

**Jarosław Poteraj**

Państwowa Wyższa Szkoła Informatyki i Przedsiębiorczości w Łomży

## **ANALIZA PORÓWNAWCZA EFEKTYWNOŚCI POWSZECHNYCH TOWARZYSTW EMERYTALNYCH NA PRZYKŁADACH FIRM Z GRUP KAPITAŁOWYCH WARTA I PKO BP**

### **1. Wstęp**

W niniejszym opracowaniu podjęto próbę określenia efektywności w dwóch perspektywach poznawczych. Pierwszą z nich jest perspektywa powszechnego towarzystwa emerytalnego jako przedsiębiorstwa, a przyjętym miernikiem efektywności wskaźnik zwrotu na kapitale. Druga zaś to perspektywa akcjonariuszy powszechnego towarzystwa emerytalnego, a efektywność zmierzona została z wykorzystaniem wartości bieżącej netto poczynionej inwestycji oraz jej wewnętrznej stopy zwrotu.

Celem badawczym autora jest porównanie skuteczności zastosowania dostępnych zasobów przez dwa spośród obecnych na rynku powszechnych towarzystw emerytalnych, które osiągnęły przeciętną pozycję rynkową<sup>1</sup>.

Analiza obejmuje perspektywę czasową od początku istnienia powszechnych towarzystw emerytalnych, czyli przełomu lat 1998/1999, do końca roku 2008. Jako materiały źródłowe wykorzystano dane prezentowane na stronach internetowych i w publikacjach instytucji nadzorczych<sup>2</sup>, raporty roczne powszechnych towarzystw emerytalnych publikowane w Monitorach Polskich „B” oraz ich sprawozdania finansowe przekazywane do sądu rejestrowego.

---

<sup>1</sup> Autor, odmiennie od twórców wielu obecnych na rynku publikacji, próbuje popatrzeć na aktywność na rynku usług emerytalnych w perspektywie przedsiębiorstw zarządzających otwartymi funduszami emerytalnymi i ich właścicieli, pomijając w swojej analizie same otwarte fundusze emerytalne.

<sup>2</sup> W kolejnych latach były to Urząd Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi (UNFE), Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych (KNUiFE) oraz Komisja Nadzoru Finansowego (KNF).

## 2. Powszechne towarzystwa emerytalne

### 2.1. Informacje ogólne

Powszechne towarzystwo emerytalne, zgodnie z definicją ustawową<sup>3</sup>, oznacza spółkę akcyjną, będącą organem otwartego funduszu emerytalnego. Towarzystwo tworzy fundusz oraz, jako jego organ, zarządza nim i reprezentuje w stosunkach z osobami trzecimi. Powszechne towarzystwa emerytalne powstawały w Polsce w latach 1998-1999, kiedy to wdrażano w życie reformę emerytalną, uwzględniającą funkcjonowanie tzw. II filara emerytalnego w postaci otwartych funduszy emerytalnych (OFE) i zarządzających nimi powszechnych towarzystw emerytalnych (PTE). Powstało wówczas 21 PTE, które utworzyły także 21 OFE. Po dokonanych procesach konsolidacyjnych na koniec roku 2008 na rynku emerytalnym w Polsce pozostało 14 podmiotów. Od początku obecności na rynku powszechne towarzystwa emerytalne, wchodzące na koniec roku 2008 w skład grup kapitałowych WARTA i PKO BP, były rynkowymi „średniakami” z tendencją spadkową. Porównawcze zestawienie stanu rzeczy w roku 1999 i 2008 zaprezentowano w tab. 1, zachowując odpowiednio nazewnictwo PTE z końca roku 1999 i 2008.

Tabela 1. Wybór z rankingu PTE według wartości aktywów netto OFE w PLN

Lp.	1999		2008		Lp.
1	Commercial Union PTE BPH CU WBK SA	678 942 843,72	36 116 879 323,10	Commercial Union PTE BPH CU WBK SA	1
...					
6	PKO/Handlowy PTE SA*	76 975 931,27	4 030 435 655,10	PTE BANKOWY SA	9
10	PTE „DOM” SA**	34 909 054,57	2 048 526 066,00	PTE WARTA SA	13
...					
21	PTE H-M-C SA	271 883,61	przejęcie w roku 2001 przez Pekao/Alliance PTE SA		

\* Początkowa nazwa PTE BANKOWY SA.

\*\* Początkowa nazwa PTE WARTA SA.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych UNFE i KNF.

Jak widać, obydwa przedsiębiorstwa od początku znalazły się w środkowej części rankingu, a na koniec roku 2008 pogorszyły swoją pozycję w rankingu.

### 2.2. Powszechne Towarzystwo Emerytalne Warta SA

Towarzystwo powstało w roku 1998 jako Powszechne Towarzystwo Emerytalne „DOM” SA. Kapitał założycielski wyniósł 20,0 mln PLN i dzielił się na 200 000

<sup>3</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (DzU 2004, nr 159, poz. 1667, tekst jednolity wraz ze zmianami).

akcji o wartości nominalnej 100,00 PLN. Wzrost wartości kapitału zakładowego w kolejnych latach zaprezentowano w tab. 2.

Tabela 2. Zmiany wartości kapitału zakładowego PTE WARTA SA w mln PLN

Rok	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Wartość kapitału zakładowego	20	175	175	190	229	233	233	233	233	233	233
Zmiana wartości kapitału zakładowego	20	155		15	39	4					

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z RHB i KRS.

Jak widać, kapitał zakładowy zaangażowany w latach 1998-1999 okazał się niewystarczający dla działalności Towarzystwa i był podwyższany w latach 2001-2003.

W tab. 3 zaprezentowano wartości w kolejnych latach: dopłat do kapitału, zysku/straty netto, wypłacanej akcjonariuszom dywidendy oraz funduszy własnych.

Tabela 3. Zmiany wartości wybranych elementów ze sprawozdań finansowych PTE WARTA SA w mln PLN

Rok	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dopłaty do kapitału				6	-6						
Zysk/strata netto		-134,67	-26,04	-34,12	-25,53	5,23	-0,05	1,21	7,56	9,05	1,58
Dywidenda											
Kapitał własny	20,00	40,33	14,29	-5,12	8,34	17,57	17,52	18,72	26,29	35,33	36,91

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych.

Wszystkie akcje obejmowane były w cenie emisyjnej równej wartości nominalnej. Od początku działalności aż do roku 2004, z przerwą w roku 2003, Towarzystwo generowało straty, a od roku 2005 zyski netto. Towarzystwo nie wypłacało dywidendy. Wartość funduszy własnych nigdy nie przekroczyła poziomu kapitału zakładowego.

### 2.3. Powszechne Towarzystwo Emerytalne Bankowy SA

Towarzystwo powstało w roku 1998 jako PKO/Handlowy Powszechne Towarzystwo Emerytalne SA. Kapitał założycielski wyniósł 120,0 mln PLN i dzielił się na 12 000 akcji o wartości nominalnej 10 000,00 PLN. Wzrost wartości kapitału zakładowego w kolejnych latach zaprezentowano w tab. 4.

Tabela 4. Zmiany wartości kapitału zakładowego PTE BANKOWY SA w mln PLN

Rok	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Wartość kapitału zakładowego	120	200	200	260	260	260	260	260	260	260	260
Zmiana wartości kapitału zakładowego	120	80		60							

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z RHB i KRS.

Jak widać, kapitał zakładowy zaangażowany w latach 1998-1999 okazał się niewystarczający dla działalności Towarzystwa i był podwyższony w roku 2001.

W tab. 5 zaprezentowano z kolei wartości w kolejnych latach: dopłat do kapitału, zysku/straty netto, wypłacanej akcjonariuszom dywidendy oraz funduszy własnych.

Tabela 5. Zmiany wartości wybranych elementów ze sprawozdań finansowych PTE BANKOWY SA w mln PLN

Rok	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dopłaty do kapitału											
Zysk/strata netto		-90,11	-31,01	-90,37	-21,09	-0,88	22,64	18,47	19,64	20,93	22,76
Dywidenda											
Kapitał własny	120,00	109,89	78,88	50,15	32,75	31,65	54,38	73,13	92,92	113,13	138,67

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych.

Wszystkie akcje obejmowane były w cenie emisyjnej równej wartości nominalnej. Od początku działalności aż do roku 2003 Towarzystwo generowało straty, a od roku 2004 zyski netto. Towarzystwo nie wypłacało dywidendy. Wartość funduszy własnych nigdy nie przekroczyła poziomu kapitału zakładowego.

### 3. Efektywność wykorzystania powierzzonego kapitału

#### 3.1. Wskaźnik rentowności netto kapitału własnego

Wydaje się, że najlepszą miarą do określenia efektywności wykorzystania powierzzonego kapitału jest wskaźnik rentowności netto kapitału własnego, określany często angielskim skrótem ROE (*Return on Equity*). Oczekiwana wartość tego wskaźnika jest oczywiście dodatnia i im wyższa, tym lepiej. Ujemna wartość wskaźnika oznacza rozmiar straty kapitału właścicieli, wynikający z nadwyżki kosztów prowadzenia działalności nad wszystkimi przychodami z tej działalności. Oblicza-

nie wskaźnika ma sens ekonomiczny przede wszystkim w sytuacji występowania dodatnich wartości kapitału własnego. Jednakże nawet w przypadku ujemnej wartości kapitału własnego można go obliczać, stosując metodę rekomendowaną przez Wędzkiego<sup>4</sup>. Wskaźnik ma jedną wersję obliczeniową dla sprawozdania jednostkowego i skonsolidowanego:

$$ROE = \frac{ZN}{|KW + KM|},$$

gdzie: *ROE* – wskaźnik rentowności netto kapitału własnego,

*ZN* – zysk netto,

*KW* – kapitał własny,

*KM* – kapitał mniejszości.

W przypadku obydwu analizowanych PTE kapitały mniejszości nie występują, jako że przedsiębiorstwa te nie sporządzają sprawozdań skonsolidowanych.

### 3.2. Obliczenia wartości wskaźnika ROE

Wykorzystując wartości podane w części pierwszej opracowania, obliczono wartości wskaźnika ROE dla obydwu analizowanych PTE. Wyniki obliczeń zaprezentowano w tab. 6.

Tabela 6. Wskaźnik ROE dla PTE WARTA SA (WARTA) i PTE BANKOWY SA (PKO) w latach 1999-2008

Rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
WARTA	-673,34%	-64,58%	-238,79%	498,27%	62,67%	-0,30%	6,90%	40,38%	34,43%	4,47%
PKO	-75,09%	-28,22%	-114,57%	-42,04%	-2,67%	71,54%	33,97%	26,85%	22,53%	20,12%

Źródło: opracowanie własne.

Z perspektywy efektywności wykorzystania powierzonego kapitału obserwujemy w powyższym zestawieniu co najmniej trzy różne okresy: 1) okres uzyskiwania ujemnych wartości wskaźnika, 2) okres dochodzenia wskaźnika do poziomu oczekiwanej stabilizacji i 3) okres spadku wartości wskaźnika. Pierwszy okres miał zróżnicowany przebieg dla poszczególnych przedsiębiorstw – bardziej wyrównany w przypadku PKO i znacznie zróżnicowany w przypadku WARTY. W drugim okresie PKO potrzebowało dwóch lat do przejścia do fazy stabilizacji powyżej 22% wartości wskaźnika, osiągniętej w roku 2006, natomiast w przypadku WARTY nastąpił wyraźny skok z wartości ujemnych do wysokich poziomów dodatnich, oscylujących

<sup>4</sup> D. Wędzki, *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Oficyna Ekonomiczna Wolters Kluwer Polska, Kraków 2006, s. 521.

powyżej wartości 30%. Ostatni okres to rok 2008 i oznacza w obydwu przypadkach spadek wartości wskaźnika.

### 3.3. Interpretacja otrzymanych rezultatów

W porównaniach z innymi branżami wartości uzyskiwane w ostatnich latach przez obydwu towarzystwa są bardzo wysokie. Wskaźniki podawane dla branż: spożywczej, chemicznej, elektromaszynowej i budowlanej przez Dudycza i współpracowników<sup>5</sup> dla lat 2002-2003 znajdują się w przedziale od 1,25 do 4,3%. Nawet w przypadku giełdowych banków w Polsce wskaźniki te zazwyczaj nie przekraczają 25%. Należy pamiętać, że analizowane PTE są „średniakami” w swojej branży, a wartości podawane przez Dudycza dotyczą całych branż.

## 4. Efektywność inwestycji dla akcjonariuszy

### 4.1. Wartość bieżąca netto oraz wewnętrzna stopa zwrotu

#### Wartość bieżąca netto

Metoda wartości bieżącej netto jest powszechnie wykorzystywana do oceny projektów inwestycyjnych, a określana jest najczęściej angielskim skrótem *NPV* (*Net Present Value*). Metoda ta wykorzystuje sumowanie zdyskontowanych przepływów pieniężnych generowanych przez projekt w całym okresie jego trwania. Sens ekonomiczny metody sprowadza się do porównania wartości inwestycji dokonanej początkowo z jej efektami w postaci generowanych przez projekt w przyszłości strumieni pieniężnych zdyskontowanych oczekiwaną stopą zwrotu. Oczekiwana wartość *NPV* to wartość dodatnia, o jak najwyższej wielkości. Ujemna wartość *NPV* oznacza, że projekt nie generuje przepływów pieniężnych, które pokryją wartość poczynionej inwestycji, przy założonej oczekiwanej stopie zwrotu. Do poprawnego wyliczenia wskaźnika konieczne jest określenie roku zerowego, w którym następuje wydatek inwestycyjny, oraz oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji<sup>6</sup>. Wartość bieżąca netto obliczana jest zgodnie ze wzorem:

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t},$$

gdzie:  $CF_t$  – przepływ pieniężny uzyskany w toku  $t$ ,

$n$  – okres życia projektu,

$k$  – stopa dyskontowa

<sup>5</sup> T. Dudycz, M. Harmol, W. Skoczylas, A. Niemiec, *Finansowe wskaźniki sektorowe – pomoc przy analizie finansowej i ocenie zdolności przedsiębiorstwa do kontynuacji działalności*, „Rachunkowość” 2005, nr 3.

<sup>6</sup> K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Aktywa niefinansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, PWN, Warszawa 2007, s. 345-346.

Metodę NPV wykorzystuje się najczęściej do porównywania efektów dwóch lub więcej zamierzonych przedsięwzięć inwestycyjnych. Zastosowanie tej metody dla oceny *ex post* oczywiście zwiększa wiarygodność dokonanej oceny, jako że przepływy pieniężne nie są już przewidywane, a faktycznie osiągnięte. Wysoka wiarygodność metody zależna jest jednak od przyjętej stopy dyskontowej, którą jest oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji. Wartość tej stopy każdorazowo przyjmowana jest arbitralnie i wyraża indywidualne preferencje konkretnego inwestora.

### Wewnętrzna stopa zwrotu

Metoda wyznaczania wewnętrznej stopy zwrotu jest odmienną od *NPV* metodą stosowaną do oceny projektów inwestycyjnych i najczęściej określana jest angielskim skrótem *IRR* (*Internal Rate of Return*). Metoda ta bazuje na określeniu takiej wysokości stopy dyskontowej, przy której wartość *NPV* jest równa zero, oczywiście przy znajomości przepływów pieniężnych generowanych przez projekt w całym cyklu. Sens ekonomiczny obliczenia *IRR* sprowadza się do określenia takiej wartości stopy dyskontowej *k*, przy której wartość bieżąca projektu wynosi zero, czyli:

$$\sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} = 0.$$

Jeżeli *IRR* projektu jest większe od *k*, projekt powinien być realizowany, w przeciwnym wypadku zaś projekt należy odrzucić.

#### 4.2. Wykorzystanie metod *NPV* oraz *IRR* do oceny zrealizowanych projektów inwestycyjnych w PTE grup WARTA i PKO

Ocena wartości projektów inwestycyjnych, polegających na zaangażowaniu kapitałowym w PTE, została przeprowadzona z wykorzystaniem strumieni pieniężnych wygenerowanych dla właścicieli przez te projekty, które przedstawiono w tab. 7<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> W roku 2008 wprowadzono wartość rezydualną równą wartości księgowej kapitału własnego pomnożonej przez współczynnik 1,66. Przyjęcie tego współczynnika wynika z ostatnio przeprowadzonej na rynku transakcji. 30 grudnia 2008 r. nastąpiło przeniesienie własności 54 812 akcji Aegon PTE SA, stanowiących 49,7% kapitału zakładowego, przez BRE Bank SA na rzecz Aegon Woningem Nova B.V. za 485,012733 mln PLN, czyli przy wartości funduszy własnych tego towarzystwa na 31 grudnia 2008 r. (586,67780509 mln PLN) współczynnik cena rynkowa/fundusze własne wyniósł dla tej transakcji ok. 1,66. Ponadto przy obliczaniu wartości strumieni przyjęto przepływy netto dla akcjonariuszy, czyli uwzględniające obowiązujące w Polsce stopy podatku dochodowego w zakresie opodatkowania różnicy między wartością rezydualną a wartością inwestycji, oraz w zakresie opodatkowania dywidendy.

Tabela 7. Strumienie pieniężne wygenerowane przez projekty PTE WARTA SA (WARTA) i PTE BANKOWY SA (PKO) w mln PLN

Rok	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
WARTA	-20,00	-155,00	0,00	-21,00	-33,00	-4,00	0,00	0,00	0,00	0,00	61,44
PKO	-120,00	-80,00	0,00	-60,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	230,80

Źródło: opracowanie własne.

Jak widać, strumienie ujemne, oznaczające dokonywane inwestycje, występowały jedynie w latach 1998-2003, przy czym rozłożone były w obydwu projektach odmiennie – projekt WARTA po zainwestowaniu w roku 1998 kwoty 20 mln PLN wzmocniony został kwotą 155 mln PLN w roku 1999 oraz kolejnymi wpłatami w latach 2001-2003, a projekt PKO realizowany był w zakresie inwestycji w trzech latach, przy czym największa kwota – 120 mln PLN – została wydatkowana już w roku 1998. Łączna wartość inwestycji początkowej była zbliżona – wyniosła 233 mln PLN w przypadku projektu WARTA i 260 mln PLN w przypadku projektu PKO. Znaczna różnica między obydwoma projektami pojawia się w zakresie strumieni w roku 2008, gdzie strumień wygenerowany przez PKO jest prawie 4-krotnie wyższy niż wygenerowany przez WARTĘ.

Obliczenia wartości *NPV* projektów przeprowadzono dla trzech wartości oczekiwanej stopy zwrotu, a mianowicie 5%, 10% i 15%. Otrzymane rezultaty zaprezentowano w tab. 8.

Tabela 8. Wartości *NPV* dla projektów PTE WARTA SA (WARTA) i PTE BANKOWY SA (PKO) dla różnych oczekiwanych stóp zwrotu w mln PLN

Oczekiwana stopa zwrotu	WARTA	PKO
5%	-169,8	-101,3
10%	-161,8	-135,3
15%	-151,5	-149,5

Źródło: opracowanie własne.

Obydwa projekty przyjmują wartości ujemne przy każdym ze sprawdzanych poziomów oczekiwanej stopy zwrotu. Projekty nie były w stanie wygenerować wystarczających przepływów dodatnich, które zrównoważyłyby niekorzystny wpływ na wartość *NPV* ujemnych przepływów z początkowego okresu, przy czym wartości dla projektu PKO są mniej niekorzystne.

Przy uzyskanych wartościach *NPV* dla poszczególnych oczekiwanych stóp zwrotu należy oczekiwać, że *IRR* dla obydwu projektów powinna być ujemna. Jeśli zatem alternatywą inwestycyjną było zainwestowanie w roku 1998 w portfel gieł-



dowy na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA, gdzie wartość *IRR* dla pieniędzy wycofanych na koniec roku 2008 wyniosła 7,84%<sup>8</sup>, obydwa projekty należy ocenić negatywnie. Obliczenie wartości *IRR* dla projektów inwestycyjnych w PTE zaprezentowano w tab. 9.

Tabela 9. Wartości *IRR* dla projektów PTE WARTA SA (WARTA) i PTE BANKOWY SA (PKO)

Nazwa projektu	Wartość <i>IRR</i>
WARTA	-14,89%
PKO	-1,32%

Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z przewidywaniem wartość *IRR* dla obydwu projektów była ujemna i wyniosła dokładnie -14,89% dla projektu WARTA, a dla projektu PKO -1,32%. Oznacza to, że obydwa projekty nie były warte realizacji (wartość *IRR* wyższa od oczekiwanej stopy zwrotu, równej stopie zwrotu dla indeksu WIG).

## 5. Podsumowanie

Analiza efektywności inwestowania w projekty polegające na powołaniu do życia dwóch powszechnych towarzystw emerytalnych w Polsce dała odmienne rezultaty w zakresie perspektywy oceny działalności przedsiębiorstw i w przypadku przyjęcia perspektywy właścicielskiej. W tej pierwszej perspektywie, określanej z wykorzystaniem wskaźnika rentowności netto kapitału własnego, otrzymano rezultaty bardzo korzystne. Bieżące efekty wykorzystania powierzonego przez właścicieli kapitału w obydwu projektach oscylowały w ostatnich latach<sup>9</sup> w przedziałach od ok. 20 do ok. 40%, przy czym dla projektu PKO w roku 2008 przekroczyły poziom 20%, co jest wielkością niedostępną w innych branżach. Znacznie gorzej należy ocenić efektywność inwestowania w perspektywie właścicieli. Uzyskane wartości *NPV* dla obydwu projektów przyjmują wartości ujemne. Także wartość wewnętrznej stopy zwrotu *IRR* jest w obydwu przypadkach ujemna, ale niższa dla projektu WARTA. Dla obydwu projektów wartość *IRR* jest gorsza niż *IRR* inwestycji w portfel giełdowy.

Reasumując, należy stwierdzić, że dokonane przez inwestorów w latach 1998-2003 inwestycje w powszechne towarzystwa emerytalne grup kapitałowych WARTA i PKO przyniosły podobne rezultaty z perspektywy samych przedsiębiorstw, jak i z perspektywy inwestorów. Lepiej w porównaniach tych prezentuje się

<sup>8</sup> Obliczenia własne autora na podstawie danych o wartości indeksu WIG. Porównaj: <http://stooq.pl/q/d/?s=wig> (9.04.2009).

<sup>9</sup> Z wyjątkiem roku 2008 dla projektu WARTA.

projekt PKO, przy czym obydwie projekty należy ocenić negatywnie w perspektywie właścicielskiej.

## Literatura

- Dudycz T., Harmol M., Skoczylas W., Niemiec A., *Finansowe wskaźniki sektorowe – pomoc przy analizie finansowej i ocenie zdolności przedsiębiorstwa do kontynuacji działalności*, „Rachunkowość” 2005, nr 3.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Aktywa niefinansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, PWN, Warszawa 2007.
- Wędzki D., *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Oficyna Ekonomiczna Wolters Kluwer Polska, Kraków 2006.
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (DzU 2004, nr 159, poz. 1667, tekst jednolity wraz ze zmianami).

## COMPARATIVE ANALYSIS OF THE PUBLIC PENSION SOCIETIES ON THE EXAMPLE OF COMPANIES FROM WARTA AND PKO GROUPS

### Summary

On the basis of the public pension societies from WARTA and PKO capital groups the author makes the efficiency analysis in two scientific perspectives – of the company and the owners of capital. Research methods used by the author were ROE indicator method and NPV method, enriched by IRR method. In the summary, the author concludes that the PKO project reveals the high efficiency in the case of ROE indicator at the level over 20%, and negative in the long-term owners perspective, measured by IRR, the level was  $-1.32\%$ . The WARTA project in the last years reveals positive values of ROE indicator, but in 2008 lower than PKO project, and should be negatively assessed in the long-term owners perspective: the IRR level was  $-14.89\%$ .