwukrotnie (w 2012 i 2014 roku) zwracał część otrzymanego dofinansowania. W rezultacie skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego ukształtował się na koniec I. kwartału 2015 roku na nadal stosunkowo niskim poziomie ok. 1,7.

Fundusz reagując na zmiany na rynku poręczeń wprowadził do oferty poręczenia leasingowe, a obecnie rozpoczyna także udzielanie poręczeń wadialnych. Prowadzone są również prace nad poręczeniami faktoringowymi jednak ich wprowadzenie do oferty uzależnione będzie od sytuacji rynkowej.

Czynnikami niepewności są obecnie dalsze losy środków z RPO. Dofinansowanie to miało bowiem charakter zwrotny i z formalnego punktu widzenia Fundusz powinien je wkrótce zwrócić samorządowi województwa mazowieckiego. Być może jednak Urząd Marszałkowski zadecyduje o ich ponownym przekazaniu Funduszowi, jednak to czy Fundusz skorzysta ze środków zależeć będzie od formy tego dofinansowania (Zarząd Spółki preferowałby formułę reporeczeń).

W perspektywie średnioterminowej Fundusz prawdopodobnie będzie również miał możliwość uzyskania kolejnego wsparcia ze środków unijnych w ramach nowej perspektywy na lata 2014-2017. Jest prawdopodobne, że wsparcie to będzie miało charakter reporeczeń dla poręczeń udzielanych przez fundusze poręczeniowe, jednak nie zapadły jeszcze ostateczne decyzje dotyczące skali oraz szczegółowych warunków, na jakich będzie ono udzielane.

4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych z siedzibą w Warszawie należy do grupy funduszy stosunkowo dużych pod względem wartości posiadanego kapitału poręczeniowego i jest jednym z największych funduszy wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej skupionej wokół Banku Gospodarstwa Krajowego. Jest to przy tym fundusz o zasięgu regionalnym, udzielający poręczeń przedsiębiorstwom z terenu całego województwa mazowieckiego. Dywersyfikację portfela poręczeń pod względem geograficznym można więc ocenić jako stosunkowo dobrą.

Fundusz prowadzi działalność operacyjną od roku 2004. Do 2010 roku MFPK systematycznie powiększał zarówno wartość kapitału poręczeniowego (głównie dzięki pozyskiwaniu dotacji w ramach programu SPO-WKP oraz dofinansowania w ramach RPO), jak i liczbę oraz wartość udzielanych poręczeń.

Najwyższa dotychczasowa wartość mnożnika kapitału poręczeniowego (na poziomie 2,89) odnotowana została na koniec 2009 roku, a najwyższa wartość portfela poręczeń aktywnych (146,0 mln zł przy skorygowanym mnożniku kapitału poręczeniowego na poziomie 1,43) osiągnięta została w 2010 roku. W latach 2011-2014, przy obniżającej się wartości portfela poręczeń aktywnych oraz kapitału poręczeniowego, wartość skorygowanego mnożnika oscylowała w zakresie od 1,1 do 1,7. Na koniec I. kwartału 2015 roku mnożnik ten wyniósł 1,68.

Mnożnik kapitału własnego Spółki (liczony jako relacja poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu do skorygowanego kapitału własnego Spółki) najwyższy poziom (2,9-3,0) osiągał w latach 2009-2010. Od roku 2011 do II. kwartału 2014 r. jego wartość systematycznie spadała, osiągając minimum na poziomie 1,57. W ciągu trzech ostatnich kwartałów, przy stabilnej wartości poręczeń na ryzyku własnym Funduszu, jednak przy obniżającej się wartości skorygowanego kapitału własnego, poziom mnożnika kapitału własnego Spółki wzrósł nieco do poziomu 1,64 na koniec 2014 roku i 1,69 na koniec I. kwartału 2015 r.

Obecną ekspozycję Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń, mierzoną zarówno mnożnikiem kapitału poręczeniowego, jak i mnożnikiem kapitału własnego Spółki, należy określić jako niską i bezpieczną, co pozytywnie wpływa na ogólną ocenę ryzyka kredytowego Funduszu.

Ogólną dywersyfikację portfela poręczeń (liczoną według średniej wartości poręczenia) oceniamy jako dobrą. Z uwagi jednak na obserwowany od dłuższego czasu spadek łącznej wartości portfela poręczeń oraz spadek kapitału poręczeniowego, przy jednoczesnym utrzymywaniu się wartości największych poręczeń na niemal niezmiennym poziomie, lekko podwyższona zaczyna być już jednak ekspozycja portfela poręczeń oraz kapitału poręczeniowego na ryzyko największych klientów.

Szkodowość portfela poręczeń MFPK do roku 2007 włącznie utrzymywała się na poziomie bliskim zera. Sytuacja w tym zakresie uległa istotnemu pogorszeniu począwszy od roku 2008,

kiedy to MFPK dokonał wypłat poręczeń na kwotę 1,43 mln zł, co odpowiadało 1,3% średniorocznej wartości portfela poręczeń. Wartość wypłat rosła z roku na rok, najwyższą dotychczas wartość osiągając w 2011 roku, kiedy to Fundusz wypłacił łącznie 7,85 mln zł, co stanowiło 5,8% portfela poręczeń. Podwyższony poziom wypłat utrzymywał się również w kolejnych latach, kiedy wypłacono odpowiednio: 6,35 mln zł w roku 2012 (5% średniej wartości portfela poręczeń), 6,73 mln zł w roku 2013 (6,3% wartości portfela) oraz 4,47 mln zł w roku 2014 (5,5% średniorocznej wartości portfela poręczeń). W I. kwartale 2015 roku MFPK wypłacił poręczenia o wartości tylko 333 tys. zł, jednak wskaźnik szkodowości portfela poręczeń liczony dla czterech ostatnich kwartałów utrzymał się nadal na podwyższonym poziomie 5,4%.

Należy przy tym zaznaczyć, że przytłaczająca większość (ok. 97%) spośród dokonanych dotychczas przez MFPK wypłat dotyczyła poręczeń udzielonych w ramach środków własnych Funduszu. Wskaźnik relacji wypłat poręczeń w ramach kapitału własnego netto (tj. po uwzględnieniu kwot odzyskanych w poszczególnych okresach) do kapitału własnego Spółki na skutek rosnącej wartości wypłat uległ w latach 2008-2011 znacznemu pogorszeniu: w roku 2008 wskaźnik ten wyniósł 3,3%, a w roku 2011 było to już 15,2%. W kolejnych dwóch latach wskaźnik ten ustabilizował się na wciąż wysokim poziomie 11-13%. Jakkolwiek w 2014 roku wartość wskaźnika uległa lekkiemu obniżeniu (do ok. 9%), to nadal jego poziom należy ocenić jako dość wysoki.

Utrzymywanie się w ciągu 4-5 ostatnich lat wskaźnika ogólnej szkodowości portfela poręczeń aktywnych na podwyższonym poziomie zaliczamy do czynników negatywnych. Sytuację w tym zakresie pogarsza dodatkowo fakt, iż niemal całość dokonywanych dotychczas wypłat dotyczyła poręczeń udzielonych w ramach środków własnych Funduszu, co przy mnożniku kapitału własnego Spółki utrzymującym się na poziomie ok. 1,5-3,0 skutkowało występowaniem w ostatnich latach dość wysokiej utraty kapitału własnego na poręczeniach. Łącznie ten obszar oceny ryzyka kredytowego wpływa negatywnie na poziom ratingu kredytowego MFPK.

Skorygowany wynik finansowy MFPK był ujemny w 7 z 10 ostatnich lat, przy czym okresowo (w latach 2007-2008 oraz 2013-2014) strata przyjmowała stosunkowo wysokie wartości, przekraczające 1 mln zł. Liczony na tej podstawie wskaźnik rentowności kapitału własnego Spółki jedynie w latach 2009-2011 był dodatni, przy czym w ciągu ostatnich dwóch lat przyjmował stosunkowo wysokie wartości ujemne (na poziomie od -3% do -4%). Należy przy tym zaznaczyć, że z uwagi na przyjęte przez Fundusz mało transparentne oraz niewystarczająco konserwatywne zasady rachunkowości (m.in. rozkładanie na długi okres tworzenia odpisów aktualizujących należności z tytułu wypłaconych poręczeń i wykazywanie dużej ich części w aktywach bilansu) MFPK nie wykazywał w ostatnich latach w rachunku zysków i strat (oraz pośrednio w wartości kapitału własnego Spółki) pełnych kosztów ryzyka związanego z wypłatami poręczeń.

Na podstawie wskaźnika rocznych zmian nominalnej wartości skorygowanego kapitału własnego Spółki szacujemy, że realna rentowność skorygowanego kapitału własnego wynosiła w ostatnich

latach odpowiednio: -2,5% w roku 2010, -7,7% w roku 2011, 2,3% w roku 2012, -7,4% w roku 2013 oraz -8,2% w roku 2014. Łącznie w latach 2010-2014 wartość skorygowanego kapitału własnego MFPK zmniejszyła się o 22% (i to pomimo dokapitalizowania Funduszu przez udziałowców w latach 2010-2012 na łączną kwotę 2,1 mln zł).

Utrzymywanie się w ciągu ostatnich lat niemal stale ujemnej rentowności kapitału MFPK, skutkującej postępującym spadkiem jego wartości, z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu oceniamy negatywnie. Utrzymywanie się tych tendencji w dłuższym terminie, lub tym bardziej ewentualne dalsze pogorszenie wyników finansowych, wywierałoby negatywną presję na poziom ratingu kredytowego Funduszu.

Oceniając sposób lokowania posiadanych przez MFPK środków pieniężnych (stanowiących główne zabezpieczenie udzielanych poręczeń) stwierdzamy, iż zapisy obowiązujące w Funduszu „Regulaminu lokowania środków pieniężnych” są zbyt ogólne (określa zbyt mało konserwatywne ograniczenia w zakresie minimalnej dywersyfikacji portfela lokat, a także nie zawiera żadnych kryteriów odnośnie poziomu ryzyka kredytowego banków, w których Fundusz lokuje środki). Skutkowało to w ostatnich latach tym, że portfel lokat Funduszu niemal stale charakteryzował się zbyt niską dywersyfikacją (okresowo nawet 3/4 środków lokowane było w jednym banku), a ponadto od 2012 roku duża część środków pieniężnych będących w dyspozycji Funduszu (w tym środki zwrotne w ramach RPO) lokowana była w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym.

Jakkolwiek sytuacja w tym zakresie uległa w ciągu ostatnich kwartałów pewnej poprawie (zwiększyła się dywersyfikacja portfela lokat i zmniejszył się udział lokat w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem), to **nadal negatywnie oceniamy fakt, że większość środków własnych MFPK wciąż utrzymywana jest w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym. Prowadzona przez Fundusz polityka lokat środków pieniężnych negatywnie rzutuje więc na ogólną ocenę ratingową Funduszu.**

Podsumowując, ryzyko kredytowe Mazowieckiego Funduszu Poręczeń Kredytowych w Warszawie oceniamy jako umiarkowane. Według przyjętej przez agencję ratingową EuroRating metodologii na dzień publikacji niniejszego raportu (tj. 09.07.2015 r.) **Funduszowi zostaje nadany rating kredytowy na poziomie “BBB”. Perspektywa ratingu jest stabilna.**

PODATNOŚĆ NADANEGO RATINGU NA ZMIANY

Do potencjalnych najistotniejszych czynników mogących wpływać pozytywnie na ocenę ryzyka kredytowego Mazowieckiego FPK zaliczamy: ewentualny spadek wartości wypłat poręczeń i szkodowości portfela poręczeń; trwałą poprawę wypracowywanego skorygowanego wyniku finansowego; istotne zwiększenie bezpieczeństwa portfela lokat środków pieniężnych poprzez odpowiednią dywersyfikację lokat przy jednoczesnym znaczącym zmniejszeniu lub wyeliminowaniu udziału lokat w bankach charakteryzujących się podwyższonym i wysokim ryzykiem kredytowym; zmiany zapisów w procedurach tworzenia rezerw oraz lokowania środków pieniężnych Funduszu na bardziej konserwatywne.

Negatywny wpływ na bieżący poziom oceny ratingowej MFPK mogłyby mieć natomiast: ewentualne utrzymanie się wskaźnika szkodowości portfela poręczeń na podwyższonym poziomie (lub tym bardziej ewentualny dalszy wzrost wartości wypłat poręczeń); ewentualny znaczny wzrost poziomu skorygowanego mnożnika kapitału własnego Spółki; dalsze pogorszenie wyników finansowych; a także ewentualne pogorszenie profilu ryzyka portfela lokat bankowych (wzrost koncentracji i/lub wzrost udziału banków charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym).

5. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating

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

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

6. Ujawnienia regulacyjne

EuroRating Sp. z o.o. jest formalnie zarejestrowana przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority – ESMA) jako agencja ratingowa uprawniona do wystawiania ratingów kredytowych na terenie całej Unii Europejskiej (zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych) i **podlega bezpośredniemu nadzorowi ESMA** (lista agencji ratingowych zarejestrowanych w Unii Europejskiej: <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs>).

Agencja ratingowa EuroRating posiada **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), a **ratingi kredytowe przyznawane przez EuroRating mogą być stosowane do celów regulacyjnych przez instytucje finansowe w całej Unii Europejskiej** i są równe ratingom wystawianym przez inne agencje uznane przez ESMA, bez terytorialnych lub innych ograniczeń.

Ratingi nadawane przez EuroRating funduszom poręczeń kredytowych mogą być stosowane przez banki akceptujące poręczenia tych funduszy do obliczania kwot ekspozycji ważonych ryzykiem służących wyliczaniu własnych wymogów kapitałowych, zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 30.08.2010 r. (Dz.U. nr 164, poz. 1111).

Opis metodologii ratingowej stosowanej przez EuroRating prezentowany jest w serwisie internetowym agencji (www.EuroRating.com) w sekcji „Ratingi kredytowe”–„Metodologia”. Definicje ratingowe oraz skala ratingowa stosowana przez EuroRating są publikowane w serwisie internetowym agencji w sekcji „Ratingi kredytowe”–„Skala ratingowa”.

Rating nadany Mazowieckiemu Funduszowi Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. jest ratingiem publicznym. Data pierwszej publikacji ratingu kredytowego dla ocenianego podmiotu, aktualny rating wraz z raportem ratingowym oraz pełna historia ratingu publikowane są bezpłatnie w sposób ogólnodostępny w serwisie internetowym agencji ratingowej EuroRating w sekcji „Ratingi kredytowe”–„Ratingi publiczne”–„Fundusze poręczeniowe”, w odpowiedniej zakładce dotyczącej ocenianego podmiotu. EuroRating nie bierze odpowiedzialności za informacje o aktualnym ratingu ocenianego podmiotu przekazywane przez jakiegokolwiek strony trzecie. Rating może podlegać zmianie, bądź też wycofaniu w dowolnym momencie i z jakiegokolwiek powodu – decyzja o tym leży wyłącznie w gestii agencji EuroRating.

Rating nadany Mazowieckiemu Funduszowi Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. jest ratingiem zamówionym przez oceniany podmiot. EuroRating otrzymuje wynagrodzenie za nadanie oraz późniejszy monitoring tego ratingu. Oceniany podmiot brał udział w procesie ratingowym poprzez przekazywanie agencji dokumentów, informacji i wyjaśnień dotyczących swojej sytuacji ekonomiczno-finansowej. Zgodnie z obowiązującą w agencji ratingowej EuroRating „Polityką w zakresie konfliktów interesów”, agencja nie świadczyła i nie świadczy dla ocenianego podmiotu lub powiązanych z nim stron trzecich 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 udzielanymi 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 nawiązania, 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 przyznane przez EuroRating ratingi 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 wynikać z korzystania z nadawanych przez agencję ratingów.

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