

**Jarosław Poteraj**

Państwowa Wyższa Szkoła Informatyki i Przedsiębiorczości w Łomży

## **ANALIZA PORÓWNAWCZA EFEKTYWNOŚCI POWSZECHNYCH TOWARZYSTW EMERYTALNYCH NA PRZYKŁADACH FIRM Z GRUP KAPITAŁOWYCH COMMERCIAL UNION I ING**

### **1. Wstęp**

W niniejszym artykule 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 najwyższą pozycję rynkową. Autor, odmiennie niż w wielu obecnych na rynku publikacjach, próbuje spojrzeć na aktywność na rynku usług emerytalnych w perspektywie przedsiębiorstw zarządzających otwartymi funduszami emerytalnymi i ich właścicieli, pomijając w swojej analizie same otwarte fundusze emerytalne.

Analiza obejmuje perspektywę czasową od początku istnienia powszechnych towarzystw emerytalnych, czyli od przełomu lat 1998/1999 do końca roku 2007. Jako materiały źródłowe wykorzystano dane prezentowane na stronach internetowych i w publikacjach instytucji nadzorczych<sup>1</sup>, raporty roczne powszechnych towarzystw emerytalnych, publikowane w Monitorach Polskich „B”, oraz ich sprawozdania finansowe przekazywane do sądu rejestrowego.

---

<sup>1</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 [Ustawa...], 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. Od początku obecności na rynku powszechne towarzystwa emerytalne grup kapitałowych Commercial Union i ING są liderami tego rynku. Porównawcze zestawienie stanu rzeczy w latach 1999 i 2007 zaprezentowano w tab. 1, zachowując odpowiednie nazewnictwo PTE z końca lat 1999 i 2007.

Tabela 1. Wybór z rankingu PTE według wartości aktywów netto OFE (w zł)

Lp.	1999		2007		Lp.
1	Commercial Union PTE BPH CU WBK SA	678 942 843,72	37 323 999 174,14	Commercial Union PTE BPH CU WBK SA	1
2	PTE Nationale Nederlanden Polska SA	478 206 070,26	32 870 166 564,97	ING Nationale Nederlanden Polska PTE SA	2
...					
19	PTE POLSAT SA	2 948 426,05	1 276 202 967,64	PTE Polsat SA	15
...					
21	PTE H-M-C SA	271 883,61	przejęcie w roku 2001 przez Pekao/Alliance PTE SA		

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych UNFE i KNF.

Jak widać, obydwa przedsiębiorstwa stały się w roku 1999 rynkowymi liderami i utrzymały swoją pozycję do końca roku 2007.

### 2.2. Commercial Union Powszechne Towarzystwo Emerytalne BPH CU WBK SA

Towarzystwo powstało w roku 1998. Kapitał założycielski wyniósł 125,0 mln zł i dzielił się na 12 500 akcji zwykłych imiennych o wartości nominalnej 10 000,00 zł. Założycielami towarzystwa były: Commercial Union Polska – Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie SA, brytyjska firma Commercial Union Assurance Company plc

z siedzibą w Londynie, Bank Przemysłowo-Handlowy SA i Wielkopolski Bank Kredytowy SA. Commercial Union Polska – Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie SA objęło w nim 50% kapitału, Commercial Union Assurance Company plc 30%, a pozostali partnerzy po 10% kapitału. Wzrost wartości kapitału zakładowego w kolejnych latach zaprezentowano w tab. 2.

Tabela 2. Zmiany wartości kapitału zakładowego Commercial Union PTE BPH CU WBK SA (w mln zł)

Rok	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Wartość kapitału zakładowego	125,0	135,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0
Zmiana wartości kapitału zakładowego	125,0	10,0	2,0							

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

Jak widać, największa wartość kapitału zakładowego została zaangażowana w roku 1998. Wpłaty w kolejnych latach miały charakter uzupełniający i skończyły się w roku 2000.

W tabeli 3 zaprezentowano z kolei 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 Commercial Union PTE BPH CU WBK SA (w mln zł)

Rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Dopłaty do kapitału	75,000	-2,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Zysk/strata netto	-90,233	-54,790	42,495	57,733	162,818	120,260	131,267	154,512	186,542
Dywidenda	0,000	0,000	0,000	0,000	20,180	149,741	110,628	120,752	150,084
Kapitał własny	99,768	64,977	107,472	165,206	307,844	278,363	299,002	332,763	369,221

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych.

Dopłaty do kapitału były realizowane w roku 1999, a w roku 2000 rozliczone z podwyższeniem kapitału zakładowego<sup>2</sup>. W latach 1999 i 2000 towarzystwo generowało straty, a od roku 2001 zyski netto. Od roku 2003 akcjonariusze towarzystwa

<sup>2</sup> Akcje serii „D” zostały opłacone w roku 1999, ale zarejestrowane dopiero w roku 2000.

zaczęli otrzymywać dywidendy. W roku 2002 wartość funduszy własnych przekroczyła poziom kapitału zakładowego, a w roku 2003 sumę kapitału zakładowego i dopłat do kapitału.

### 2.3. ING Nationale Nederlanden Polska Powszechne Towarzystwo Emerytalne SA

Towarzystwo powstało w roku 1998. Kapitał założycielski wyniósł 16,0 mln zł i składał się ze 160 akcji serii „A” o wartości nominalnej 100 000,00 zł każda. Założycielami towarzystwa były: holenderska firma ING Continental Europe Holdings B.V. z siedzibą w Amsterdamie, która objęła 80% kapitału, oraz Bank Śląski SA, który objął pozostałe 20% kapitału towarzystwa. Wzrost wartości kapitału zakładowego w kolejnych latach zaprezentowano w tab. 4.

Tabela 4. Zmiany wartości kapitału zakładowego ING Nationale Nederlanden Polska PTE SA

Rok	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Wartość kapitału zakładowego	16,0	29,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0
Zmiana wartości kapitału zakładowego	16,0	13,0	4,0							

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

Jak widać, największa wartość kapitału zakładowego została zaangażowana w latach 1998 i 1999. Opłacenie akcji serii „D” miało miejsce także w roku 1999, ale emisja ta została zarejestrowana dopiero w kolejnym roku.

W tabeli 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 ING Nationale Nederlanden Polska PTE SA (w mln zł)

Rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Dopłaty do kapitału	121,000	46,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Zysk/strata netto	-03,768	-8,258	34,582	59,975	56,644	125,347	136,789	198,804	208,139
Dywidenda	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	24,924	112,812	123,110	182,900
Kapitał własny	46,232	87,975	149,470	210,541	266,300	370,383	397,056	471,871	486,030

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych.

Dopłaty do kapitału były realizowane w latach 1999 i 2000. W latach 1999 i 2000 towarzystwo generowało straty, a od roku 2001 zyski netto. Od roku 2004 akcjonariusze towarzystwa zaczęli otrzymywać dywidendy. W roku 1999 wartość funduszy własnych przekroczyła poziom kapitału zakładowego, a w roku 2002 sumę kapitału zakładowego i dopłat do kapitału.

### 3. Efektywność wykorzystania powierzonego kapitału

#### 3.1. Wskaźnik rentowności netto kapitału własnego

Wydaje się, że najlepszą miarą do określenia efektywności wykorzystania powierzonego kapitału jest wskaźnik rentowności netto kapitału własnego, określane często angielskim skrótem ROE (*Return on Equity*). W przypadku spółki akcyjnej, jaką jest powszechne towarzystwo emerytalne, kapitał właścicieli jest kapitałem powierzonym przez akcjonariuszy zarządowi i pracownikom, w celu pomnożenia, w skali wyższej niż w przypadku alternatywnych inwestycji. Oczekiwana wartość tego wskaźnika jest oczywiście dodatnia i im wyższa, tym lepiej. Ujemna wartość wskaźnika oznacza rozmiar straty kapitału właścicieli, wynikającej z nadwyżki kosztów prowadzenia działalności nad wszystkimi przychodami z tej działalności. Obliczanie 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 [2006, s. 521]. 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 iż przedsiębiorstwa te nie sporządzają sprawozdań skonsolidowanych.

#### 3.2. Obliczenia wartości wskaźnika rentowności netto kapitału własnego

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 Commercial Union PTE BPH CU WBK SA (CU) i ING Nationale Nederlanden Polska PTE SA (ING) w latach 1999-2007 (w %)

Rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
CU	-90,44	-84,32	39,54	34,95	52,89	43,20	43,90	46,43	50,52
ING	-224,45	-9,39	23,14	28,49	21,27	33,84	28,99	42,13	42,82

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 docelowej stabilizacji i
- 3) okres uzyskiwania zbliżonych i wysokich wartości wskaźnika.

Pierwszy okres miał zróżnicowany przebieg dla poszczególnych przedsiębiorstw – był bardziej wyrównany w przypadku CU i znacznie zróżnicowany w przypadku ING. W drugim okresie CU potrzebowało jedynie dwóch lat do przejścia do fazy stabilizacji, natomiast w przypadku ING okres ten trwał aż pięć lat. Osiągnięcie ostatecznej fazy oznacza w obydwu przypadkach wskaźnik na poziomie przekraczającym 40%.

### 3.3. Interpretacja otrzymanych rezultatów

W porównaniu z innymi branżami wartości te są bardzo wysokie. Wskaźniki dla branży spożywczej, chemicznej, elektromaszynowej i budowlanej podawane przez Dudycza i współpracowników [Dudycz i in. 2005] 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%. Oczywiście należy pamiętać, że analizowane PTE są liderami w swojej branży, natomiast wartości podawane przez Dudycza dotyczą całych branż.

## 4. Efektywność inwestycji dla akcjonariuszy

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

#### 4.1.1. Wartość bieżąca netto

Metoda wartości bieżącej netto jest powszechnie wykorzystywana do oceny projektów inwestycyjnych; 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 począt-

kowo 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. Dla poprawnego wyliczenia wskaźnika konieczne jest określenie roku zerowego, w którym następuje wydatek inwestycyjny, oraz oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji [Jajuga, Jajuga 2007, s. 345-346]. 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 roku  $t$ ,  
 $n$  – okres życia projektu,  
 $k$  – stopa dyskontowa.

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 iż 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.

#### 4.1.2. Wewnętrzna stopa zwrotu

Metoda wyznaczania wewnętrznej stopy zwrotu jest metodą odmienną od NPV, 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, a w przeciwnym wypadku projekt należy odrzucić.

#### 4.2. Wykorzystanie metod wartości bieżącej netto oraz wewnętrznej stopy zwrotu do oceny zrealizowanych projektów inwestycyjnych w PTE grup CU i ING

Ocena wartości projektów inwestycyjnych, polegających na zaangażowaniu kapitałowym w PTE, została przeprowadzona z wykorzystaniem strumieni pieniężnych wygenerowanych dla właścicieli przez te projekty (tab. 7)<sup>3</sup>.

Tabela 7. Strumienie pieniężne wygenerowane przez projekty Commercial Union PTE BPH CU WBK SA (CU) i ING Nationale Nederlanden Polska PTE SA (ING) (w mln zł)

Rok	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
CU	-125,0	-85,0	0,0	0,0	0,0	20,2	149,7	110,6	120,8	519,3
ING	-16,0	-134,0	-50,0	0,0	0,0	0,0	24,9	112,8	123,1	668,9

Źródło: opracowanie własne.

Jak widać, strumienie ujemne, oznaczające dokonywane inwestycje, występowały jedynie w latach 1998-2000, przy czym rozłożone były w obydwu projektach odmiennie: projekt CU po zainwestowaniu w roku 1998 kwoty 125 mln zł wzmocniony został kwotą 85 mln zł w roku 1999, a projekt ING realizowany był w zakresie inwestycji przez trzy kolejne lata, przy czym największa kwota – 134 mln zł – została wydatkowana w roku 1999, czyli rok później niż w przypadku projektu CU. Łączna wartość inwestycji była zbliżona i wyniosła 220 mln zł w przypadku projektu CU i 200 mln zł w przypadku projektu ING.

Obliczenia wartości NPV projektów przeprowadzono dla czterech wartości oczekiwanej stopy zwrotu, a mianowicie 10, 15, 20 i 25%. Otrzymane rezultaty zaprezentowano w tab. 8.

Tabela 8. Wartości NPV dla projektów Commercial Union PTE BPH CU WBK SA (CU) i ING Nationale Nederlanden Polska PTE SA (ING) dla różnych oczekiwanych stóp zwrotu

Oczekiwana stopa zwrotu	NPV dla projektu CU (w mln zł)	NPV dla projektu ING (w mln zł)
10%	207,4	212,7
15%	90,9	98,5
20%	18,4	29,8
25%	-27,2	-11,7

Źródło: opracowanie własne.

<sup>3</sup> Dodatkowo w roku 2007 wprowadzono wartość rezydualną równą wartości księgowej kapitału własnego. Przyjęcie wartości księgowej jako wartości rezydualnej jest rozwiązaniem minimalistycznym, ale zastosowanie tej zasady przy obydwu projektach nie zakłóca porównywalności wyników.



W przypadku oczekiwanych stóp zwrotu na poziomie 10, 15 i 20% obydwie projekty mają wartość NPV dodatnią, przy czym w każdym przypadku wartość NPV dla projektu ING jest wyższa od wartości NPV dla projektu CU. Przy oczekiwanej stopie zwrotu na poziomie 25% NPV dla obydwu projektów przyjmuje wartości ujemne, jednak w przypadku projektu ING ujemna wartość jest o 15,5 mln zł mniejsza. Jednoznacznie należy zatem ocenić projekt zrealizowany przez ING jako bardziej efektywny z perspektywy inwestorów.

Przy uzyskanych wartościach NPV dla poszczególnych oczekiwanych stóp zwrotu należy się spodziewać, że IRR dla obydwu projektów mieści się w przedziale pomiędzy 20 a 25%. Jeśli zatem alternatywą inwestycyjną było zainwestowanie w roku 1998 w portfel giełdowy na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA, gdzie wartość IRR dla pieniędzy wycofanych na koniec roku 2007 wyniosła 17,74%<sup>4</sup>, obydwie projekty należy ocenić pozytywnie. Obliczenie wartości IRR dla projektów inwestycyjnych w PTE zaprezentowano w tab. 9.

Tabela 9. Wartości IRR dla projektów Commercial Union PTE BPH CU WBK SA (CU) i ING Nationale Nederlanden Polska PTE SA (ING)

Nazwa projektu	Wartość IRR
CU	21,75%
ING	23,32%

Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z przewidywaniami wartości IRR dla obydwu projektów znalazły się w przedziale pomiędzy 20 a 25% i wyniosły 23,32% dla projektu ING i 21,75% dla projektu CU. Oznacza to, że obydwie projekty 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 korzystne rezultaty, zarówno przy perspektywie oceny działalności przedsiębiorstw, jak i w przypadku przyjęcia perspektywy właścicielskiej. W tej pierwszej perspektywie, określanej z wykorzystaniem wskaźnika rentowności netto kapitału własnego, otrzymano rezultaty zaskakująco korzystne. Bieżące efekty wykorzystania kapitału powierzonego przez właścicieli w obydwu projektach przekraczają w ostatnich latach poziomy 40%, co jest wielkością niedostępną w innych branżach. Zdecydowanie wyższe wartości ocenianego wskaźnika uzyskuje projekt CU. Znacznie gorzej, chociaż również

<sup>4</sup> Obliczenia własne autora na podstawie danych o wartości indeksu WIG [Internet 1].

pozytywnie, należy ocenić efektywność inwestowania w perspektywie właścicieli. Uzyskane wartości NPV dla obydwu projektów są pozytywne aż do poziomów przekraczających o 20% oczekiwaną stopę zwrotu, przy czym wartości dla projektu ING są bardziej korzystne niż dla projektu CU. Potwierdza to także wyższa dla projektu ING wartość wewnętrznej stopy zwrotu IRR. Wartość ta przekracza także w obydwu projektach IRR inwestycji w portfel giełdowy.

Reasumując, należy stwierdzić, że dokonane przez inwestorów w latach 1998-2000 inwestycje w powszechne towarzystwa emerytalne grup kapitałowych Commercial Union i ING należy uznać za przedsięwzięcia efektywne z punktu widzenia zarówno samych przedsiębiorstw, jak i zaangażowanych w inwestycje inwestorów. Z perspektywy przedsiębiorstwa bardziej efektywna jest działalność PTE Commercial Union, natomiast dla inwestorów lepsze efekty przyniosła inwestycja ING.

## 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*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (DzU 2004 nr 159, poz. 1667, tekst jednolity wraz ze zmianami).
- Wędzki D., *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Oficyna Ekonomiczna Wolters Kluwer Polska, Kraków 2006.

## Źródła internetowe

- [1] <http://stooq.pl/q/d/?s=wig>, 31 października 2008.

## COMPARATIVE ANALYSIS OF THE PUBLIC PENSION SOCIETIES ON THE EXAMPLES OF COMPANIES FROM COMMERCIAL UNION AND ING CAPITAL GROUPS

### Summary

On the example of the public pension societies from Commercial Union and ING 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 companies analyzed in the study reveal the high efficiency in both scientific perspectives – in the case of ROE indicator on the level of over 40% and in the long-term owners perspective, measured by IRR, the level of over 20%. Simultaneously the Commercial Union project received better mark in present perspective and ING project in the long-term owners perspective.