

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

**Raport ratingowy**

Aktualny rating kredytowy	Perspektywa ratingu
BBB	stabilna

**EuroRating**

**Warszawa**

**12.08.2019 r.**

## SPIS TREŚCI

<b>1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym</b>	<b>3</b>
1.1 Aktualny rating i historia ratingu Funduszu	3
1.2 Zakres jakiego dotyczy rating	3
<b>2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie</b>	<b>4</b>
2.1 Dane rejestrowe	4
2.2 Historia Funduszu i przedmiot działalności	4
<b>3. Analiza ekonomiczno-finansowa</b>	<b>5</b>
3.1 Rachunek zysków i strat	5
3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe	11
3.3 Analiza wskaźnikowa	14
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	21
3.5 Ocena czynników niefinansowych	23
<b>4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego</b>	<b>27</b>
<b>5. Podatność nadanego ratingu na zmiany</b>	<b>30</b>
<b>6. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating</b>	<b>31</b>
<b>7. Ujawnienia regulacyjne</b>	<b>32</b>

## 1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym

### 1.1 Aktualny rating i historia ratingu Funduszu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data aktualizacji
<b>BBB</b>	<b>stabilna</b>	<b>12.08.2019</b>
BBB	stabilna	18.04.2019
BBB	stabilna	21.01.2019
BBB	stabilna	12.10.2018
BBB	stabilna	17.07.2018
BBB	stabilna	21.05.2018
BBB	stabilna	23.01.2018
BBB	stabilna	13.10.2017
BBB	stabilna	07.07.2017
BBB	stabilna	25.04.2017
BBB	stabilna	19.01.2017
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

Robert Pieńkoś

*Analityk Ratingowy*

tel.: +48 22 349 21 46

e-mail: robert.pienkos@eurorating.com

#### Przewodniczący Komitetu Ratingowego

Adam Dobosz

*Analityk Ratingowy*

tel.: +48 22 349 24 33

e-mail: adam.dobosz@eurorating.com

### 1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

Rating kredytowy nadany Mazowieckiemu Funduszowi Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. ("MFPK", "Fundusz", "spółka") z siedzibą w Warszawie dotyczy ryzyka związanego z udzielanymi przez Fundusz poręczeniami kredytów bankowych i pożyczek dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw i innych transakcji o charakterze zobowiązań finansowych. 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; NIP 527-24-13-500; REGON 015526348. Spółka nie posiada nadanego międzynarodowego kodu LEI.

Kapitał zakładowy spółki wynosi 39.783.000 zł (opłacony w całości) i dzieli się na 39.783 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 Kołodziejcki. W skład zarządu wchodzi również pan Andrzej Gajewski.

**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	42,7%
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)	1 323	1 323	3,3%
<b>RAZEM</b>		<b>39 783</b>	<b>39 783</b>	<b>100,0%</b>

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 ponad 30 jednostek samorządu terytorialnego oraz dwie organizacje pracodawców z terenu województwa mazowieckiego (łącznie posiadają 3,3% udziałów).

### 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 1,4 mln zł.

W 2004 roku spółka została dokapitalizowana, w efekcie czego kapitał zakładowy wzrósł do 8,57 mln zł. Do grona udziałowców dołączyły m.in.: BGK oraz WFOŚiGW w Warszawie, a Województwo Mazowieckie powiększyło trzykrotnie wartość swoich udziałów w spółce. Dzięki wejściu BGK w skład udziałowców MFPK dołączył do sieci regionalnych funduszy poręczeniowych, wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej, działających na terenie większości województw w kraju.

W 2010 roku Fundusz połączył się z Powiatowym Funduszem Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. w Wyszkowie poprzez przejęcie jego majątku w zamian za udziały w MFPK Sp. z o.o. (kapitał spółki zwiększył się o ponad 1 mln zł). Poza połączeniem w/w spółek kapitał zakładowy Funduszu był kilkakrotnie podwyższany. Obecnie kapitał podstawowy Funduszu wynosi 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 na lata 2007-2013. W ramach tego programu 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 kw. 2014 roku MFPK zwrócił menedżerowi projektu RPO kolejne środki, pozostawiając jedynie kwotę 8 mln 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 ewentualne wypracowywane nadwyżki finansowe przeznaczone są na prowadzenie działalności statutowej (Instytucja typu *not-for-profit*).

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

#### **3.1 Rachunek zysków i strat**

Rachunek zysków i strat Mazowieckiego Funduszu Poręczeń Kredytowych za lata 2016-2018 oraz za pierwszy kwartał 2019 roku przedstawia tabela nr 3.1.

Tabela 3.1 MFPK Sp. z o.o. – rachunek zysków i strat za lata 2016-2018\* oraz za I kw. 2019 r.

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2016	Za rok 2017	Za rok 2018	Za okres I-III.2019
<b>A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>395,4</b>	<b>400,1</b>	<b>479,5</b>	<b>110,1</b>
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	395,4	400,1	479,5	110,1
II. Zmiana stanu produktów	-	-	-	-
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
<b>B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ</b>	<b>2 518,5</b>	<b>2 506,1</b>	<b>2 586,7</b>	<b>564,7</b>
I. Amortyzacja	17,2	8,9	31,6	6,3
II. Zużycie materiałów i energii	16,3	30,9	25,1	8,5
III. Usługi obce	417,5	435,5	466,0	92,8
IV. Podatki i opłaty	0,8	16,2	51,3	12,5
V. Wynagrodzenia	1 662,1	1 619,5	1 580,2	362,5
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	267,7	278,3	244,8	56,1
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	136,7	116,8	187,8	26,0
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
<b>C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>(2 123,1)</b>	<b>(2 106,0)</b>	<b>(2 107,2)</b>	<b>(454,6)</b>
<b>D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE</b>	<b>2 016,6</b>	<b>1 635,4</b>	<b>2 401,9</b>	<b>211,0</b>
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Dotacje	-	-	-	-
III. Inne przychody operacyjne	2 016,6	1 635,4	2 401,9	211,0
<b>E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE</b>	<b>4 409,4</b>	<b>3 746,3</b>	<b>3 362,8</b>	<b>179,9</b>
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	2 437,7	3 061,4	1 747,1	-
III. Inne koszty operacyjne	1 971,7	684,9	1 615,7	179,9
<b>F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ</b>	<b>(4 515,9)</b>	<b>(4 217,0)</b>	<b>(3 068,1)</b>	<b>(423,6)</b>
<b>G. PRZYCHODY FINANSOWE</b>	<b>1 076,7</b>	<b>961,8</b>	<b>839,8</b>	<b>151,6</b>
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	952,4	856,8	693,0	151,6
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	124,4	105,0	146,7	-
<b>H. KOSZTY FINANSOWE</b>	<b>483,5</b>	<b>339,0</b>	<b>318,8</b>	<b>65,5</b>
I. Odsetki	0,2	0,0	0,0	-
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	1,6	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
IV. Inne	483,3	339,0	317,2	65,5
<b>I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ</b>	<b>(3 922,6)</b>	<b>(3 594,2)</b>	<b>(2 547,1)</b>	<b>(337,4)</b>
<b>J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>K. ZYSK (STRATA) BRUTTO</b>	<b>(3 922,6)</b>	<b>(3 594,2)</b>	<b>(2 547,1)</b>	<b>(337,4)</b>
<b>L. PODATEK DOCHODOWY</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIJSZ. ZYSKU</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>N. ZYSK (STRATA) NETTO</b>	<b>(3 922,6)</b>	<b>(3 594,2)</b>	<b>(2 547,1)</b>	<b>(337,4)</b>

Źródło: MFPK Sp. z o.o., \*sprawozdania finansowe za lata 2016-2018 zaudytowane

## Przychody ze sprzedaży

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

Po silnym spadku w latach 2010-2014, od 2015 roku przychody ze sprzedaży ustabilizowały się na poziomie ok. 400-500 tys. zł. Istotny wpływ na wysokość przychodów prowizyjnych w ostatnich latach miała zmiana struktury sprzedaży, Fundusz oszedł od poręczania kredytów (w konsekwencji konkurencyjnych gwarancji *de minimis* BGK) poprzez wprowadzenie dywersyfikacji produktowej na rzecz poręczeń pozabankowych obarczonych mniejszym ryzykiem, ale mniej zyskowych: leasingu i wadów.

## Koszty operacyjne

Struktura kosztów rodzajowych MFPK jest zbliżona do typowej dla działalności funduszy poręczeniowych. Nieco wyższy niż w innych funduszach jest jednak udział kosztów wynagrodzeń, które wraz z narzutami na wynagrodzenia stanowiły w ostatnich latach ok. 75-80% łącznych kosztów. Drugim istotnym składnikiem kosztów operacyjnych są usługi obce stanowiące ok. 15%.

Koszty działalności operacyjnej Funduszu niemal stale przekraczały wartość generowanych przychodów ze sprzedaży. Od roku 2011 MFPK generował coraz wyższy ujemny wynik ze sprzedaży (w latach 2013-2018 powyżej 2 mln zł straty), było to związane z istotnym spadkiem przychodów ze sprzedaży, przy jednoczesnym utrzymywaniu się wysokich wartości kosztów rodzajowych.

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). Jednakże pogorszenie wyniku brutto ze sprzedaży, jakie miało miejsce w latach 2011-2014 i jego utrzymywanie się na wysokim poziomie (ponad -2 mln zł) w okresie od 2015 r. do I kw. 2019 r. oceniamy negatywnie. Sytuację w tym zakresie od trzech lat w niewielkim stopniu poprawia opłata za zarządzanie, która jest księgowana w pozostałych przychodach operacyjnych, ale nawet po uwzględnieniu tej opłaty, stratę generowaną przez Fundusz na tym poziomie RZiS nadal należy ocenić jako wysoką.

**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, przyczyniało 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

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 tytułu wypłaconych poręczeń.

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 latach 2016-2018 wartość wypłaconych poręczeń zmniejszyła się i wahała się między 0,9-1,3 mln zł (licząc dla czterech ostatnich kwartałów), jednak nietypowe zasady tworzenia odpisów stosowane w ostatnich latach nadal wpływają na zmniejszenie reprezentatywności wykazywanego księgowego wyniku operacyjnego i 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, głównie na skutek wzrostu stanu środków pieniężnych posiadanych przez Fundusz. W latach 2013-2014 przychody z tytułu odsetek skurczyły się o ponad 2/3 (MFPK zwrócił do menedżera projektu większości środków w ramach RPO). Na dalsze zmniejszanie wartości przychodów finansowych w ciągu ostatnich kilku lat istotny wpływ miał także ogólny spadek oprocentowania depozytów bankowych.

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



Saldo przychodów i kosztów finansowych przyjmowało stale wysokie wartości dodatnie (typowe zjawisko dla funduszy poręczeniowych), istotnie wpływając na końcowy wynik netto Funduszu.

## Wynik finansowy

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

Skorygowany wynik finansowy za lata 2016-2018 oraz za I kw. 2019 r. przedstawia tabela 3.2.

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

Lp.	Wynik skorygowany (tys. zł)	2016	2017	2018	I-III.2019
1	Księgowy wynik netto	-3 922,6	-3 594,2	-2 547,1	-337,4
2	Korekta o zmianę salda rezerwy na ryzyko ogólne	0,0	0,0	0,0	0,0
3	Korekta o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych	32,9	651,5	201,4	179,8
<b>4</b>	<b>Wynik skorygowany = [1] + [2] + [3]</b>	<b>-3 889,7</b>	<b>-2 942,7</b>	<b>-2 345,7</b>	<b>-157,6</b>

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

Od 2012 roku MFPK generuje stale ujemny skorygowane wyniki netto, przy czym od 2015 roku strata przekracza poziom -2 mln zł.

W okresie od 2016 r. do I kw. 2019 r. korekty związane z doliczaniem przez EuroRating dodatkowych rezerw celowych wpływały pozytywnie na wynik skorygowany (tworzone przez MFPK rezerwy celowe pokrywały coraz większy odsetek poręczeń na ryzyku Funduszu, w efekcie zmniejszając doliczaną przez EuroRating część rezerw), co zaowocowało poprawą skorygowanego wyniku. Niemniej jednak w latach 2016-2018 Fundusz nadal generował stosunkowo wysoką skorygowaną stratę netto. W I kw. 2019 r. Fundusz także wygenerował stratę (-158 tys. zł), przy czym wynik narastająco za cztery ostatnie kwartały nadal utrzymywał się poniżej -2 mln zł.

**Pomimo pewnej poprawy skorygowanego wyniku finansowego MFPK, jaka miała miejsce w ciągu dwóch ostatnich lat, generowanie przez Fundusz nadal wysokich ujemnych wyników 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, że księgowa wartość wyniku netto może w dużym stopniu nie odzwierciedlać realnych kosztów ryzyka związanego z udzielonymi oraz wypłacanymi 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 3.5).

### 3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

Bilans Funduszu zaprezentowany został w dwóch tabelach. Tabela nr 3.3 przedstawia aktywa, natomiast tabela nr 3.4 – pasywa wg. stanu na koniec lat 2016-2018\* i na koniec I kw. 2019 r.

#### Aktywa

Struktura aktywów MFPK jest typowa dla działalności prowadzonej przez fundusze poręczeniowe: niemal całość majątku spółki stanowią aktywa krótkoterminowe (bieżące), z czego zdecydowaną większość stanowią środki pieniężne i ich ekwiwalenty.

Udział majątku trwałego w ostatnich latach zmniejszył się do zaledwie 0,4% łącznej wartości aktywów i składały się na niego głównie należności z tytułu wypłaconych poręczeń, udziały w spółce KGP Sp. z o.o. oraz urządzenia techniczne i maszyny.

Aktywa obrotowe Funduszu składają się w przeważającej większości (ponad 80%) z "inwestycji krótkoterminowych" (środki pieniężne, poz. B.III.c). Od 2009 roku Fundusz wykazuje również wysokie kwoty należności krótkoterminowych, które dotyczą m.in. ugód z dłużnikami z tytułu wypłaconych poręczeń oraz pozostałych należności z tytułu wypłaconych poręczeń (wykazywanych w bilansie jako „dochodzone na drodze sądowej”).

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

W rezultacie takiego rozłożenia w czasie kosztów odpisów na utratę należności z tytułu wypłaconych poręczeń i dokonywanych przez Fundusz stosunkowo wysokich wypłat poręczeń, MFPK wykazywał w „należnościach krótkoterminowych dochodzonych na drodze sądowej” (poz. B.II.2.d) kwoty dochodzące do 14 mln zł. Od 2016 roku wartość wypłaconych poręczeń spadła poniżej 1 mln zł rocznie, a wartość „należności dochodzonych na drodze sądowej” zmniejszyła się do 8,5 mln zł na koniec I kw. 2019 r.

Tabela 3.3 MFPK Sp. z o.o. – bilans (aktywa) na koniec lat 2016-2018\* i na koniec I kw. 2019 r.

Bilans – aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 31.12.2017	Na dzień 31.12.2018	Na dzień 31.03.2019
<b>A. AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>1 047,9</b>	<b>890,7</b>	<b>195,4</b>	<b>186,0</b>
I. Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	16,9	25,7	14,8	12,1
III. Należności długoterminowe	378,0	212,1	80,6	74,0
IV. Inwestycje długoterminowe	100,0	100,0	100,0	100,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	552,9	552,9	-	-
<b>B. AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>57 201,3</b>	<b>53 116,8</b>	<b>50 622,3</b>	<b>50 225,6</b>
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	11 773,7	9 510,3	8 826,3	8 807,0
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	11 773,7	9 510,3	8 826,3	8 807,0
a) z tytułu dostaw i usług	31,3	35,5	13,1	22,9
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	-	-	-	-
c) inne	591,2	445,2	288,1	286,4
d) dochodzone na drodze sądowej	11 151,2	9 029,5	8 525,2	8 497,7
III. Inwestycje krótkoterminowe	45 323,6	43 509,3	41 639,9	41 403,0
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	45 323,6	43 509,3	41 639,9	41 403,0
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	45 323,6	43 509,3	41 639,9	41 403,0
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	1 709,8	231,3	58,0	398,7
- inne środki pieniężne	43 613,8	-	41 582,0	41 004,2
- inne aktywa pieniężne	-	43 278,0	-	-
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	104,0	97,2	156,0	15,6
<b>C. NALEŻNE WPŁATY NA KAPITAŁ PODSTAWOWY</b>	<b>-</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>58 249,1</b>	<b>54 012,4</b>	<b>50 822,6</b>	<b>50 416,6</b>

Źródło: MFPK Sp. z o.o., \*sprawozdania finansowe za lata 2016-2018 zadytowane

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) według agencji ratingowej EuroRating jest przy tym niezgodny z zasadą ostrożnej wyceny aktywów. Zastrzeżenia do niskiego pokrycia odpisami aktualizującymi należności dochodzonych na drodze sądowej zgłaszał również audytor badający sprawozdanie finansowe MFPK za 2013 rok.

Duży spadek wartości „inwestycji krótkoterminowych”, jaki nastąpił od 2011 roku (ze 120 mln zł do 41,4 mln zł w I kw. 2019 r.), spowodował, że suma bilansowa spółki spadła o ponad połowę. Spadek ten wynikał głównie z dokonywanych przez Fundusz zwrotów niewykorzystanych środków z dofinansowania zwrotnego w ramach RPO, a także z dokonywanych wypłat poręczeń.

Środki pieniężne, którymi MFPK obecnie dysponuje stanowią przy tym nadal ponad 80% 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, co znajduje swoje odzwierciedlenie w dokonywanych w procesie ratingowym korektach kapitału własnego spółki.

## Pasywa

Tabela 3.4 MFPK Sp. z o.o. – bilans (pasywa) na koniec lat 2016-2018\* i na koniec I kw. 2019 r.

Bilans – pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 31.12.2017	Na dzień 31.12.2018	Na dzień 31.03.2019
<b>A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY</b>	<b>37 578,6</b>	<b>33 994,4</b>	<b>31 447,3</b>	<b>31 109,9</b>
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	39 763,0	39 783,0	39 783,0	39 783,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	10 269,0	-	-	-
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	15,0	5,0	5,0	5,0
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	(8 545,8)	(2 199,4)	(5 793,6)	(8 340,7)
VIII. Zysk (strata) netto	(3 922,6)	(3 594,2)	(2 547,1)	(337,4)
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
<b>B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA</b>	<b>20 670,5</b>	<b>20 018,0</b>	<b>19 375,4</b>	<b>19 306,8</b>
I. Rezerwy na zobowiązania	2 382,2	1 963,9	1 970,7	2 083,7
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	2 382,2	1 963,9	1 970,7	2 083,7
II. Zobowiązania długoterminowe	18 179,9	17 937,4	17 225,2	17 133,0
III. Zobowiązania krótkoterminowe	63,6	81,3	153,2	63,8
1. Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	63,6	81,3	153,2	63,8
- kredyty i pożyczki	-	-	-	-
- z tytułu dostaw i usług	11,4	14,4	73,9	13,2
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	51,1	65,1	76,2	49,2
- z tytułu wynagrodzeń	0,3	0,2	0,0	-
- inne	0,9	1,6	3,1	1,5
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	44,8	35,5	26,2	26,2
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>58 249,1</b>	<b>54 012,4</b>	<b>50 822,6</b>	<b>50 416,6</b>

Źródło: MFPK Sp. z o.o., \*sprawozdania finansowe za lata 2016-2018 zadytowane

Struktura pasywów bilansu MFPK podlegała 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 (wykazywane w bilansie jako "zobowiązania długoterminowe" – poz. B.II), w rezultacie czego udział zobowiązań w sumie pasywów wzrósł do 58%. W latach 2012 i 2014 Fundusz zwrócił większość otrzymanego dofinansowania w ramach RPO, co spowodowało zmniejszenie sumy bilansowej o około połowę, a udział zobowiązań spadł w 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 wysoka księgową stratą netto (-4,6 mln zł) przyczyniły się do spadku udziału kapitału własnego na koniec 2015 roku do ok. 70% (z 84% w roku 2014). W ciągu trzech ostatnich lat, głównie na skutek ponoszonych przez spółkę strat, udział w pasywach księgowej wartości kapitału własnego nadal spadał i na koniec I kw. 2019 r. wyniósł 62%.

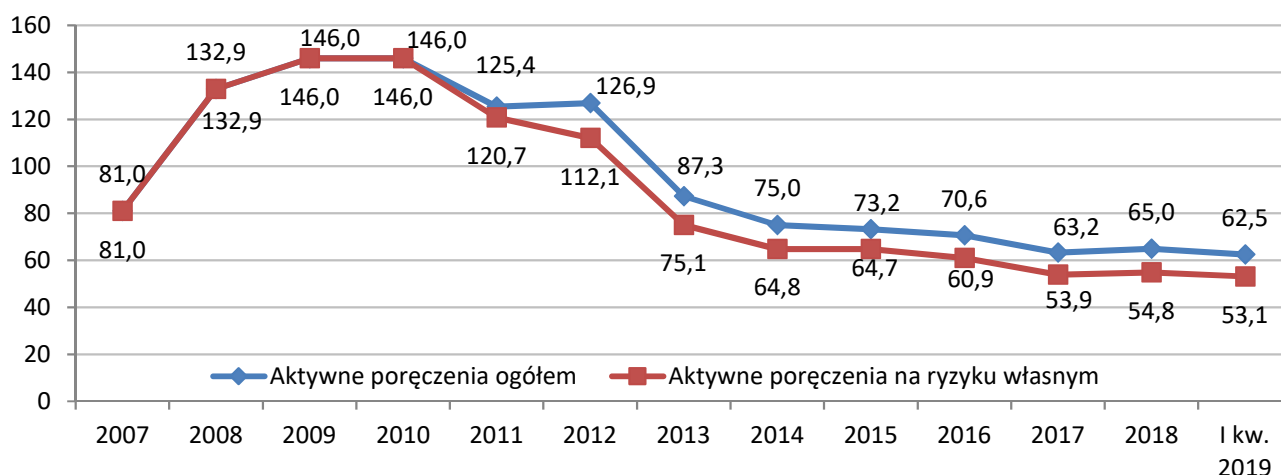
Oprócz zobowiązań długoterminowych dotyczących dofinansowania zwrotnego w ramach RPO (poz. B.II), w skład bilansowych zobowiązań i rezerw wchodziły jeszcze także kwoty „pozostałych rezerw” (poz. B.I.3), dotyczące tworzonych przez Fundusz rezerw celowych na ryzyko wypłaty poręczeń zagrożonych (na koniec I kw. 2019 r. stanowiły one 4,1% łącznych pasywów), a także drobne kwoty zobowiązań krótkoterminowych (dotyczących głównie podatków, 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.

## Pozycje pozabilansowe

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. Od 2013 r. miał miejsce systematyczny spadek wartości portfela aktywnych poręczeń. Na koniec I kw. 2019 r. jego łączna wartość wyniosła 62,5 mln zł, z czego zdecydowaną większość (53,1 mln zł) stanowiły poręczenia na ryzyku własnym Funduszu.

**Wykres 3.1 Mazowiecki FPK – wartość aktywnych poręczeń (mln zł)**

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

### 3.3 Analiza wskaźnikowa

#### 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 (uwzględniający m.in. również rezerwę na ryzyko ogólne, która nie ma bezpośredniego związku z poręczeniami zagrożonymi) + 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 MFPK dokonujemy następujących korekt:

- okresowo korekta *in minus* o 100% bilansowej wartości niematerialnych i prawnych (poz. A.I aktywów), z uwagi na fakt, iż nie mają one rzeczywistej wartości zbywczej;
- korekta *in minus* o 30% bilansowej wartości rzeczowych aktywów trwałych (poz. A.II), z uwagi na niską płynność tego typu aktywów;
- okresowo korekta *in minus* o 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;
- okresowo korekta *in minus* o całą kwotę „inwestycji długoterminowych” (poz. A.IV), dotyczącą posiadanych przez Fundusz udziałów w spółce specjalnego przeznaczenia KGP Sp. z o.o.; przyjmujemy bowiem 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;

- okresowo korekta *in minus* o 100% bilansowej wartości długoterminowych rozliczeń międzyokresowych (poz. A.V), w tej poz. 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;
- okresowo korekta *in minus* o 50% kwot krótkoterminowych należności dotyczących zawartych uгод z dłużnikami (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;
- okresowo 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 jest omówiona szerzej w punkcie 3.4);
- korekta *in plus* o wartość utworzonej przez Fundusz na koniec odrębnych okresów rezerwy na ryzyko ogólne (jeśli występowała) dotyczącej poręczeń udzielonych w ramach kapitału własnego.

W skład skorygowanego kapitału poręczeniowego wyliczanego przez EuroRating, oprócz skorygowanego kapitału własnego spółki, od 2010 roku wchodzi także 75% kwoty dofinansowania zwrotnego 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 większość środków w latach 2012 i 2014. Na koniec 2015 r., po korekcie o 8,7 mln zł przeksięgowanych przychodów RPO z lat poprzednich, Fundusz wykazywał w zobowiązaniach długoterminowych (poz. B.II pasywów) kwotę 16,6 mln zł dotyczącą dofinansowania w ramach RPO. Na koniec 2016 r. w wyniku ustaleń pokontrolnych kwota ta zwiększyła się do 18,2 mln zł i w kolejnych latach ulegała powolnej redukcji do 17,1 mln zł na koniec I kw. 2019 r. W skład w/w zobowiązań wchodzi kapitał Strategii Wyjścia powiększony o prowizje i odsetki, oraz pomniejszony o należne premie (kwota nie obejmuje odpisów aktualizujących i rezerw).

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 39,3 mln zł.

**Tabela 3.5 Mazowiecki FPK Sp. z o.o. – najważniejsze dane i wskaźniki finansowe**

Lp.		2016	2017	2018	III.2019
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	55 804	51 935	48 499	48 243
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	37 743	36 900	35 225	35 030
3	Skorygowany kapitał własny spółki (tys. zł)	24 108	23 447	22 306	22 181
4	Aktywne poręczenia na koniec okresu (tys. zł)	70 630	63 208	64 958	62 453
5	- w tym poręczenia w ramach środków własnych (tys. zł)	60 901	53 851	54 789	53 118
6	- w tym poręczenia w ramach RPO (tys. zł)	9 729	9 357	10 169	9 335
7	<b>Mnożnik kapitału poręczeniowego = [4] / [1]</b>	<b>1,27</b>	<b>1,22</b>	<b>1,34</b>	<b>1,29</b>
8	<b>Skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego = [4] / [2] *</b>	<b>1,87</b>	<b>1,71</b>	<b>1,84</b>	<b>1,78</b>
9	<b>Mnożnik kapitału własnego spółki = [5] / [3]</b>	<b>2,53</b>	<b>2,30</b>	<b>2,46</b>	<b>2,39</b>
10	Liczba aktywnych poręczeń	396	362	324	317
11	- w tym poręczenia w ramach środków własnych	335	297	271	263
12	- w tym poręczenia w ramach RPO	61	65	53	54
13	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	178	175	200	197
14	<b>Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>
15	<b>Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,6%</b>
16	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	17 231	15 510	16 582	16 123
17	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	862	776	829	806
18	Suma wartości 20 najw. akt. poręczeń na ryzyku wł. (tys. zł)	13 773	13 292	13 924	13 465
19	<b>20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia</b>	<b>24,4%</b>	<b>24,5%</b>	<b>25,5%</b>	<b>25,8%</b>
20	<b>20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *</b>	<b>45,7%</b>	<b>42,0%</b>	<b>47,1%</b>	<b>46,0%</b>
21	<b>20 najw. por. na ryzyku własnym / Skoryg. kap. własny spółki</b>	<b>57,1%</b>	<b>56,7%</b>	<b>62,4%</b>	<b>60,7%</b>
22	Wartość wypłat poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	936	928	1 323	1 017
23	Wartość wypłat poręczeń na ryzyku własnym w ciągu 4 kw.	812	921	995	900
24	<b>Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan akt. poręczeń</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,4%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,6%</b>
25	Wartość odzyskanych należn. z tyt.por. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	549	441	311	270
26	Wartość odzyskanych należn. z tyt.por. na ryz. wł. w ciągu 4 kw.	537	428	295	254
27	<b>Wypłaty poręczeń netto / Śr. kapitał poręczeniowy *</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,3%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,1%</b>
28	<b>Wypłaty poręczeń netto na ryz. wł./ Śr. skoryg. KW spółki</b>	<b>1,1%</b>	<b>2,1%</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,9%</b>
29	<b>Skorygowany wynik finansowy / Śr. skor. kapitał własny spółki</b>	<b>-14,9%</b>	<b>-12,4%</b>	<b>-10,3%</b>	<b>-9,0%</b>
30	<b>Roczna zmiana wartości skoryg. kapitału własnego spółki</b>	<b>-13,9%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-4,9%</b>	<b>-2,7%</b>

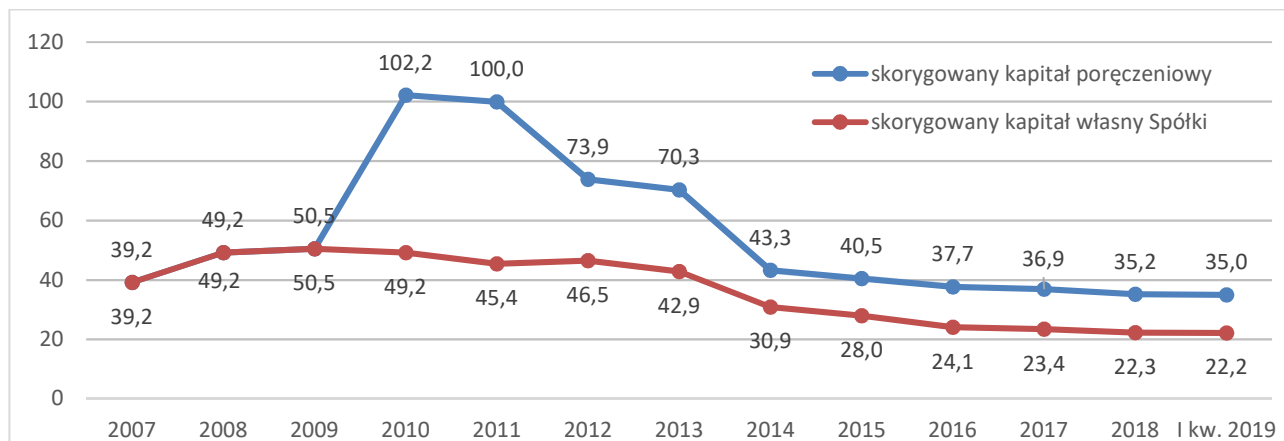
\* Wskaźniki wyliczone zostały w oparciu o kapitał poręczeniowy skorygowany

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

Ze względu na specyficzne warunki dofinansowania zwrotnego w ramach RPO oraz związane z tym ryzyka, środki z RPO są doliczane do skorygowanego kapitału poręczeniowego po ich pomniejszeniu o 25% „rezerwę na ryzyko”.

Ostatecznie **wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego** wyliczanego przez EuroRating, służącego do obliczania wskaźników opartych na wartości kapitału poręczeniowego (zaprezentowanych na wykresie 3.2), **wyniosła na koniec I kw. 2019 r. 35,0 mln zł**. Była to kwota o 13,2 mln zł niższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (48,2 mln zł).



**Wykres 3.2 Mazowiecki FPK – skorygowany kapitał poręczeniowy i kapitał własny (mln zł)**

Źródło: Mazowiecki FPK, obliczenia własne

### Skala zaangażowania w akcję poręczeniową

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

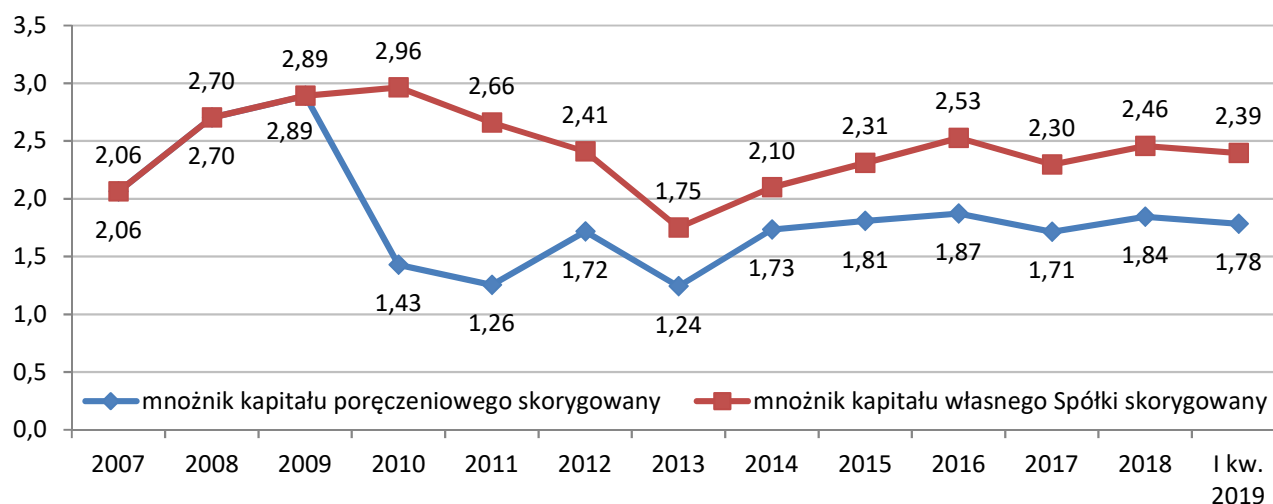
Fundusz do 2009 roku szybko zwiększał liczbę i wartość udzielanych poręczeń. Wartość aktywnych poręczeń rosła w tempie szybszym niż tempo wzrostu wartości kapitału poręczeniowego, a skorygowany mnożnik kapitału poręczeniowego [8] zbliżył się do poziomu 3,0, co stanowiło maksymalną dopuszczalną wysokość mnożnika kapitałowego dla Funduszy niedysponujących regwarancjami, MFPK był zatem zmuszony ograniczyć akcję poręczeniową.

W 2010 r., 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 okresie od 2010 r. do I kw. 2019 r. mnożnik kapitału poręczeniowego wahał się w zakresie ok. 1,1-2,0.

Mnożnik kapitału własnego spółki [9] (liczony jako relacja poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu [5] do skorygowanego kapitału własnego spółki [3]), ze względu na fakt, iż pomimo otrzymania w roku 2010 dużego dofinansowania w ramach RPO, zdecydowana większość poręczeń nadal udzielana była w ramach kapitału własnego MFPK, przyjmował wyższe wartości niż mnożnik kapitału poręczeniowego. Najwyższy poziom (2,9-3,0) mnożnik kapitału własnego osiągał w latach 2009-2010. W ciągu ostatnich czterech lat mnożnik ten utrzymywał się na stosunkowo stabilnym poziomie ok. 2,1-2,5.

**Obecną ekspozycję Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń, mierzoną mnożnikiem kapitału własnego spółki, należy określić jako umiarkowaną.** Ewentualny istotny wzrost mnożnika kapitału własnego spółki (w szczególności w sytuacji dokonywania wysokich wypłat poręczeń) mógłby jednak już negatywnie rzutować na bieżący poziom oceny ratingowej Funduszu.

**Wykres 3.3 Mazowiecki FPK – wartość mnożnika skorygowanego kapitału poręczeniowego oraz mnożnika skorygowanego kapitału własnego**



Źródło: Mazowiecki FPK, obliczenia własne

### Koncentracja portfela poręczeń

Przeciętna wartość aktywnych poręczeń [13] znajdujących się w portfolio MFPK oscylowała w ostatnich latach w zakresie ok. 175-200 tys. zł. Przeciętne poręczenie odpowiadało przy tym stale zaledwie 0,1-0,3% łącznego portfela poręczeń aktywnych [14] oraz 0,2-0,6% skorygowanego kapitału poręczeniowego [15]. Liczba aktywnych poręczeń najwyższą dotychczas wartość (ok. 800 szt.) osiągnęła w 2010 roku, po czym w kolejnych latach systematycznie zmniejszała się i na koniec I kw. 2019 r. wynosiła już tylko 317.

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 mln zł. Według stanu na koniec I kw. 2019 r. odpowiadało to 2,9% wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego oraz 4,5% skorygowanego kapitału własnego spółki.

Suma wartości poręczeń aktywnych udzielonych przez MFPK na rzecz 20 największych klientów [16] w latach 2012-2017 wykazywała tendencję malejącą (spadek z 21,3 mln zł do 15,5 mln zł), a w ostatnich kwartałach wahała się między 15,3 mln zł a 16,6 mln zł. W tym samym okresie tempo spadku wartości łącznego portfela poręczeń było jednak większe, w rezultacie czego udział poręczeń na rzecz 20 największych klientów wzrósł z 17% do 26% pod koniec 2015 roku i w ostatnich latach ustabilizował się na zbliżonym poziomie [19].

Należy zaznaczyć, że większość z łącznej kwoty poręczeń na rzecz 20 największych klientów stanowiły w ostatnich latach poręczenia udzielone w ramach kapitału własnego MFPK [18] (na koniec I kw. 2019 r. było to ok. 85%). 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. 53-63% w ciągu ostatnich czterech lat. 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 własnego spółki, przy jednoczesnym utrzymywaniu się wartości największych poręczeń na ryzyku własnym na stosunkowo stabilnym poziomie, lekko podwyższona jest ekspozycja kapitału poręczeniowego oraz kapitału własnego na ryzyko największych klientów.**

### **Wyплаты poręczeń**

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

MFPK do 2007 roku dokonał niewielu wypłat, sytuacja w tym zakresie uległa istotnemu pogorszeniu od 2008 roku, kiedy to Fundusz dokonał wypłat poręczeń na kwotę 1,43 mln zł. Do 2011 roku wartość wypłat rosła, osiągając wartość 7,85 mln zł, co odpowiadało 5,8% średniorocznego portfela poręczeń. Podwyższony poziom wypłat utrzymywał się również w latach 2012-2015, kiedy wypłacano 3,7-6,7 mln zł rocznie [22], co odpowiadało ok. 5-6% średniorocznego portfela poręczeń [24]. W okresie od 2016 roku do I kw. 2019 roku widoczna jest poprawa w tym zakresie – wartość wypłaconych poręczeń zmalała do ok. 0,9-1,3 mln zł, a wskaźnik szkodowości portfela poręczeń [24] spadł do ok. 1,2-2,1%. Należy zaznaczyć, że większość (okresowo ponad 95%) dokonanych dotychczas przez MFPK wypłat dotyczyła poręczeń udzielonych w ramach środków własnych [23].

Wartość odzyskiwanych przez MFPK należności z tytułu wypłaconych poręczeń [25-26] jest relatywnie niska (relacja łącznej sumy odzyskanych należności do łącznej sumy dokonanych wypłat w okresie od 2007 roku do I kw. 2019 roku wyniosła poniżej 14%).

Wskaźnik relacji wypłat poręczeń w ramach kapitału własnego netto (tj. po uwzględnieniu kwot odzyskanych w poszczególnych okresach) do kapitału własnego spółki [28] w latach 2012-2015 utrzymywał się na wysokich poziomach ok. 10-15%. Dopiero od 2016 roku wartość wskaźnika uległa znacznemu obniżeniu i wahała się między 1,1% a 3,1%.

**Utrzymywanie się w poprzednich latach wskaźnika ogólnej szkodowości portfela poręczeń aktywnych na podwyższonym poziomie zaliczamy do czynników negatywnych. Sytuację w tym zakresie pogarszał dodatkowo fakt, iż niemal całość dokonywanych w tym czasie wypłat dotyczyła poręczeń udzielonych w ramach środków własnych Funduszu, co przy mnożniku kapitału własnego spółki utrzymującym się na poziomie ok. 2-2,5 skutkowało występowaniem w tym**

**okresie dość wysokiej utraty kapitału własnego na poręczeniach. Łącznie ten obszar oceny ryzyka kredytowego wpływa negatywnie na poziom ratingu kredytowego MFPK.** Bierzemy jednak obecnie pod uwagę pewną poprawę w zakresie szkodowości poręczeń, jaka nastąpiła od 2016 roku.

### **Rentowność kapitału**

Skorygowany wynik finansowy MFPK (patrz tabela nr 3.2) od 2012 roku jest stale ujemny, przy czym okresowo strata przyjmowała stosunkowo wysokie wartości (w 2015 roku wyniosła -5,4 mln zł). Liczony na tej podstawie wskaźnik rentowności kapitału własnego spółki [29] w latach 2012-2014 przyjmował wartości na poziomie od -3% do -4%, a po roku 2015 (kiedy osiągnął rekordowo niską wartość -18,4%) kształtował się na poziomie od -10% do -15%. Na koniec I kw. 2019 r. (licząc dla wyniku za cztery ostatnie kwartały) wyniósł on -9%.

Na wypracowywane przez MFPK generalnie ujemne skorygowane wyniki finansowe (w latach 2013-2018 Fundusz wykazywał również dość wysoki ujemny księgowy wynik netto) najistotniejszy wpływ miał w ostatnich latach spadek przychodów ze sprzedaży, spadek dochodów z lokat środków pieniężnych, przy jednoczesnej wysokiej wartości ponoszonych przez Fundusz kosztów działalności operacyjnej. Ponadto od 2008 r. do 2018 r. Fundusz ponosił stale wysokie koszty ryzyka związanego z pogorszeniem się jakości portfela poręczeń.

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 niższe, niż wykazywane w rachunku zysków i strat (oraz w wyliczonych na tej podstawie wynikach skorygowanych, pokazanych w tabeli 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 (skorygowane dopiero w bilansie na koniec 2015 r.), również wartości tego wskaźnika nie są wystarczająco reprezentatywne, żeby 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 (co skutkowałoby dalszą erozją wartości kapitału własnego spółki), lub tym bardziej ewentualne ponowne 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 prawidłowy ryzyka wypłat poręczeń, a tym samym ryzyko to nie jest w pełni uwidoczniane z odpowiednim wyprzedzeniem w sprawozdaniach finansowych Funduszu.**

#### Wartość utworzonych rezerw

Tabela 3.6 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	XII.2016	XII.2017	XII.2018	III.2019
Rezerwy celowe na ryzyku własnym (tys. zł)	1 255,6	1 625,2	1 864,1	1 977,1
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Razem rezerwy na ryzyku własnym (tys. zł)</b>	<b>1 255,6</b>	<b>1 625,2</b>	<b>1 864,1</b>	<b>1 977,1</b>
Rezerwy celowe na ryz. wł. / Akt. poręczenia na ryz. wł.	2,1%	3,0%	3,4%	3,7%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Akt. poręczenia. na ryz. wł.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rezerwy na ryz. wł. razem / Aktywne poręczenia na ryz. wł.	2,1%	3,0%	3,4%	3,7%
Rezerwy celowe razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	6,3%	5,3%	5,6%	5,9%
Rezerwa na ryz.ogólne razem / Skoryg. kapitał poręczeniowy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rezerwy razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	6,3%	5,3%	5,6%	5,9%

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. Wskaźnik relacji rezerw celowych na poręczenia na ryzyku własnym do wartości poręczeń na ryzyku własnym utrzymywał się jednak w latach 2010-2017 stale na stosunkowo niskim poziomie (było to ok. 2-3%), od 2018 widoczna jest poprawa w tym zakresie.

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 w tym okresie rezerwy celowe miały zbyt niski poziom oraz, że nie informowały 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 spółki 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 2016-2018 oraz I kw. 2019 r. zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.7.

**Tabela 3.7 Wartość dodatkowo naliczonych rezerw na ryzyko udzielonych poręczeń**

	XII.2016	XII.2017	XII.2018	III.2019
Wskaźnik dodatkowych rezerw celowych	1,9%	1,0%	0,6%	0,3%
Wartość dodatkowych rezerw celowych	1 180,4	528,9	327,5	147,7
<b>Rezerwy celowe razem* (utworz. przez MFPK oraz dodatkowe)</b>	<b>2 436,0</b>	<b>2 154,0</b>	<b>2 191,6</b>	<b>2 124,7</b>
Rezerwy celowe razem* / Aktywne poręcz. na ryzyku własnym	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Rezerwy celowe razem* / Skorygowany kapitał poręczeniowy	6,5%	5,8%	6,2%	6,1%

\* dotyczy rezerw celowych na poręczenia udzielone w ramach kapitału własnego

Źródło: EuroRating

W latach 2006-2013 wartość doliczanych przez EuroRating rezerw celowych na potrzeby oceny ryzyka kredytowego MFPK była wysoka i oscylowała między 1 a 4 mln zł. W latach 2015-2016 saldo dodatkowych rezerw wynosiło 1,2 mln zł. Od 2017 r., w konsekwencji utworzenia przez Fundusz wyższych rezerw celowych przy jednoczesnym spadku wartości portfela poręczeń na ryzyku Funduszu, kwota doliczonych rezerw zmniejszyła się z 529 tys. zł do 148 tys. zł w I kw. 2019 r.

Zmiany salda dodatkowych rezerw w poszczególnych okresach uwzględnione zostały w skorygowanym wyniku finansowym (patrz tabela nr 3.2 wiersz [3]) a saldo tych rezerw pomniejszyło skorygowany kapitał własny spółki oraz skorygowany kapitał poręczeniowy Funduszu (wykres 3.3).

### **3.5 Ocena czynników niefinansowych**

#### **Koniunktura gospodarcza**

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

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

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

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

Z punktu widzenia osiągniętych przez fundusze poręczeniowe wyników finansowych istotnym czynnikiem makroekonomicznym jest także utrzymujące się rekordowo niskie oprocentowanie depozytów bankowych. Należy przy tym spodziewać się, że bardzo niskie stopy procentowe oraz oprocentowanie lokat bankowych będą utrzymywały się przez dłuższy czas, co będzie nadal negatywnie rzutować na przychody finansowe i w konsekwencji wynik netto Funduszu w kolejnych kwartałach.

#### **Historia kredytowa i stabilność sytuacji finansowej Funduszu**

Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych prowadzi działalność operacyjną od 2004 roku. 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 poręczeniami zmaterializowało się w roku 2008, a od 2011 roku wskaźnik szkodowości portfela poręczeń wzrósł do poziomu ok. 5-6% i na zbliżonym, dość wysokim poziomie utrzymywał się do roku 2015 włącznie. Dopiero w ciągu ostatnich trzech lat zmniejszył się on do poziomu ok. 0,5-1,6%.

Po otrzymaniu przez MFPK w 2010 wysokiego dofinansowania w ramach RPO, Fundusz nie był w stanie efektywnie wykorzystać przyznanych środków (w ramach tego programu udzielone zostały 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.

Jakkolwiek stabilność większości wskaźników finansowych MFPK należy określić jako stosunkowo niską (do czynników negatywnych zaliczyć należy w szczególności postępujący spadek wartości kapitału własnego spółki) to ogólna sytuacja finansowa Funduszu była w całej dotychczasowej historii zadowalająca. 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.

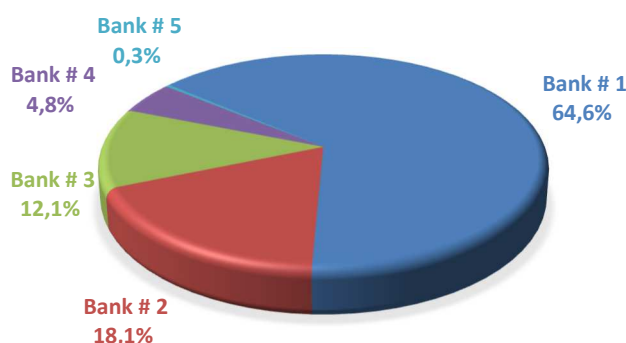
Fundusz lokował dotychczas posiadane środki pieniężne w depozytach bankowych, obligacjach i bonach skarbowych. Co do zasady inwestycje tego typu należą do kategorii bezpiecznych i generujących stabilny dochód, stąd z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu nie wnosimy zastrzeżeń odnośnie rodzaju dokonywanych przez Fundusz inwestycji.

Według stanu na koniec I kw. 2019 r. całość środków pieniężnych ulokowana była w depozytach i na rachunkach bankowych. Strukturę lokat w podziale na banki przedstawia wykres 3.4.

Ogólne zasady polityki lokowania środków pieniężnych będących w dyspozycji MFPK określa „Regulamin lokowania środków pieniężnych MFPK”, z sierpnia 2015 r., który 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).

**Wykres 3.4 Struktura inwestycji MFPK na koniec I kw. 2019 r.**



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



Wg. regulaminu Fundusz może ulokować maksymalnie:

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

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 „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 okresowo nie przestrzega części zasad zawartych w regulaminie (np. w II kw. 2018 r. 20,1% środków było lokowane w bankach o ratingach poniżej 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, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu oceniamy pozytywnie.**

## Struktura branżowa poręczeń

Tabela 3.8 MFPK – struktura branżowa aktywnych poręczeń

Branża	XII.2016	XII.2017	XII.2018	III.2019
usługi	35,8%	38,4%	37,4%	36,9%
handel	28,9%	25,3%	27,1%	25,3%
produkcja	17,2%	19,7%	17,1%	18,0%
inne	9,4%	11,9%	10,5%	10,1%
budownictwo	8,7%	4,7%	7,9%	9,6%
<b>RAZEM</b>	<b>100%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

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. **Dywersyfikację portfela aktywnych poręczeń Funduszu w ujęciu branżowym 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; uściśla 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. Przedsiębiorca może maksymalnie wnioskować o kwotę 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 opisuje 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 I kw. 2019 r. w spółce zatrudnionych było 13 osób: 11 pełnych etatów i 2 osoby na kontrakcie menadżerskim (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

MFPK w ostatnich latach zmniejszył skalę poręczeń dla kredytów bankowych (w konsekwencji silnej konkurencji ze strony gwarancji *de minimis* BGK) na rzecz poręczeń pozabankowych obarczonych mniejszym ryzykiem, ale generujących niższe przychody z prowizji: leasingu i wadów.

W planie finansowym na rok 2019 i kolejne lata Fundusz przewiduje brak zwiększenia poręczania transakcji leasingowych. Ze względu na uruchomienie przez PKO Leasing i inne firmy leasingowe gwarancji COSME Fundusz przewiduje, że sprzedaż poręczeń leasingowych będzie mniejsza bądź pozostanie na tym samym poziomie.

Obecnie MFPK pracuje nad kolejnymi produktami regionalnymi z wykorzystaniem poręczenia: pożyczką energetyczną z Mazowieckim Regionalnym Funduszem Pożyczkowym, poręczeniem dla pożyczek z MRFP z programu inicjatywy JEREMIE, poręczeniem dla pożyczek udzielanych przez Agencję Rozwoju Przemysłu S.A. dla przedsiębiorców z segmentu MŚP oraz pożyczką poręczaną przez MFPK lub poręczeniem dla przedsiębiorców przetwarzających odpady.

W 2016 roku w Funduszu zakończyła się kontrola dotycząca rozliczenia środków RPO. Urząd Marszałkowski zdecydował o ponownym ich przekazaniu Funduszowi w ramach Strategii Wyjścia. Kwota przekazanych środków to 16,7 mln zł. Fundusz może nimi dysponować do 30.06.2025 r.

Na skalę akcji poręczeniowej Funduszu negatywny wpływ ma wciąż program gwarancji *de minimis* realizowany przez BGK. Od lipca 2018 r., dzięki wdrożeniu Krajowego Funduszu Gwarancyjnego, program ten funkcjonuje jako trwały i systemowy instrument wsparcia dla przedsiębiorców z sektora MŚP. Zastąpienie programu gwarancji *de minimis* mechanizmem KFG nie spowoduje więc żadnej szczególnej zmiany na rynku poręczeniowym – konkurencja instrumentów zabezpieczających ze szczebla krajowego pozostanie na podobnym poziomie.

## 4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

Mazowiecki Fundusz Poręczeń Kredytowych z siedzibą w Warszawie 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: **ponad 80% majątku spółki stanowią 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 latach nieco ponad 60% łącznych pasywów, spółka nie ma zadłużenia oprocentowanego, a na łączne zobowiązania i rezerwy składają się długoterminowe zobowiązania z tytułu RPO oraz utworzone rezerwy na ryzyko udzielonych poręczeń.**

Mnożnik kapitału własnego spółki (liczony jako relacja poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu do skorygowanego kapitału własnego spółki), ze względu na fakt, iż pomimo otrzymania w roku 2010 dużego dofinansowania w ramach RPO, zdecydowana większość poręczeń nadal udzielana była w ramach kapitału własnego MFPK, przyjmował wyższe wartości niż mnożnik kapitału poręczeniowego. Najwyższy poziom (2,9-3,0) mnożnik kapitału własnego osiągał w latach 2009-2010. W ciągu ostatnich czterech lat mnożnik ten utrzymywał się na stosunkowo stabilnym poziomie ok. 2,1-2,5.

**Obecną ekspozycję Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń, mierzoną mnożnikiem kapitału własnego spółki, należy określić jako umiarkowaną.** Ewentualny istotny wzrost mnożnika kapitału własnego spółki (w szczególności w sytuacji dokonywania wysokich wypłat poręczeń) mógłby jednak 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 własnego spółki, przy jednoczesnym utrzymywaniu się wartości największych poręczeń na ryzyku własnym na stosunkowo stabilnym poziomie, **lekko podwyższona jest ekspozycja kapitału własnego na ryzyko największych klientów.**

**Utrzymywanie się w poprzednich latach wskaźnika ogólnej szkodowości portfela poręczeń aktywnych na podwyższonym poziomie zaliczamy do czynników negatywnych.** Sytuację w tym zakresie pogarszał dodatkowo fakt, iż niemal całość dokonywanych w tym czasie wypłat dotyczyła poręczeń udzielonych w ramach środków własnych Funduszu, co przy mnożniku kapitału własnego spółki utrzymującym się na poziomie ok. 2-2,5 skutkowało występowaniem w tym okresie dość wysokiej utraty kapitału własnego na poręczeniach. **Łącznie ten obszar oceny ryzyka kredytowego wpływa negatywnie na poziom ratingu kredytowego MFPK.** Bierzemy jednak obecnie pod uwagę pewną poprawę w zakresie szkodowości poręczeń, jaka nastąpiła od 2016 roku.

Skorygowany wynik finansowy MFPK od 2012 roku jest stale ujemny, przy czym okresowo strata przyjmowała stosunkowo wysokie wartości, a wskaźnik rentowności kapitału własnego spółki po roku 2015 (kiedy osiągnął rekordowo niską wartość -18,4%) kształtował się na poziomie od -10% do -15%. Na koniec I kw. 2019 r. (licząc dla wyniku za cztery ostatnie kwartały) wyniósł on -9%.

**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 (co skutkowałoby dalszą erozją wartości kapitału własnego spółki), lub tym bardziej ewentualne ponowne pogorszenie wyników finansowych, wywierałoby negatywną presję na bieżący poziom ratingu kredytowego Funduszu.

MFPK w 2015 roku wdrożył 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 kilku lat 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 Fundusz okresowo nie przestrzega części zasad zawartych w regulaminie (np. w II kw. 2018 r. 20,1% środków było lokowane w bankach o ratingach poniżej BB-) wykorzystując zapis o możliwości odstąpienia od stosowania wymienionych w regulaminie limitów w „uzasadnionych biznesowo przypadkach”.

W 2016 roku w Funduszu zakończyła się kontrola dotycząca rozliczenia środków RPO. Urząd Marszałkowski zdecydował o ponownym ich przekazaniu Funduszowi w ramach Strategii Wyjścia. Kwota przekazanych środków to 16,7 mln zł. Fundusz może nimi dysponować do 30.06.2025 r.

Obecnie MFPK pracuje nad kolejnymi produktami regionalnymi z wykorzystaniem poręczenia: pożyczką energetyczną z Mazowieckim Regionalnym Funduszem Pożyczkowym, poręczeniem dla pożyczek z MRFP z programu inicjatywy JEREMIE, poręczeniem dla pożyczek udzielanych przez Agencję Rozwoju Przemysłu S.A. dla przedsiębiorców z segmentu MSP oraz pożyczką poręczaną przez MFPK lub poręczeniem dla przedsiębiorców przetwarzających odpady.

Podsumowując, ryzyko kredytowe Mazowieckiego Funduszu Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. w Warszawie oceniamy jako umiarkowane. Według przyjętej przez agencję ratingową EuroRating metodologii **na dzień publikacji niniejszego raportu (tj. 12.08.2019 r.) rating Funduszu zostaje utrzymany na poziomie BBB. Perspektywa ratingu jest stabilna.**

## **5. 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 trwałym wyeliminowaniu udziału lokat w bankach charakteryzujących się podwyższonym i wysokim ryzykiem kredytowym; zmniejszenie ekspozycji na ryzyko największych klientów; 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 istotny wzrost poziomu skorygowanego mnożnika kapitału własnego spółki; kontynuacja ponoszenia przez Fundusz wysokich strat, skutkująca dalszym spadkiem wartości kapitału własnego spółki; ewentualne ponowne pogorszenie profilu ryzyka portfela lokat bankowych (wzrost koncentracji i/lub wzrost udziału banków charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym); a także zwiększenie wartości największych udzielanych poręczeń.

## 6. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating

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

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

## 7. Ujawnienia regulacyjne

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

EuroRating posiada tym samym status ECAI (zewnętrznej instytucji oceny wiarygodności kredytowej – zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady nr 575/2013 z dnia 26.06.2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych – Rozporządzenie CRR) w Unii Europejskiej, co oznacza, iż ratingi kredytowe nadawane przez EuroRating mogą być stosowane przez instytucje finansowe do celów regulacyjnych w pełnym zakresie w całej UE i są równe ratingom wystawionym przez inne agencje uznane przez ESMA, bez terytorialnych lub innych ograniczeń.

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

Rating kredytowy nadany 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.

Opis metodologii ratingowej stosowanej przez EuroRating do oceny funduszy poręczeniowych prezentowany jest w serwisie internetowym agencji ([www.EuroRating.com](http://www.EuroRating.com)) w sekcji „Ratingi kredytowe”–„Metodologia”. Definicje ratingowe oraz skala ratingowa stosowana przez EuroRating są publikowane w serwisie internetowym agencji w sekcji „Ratingi kredytowe”–„Skala ratingowa”.

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