

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**

Raport ratingowy

Nadany rating kredytowy

Perspektywa ratingu

BBB

stabilna

EuroRating

Warszawa

08.11.2016 r.

SPIS TREŚCI

1. Informacje o nadanym 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	15
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	22
3.5 Ocena czynników niefinansowych	25
4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego	30
5. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating	34
6. Ujawnienia regulacyjne	35

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym

1.1 Aktualny rating Funduszu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data nadania ratingu
BBB	stabilna	08.11.2016
BBB	stabilna	13.07.2016
BBB	stabilna	27.04.2016
BBB	stabilna	07.01.2016
BBB	stabilna	01.09.2015
BBB	negatywna	14.08.2015
BBB	stabilna	09.07.2015

Źródło: EuroRating

Główny analityk ratingowy

Kamil Kolczyński

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 24 33

e-mail: kamil.kolczynski@eurorating.com

Przewodniczący Komitetu Ratingowego

dr Piotr Dalkowski

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 21 46

e-mail: piotr.dalkowski@eurorating.com

1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

Rating kredytowy nadany 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 dwuosobowy: funkcję Prezesa Zarządu pełni pan Wiesław Kołodziejski. W skład Zarządu wchodzi również pan Andrzej Gajewski.

Strukturę udziałową Spółki 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	WFOŚiGW	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%

Źródło: MFPK Sp. z o.o.

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 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 Wyszku 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 39,8 mln zł.

Oprócz wpłat wnoszonych przez udziałowców, w latach 2005-2008 kapitał własny Funduszu powiększyło bezzwrotne dofinansowanie otrzymywane ze środków Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego w ramach Sektorowego Programu Operacyjnego „Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw” (SPO-WKP). 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 z RPO. 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, a wszelkie wypracowywane nadwyżki finansowe przeznaczane są na prowadzenie działalności statutowej.

3. Analiza ekonomiczno-finansowa

3.1 Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat Mazowieckiego Funduszu Poręczeń Kredytowych za lata 2013-2015 oraz za I. półrocze 2016 roku przedstawia tabela nr 3.1.

Przychody ze sprzedaży

Mazowiecki FPK 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 poręczeniowych niekorzystających z regwarancji powinien wynosić maksymalnie 3.

Tabela 3.1 MFPK Sp. z o.o. – rachunek zysków i strat za lata 2013-2015* oraz za I. półr. 2016 r.

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2013	Za rok 2014	Za rok 2015	Za okres I-VI.2016
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY	741,8	404,7	436,2	183,8
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	741,8	404,7	436,2	183,8
II. Zmiana stanu produktów	-	-	-	-
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	2 900,1	2 711,0	2 651,0	1 307,3
I. Amortyzacja	57,7	40,3	35,4	11,6
II. Zużycie materiałów i energii	25,7	23,8	26,0	8,7
III. Usługi obce	391,8	432,3	435,4	193,8
IV. Podatki i opłaty	2,6	0,8	0,8	0,4
V. Wynagrodzenia	1 898,4	1 786,7	1 725,0	862,1
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	321,7	301,4	281,1	170,9
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	202,2	125,7	147,2	59,9
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(2 158,4)	(2 306,3)	(2 214,8)	(1 123,5)
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	5 964,5	6 275,7	3 924,7	447,3
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	-	-	-	-
III. Inne przychody operacyjne	5 964,5	6 275,7	3 924,7	447,3
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	9 839,3	8 190,1	7 333,3	1 506,7
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	3 695,4	3 163,9	4 309,8	808,6
III. Inne koszty operacyjne	6 143,9	5 026,2	3 023,4	698,1
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(6 033,2)	(4 220,6)	(5 623,4)	(2 182,9)
G. PRZYCHODY FINANSOWE	4 099,9	2 607,9	1 162,4	580,3
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	3 468,1	2 323,1	1 037,5	579,2
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	631,9	284,8	125,0	1,2
H. KOSZTY FINANSOWE	150,9	284,8	130,0	1,2
I. Odsetki	0,0	-	4,9	0,0
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	150,9	284,8	125,1	1,2
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	(2 084,1)	(1 897,6)	(4 591,0)	(1 603,8)
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	(2 084,1)	(1 897,6)	(4 591,0)	(1 603,8)
L. PODATEK DOCHODOWY	295,9	-	-	-
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIJSZ. ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	(2 380,0)	(1 897,6)	(4 591,0)	(1 603,8)

Źródło: MFPK Sp. z o.o., *roczne sprawozdania finansowe po audycie

W następnych latach wartość udzielonych poręczeń z roku na rok malała, w konsekwencji czego gwałtownie obniżyła się wartość osiąganych 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%.

W 2015 roku przychody ze sprzedaży ustabilizowały się i przestały spadać – ich wartość była zbliżona do osiągniętej w roku poprzednim. W I. połowie 2016 roku przychody były jednak znów wyraźnie niższe (o ok. 30%) od uzyskanych w analogicznym okresie roku ubiegłego – i to pomimo wzrostu liczby i wartości udzielonych w tym czasie poręczeń.

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. 75-80% łącznych kosztów. Drugim istotnym składnikiem kosztów są usługi obce, z udziałem na poziomie 15%.

Koszty działalności operacyjnej niemal stale przekraczały wartość generowanych przychodów ze sprzedaży, za wyjątkiem 2008 roku, kiedy to Fundusz uzyskał 35 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 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 osiąganych przychodów ze sprzedaży, wartość straty ze sprzedaży utrzymała się na wysokim poziomie -2,2 mln zł. W I. połowie 2016 roku koszty operacyjne ulegały dalszej nieznacznej poprawie, co jednak wobec niższych niż przed rokiem przychodów ze sprzedaży, nie przełożyło się na poprawę wyniku na sprzedaży w stosunku do porównywalnego okresu roku poprzedniego (strata za pierwsze półrocze utrzymała się na poziomie -1,1 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 spadku 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 miał miejsce od roku 2011 i utrzymywanie się od 2013 roku straty ze sprzedaży stale na wysokim poziomie ok. -2,2 mln zł (co odpowiada obecnie równowartości ok. 8% skorygowanego kapitału własnego Spółki) jest jednak w naszej ocenie nieco niepokojący.

Ponoszenie przez MFPK relatywnie wysokiej straty już na podstawowym poziomie rachunku zysków i strat zaliczamy do czynników negatywnie wpływających na ocenę ryzyka kredytowego Funduszu (pomimo specyfiki jego działalności – podstawowym źródłem przychodów są przychody finansowe). Przy utrzymujących się stosunkowo wysokich kosztach ryzyka portfela poręczeń oraz przy jednoczesnym spadku przychodów z odsetek od lokat środków pieniężnych, przyczyniło się to bowiem do generowania przez Fundusz w ostatnich latach wysokiego ujemnego skorygowanego 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. 4-6,5 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 wypłaconych poręczeń.

W tym kontekście należy podkreślić, że z uwagi na przyjęte przez Fundusz 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 2010-2015 wynosiła bowiem od ok. 3,7 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. Ze względu na utrzymywanie się niskich stóp procentowych odsetki od lokat środków pieniężnych w 2015 roku ponownie znacznie spadły (o ok. połowę w stosunku do 2014 roku). W I. połowie 2016 roku przychody odsetkowe były natomiast już zbliżone do wykazanych w analogicznym okresie roku ubiegłego.

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 (obrazującym rzeczywistą rentowność Funduszu w danym okresie). Korekty te polegają m.in. na odliczaniu kwot otrzymanych bezzwrotnych dotacji na powiększenie kapitału poręczeniowego (jeśli były księgowane przez RZiS), a także ewentualnych bezpośrednich odpisów kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych (jeśli były dokonywane). Wynik korygowany jest także o saldo zmian rezerwy na ryzyko ogólne (w odróżnieniu od rezerw celowych nie jest to rezerwa związana bezpośrednio z poręczeniami zagrożonymi). W przypadku Funduszy wykazujących zbyt niskie stany rezerw celowych w odniesieniu do portfela poręczeń na ryzyku własnym dokonujemy także korekty wyniku finansowego o zmianę salda rezerw dodatkowo doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu (kwestia ta została omówiona bardziej szczegółowo w punkcie 3.4).

Skorygowany wynik finansowy Funduszu za lata 2013-2015 oraz za I. półrocze 2016 r. przedstawia tabela 3.2.

Tabela 3.2 Mazowiecki FPK Sp. z o.o. – skorygowany wynik finansowy

Lp.	Wynik skorygowany (tys. zł)	2013	2014	2015	I-VI.2016
1	Księgowy wynik netto	-2 380,0	-1 897,6	-4 591,0	-1 603,8
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	557,6	835,9	-827,1	70,4
4	Wynik skorygowany = [1] + [2] + [3]	-1 822,4	-1 061,7	-5 418,0	-1 533,4

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych i sprawozdań finansowych MFPK Sp. z o.o.

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, natomiast w latach 2012-2014 Fundusz ponownie generował straty (skorygowany wynik na poziomie ok. -1 do -1,8 mln zł).

W 2015 roku zarówno księgowy wynik netto, jak i wynik skorygowany uległy dalszemu znacznemu pogorszeniu i osiągnęły najwyższe jak dotąd ujemne poziomy (odpowiednio: -4,6 mln zł oraz -5,4 mln zł). Przyczyną tak wysokich strat była niższa niż w poprzednich latach wartość wykazanych w RZiS pozostałych przychodów operacyjnych, a także dużo niższe przychody odsetkowe od lokat bankowych Funduszu. Wynik skorygowany obciążało oprócz tego doliczenie przez EuroRating dodatkowych rezerw celowych do minimalnego wymaganego poziomu (ponieważ Fundusz rozwiązał w trakcie 2015 roku większą ich część).

Sytuacja pod względem osiąganych wyników finansowych w I. połowie 2016 roku nadal pozostawała trudna: księgowy wynik netto wyniósł -1,6 mln zł, a wynik skorygowany -1,5 mln zł (w ujęciu czterokwartalnym wynik skorygowany wynosił na koniec czerwca b.r. -3,9 mln zł).

Obserwowaną od 2011 roku tendencję pogarszania się wyników finansowych generowanych przez Mazowiecki FPK oceniamy 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 księgowa wartość wyniku netto może w dużym stopniu nie odzwierciedlać faktycznych kosztów ryzyka związanego z udzielonymi oraz wypłacanymi przez Fundusz poręczeniami, należy założyć, że faktyczne skorygowane wyniki finansowe mogłyby w poszczególnych latach odbiegać od wartości przedstawionych w tabeli 3.2 (co potwierdzają zmiany wartości skorygowanego kapitału własnego Spółki, zaprezentowanego w wierszu 3 tabeli nr 3.6).

3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

Aktywa

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 2013-2015 oraz na koniec II. kwartału 2016 r.

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 B.II.2.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.

Tabela 3.3 Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– bilans (aktywa) na koniec lat 2013-2015* oraz na koniec II. kwartału 2016 r.

Bilans – aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2013	Na dzień 31.12.2014	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 30.06.2016
A. AKTYWA TRWAŁE	1 477,2	1 414,5	1 175,8	1 167,7
I. Wartości niematerialne i prawne	19,0	8,8	1,9	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	66,4	38,5	14,8	8,6
III. Należności długoterminowe	891,8	714,3	506,2	506,1
IV. Inwestycje długoterminowe	100,0	100,0	100,0	100,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	400,0	552,9	552,9	552,9
B. AKTYWA OBROTOWE	93 206,0	63 781,3	60 429,6	58 940,6
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	11 289,4	14 265,5	13 399,8	12 706,7
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	11 289,4	14 265,5	13 399,8	12 706,7
a) z tytułu dostaw i usług	37,5	73,4	28,7	51,4
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	30,5	129,9	33,3	-
c) inne	483,6	455,8	437,1	359,0
d) dochodzone na drodze sądowej	10 737,8	13 606,4	12 900,8	12 296,2
III. Inwestycje krótkoterminowe	81 414,6	49 004,1	46 744,9	46 013,7
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	81 414,6	49 004,1	46 744,9	46 013,7
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	81 414,6	49 004,1	46 744,9	46 013,7
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	9,6	16 514,1	394,9	602,4
- inne środki pieniężne	64 405,0	20 490,0	46 350,0	45 411,3
- inne aktywa pieniężne	17 000,0	12 000,0	-	-
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	501,9	511,8	284,9	220,2
AKTYWA RAZEM	94 683,2	65 195,8	61 605,5	60 108,3

Źródło: MFPK Sp. z o.o., *roczne sprawozdania finansowe po audycie

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 2010-2015 od ponad 3,6 do prawie 8 mln zł rocznie), MFPK wykazuje w należnościach krótkoterminowych dochodzonych na drodze sądowej (poz. B.II.2.d) w ostatnich latach kwoty rzędu 10-14 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 wynosił w ciągu ostatnich 2-3 lat ok. 20%.

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 ugody) wydaje się przy tym być niezgodny z zasadą ostrożnej wyceny aktywów. Zastrzeżenia do niskiego pokrycia odpisami aktualizującymi należności dochodzonych na drodze sądowej zgłaszała również audytor badający sprawozdanie finansowe MFPK za 2013 rok.

Duży spadek wartości „inwestycji krótkoterminowych” wykazywanych w bilansie MFPK, jaki nastąpił w ciągu ostatnich kilku lat (ze 120 mln zł w roku 2011 do 46 mln zł obecnie), skutkujący także spadkiem sumy bilansowej Spółki o ponad połowę, wynikał z dokonywanych przez Fundusz zwrotów niewykorzystanych środków z dofinansowania zwrotnego w ramach RPO. Środki pieniężne, którymi MFPK obecnie dysponuje stanowią przy tym nadal ponad 3/4 łącznych aktywów Funduszu. Z punktu widzenia oceny płynności aktywów ich strukturę oceniamy pozytywnie, z zastrzeżeniem, iż kwoty wykazywane w bilansie Spółki 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 2013-2015* oraz na koniec II. kwartału 2016 r.

Bilans – pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2013	Na dzień 31.12.2014	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 30.06.2016
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	56 084,8	54 623,0	43 256,5	41 652,7
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	39 763,0	39 763,0	39 763,0	39 763,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	18 384,8	16 321,8	14 860,0	14 860,0
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	-	-	-	-
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	316,9	435,8	(6 775,5)	(11 366,4)
VIII. Zysk (strata) netto	(2 380,0)	(1 897,6)	(4 591,0)	(1 603,8)
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	38 598,4	10 572,8	18 348,9	18 455,6
I. Rezerwy na zobowiązania	1 944,4	2 348,2	1 549,6	1 658,5
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	1 944,4	2 348,2	1 549,6	1 658,5
II. Zobowiązania długoterminowe	36 563,0	8 000,0	16 651,1	16 651,1
III. Zobowiązania krótkoterminowe	77,4	78,9	85,5	75,9
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	77,4	78,9	85,5	75,9
- kredyty i pożyczki	-	-	-	-
- z tytułu dostaw i usług	15,7	17,2	26,2	12,3
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	58,6	59,9	56,3	59,8
- z tytułu wynagrodzeń	-	0,2	0,3	2,9
- inne	3,0	1,6	2,7	0,9
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	13,7	145,7	62,7	70,1
PASYWA RAZEM	94 683,2	65 195,8	61 605,5	60 108,3

Źródło: MFPK Sp. z o.o., *roczne sprawozdania finansowe po audycie

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%.

W bilansie na koniec 2015 roku Fundusz dokonał istotnych korekt księgowych – w pozycji „zysk z lat ubiegłych” (A.VII) ujęta została dodatnia kwota 1.884,8 tys. zł zwrotu podatku CIT (dotyczącego dochodów z lokat środków z RPO) za lata 2010-2013 oraz ujemna kwota -8.660,3 tys. zł dotycząca przeksięgowania przychodów z RPO (błędnie kwalifikowanych wcześniej jako przychody własne MFPK), które w efekcie powiększyły środki RPO do zwrotu (poz. B.II pasywów).

W/w korekty, a także poniesiona w 2015 roku księgową stratę netto (-4,6 mln zł) przyczyniły się do spadku na koniec 2015 roku udziału kapitału własnego w sumie pasywów spadł do ok. 70% (z 84% w roku 2014). Na zbliżonym poziomie udział kapitału własnego utrzymywał się w I. połowie 2016 roku.

Oprócz zobowiązań długoterminowych dotyczących dofinansowania zwrotnego w ramach RPO (poz. B.II), 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 II. kwartału 2016 roku stanowiły one 2,8% łącznych pasywów), a także drobne kwoty zobowiązań krótkoterminowych (dotyczących głównie podaktów, dostaw i usług) oraz rozliczeń międzyokresowych (na które składały się rozliczenia przychodów przyszłych okresów wynikające z podpisanych umów poręczeń leasingowych).

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 środki pieniężne.

Pozycje pozabilansowe

Tabela 3.5 Mazowiecki FPK – liczba i wartość aktywnych poręczeń

	2013	2014	2015	VI.2016
Wartość aktywnych poręczeń na koniec okresu (tys. zł)	87 322	74 986	73 213	72 340
<i>Dynamika wartości poręczeń (r/r)</i>	-31%	-14%	-2%	-7%
Liczba aktywnych poręczeń na koniec okresu (szt.)	485	413	421	402
<i>Dynamika ilości poręczeń (r/r)</i>	-20%	-15%	2%	-9%

Źródło: MFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

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 II. kwartału 2016 r. o 43%.

3.3 Analiza wskaźnikowa

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

Lp.		2013	2014	2015	VI.2016
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	92 260	62 725	59 912	58 304
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	70 321	43 254	40 500	39 614
3	Skorygowany kapitał własny Spółki (tys. zł)	42 899	30 899	28 012	27 125
4	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	87 322	74 986	73 213	72 340
5	- w tym poręczenia w ramach środków własnych (tys. zł)	75 054	64 828	64 734	65 290
6	- w tym poręczenia w ramach RPO (tys. zł)	12 268	10 158	8 479	7 050
7	Mnożnik kapitału poręczeniowego = [4] / [1]	0,95	1,20	1,22	1,24
8	Skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego = [4] / [2] *	1,24	1,73	1,81	1,83
9	Mnożnik kapitału własnego Spółki = [5] / [3]	1,75	2,10	2,31	2,41
10	Liczba aktywnych poręczeń	485	413	421	402
11	- w tym poręczenia w ramach środków własnych	428	371	386	374
12	- w tym poręczenia w ramach RPO	57	42	35	28
13	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	180	182	174	180
14	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
15	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,3%	0,4%	0,4%	0,5%
16	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	20 340	19 045	19 163	18 843
17	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	1 017	952	958	942
18	Suma wartości 20 najw. akt. poręczeń na ryzyku wł. (tys. zł)	16 540	15 245	16 363	16 043
19	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	23,3%	25,4%	26,2%	26,0%
20	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	28,9%	44,0%	47,3%	47,6%
21	20 najw. por. na ryzyku własnym / Skoryg. kap. własny Spółki	38,6%	49,3%	58,4%	59,1%
22	Wartość wypłat poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	6 730	4 470	3 664	2 402
23	Wartość wypłat poręczeń na ryzyku własnym w ciągu 4 kw.	6 084	4 278	3 565	2 236
24	Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan akt. poręczeń	6,3%	5,5%	4,9%	3,2%
25	Wartość odzyskanych należn. z tyt.por. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	317	517	496	652
26	Wartość odzyskanych należn. z tyt.por. na ryz. wł. w ciągu 4 kw.	317	515	486	642
27	Wypłaty poręczeń netto / Śr. kapitał poręczeniowy *	8,9%	7,0%	7,6%	4,4%
28	Wypłaty poręczeń netto na ryz. wł. / Śr. skoryg. KW Spółki	12,9%	10,2%	10,5%	5,7%
29	Skorygowany wynik finansowy / Śr. skor. kapitał własny Spółki	-4,1%	-2,9%	-18,4%	-14,2%
30	Roczna zmiana wartości skoryg. kapitału własnego Spółki	-7,7%	-28,0%	-9,3%	-4,2%

* Wskaźniki wyliczone zostały w oparciu o kapitał poręczeniowy skorygowany

Źródło: MFPK 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 MFPPK dokonujemy następujących korekt:

- w latach 2010-2015 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 MFPPK 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 ugodami, 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 oraz ponosi wysokie straty) 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 uгод 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 ugody 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)
- korekta *in plus* o wartość utworzonej przez Fundusz na koniec poszczególnych okresów rezerwy na ryzyko ogólne (jeśli występowała) dotyczącej poręczeń udzielonych w ramach kapitału własnego.

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 było 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, od 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 II. kwartału 2016 r. Fundusz, po korekcie o 8,7 mln zł przeksięgowanych przychodów RPO z lat poprzednich, wykazywał w zobowiązaniach długoterminowych (poz. B.III.3 pasywów) kwotę 16.651,1 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 43,8 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.

Na sytuację finansową Funduszu pozytywny wpływ miała możliwość rozliczania w ciężar dofinansowania RPO części własnych kosztów administracyjnych. Natomiast do czynników ryzyka należy zaliczyć obecnie m. in. fakt utrzymywania się obecnie wskaźnika wypłat poręczeń netto na poziomie zbliżonym do zapisanego w umowie 5-procentowego limitu. Według stanu na koniec II. kwartału 2016 roku szkodowość poręczeń RPO udzielonych przez MFPK wynosiła 4,8%, zatem wypłata nawet jednego kolejnego dużego poręczenia (w przypadku nieskutecznej windykacji) mogłaby skutkować przekroczeniem limitu szkodowości zapisanego w umowie. Nawet zatem biorąc pod uwagę fakt, że do wskaźnika szkodowości RPO zaliczone zostaną jedynie wypłacone poręczenia trwale nieściągalne po zakończeniu realizacji projektu, istnieje obecnie realne ryzyko, że MFPK na realizacji projektu RPO może w ostatecznym rozrachunku ponieść straty.

Z punktu widzenia oceny 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 II. kwartału 2016 roku 39,6 mln zł.** Była to kwota o 18,7 mln zł niższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (58,3 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. W 2015 roku mnożnik kapitału poręczeniowego nieznacznie wzrósł i utrzymywał się w zakresie ok. 1,8-2,0. Na koniec II. kwartału 2016 r. wyniósł 1,83.

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 kolejnych kwartałach, przy stabilnej wartości poręczeń na ryzyku własnym, na skutek spadku wartości skorygowanego kapitału własnego Spółki, poziom mnożnika kapitału własnego Spółki wzrósł do ok. 2,3-2,5. W I. półroczu 2016 r. mnożnik ten ustabilizował się na poziomie ok. 2,4.

Obecną ekspozycję Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń, mierzoną mnożnikiem kapitału poręczeniowego można jeszcze uznać za dość niską i bezpieczną. Natomiast ekspozycję własną Funduszu na ryzyko poręczeń mierzoną mnożnikiem kapitału własnego Spółki, należy określić jako umiarkowaną. Ewentualny dalszy wzrost mnożnika kapitału własnego Spółki (w szczególności w sytuacji utrzymywania się wysokiej wartości wypłat poręczeń) mógłby już negatywnie rzutować na bieżący poziom oceny ratingowej 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 0,2-0,5% 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 ogólnie 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 II. kwartału 2016 roku odpowiadało to 2,5% wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego oraz 3,7% skorygowanego kapitału własnego Spółki.

Suma wartości poręczeń aktywnych udzielonych przez MFPK na rzecz 20 największych klientów [16] w ciągu trzech ostatnich lat wykazuje lekką tendencję malejącą (spadek z 21,3 mln zł w roku 2012 do 18,8 mln zł w I. półroczu 2016 r. Szybciej jednak spadała w tym czasie wartość łącznego portfela poręczeń, w rezultacie czego udział poręczeń na rzecz 20 największych klientów wzrósł z 23% do 26% [19]. Oznacza to lekki realny wzrost koncentracji portfela poręczeń.

Należy zaznaczyć, że przytłaczająca większość (na koniec II. kwartału 2016 r. było to 85%) z łącznej kwoty poręczeń na rzecz 20 największych klientów stanowiły w ostatnich latach poręczenia udzielone w ramach kapitału własnego MFPK [18]. Wskaźnik relacji tych poręczeń do wartości kapitału własnego Spółki [21], głównie na skutek spadku wartości kapitału własnego, wzrósł istotnie w ostatnich latach: z 33% w roku 2012 do ok. 55-60% w ciągu ostatnich kwartałów. Według metodologii stosowanej przez EuroRating obecny poziom tego wskaźnika należy już uznać za podwyższony.

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 stosunkowo stabilnym poziomie, lekko podwyższona zaczyna być już jednak ekspozycja portfela poręczeń oraz kapitału własnego MFPK na ryzyko największych klientów.

Wypłaty 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, osiągając najwyższą dotychczas nominalną wartość w 2011 roku, kiedy to Fundusz wypłacił łącznie 7,85 mln zł, co stanowiło 5,8% średniorocznego portfela poręczeń. Podwyższony poziom wypłat utrzymywał się również nadal w latach 2012-2015, kiedy wypłacano 3,6-6,7 mln zł rocznie [22], co odpowiadało ok. 5-6% średniorocznego portfela poręczeń [24].

Znacząca poprawa w zakresie wypłat poręczeń nastąpiła dopiero w I. połowie 2016 roku, kiedy to wypłaty poręczeń zmniejszyły się do 550 tys. zł (wobec wypłat na poziomie 1,8 mln zł wypłat w I. i II. połowie 2015 r.). Wskaźnik szkodowości portfela poręczeń [24] liczony dla czterech ostatnich kwartałów, choć poprawił się nieco (do 3,2%), to jednak nadal utrzymywał się na podwyższonym poziomie. Należy przy tym zaznaczyć, że przytłaczająca większość (ok. 97%) spośród dokonanych dotychczas przez MFPK wypłat dotyczyła poręczeń udzielonych w ramach środków własnych [23].

Wartość odzyskiwanych przez MFPK należności z tytułu wypłaconych poręczeń [25-26] była dotychczas relatywnie niska (relacja łącznej sumy odzyskanych należności do sumy dokonanych wypłat wynosi dotychczas ok. 11%).

Wskaźnik relacji wypłat poręczeń w ramach kapitału własnego netto (tj. po uwzględnieniu kwot odzyskanych w poszczególnych okresach) do kapitału własnego Spółki [28] 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 latach 2012-2015 wskaźnik ten utrzymywał się nadal stale na wysokich poziomach ok. 10-13%. Dopiero w I. połowie 2016 roku wartość wskaźnika uległa znacznemu obniżeniu (licząc dla wypłat i odzysków z czterech ostatnich kwartałów wyniósł on 5,7%). Nadal jednak jego poziom należy ocenić jako podwyższony.

Utrzymywanie się w ciągu ostatnich sześciu 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. 1,8-2,5 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. Bierzymy przy tym pod uwagę pewną poprawę w zakresie szkodowości poręczeń, jaka nastąpiła w I. półroczu 2016 roku. Aby jednak fakt ten wpłynął pozytywnie na ogólną ocenę ryzyka kredytowego Funduszu, wartość wypłat musiałaby utrzymywać się na niskich poziomach przez znacznie dłuższy czas.

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 2013-2015) strata przyjmowała stosunkowo wysokie wartości, przekraczające 1 mln zł (w roku 2015 było to nawet ponad 5 mln zł). Liczony na tej podstawie wskaźnik rentowności kapitału własnego Spółki jedynie w latach 2009-2011 był dodatni. W latach 2013-2014 przyjmował on stosunkowo wysokie wartości ujemne (na poziomie od -3% do -4%) przy znacznych wahaniami kwartalnym wyniku, a w 2015 roku zanotował rekordowo niską wartość -18,4% [29].

Na wypracowywane przez MFPK generalnie ujemne skorygowane wyniki finansowe (w latach 2013-2015 Fundusz wykazywał również dość wysoki ujemny księgowy wynik netto) 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.

W 2015 roku zarówno księgowy wynik netto, jak i wynik skorygowany uległy dalszemu znacznemu pogorszeniu i osiągnęły najwyższe jak dotąd ujemne poziomy (odpowiednio: -4,6 mln zł oraz

-5,4 mln zł). Przyczyną wysokiej skorygowanej straty netto była niższa niż w poprzednich latach wartość wykazanych w RZiS pozostałych przychodów operacyjnych, niższe przychody odsetkowe od lokat bankowych Funduszu, a także doliczenie przez EuroRating dodatkowych rezerw celowych do minimalnego wymaganego poziomu (ponieważ Fundusz rozwiązał w trakcie 2015 roku większą ich część). Sytuacja pod względem osiąganych wyników finansowych w I. połowie 2016 roku nadal pozostawała trudna: księgowy wynik netto wyniósł -1,6 mln zł, a wynik skorygowany -1,5 mln zł. W ujęciu czterokwartalnym wynik skorygowany wynosił na koniec czerwca b.r. -3,9 mln zł, a wskaźnik rentowności kapitału Spółki nadal kształtował się na wysokim ujemnym poziomie -14,2%.

Należy 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).

Ze względu na stosunkowo niską transparentność sprawozdawczości finansowej Funduszu w zakresie generowanych wyników finansowych, oprócz rentowności skorygowanego kapitału Spółki liczonej na podstawie skorygowanych wyników finansowych, bierzemy pod uwagę także dynamikę zmian wartości skorygowanego kapitału własnego Spółki w poszczególnych latach [30]. Niestety, z uwagi na błędne księgowania w poprzednich latach dochodów z odsetek od środków z RPO (sprawa ta została skorygowana w bilansie MFPK dopiero na koniec 2015 roku), również wartości tego wskaźnika nie są wystarczające reprezentatywne, aby można było dokonywać na ich podstawie wiarygodnych porównań.

Utrzymywanie się w ciągu ostatnich kilku lat ujemnej rentowności kapitału MFPK, skutkującej postępującym spadkiem jego wartości, z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu oceniamy zdecydowanie negatywnie. Utrzymywanie się tych tendencji w dłuższym terminie, lub tym bardziej ewentualne dalsze pogorszenie wyników finansowych, wywierałoby negatywną presję na bieżący 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 2013-2015 oraz na koniec II. kwartału 2016 roku przedstawia tabela nr 3.7.

Tabela 3.7 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	XII.2013	XII.2014	XII.2015	VI.2016
Rezerwy celowe na ryzyku własnym (tys. zł)	1 780,0	2 206,9	1 376,0	1 468,7
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	0,0	0,0	0,0	0,0
Razem rezerwy na ryzyku własnym (tys. zł)	1 780,0	2 206,9	1 376,0	1 468,7
Rezerwy celowe na ryz. wł. / Akt. poręczenia na ryz. wł.	2,4%	3,4%	2,1%	2,2%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Akt. poręczenia. na ryz. wł.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	2,4%	3,4%	2,1%	2,2%
Rezerwy celowe razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	2,8%	5,4%	3,8%	4,2%
Rezerwa na ryz.ogólne razem / Skoryg. kapitał poręczeniowy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rezerwy razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	2,8%	5,4%	3,8%	4,2%

Źródło: MFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

Analizując wartość utworzonych przez MFPK rezerw celowych należy wziąć pod uwagę fakt, iż Fundusz tworzy rezerwy zarówno na poręczenia udzielone na ryzyku własnym jak i udzielone 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 na poręczenia na ryzyku własnym do wartości poręczeń na ryzyku własnym utrzymywał się jednak stale na stosunkowo niskim poziomie (w latach 2010-2015 było to ok. 2-3%).

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 2011-2015 na poziomie 4-6%, 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 wymagany 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 2013-2015 i II. kwartału 2016 roku zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.8.

Tabela 3.8 Wartość dodatkowo naliczonych rezerw na ryzyko udzielonych poręczeń

	XII.2013	XII.2014	XII.2015	VI.2016
Wskaźnik dodatkowych rezerw celowych	1,6%	0,6%	1,9%	1,8%
Wartość dodatkowych rezerw celowych	1 222,2	386,3	1 213,4	1 142,9
Rezerwy celowe razem* (utworz. przez MFPK oraz dodatkowe)	3 002,2	2 593,1	2 589,4	2 611,6
Rezerwy celowe razem* / Aktywne poręcz. na ryzyku własnym	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Rezerwy celowe razem* / Skorygowany kapitał poręczeniowy	4,3%	6,0%	6,4%	6,6%

* dotyczy rezerw celowych na poręczenia udzielone w ramach kapitału własnego

Źródło: EuroRating

W latach 2006-2013 roku wartość dodatkowo naliczanych przez EuroRating rezerw celowych na potrzeby oceny ryzyka kredytowego MFPK była wysoka i oscylowała między 1 a 4 mln zł. W 2014 roku w wyniku spadku wartości poręczeń na ryzyku własnym Funduszu i jednoczesnego zwiększenia wartości rezerw celowych utworzonych przez Fundusz, kwota doliczanych przez EuroRating rezerw zmniejszyła się do niecałych 400 tys. zł (a w III. kwartale 2014 roku po raz pierwszy w historii Funduszu nie było konieczności doliczania dodatkowych rezerw). W 2015 roku sytuacja pogorszyła się ze względu na spadek wartości rezerw celowych przy stabilnej wartości portfela poręczeń na ryzyku własnym. W konsekwencji saldo dodatkowych rezerw wzrosło do ok. 1,2 mln zł. Na zbliżonym poziomie utrzymało się ono również w I. połowie 2016 roku.

Zmiany salda dodatkowych rezerw w poszczególnych okresach uwzględnione zostały w skorygowanym wyniku finansowym (patrz tabela nr 3.2 wiersz [3]) a saldo tych rezerw pomniejszało skorygowany kapitał własny Spółki oraz skorygowany kapitał poręczeniowy Funduszu (tabela 3.6 wiersze [3] i [2]).

3.5 Ocena czynników niefinansowych

Koniunktura gospodarcza

Po kryzysie gospodarczym z lat 2008-2009 koniunktura w Polsce poprawiała się 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%. Na stosunkowo wysokim poziomie (3,9%) wzrost gospodarczy utrzymał się także w roku 2015.

Szacujemy, iż w roku 2016 koniunktura gospodarcza powinna być umiarkowanie dobra, na co z jednej strony wpływ będą miały m.in. zwiększone rządowe wydatki socjalne, a z drugiej strony silne zmniejszenie inwestycji, spowodowane m.in. odwlekaniem realizacji projektów infrastrukturalnych oraz uruchamiania środków pomocowych w ramach perspektywy unijnej 2014-2020.

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

Istotnym z punktu widzenia osiągniętych przez Fundusz wyników finansowych czynnikiem makroekonomicznym są także utrzymujące się w ciągu ostatnich kwartałów tendencje deflacyjne, które przyczyniły się do obniżek oficjalnych stóp procentowych NBP oraz w konsekwencji do spadku oprocentowania depozytów bankowych do rekordowo niskich poziomów. Należy przy tym spodziewać się, że (także na skutek wprowadzenia od lutego 2016 r. nowego podatku od aktywów banków) **bardzo niskie oprocentowanie lokat bankowych będzie utrzymywało się przez dłuższy czas, co będzie nadal negatywnie rzutować na przychody finansowe i w konsekwencji wynik netto Funduszu.**

Historia kredytowa i stabilność sytuacji finansowej Funduszu

Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych prowadzi działalność operacyjną od 2004 roku, a więc od 12 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. Ryzyko związane z udzielonymi poręczeniami zaczęło materializować się w roku 2008, a do 2011 roku wskaźnik szkodowości portfela poręczeń wzrósł do poziomu ok. 5-6% i na zbliżonym, dość wysokim poziomie utrzymywał się do roku 2015 włącznie.

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. 20,5 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 poręczeniowej, w rezultacie czego wartość portfela poręczeń aktywnych w latach 2011-2015 zmniejszyła się o połowę. Przełożyło się to jednocześnie na spadek wartości mnożnika kapitału własnego, który z ok. 3,0 w roku 2010 zmniejszył się do ok. 2,1-2,4 w ostatnich kwartałach.

Jakkolwiek stabilność większości wskaźników finansowych MFPK należy określić jako stosunkowo niską, to sytuacja finansowa Funduszu była w całej dotychczasowej historii stosunkowo 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 II. kwartału 2016 roku w podziale na poszczególne instytucje przedstawia tabela nr 3.9. Według stanu na koniec czerwca 2016 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”, z sierpnia 2015 roku (poprzedni regulamin obowiązywał od grudnia 2014 roku do sierpnia 2015 roku, a 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 stanowi, iż suma lokat w jednym banku nie może przekroczyć 50% środków Funduszu (ograniczenie to nie dotyczy jednakże banku państwowego oraz banków spółdzielczych). Wg. regulaminu Fundusz może ulokować maksymalnie:

- 30% środków własnych w jednym banku o ratingu w grupie A
- 25% środków własnych w jednym banku o ratingu w grupie BBB
- 10% środków własnych w jednym banku o ratingu w grupie BB.

Tabela 3.9 Struktura inwestycji MFPK na koniec II. kwartału 2016 r.

	30.06.2016
Bank # 1	34,8%
Bank # 2	31,5%
Bank # 3	21,7%
Bank # 4	10,9%
Bank # 5	1,1%
RAZEM	100,0%

Źródło: MFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

Jednocześnie środki ulokowane w bankach o ratingach z grupy BB nie powinny stanowić więcej niż 30% środków własnych MFPK. W bankach o ratingach poniżej BB- oraz bez nadanego ratingu Fundusz nie powinien w ogóle lokować środków. W przypadku gdy bank jest oceniany przez kilka agencji ratingowych Fundusz bierze pod uwagę najniższy z ratingów.

Obowiązujący w Funduszu od sierpnia 2015 roku „Regulamin lokowania środków pieniężnych” oceniamy pozytywnie z zastrzeżeniem, że zawarte w nim ograniczenia w zakresie maksymalnej koncentracji nie dotyczą banku państwowego oraz banków spółdzielczych. Ponadto w praktyce Fundusz nie przestrzega części zasad zawartych w regulaminie (np. część środków nadal lokowania jest w bankach poniżej poziomu BB-), wykorzystując zapis o możliwości odstąpienia od stosowania wymienionych w regulaminie limitów w „uzasadnionych biznesowo przypadkach”.

Wdrożenie nowego regulaminu, określającego bardziej restrykcyjne zasady polityki inwestycyjnej Funduszu, przyczyniło się jednak do poprawy dywersyfikacji portfela lokat i znacznego zmniejszenia udziału banków charakteryzujących się podwyższonym lub nawet wysokim ryzykiem kredytowym. Skutkowało to poprawą ogólnego profilu ryzyka łącznego portfela lokat MFPK w ciągu ostatnich kwartałów, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu oceniamy pozytywnie.

Struktura branżowa poręczeń

Zestawienie struktury portfela aktywnych poręczeń MFPK w podziale na główne sektory gospodarki, według stanu na koniec lat 2014-2015 oraz na koniec II. kwartału 2016 r. przedstawia tabela nr 3.10.

Tabela 3.10 MFPK – struktura branżowa aktywnych poręczeń

Branża	31.12.2014		31.12.2015		30.06.2016	
	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%
usługi	26 818	35,8%	28 199	38,5%	27 422	37,9%
handel	21 607	28,8%	20 309	27,7%	20 960	29,0%
produkcja	10 796	14,4%	12 415	17,0%	12 679	17,5%
inne	12 512	16,7%	7 008	9,6%	6 209	8,6%
budownictwo	3 253	4,3%	5 282	7,2%	5 069	7,0%
RAZEM	74 986	100,0%	73 213	100,0%	72 340	100,0%

Źródło: MFPK 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%. 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 zadowalającą.

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 oraz określa limity zaangażowania środków pozostających w dyspozycji Funduszu w podziale na poszczególne instrumenty finansowe i podmioty;
- „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 niektórych zapisów w „Regulaminie lokowania środków pieniężnych” (wyłączenie banków spółdzielczych spod obowiązywania limitów koncentracji zawartych w regulaminie oraz możliwość nie stosowania regulaminowych ograniczeń w „uzasadnionych biznesowo przypadkach”).

Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

Według stanu na koniec II. kwartału 2016 roku w Spółce zatrudnionych było 11 osób (wobec 14 na koniec 2014 roku i 12 na koniec 2015 roku). Spółka posiada dwuosobowy 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 operacyjnej 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.

Fundusz reagując na zmiany na rynku poręczeń wprowadził do oferty poręczenia leasingowe oraz wadialne. 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 całkowicie 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). Termin decyzji jak i całkowitego rozliczenia środków RPO przeciąga się z uwagi na długotrwałą kontrolę, która została przerwana w czerwcu 2016 roku. Jej wznowienie planowane jest na IV. kwartał 2016 roku.

W perspektywie średnioterminowej Fundusz prawdopodobnie będzie również miał możliwość uzyskania kolejnego wsparcia ze środków unijnych w ramach nowej perspektywy na lata 2014-2020. Jest prawdopodobne, że wsparcie to będzie miało charakter reporeczeń dla poręczeń udzielanych przez fundusze poręczeniowe, jednak nie zapadły jeszcze ostateczne decyzje dotyczące skali oraz szczegółowych warunków, na jakich będzie ono udzielane.

4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych z siedzibą w Warszawie jeszcze do niedawna należał do grupy funduszy stosunkowo dużych pod względem wartości posiadanego kapitału poręczeniowego. Po zwrocie większości środków z RPO, a także na skutek spadku wartości kapitału własnego, jaki nastąpił w ciągu kilku ostatnich lat, MFPK można obecnie określić jako fundusz średniej wielkości.

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.

Struktura aktywów MFPK jest typowa dla działalności funduszu poręczeniowego: **niemal całość majątku Spółki stanowią aktywa krótkoterminowe (środki pieniężne i ich ekwiwalenty), co z punktu widzenia oceny jakości i płynności aktywów Funduszu oceniamy pozytywnie.**

Również strukturę pasywów Mazowieckiego FPK należy określić jako typową dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe korzystające ze zwrotnego dofinansowania ze środków unijnych: **kapitał własny stanowił w ostatnich kwartałach ok. 70% łącznych pasywów, Spółka nie ma żadnego zadłużenia oprocentowanego, a na łączne zobowiązania i rezerwy składają się długoterminowe zobowiązania z tytułu RPO oraz utworzone rezerwy na ryzyko udzielonych poręczeń.** 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 środki pieniężne.

Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych prowadzi działalność operacyjną od roku 2004. Do 2009 roku włącznie szybko zwiększał liczbę i wartość udzielanych poręczeń, w wyniku czego **skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego** osiągnął wówczas najwyższy dotychczas poziom 2,9. 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. W 2015 roku mnożnik kapitału poręczeniowego nieznacznie wzrósł i utrzymywał się w zakresie ok. 1,8-2,0. Na koniec II. kwartału 2016 r. wyniósł 1,83.

Mnożnik kapitału własnego Spółki (liczony jako relacja poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu do skorygowanego kapitału własnego Spółki), był ściśle skorelowany z mnożnikiem kapitału poręczeniowego, 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 kolejnych kwartałach, przy stabilnej wartości poręczeń na ryzyku własnym, na skutek spadku wartości skorygowanego kapitału własnego

Spółki, poziom mnożnika kapitału własnego Spółki wzrósł do ok. 2,3-2,5. W I. półroczu 2016 r. mnożnik ten ustabilizował się na poziomie ok. 2,4.

Obecną ekspozycję Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń, mierzoną mnożnikiem kapitału poręczeniowego można jeszcze uznać za dość niską i bezpieczną. Natomiast ekspozycję własną Funduszu na ryzyko poręczeń mierzoną mnożnikiem kapitału własnego Spółki, należy określić jako umiarkowaną. Ewentualny dalszy wzrost mnożnika kapitału własnego Spółki (w szczególności w sytuacji utrzymywania się wysokiej wartości wypłat poręczeń) mógłby już negatywnie rzutować na bieżący poziom oceny ratingowej Funduszu.

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 stosunkowo stabilnym poziomie, **lekko podwyższona zaczyna być już jednak ekspozycja portfela poręczeń oraz kapitału własnego MFPK 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 nominalną wartość osiągając w 2011 roku, kiedy to Fundusz wypłacił łącznie 7,85 mln zł, co odpowiadało 5,8% portfela poręczeń. Podwyższony poziom wypłat utrzymywał się również nadal w latach 2012-2015, kiedy wypłacano ok. 3,5-6,5 mln zł rocznie, co odpowiadało ok. 5-6% średniorocznego portfela poręczeń.

Znacząca poprawa w zakresie wypłat poręczeń nastąpiła dopiero w I. połowie 2016 roku, kiedy to wypłaty poręczeń zmniejszyły się do 550 tys. zł (wobec 1,8 mln zł wypłat w I. i II. połowie 2015 r.). Wskaźnik szkodowości portfela poręczeń liczony dla czterech ostatnich kwartałów, choć poprawił się nieco (do 3,2%), to jednak nadal utrzymywał się na podwyższonym poziomie. Należy przy tym zaznaczyć, że przytłaczająca większość (ok. 97%) spośród dokonanych dotychczas przez MFPK wypłat dotyczyła poręczeń udzielonych w ramach środków własnych.

Wskaźnik relacji wypłat poręczeń w ramach kapitału własnego netto (tj. po uwzględnieniu kwot odzyskanych w poszczególnych okresach) do kapitału własnego Spółki wzrósł z 3,2% w roku 2008 do 15,2% w roku 2011. W latach 2012-2015 wskaźnik ten utrzymywał się nadal stale na wysokich poziomach ok. 10-13%. Dopiero w I. połowie 2016 roku wartość wskaźnika uległa znacznemu obniżeniu (licząc dla wypłat i odzysków z czterech ostatnich kwartałów wyniósł on 5,7%). Nadal jednak jego poziom należy ocenić jako podwyższony.

Utrzymywanie się w ciągu ostatnich sześciu 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. 1,8-2,5 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. Bierzemy przy tym pod uwagę pewną poprawę w zakresie szkodowości poręczeń, jaka nastąpiła w I. półroczu 2016 roku. Aby jednak fakt ten wpłynął pozytywnie na ogólną ocenę ryzyka kredytowego Funduszu, wartość wypłat musiałaby utrzymywać się na niskich poziomach przez znacznie dłuższy czas.

Skorygowany wynik finansowy MFPK był ujemny w 7 z 10 ostatnich lat, przy czym okresowo (ostatnio w latach 2013-2015) strata przyjmowała stosunkowo wysokie wartości, przekraczające 1 mln zł (w roku 2015 było to nawet ponad 5 mln zł). Liczony na tej podstawie wskaźnik rentowności kapitału własnego Spółki jedynie w latach 2009-2011 był dodatni. W latach 2013-2014 przyjmował on stosunkowo wysokie wartości ujemne (na poziomie od -3% do -4%) przy znacznych wahaniami kwartalnym wyniku, a w 2015 roku zanotował rekordowo niską wartość -18,4%. Przyczyną wysokiej skorygowanej straty netto była niższa niż w poprzednich latach wartość wykazanych w RZiS pozostałych przychodów operacyjnych, niższe przychody odsetkowe od lokat bankowych Funduszu, a także doliczenie przez EuroRating dodatkowych rezerw celowych do minimalnego wymaganego poziomu (ponieważ Fundusz rozwiązał w trakcie 2015 roku większą ich część).

Sytuacja pod względem osiąganych wyników finansowych w I. połowie 2016 roku nadal pozostawała trudna: księgowy wynik netto wyniósł -1,6 mln zł, a wynik skorygowany -1,5 mln zł. W ujęciu czterokwartalnym wynik skorygowany wynosił na koniec czerwca b.r. -3,9 mln zł, a wskaźnik rentowności kapitału Spółki nadal kształtował się na wysokim ujemnym poziomie -14,2%.

Należy 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). Sprawozdawczość finansowa Funduszu charakteryzuje się więc stosunkowo niską transparentnością w zakresie generowanych wyników finansowych.

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

MFPK wdrożył w sierpniu 2015 roku nowy „Regulamin lokowania środków pieniężnych”, określający bardziej restrykcyjne zasady polityki inwestycyjnej Funduszu. Przyczyniło się to do poprawy dywersyfikacji portfela lokat i znacznego zmniejszenia udziału banków charakteryzujących się podwyższonym lub nawet wysokim ryzykiem kredytowym. **Skutkowało to poprawą w ciągu ostatnich kwartałów ogólnego profilu ryzyka łącznego portfela lokat MFPK, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu oceniamy pozytywnie.** Uważamy jednak za konieczne zgłoszenie zastrzeżenia, że ograniczenia zawarte w tym regulaminie nie dotyczą banków spółdzielczych. Ponadto w praktyce Fundusz nie przestrzega części zasad zawartych w regulaminie

(np. część środków nadal lokowania jest w bankach poniżej poziomu BB-), wykorzystując zapis o możliwości odstąpienia od stosowania wymienionych w regulaminie limitów w „uzasadnionych biznesowo przypadkach”.

Czynnikami niepewności są obecnie dalsze losy środków z RPO. Dofinansowanie to miało bowiem charakter zwrotny i z formalnego punktu widzenia Fundusz powinien je wkrótce całkowicie zwrócić samorządowi województwa mazowieckiego. Nie ma przy tym na razie jeszcze decyzji odnośnie ewentualnego ponownego wsparcia Funduszu (oraz formy i wartości tego wsparcia) w ramach RPO.

Na zdolność Funduszu do bezpiecznego rozwijania akcji poręczeniowej w perspektywie średnioterminowej wpłynąć może potencjalne uzyskanie 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 są jeszcze znane szczegółowe warunki, na jakich będzie ono udzielane.

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. 08.11.2016 r.) rating Funduszu zostaje potwierdzony 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 trwały spadek wartości wypłat poręczeń i szkodowości portfela poręczeń; znaczącą i trwałą poprawę wypracowywanego skorygowanego wyniku finansowego; dalsze zwiększenie bezpieczeństwa portfela lokat środków pieniężnych poprzez zwiększenie dywersyfikacji lokat przy jednoczesnym zmniejszeniu lub wyeliminowaniu udziału lokat w bankach charakteryzujących się podwyższonym i wysokim ryzykiem kredytowym; a także ewentualne dokapitalizowanie Funduszu przez udziałowców.

Negatywny wpływ na bieżący poziom oceny ratingowej MFPK mogłyby mieć natomiast: ponowny wzrost wskaźnika szkodowości portfela poręczeń; ewentualny dalszy wzrost poziomu skorygowanego mnożnika kapitału własnego Spółki; utrzymywanie się obecnie notowanych strat w perspektywie średnioterminowej lub tym bardziej dalsze pogorszenie wyników finansowych, skutkujące dalszym spadkiem wartości kapitału własnego Spółki; a także ewentualne ponowne 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 (<https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk>).

EuroRating posiada tym samym status ECAI (zewnętrznej instytucji oceny wiarygodności kredytowej – zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady nr 575/2013 z dnia 26.06.2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych) w Unii Europejskiej, co oznacza, iż ratingi kredytowe nadawane przez EuroRating mogą być stosowane przez instytucje finansowe do celów regulacyjnych 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 tym w szczególności do ograniczania poziomu tworzonych rezerw celowych 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 (j.t. DZ.U.2015.2066).

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

Rating kredytowy nadany 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. Agencja nie świadczyła i nie świadczy dla ocenianego podmiotu żadnych płatnych usług dodatkowych.

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

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

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

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

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