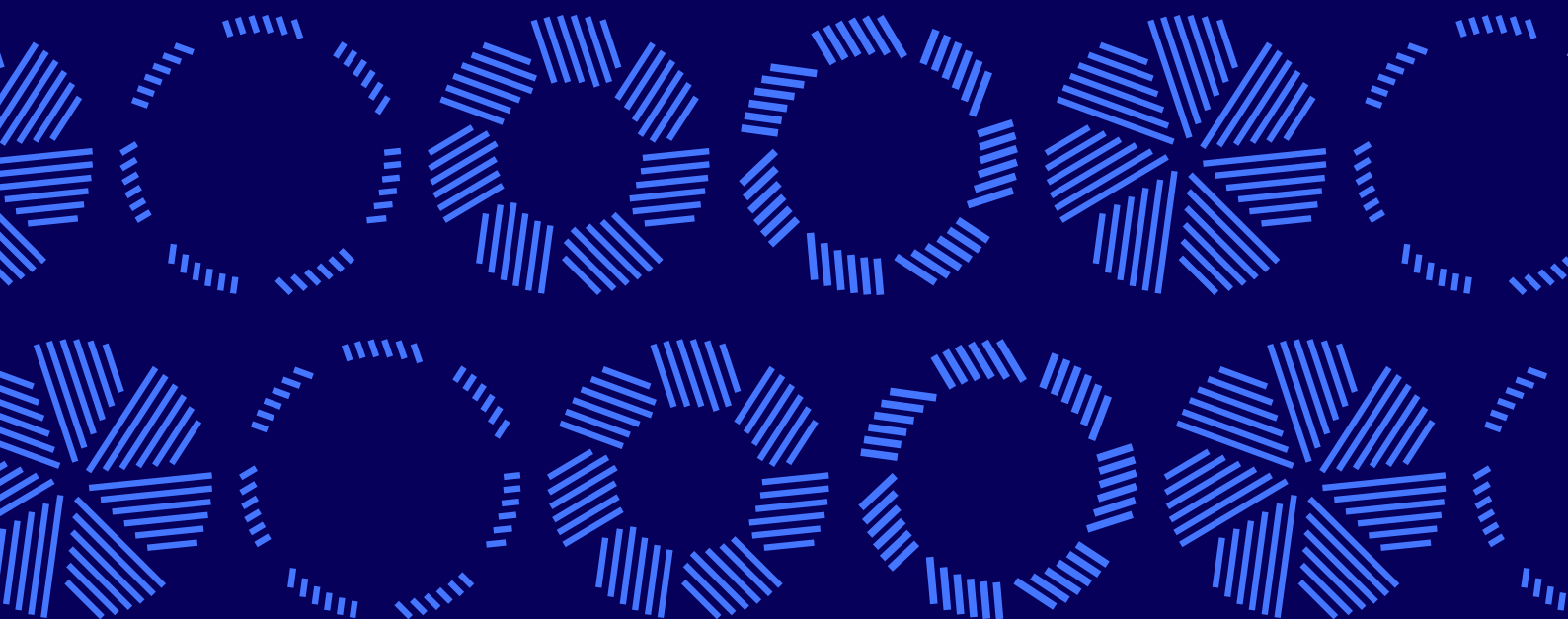


LISTAREA LA BURSA DE VALORI BUCUREȘTI

**a unor pachete minoritare
din companiile de stat**



Listarea la Bursa de Valori București a unor pachete minoritare din companiile de stat

Asociația CFA România
Septembrie 2025

Scopul documentului:

Acest studiu analitic este elaborat pentru a fi prezentat public în contextul actual al presiunilor exercitate asupra finanțării bugetului de stat. Studiul descrie și argumentează rolul strategic al listării companiilor de stat la Bursa de Valori București (BVB), cu un accent deosebit pe listarea pachetelor minoritare. Această soluție este prezentată ca una echilibrată, ce permite atragerea de capital, creșterea transparenței și consolidarea guvernanței corporative, fără pierderea controlului asupra companiilor-cheie.

Motivație economică și impact estimat:

Listarea participațiilor minoritare generează nu doar resurse financiare directe pentru bugetul de stat, ci și beneficii structurale pe termen lung — precum profesionalizarea conducerii, eficientizarea activității companiilor de stat și stimularea dezvoltării pieței de capital autohtone. Totodată, această abordare contribuie la diversificarea surselor de finanțare publică, reducând dependența exclusivă de împrumuturi sau majorări de taxe, într-un moment în care presiunea fiscal-bugetară este considerabilă.

Autori:

Dragoș Cabat, CFA – coordonator
Membru Consiliul Director, Asociația CFA România

Adrian Codirlaşu, CFA
Presedinte, Asociația CFA România

Alexandra Smedoiu, CFA
Vicepresedinte, Asociația CFA România

Cosmin Paraschiv, CFA
Membru Consiliul Director, Asociația CFA România

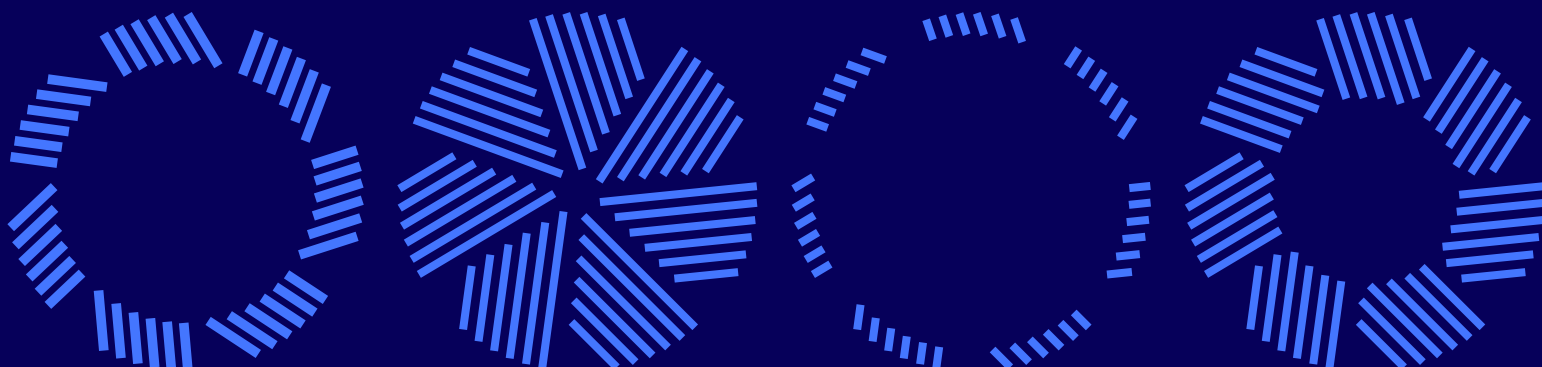
Răzvan Szilagyi, CFA
Membru al Asociației CFA România

Liviu Vidrașcu, CFA
Membru al Asociației CFA România

Irina Răilean, CFA
Membru al Asociației CFA România

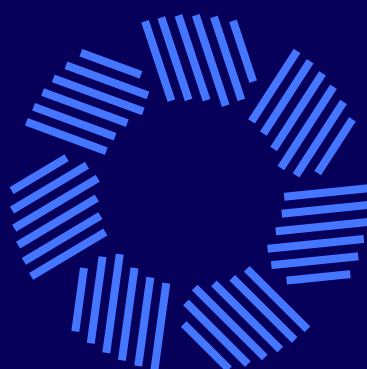
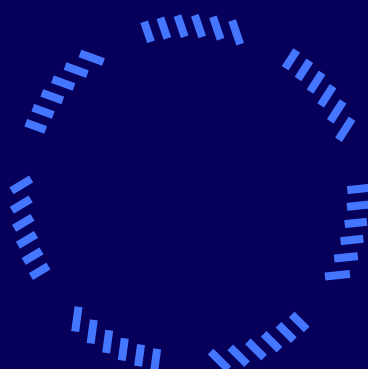
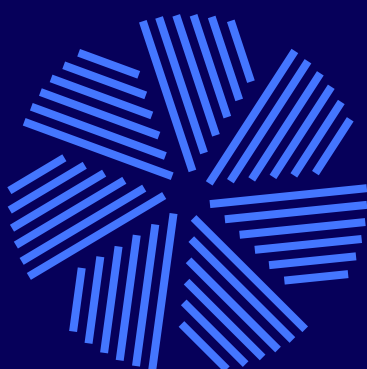
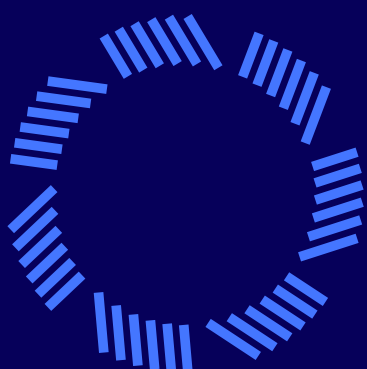
Contributor:

Florentina Almajanu
Director General, Asociația CFA România



CUPRINS

01	SUMAR EXECUTIV	1
02	PREAMBUL	2
03	AVANTAJELE LISTĂRII LA BVB A PACHETELOR MINORITARE ALE COMPANIILOR DE STAT	6
04	POSIBILE DEZAVANTAJE ALE LISTĂRII LA BVB A PACHETELOR MINORITARE ALE COMPANIILOR DE STAT	25
05	CONCLUZII	30
06	DESPRE ASOCIAȚIA CFA ROMÂNIA	30



01 SUMAR EXECUTIV

Listarea la Bursă a companiilor de stat nu este un panaceu, dar este un instrument esențial pentru creșterea performanței, transparenței și eficienței în sectorul public. Efectele pozitive sunt documentate, măsurabile și deja vizibile în România (Hidroelectrică fiind un exemplu concludent). Pentru ca acest proces să reușească pe scară largă, este nevoie de voință politică, guvernanta modernă și implicarea activă a investitorilor instituționali.

Listarea companiilor de stat la Bursă aduce **beneficii clare și măsurabile** pentru companiile respective și pentru statul român, prin:

- Transparență crescută: obligațiile de raportare financiară, de guvernanta și ESG fac companiile mai responsabile față de public și față de acționari.
- Performanță mai bună: Companiile listate tind să fie mai profitabile, iar managementul este mai eficient, supus presiunii pieței și a investitorilor.
- Control public mai clar: Deciziile manageriale sunt mai greu de influențat politic, iar Consiliile de Administrație devin actori cheie în apărarea interesului acționarilor și implicit al statului.

... iar contribuțiile platite la bugetul de stat și sumele directe din vanzarea de acțiuni contribuie la echilibrarea bugetului, prin:

- Taxe și impozite pe câștiguri de capital și dividende aplicate investitorilor minoritari - statul generează venituri suplimentare.
- Listarea unor pachete minoritare (ex. Hidroelectrică, Romgaz, Nuclearelectrică) ar putea aduce miliarde de lei la buget, fără ca statul să piardă controlul.
- Fondurile de pensii, care reprezintă un canal solid și stabil de finanțare a economiei, cu efect pozitiv asupra pieței de capital locale, și sunt un investitor tradițional în companiile de stat listate la Bursă.

Listarea pachetelor minoritare de acțiuni ale companiilor de stat la Bursa de Valori are **impact pozitiv asupra guvernantei corporative a acestor companii**:

- Costurile de agent (diferențele între interesele divergente ale managerilor și cele ale acționarilor) sunt mai reduse în companiile listate.
- Consiliile de Administrație devin eficiente doar când sunt profesioniste, independente și diverse (nu doar formal, ci și funcțional).
- Listarea forțează o separare clară între interesele politice și cele economice.

În plus, prin listarea la Bursă **se diminuează problemele sistemice pe care le au companiile de stat nelistate**:

- Sunt adesea ineficiente, netransparente, cu management numit politic și frecvent schimbat.
- Pierderile generate de unele companii (ex. CFR, Metrex) sunt semnificative și recurente, fără ca această situație să fie întotdeauna rezultat al prestării unor servicii publice, inerent neprofitabile.
- Existența a sute de întreprinderi cu venituri zero sau fără raportări reflectă un deficit major de guvernanta.

Așadar, **reformarea reală a companiilor de stat presupune implicarea investitorilor instituționali...**

- Fondurile de pensii (Pilon II) au capacitatea de a influența pozitiv strategia companiilor prin "activismul acționarilor".
- Investitorii instituționali aduc rigurozitate, control și orientare pe termen lung.
- Prezența acestora contribuie la o dinamică sănătoasă în AGA și Consilii.

... cu condiția ca **statul să devină un acționar activ și profesionist în companiile pe care le deține**

- Nu este suficientă listarea. Statul trebuie să își înțeleagă și să își apere interesele, nu doar formal, ci strategic.
- Este esențială numirea unor Consilii de Administrație competente, alese pe criterii strict profesionale.
- Fără o guvernanta eficientă și responsabilă, listarea poate eșua în a produce efectele dorite.

02 PREAMBUL

Membrii asociației CFA România au realizat acest studiu analitic, în contextul actual al presiunilor legate de finanțarea bugetului de stat. Lucrarea evidențiază rolul strategic al listării companiilor de stat la Bursa de Valori București (BVB), cu accent special pe listarea de pachete minoritare. Listarea la BVB este o soluție echilibrată pentru atragerea de capital, creșterea transparenței și consolidarea guvernantei corporative, fără ca statul să piardă controlul asupra companiilor-cheie. Listarea unor participații minoritare poate genera resurse financiare directe la buget, dar și beneficii structurale pe termen lung — cum ar fi profesionalizarea conducerii, eficientizarea activității companiilor de stat și stimularea pieței de capital autohtone. În plus, această abordare poate contribui la diversificarea surselor de finanțare publică fără recurgerea exclusivă la împrumuturi sau creșteri de taxe, într-un moment în care presiunea fiscal-bugetară este semnificativă.

Scopul principal al unei societăți comerciale este de a genera profit pentru acționari, în echilibru cu principiile de responsabilitate socială și sustenabilitate. În felul acesta se obține alinierea obiectivelor financiare ale acționarilor cu interesele tuturor părților implicate, asigurând succesul pe termen lung și păstrarea competitivității companiei.

Acestea sunt ipotezele avute în vedere în cadrul studiului și în analiza întreprinderilor publice, în cazul cărora, conform OUG nr. 109/2011 și HG nr. 693/2023, este urmărită maximizarea valorii pentru societate prin eficiență, rentabilitate și guvernanta corporativă responsabilă, echilibrând profitul sustenabil cu beneficiile pentru stakeholderi.

Noțiunea de întreprindere publică

Termenul „întreprinderi publice” a fost utilizat pentru a desemna în mod generic toate entitățile economice aflate sub control public (statul este acționar majoritar), indiferent de forma lor juridică (regii autonome, companii naționale, societăți comerciale etc.). Această alegere urmărește alinierea la terminologia utilizată la nivel european și internațional (precum *state-owned enterprises* sau *public undertakings*), pentru a facilita aplicarea standardelor de guvernanta corporativă.

Ordonanța de Urgență nr. 109/2011 privind guvernanta corporativă a întreprinderilor publice, completată de Hotărârea de Guvern nr. 693/2023, stabilește un cadru normativ de promovare a profesionalismului, transparenței, performanței financiare și de aliniere la standardele internaționale, în special la principiile Organizației pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OECD).

Anterior apariției unui cadru normativ dedicat, regimul juridic al întreprinderilor de stat era reglementat, în principal, de Legea nr. 15/1990 privind reorganizarea unităților economice de stat ca regii autonome și societăți comerciale, act normativ încă în vigoare, dar devenit inadecvat specificului și cerințelor economice actuale. Legea 15/1990 nu conținea prevederi clare privind selecția profesională a managerilor, stabilirea obiectivelor de performanță sau mecanisme de monitorizare și control. În lipsa acestor elemente, întreprinderile publice au fost adesea marcate de ineficiență, conflicte de interese și intervenții în procesul decizional, nealiniate obiectivelor economice.

Întreprinderi publice tranzacționate pe o piață reglementată

De asemenea, este de punctat că în timp ce „întreprindere publică” desemnează o entitate controlată de stat, „companie publică” (*public company*) se referă, de regulă, la o societate listată la Bursă, ale cărei acțiuni sunt tranzacționate liber pe piața de capital – emitent de valori mobiliare.

OUG nr.109/2011 vizează și aceste companii, respectiv întreprinderile publice ale căror acțiuni sunt tranzacționate pe o piață reglementată, în cazul cărora sunt aplicabile și prevederilor legislației speciale, cu mențiunea că, dacă există cerințe de conformare contradictorii, se aplică cu prioritate legislația pieței de capital – ex. S.P.E.E.H. HIDROELECTRICA S.A., S.N.G.N. ROMGAZ S.A., S. N. Nuclearelectrica S.A., C.N.T.E.E. TRANSELECTRICA S.A.. Această diferențiere este critică pentru aplicarea corectă a principiilor de guvernare, întrucât reglementările pentru companiile listate presupun cerințe suplimentare de transparență, raportare și conformitate cu cerințele Autorității de Supraveghere Financiară (ASF) și ale Bursei de Valori (BVB).

Participații minoritare ale statului

În același timp, există societăți în cadrul cărora statul deține participații minoritare, drept pentru care nu intră sub sfera de incidență a OUG nr. 109/2011, implicit a cerințelor de guvernare, selecție și numire a membrilor Consiliului de Administrație, criterii de performanță și monitorizare, transparență – ex. ENGIE ROMÂNIA (36,9%), ORANGE ROMÂNIA (20%), ROȘIA MONTANĂ GOLD CORPORATION (19,3%) etc.

Mecanisme de consolidare a guvernării corporative – HG nr. 693/2023

Hotărârea de Guvern nr. 693/2023, emisă pentru aplicarea unitară și coerentă a ordonanței, a venit să consolideze mecanismele procedurale și să clarifice atribuțiile autorităților implicate în procesul de guvernare corporativă. Printre modificările esențiale aduse se numără stabilirea unor etape riguroase de selecție a membrilor consiliilor de administrație, definirea mai precisă a criteriilor de competență, precum și introducerea unor indicatori de performanță obligatorii.

În acest context, Agenția pentru Monitorizarea și Evaluarea Performanțelor Întreprinderilor Publice (AMEPIP), instituită prin OUG nr. 109/2011 și consolidată prin HG nr. 693/2023, are un rol central în monitorizarea și evaluarea guvernării corporative a întreprinderilor publice din România. Potrivit reglementărilor, AMEPIP asigură implementarea unor mecanisme transparente de selecție și numire a administratorilor, evaluează performanța acestora prin indicatori-cheie și elaborează un tablou de bord pentru a urmări eficiența managementului¹. Totodată, în contextul Planului Național de Redresare și Reziliență (PNRR), AMEPIP contribuie la îndeplinirea jaloanelor 440-441 din Componenta 9, care vizează reformarea guvernării întreprinderilor publice prin profesionalizarea managementului și raportarea transparentă, sprijinind astfel alinierea la standardele europene de eficiență și responsabilitate în gestionarea resurselor publice.

Cu toate acestea, aplicarea în practică a acestor norme rămâne un proces complex, influențat de capacitatea instituțională a autorităților publice, resurselor AMEPIP, de cultura organizațională a întreprinderilor publice și, eventual, de influențe politice.

¹ Tablou de bord AMEPIP

Listarea companiilor de stat

Un act legislativ relevant este Hotărârea de Guvern nr. 506/2023, adoptată la 24 mai 2023, care aprobă *Strategia Națională pentru Dezvoltarea Pieței de Capital din România pentru perioada 2023-2026*. Documentul reprezintă un instrument de reformă destinat să alinieze piața românească la standardele europene și să stimuleze creșterea economică sustenabilă. Strategia, elaborată în contextul Planului Național de Redresare și Reziliență (PNRR) și al inițiativelor Uniunii Europene privind Uniunea Piețelor de Capital (UPC), vizează în mod particular integrarea companiilor de stat în mecanismele pieței de capital, promovând listarea acestora ca mijloc de îmbunătățire a guvernanței corporative, transparenței și accesului la finanțare.

Astfel, HG 506/2023 nu doar facilitează listarea companiilor de stat, ci și transformă fundamental rolul lor în economie, trecând de la un model predominant dependent de bugetul public la unul orientat spre eficiență și atragere de investiții private, contribuind astfel la **reducerea deficitelor bugetare** și la **creșterea competitivității naționale**.

Obiectivele HG 506/2023 includ:

- îmbunătățirea condițiilor de listare și diversificarea instrumentelor financiare disponibile. Strategia subliniază extinderea pieței prin "*listarea acțiunilor reprezentând dețineri minoritare la companiile mari care sunt deținute de stat și creșterea free-float-ului pentru astfel de companii deja listate*", ceea ce ar spori lichiditatea pieței și ar atrage investitori instituționali. Această abordare este esențială pentru companii precum Hidroelectrica, unde statul deține pachete majoritare, permițând vânzarea de participații minoritare fără pierderea controlului, dar generând capital suplimentar pentru investiții în infrastructură sau tehnologii verzi.
- întărire și respectare a principiilor de guvernanță corporativă și îmbunătățirea cerințelor de transparență" pentru transferul companiilor de stat de pe piața alternativă AeRO pe Piața Principală a Bursei de Valori București (BVB). Conform strategiei, listarea nu este doar o operațiune financiară, ci un catalizator pentru profesionalizarea managementului, aliniindu-se cu prevederile OUG nr. 109/2011 privind guvernanța corporativă a întreprinderilor publice. În absența unor astfel de măsuri, companiile de stat riscă să rămână captive în modele ineficiente, dependente de subvenții, ceea ce subminează sustenabilitatea lor pe termen lung.

Listarea Hidroelectrica în anul 2023, cel mai mare IPO (*Initial Public Offering*) din istoria BVB, a demonstrat beneficiile practice: creșterea valorii companiei și atragerea de investiții străine. Astfel, scopul HG 506/2023 este de a replica acest succes la scară națională, integrându-se cu jalonul 443 din PNRR care impune listarea a trei companii de stat până în T2 2026. Aceste măsuri nu doar diversifică sursele de finanțare, dar și impun o disciplină de piață, forțând companiile de stat să adopte practici competitive, **contrazicând criticile că statul ar pierde controlul asupra activelor strategice**.

Strategia anticipează "creșterea capitalizării bursiere" și "creșterea lichidității", cu beneficii duble: reducerea necesarului de finanțare din bugetul statului și îmbunătățirea performanței financiare a întreprinderilor publice.

Întreprinderi publice tranzacționate la BVB

Având în vedere ponderea deținută de stat în întreprinderile publice tranzacționate pe Piața Reglementată principală a BVB, respectiv capitalizarea acestora la data de 02.09.2025, valoarea participațiilor statului în cele mai mari companii se ridică la aproximativ 85 de miliarde de lei.

Companie	Simbol	Capitalizare - 02.09.2025 -	% participație de stat	Valoare participație stat (RON)
Hidroelectrica	H2O	54.740.972.403,90	80.06%	43.823.487.608,64
S.N.G.N. ROMGAZ S.A.	SNG	29.638.982.560,00	70.01%	20.749.392.159,76
Nuclearelectrica	SNN	13.920.865.708,10	82.50%	11.484.449.712,73
S.N.T.G.N. TRANSGAZ S.A.	TGN	8.787.997.161,60	58.51%	5.141.857.139,25
C.N.T.E.E. TRANSELECTRICA	TEL	4.119.636.580,40	58.69%	2.417.740.555,58
Antibiotice SA	ATB	1.611.211.296,00	53%	854.220.726,43
CONPET SA	COTE	663.166.644,80	58.72%	389.386.253,49
			Total	84.860.534.155,89

Alte întreprinderi publice listate²:

ANIMAFILM SA (AeRO),

IOR SA (AeRO),

IPOCHIM SA (AeRO),

IAR SA (Piața Principală),

COMALEX SA (AeRO),

BTT SA (AeRO),

AVIOANE CRAIOVA (AeRO),

OIL TERMINAL SA (Piața Principală),

Santierul NAVAL 2 MAI (AeRO),

NEPUT OLIMP SA (AeRO),

INCERTRANS SA (AeRO),

ROMAERO SA
(AeRO – suspendată pentru insolvență).

² [Agenția pentru Monitorizarea și Evaluarea Performanțelor Întreprinderilor Publice - Instituții - data.gov.ro](https://data.gov.ro)

03 AVANTAJELE LISTĂRII LA BVB A PACHETELOR MINORITARE ALE COMPANIILOR DE STAT

3.a. Creșterea profitabilității companiilor de stat

Mecanisme prin care listarea la Bursă poate îmbunătăți profitabilitatea companiilor, inclusiv a celor de stat

a) Acces la capital fără îndatorare

- Prin listare, compania poate atrage fonduri de la investitori prin majorări de capital fără a lua credite.
- Capitalul atras poate fi folosit pentru:
 - modernizare echipamente
 - extindere producție
 - investiții în digitalizare și tehnologii noi
- Efect: creșterea capacității de producție și reducerea costurilor pe termen lung → marjă de profit mai bună.

b) Creșterea transparenței și eficienței

- O companie listată trebuie să respecte reguli stricte de raportare și guvernanță corporativă.
- Managementul devine mai responsabil în fața acționarilor, se reduc cheltuielile inutile și ineficiențele operationale sau financiare.
- Presiunea pieței pentru rezultate trimestriale bune, stimulează optimizarea operațiunilor.

c) Creșterea vizibilității și a reputației companiei

- Listarea aduce vizibilitate în rândul investitorilor instituționali interni și internaționali.
- O reputație bună poate atrage parteneriate strategice și clienți mari.
- Prețul acțiunilor poate funcționa ca un "barometru" al sănătății companiei.

d) Stimulente pentru angajați și management

- Companiile listate pot introduce programe de tip *stock option plan* (plata unor bonusuri de performanță în acțiuni) pentru angajați și directori.
- Aceștia devin motivați să crească valoarea companiei, fiind și ei acționari.

Avantajele listării pe piața de capital pentru companiile de stat din România

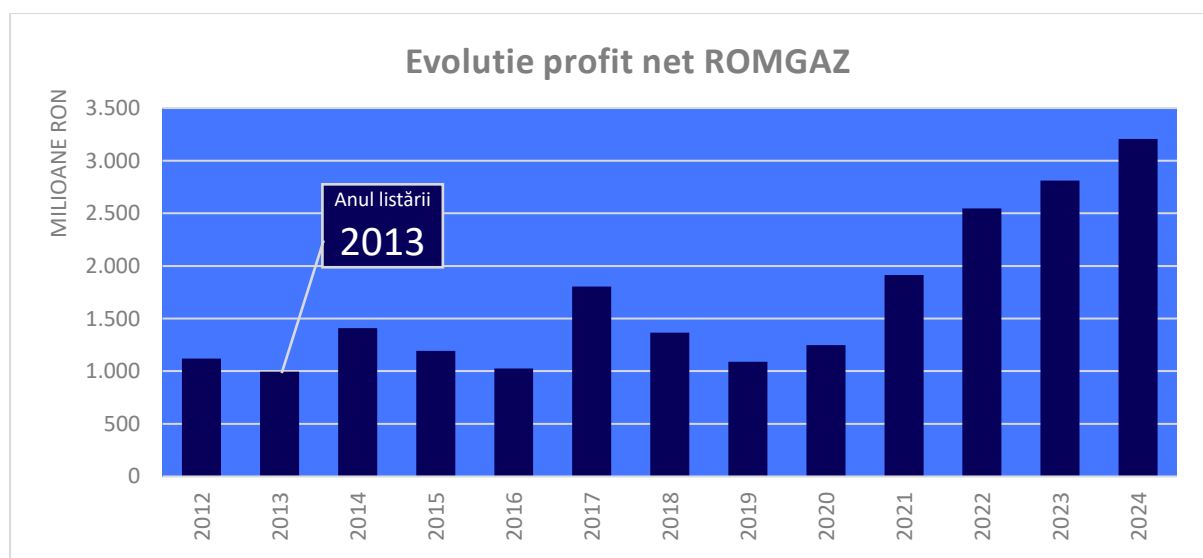
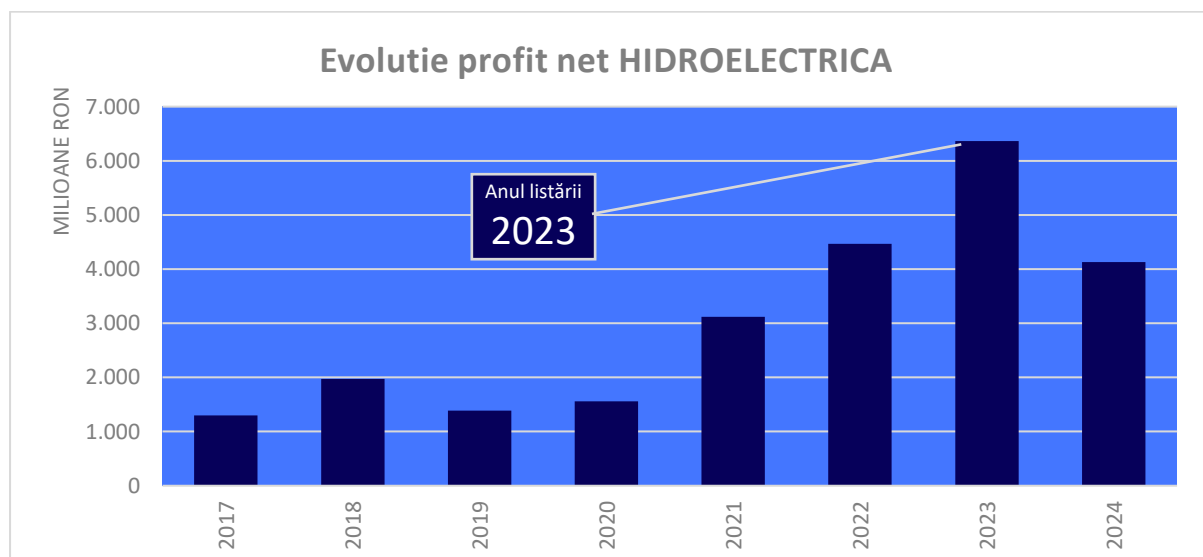
- Multe companii de stat românești sunt profitabile, dar subperformante din cauza birocrăției, lipsei de investiții și managementului politic.
- Listarea forțează profesionalizarea managementului și atrage capital privat.
- Monitorizarea performanței companiei de către acționarii privați îmbunătățește guvernanța corporativă, asigură transparența deciziilor și pune presiune pe maximizarea profitului și a altor indicatori de performanță stabiliți de către Consiliul de Administrație.

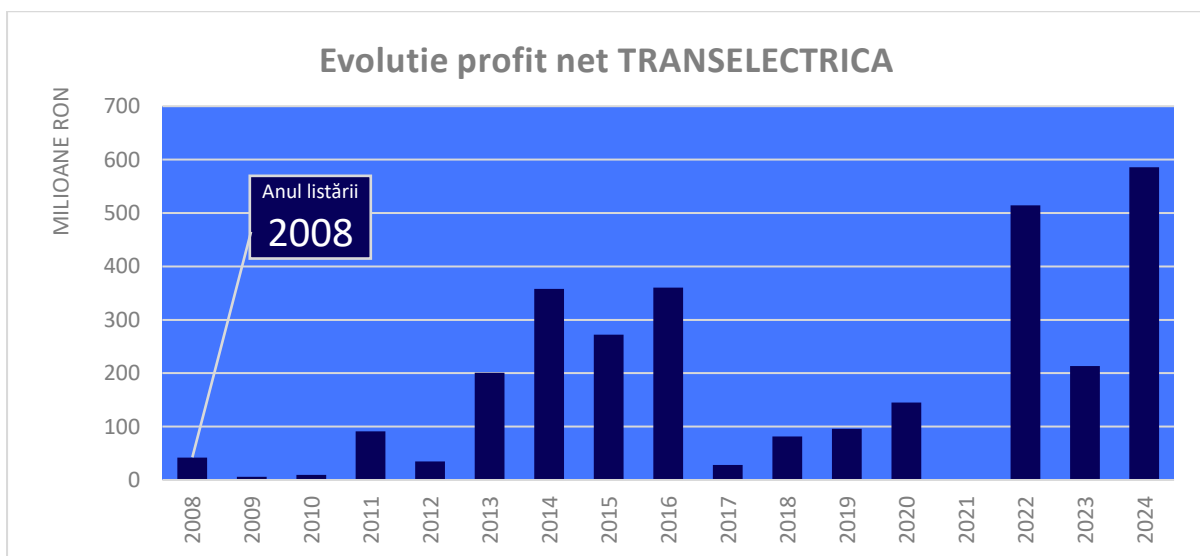
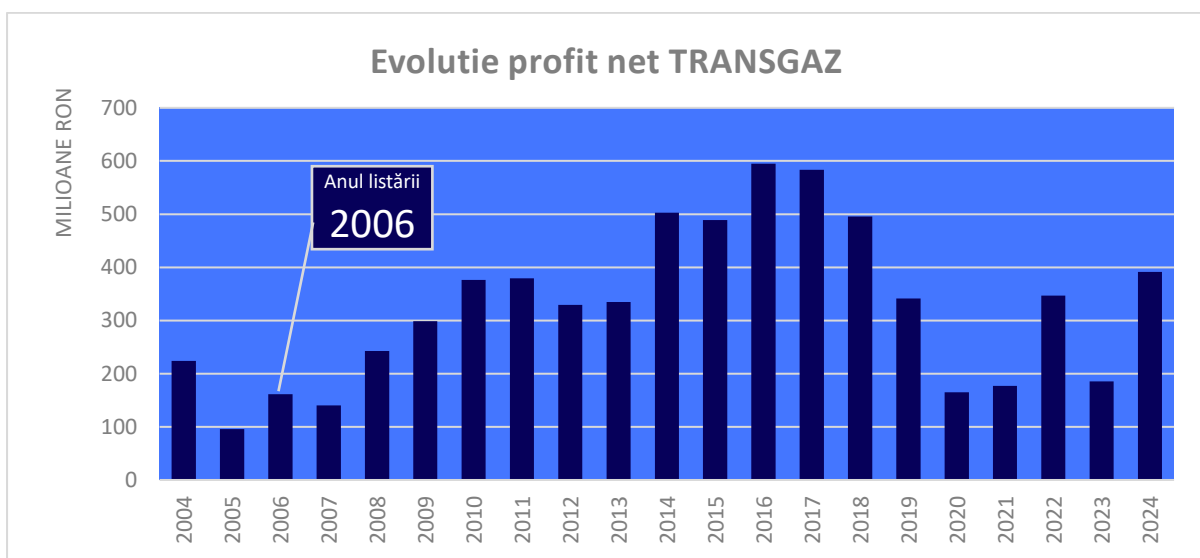
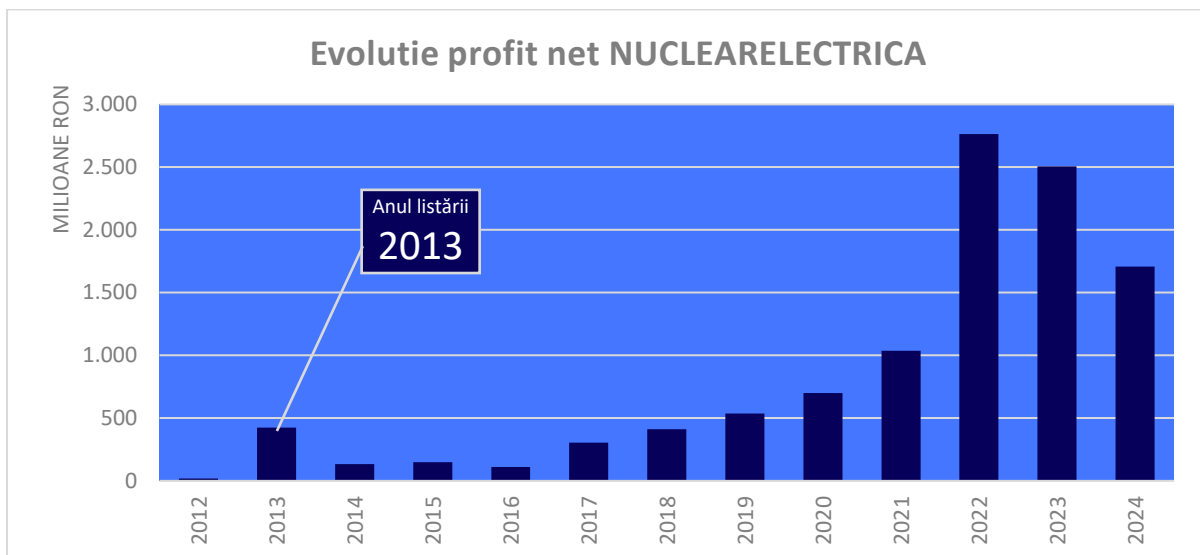
Așadar, pe termen scurt, companiile de stat pot atrage capital mai ușor de pe piața de capital. Pentru aceasta însă, compania de stat trebuie să își îmbunătățească managementul financiar și indicatorii de performanță, inclusiv creșterea veniturilor, reducerea costurilor, realizarea de investiții în tehnologii moderne etc. Pe termen lung, compania de stat va obține o stabilitate financiară mai ridicată prin acces mai facil la finanțare, diversificarea surselor de venit, creșterea profitabilității companiei, reputație mai bună, creșterea taxelor plătite către bugetele de stat, inclusiv dividendele plătite acționarilor.

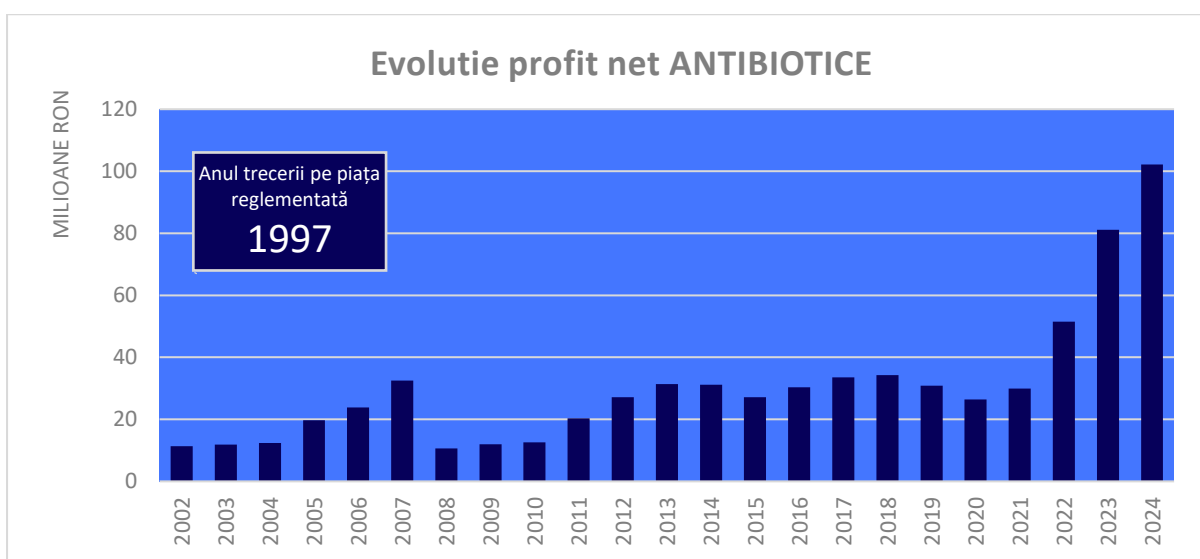
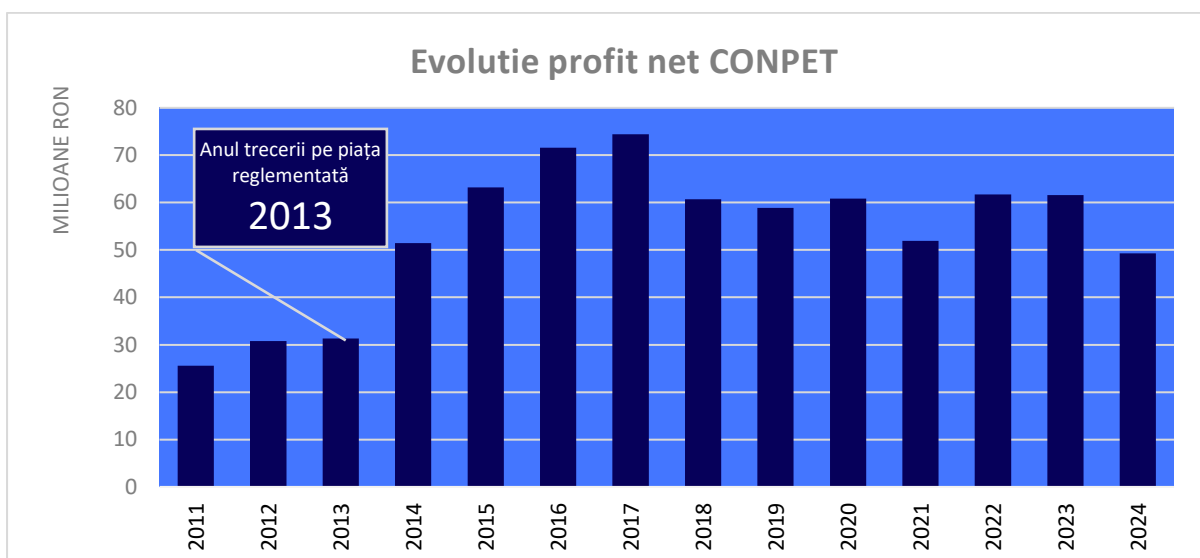
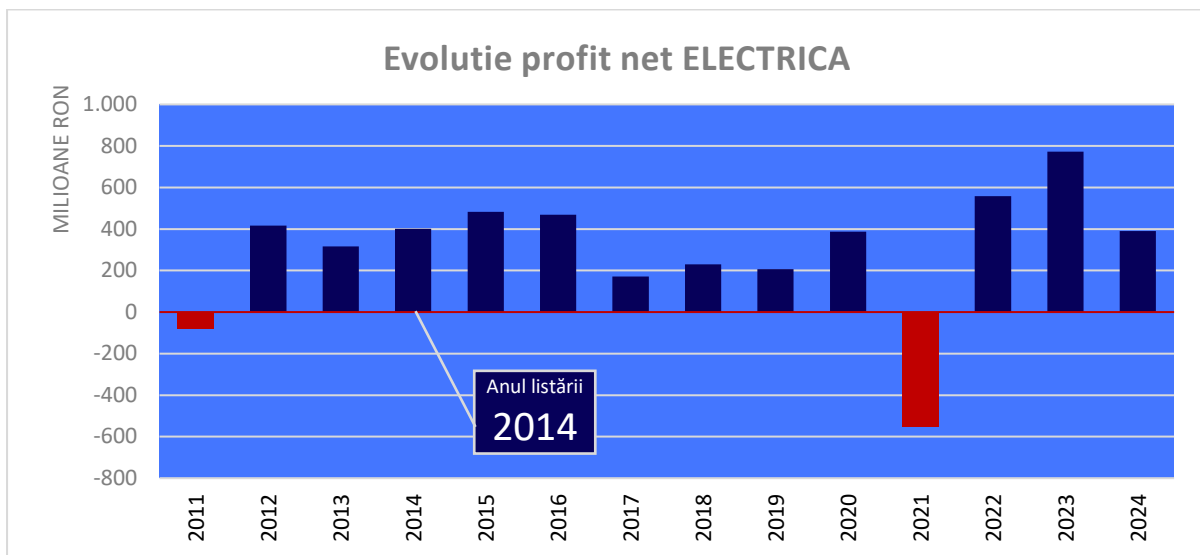
În secțiunea care urmează vom prezenta **evoluția profitabilității a top 10 companii cu capital de stat de la BVB de la momentul listării până la finalul anului 2024.**

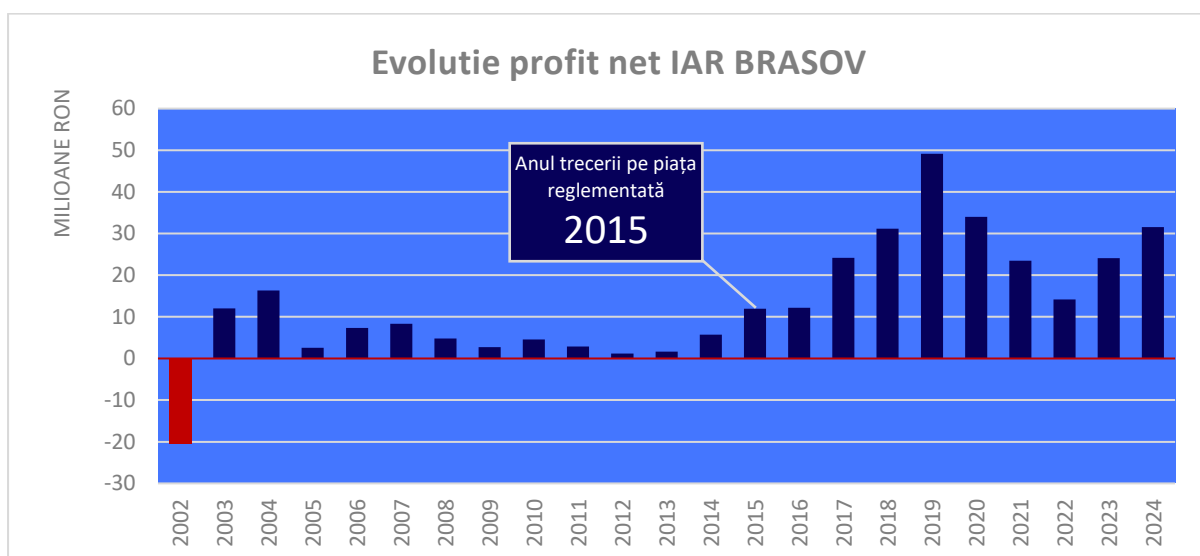
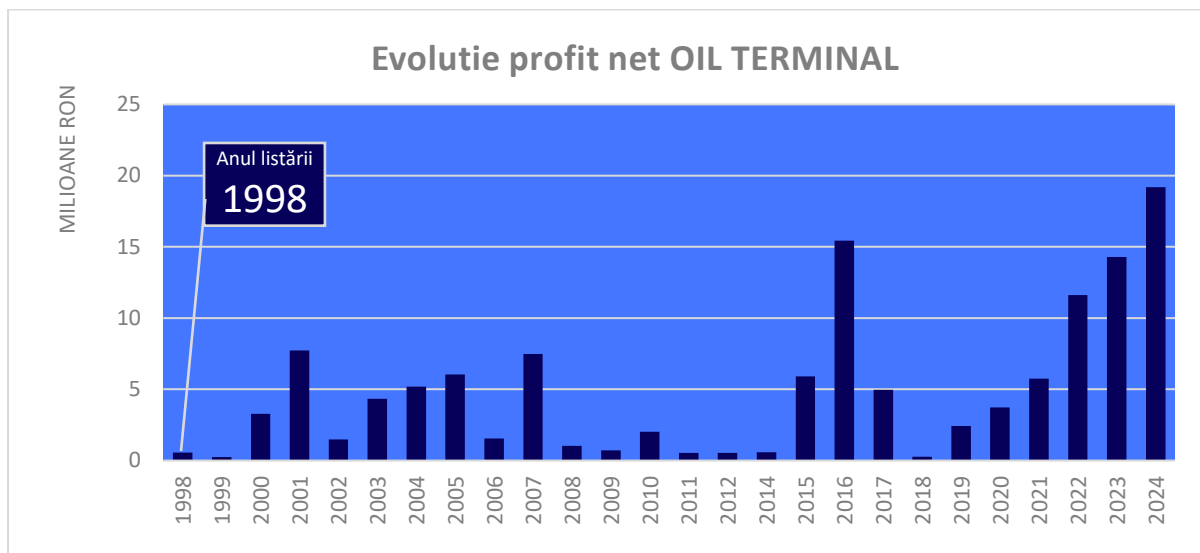
De menționat faptul că pe lângă factorii legați de calitatea managementului, eficiența gestionării și disponibilitatea surselor de finanțare, există și alți factori externi sau interni care pot afecta profitabilitatea companiilor la Bursă. Prin urmare, profitabilitatea poate fluctua de la un an la altul, dar din cele observate se poate trage concluzia că majoritatea companiilor de stat listate la bursă s-au poziționat pe un trend ascendent în ceea ce privește profitabilitatea din momentul listării până în prezent.

Sursa graficelor: datele publice ale companiilor listate.









Modalități prin care listarea suplimentară a companiilor la Bursă ar putea aduce venituri suplimentare la bugetul de stat:

1) Vânzarea unor pachete minoritare suplimentare (10–15%) la companii mari

Indicele BET (*Bucharest Exchange Trading*) se află în jurul maximelor istorice în această perioadă, ceea ce poate reprezenta un moment bun pentru vânzarea unor participații minoritare care ar permite totodată menținerea poziției de control.

Câteva exemple privind vânzarea pachetelor minoritare ale unor companii de stat, ce ar aduce venituri suplimentare:

- **Hidroelectrica (H2O)** – statul deține aproximativ 80% din companie, prin Ministerul Energiei. Chiar și după o vânzare de 10–15%, care ar putea aduce între 5 și 8 miliarde RON încasări la buget, statul ar rămâne cu un control majoritar de peste 65% și ar putea încasa în continuare dividende consistente.

- **Romgaz (SNG)** – statul are o participație de aproximativ 70%. Listarea unui pachet suplimentar de 10–15% ar putea aduce între 3 și 5 miliarde RON, menținând statul cu o participație confortabilă, de peste 50%.
- **Nuclearelectrica (SNN)** – statul deține în prezent aproximativ 83%. Reducerea participației la un nivel de 67–72%, printr-o ofertă publică, ar putea genera venituri potențiale de 1,5 – 2 miliarde RON.

Nume companie	Deținerea statului	Capitalizare bursieră (milioane RON)	Evaluare deținere (milioane RON)	Valoare pachet 10%	Valoare pachet 15%
Hidroelectrica	80%	54.696	43.787	5.470	8.204
Romgaz	70%	30.294	21.206	3.029	4.544
Nuclearelectrica	82%	14.132	11.659	1.413	2.120
Transgaz	59%	9.127	5.340	913	1.369
Electrica*	50%	6.445	3.208	644	967
Transelectrica	59%	4.149	2.435	415	622
Antibiotice	53%	1.621	860	162	243
Conpet	59%	682	401	68	102
Oil Terminal	88%	349	306	35	52
IAR Brașov	65%	276	179	28	41
Total		121.771	89.381	12.177	18.266

* - *Electrica a fost menționată în contextul evaluării societăților unde statul, deși nu mai este acționar majoritar, păstrează un pachet semnificativ și rămâne acționarul cel mai important.*

2) Impozit pe profit mai mare, rezultat din eficiență și profitabilitate sporită

Listarea la BVB aduce disciplină de piață: companiile trebuie să respecte reguli stricte de guvernare corporativă, transparență și raportare financiară. Sub influența investitorilor privați, managementul e mai eficient, costurile mai bine controlate, iar investițiile sunt alese mai riguros. În consecință, companiile pot obține profituri mai mari, ceea ce înseamnă și impozit pe profit mai mare colectat de stat (în prezent 16% în România).

3) Stimularea lichidității pe BVB

Creșterea *free-float*-ului la minim 25–30% pentru fiecare companie mare va duce la includerea în mai mulți indici internaționali (ex. MSCI - *Morgan Stanley Capital International*, FTSE - *Financial Times Stock Exchange*), atrăgând fonduri pasive și investiții străine.

Lichiditatea mai mare duce implicit și la mai multe taxe colectate din câștiguri de capital și dividende.

4) Alinierea politicilor de dividende

Continuarea politicii de *payout* ridicat (plata a 50–90% din profitul net sub forma de dividende) pentru companiile de stat listate ar asigura în paralel fluxuri recurente de venituri către buget, chiar după vânzarea unor pachete minoritare.

3.b. Obținerea de venituri suplimentare din taxe și dividende la Bugetul de Stat:

Pentru bugetul de stat, tranzacțiile desfășurate cu acțiuni ale companiilor listate aduc venituri, astfel:

- Câștigurile obținute de persoanele juridice din tranzacționarea acțiunilor și obligațiunilor se impozitează, în general, cu 16% (sau cu un procent din venit, în funcție de regimul de taxare care i se aplică deținătorului);
- Câștigurile obținute de persoanele fizice se impozitează cu 2%, respectiv 4% (în funcție de perioada de deținere);
- Veniturile și câștigurile obținute din obligațiuni de stat sunt scutite de impozite.

În plus, la bugetul de stat se acumulează venituri și din impozitul pe dividende, care se reține și se plătește de către companiile listate (în cotă de 16%).

Conform execuției bugetare, impozitul pe veniturile din câștiguri de capital a reprezentat, în anul 2024, aproximativ 0,3% din PIB (echivalentul a 5,7 miliarde lei), cu un număr de 2,6 milioane de tranzacții înregistrate în cursul anului – o creștere de 30% față de anul precedent.

În plus, 70 de emitenți au distribuit bani acționarilor în 2024, fie prin dividend, fie prin reducere de capital sau răscumpărare de acțiuni.

Conform Băncii Mondiale, în anul 2023 (ultimul an pentru care există date agregate), **impozitele pe venituri, profit și câștiguri de capital** reprezentau în medie **2,3% din totalul veniturilor fiscale** la nivelul **Uniunii Europene**.

Prin comparație, în **România**, această categorie de venituri a reprezentat doar **1,2% din veniturile fiscale** în anul 2024 (conform datelor oficiale).

În **România**, **tranzacțiile la bursă beneficiază de un tratament fiscal preferențial**, cu o cotă de impozitare de **1% / 3%**, față de **cota standard de 10%** aplicabilă altor tipuri de venituri.

În tabelul de mai jos sunt prezentate informații comparative privind taxarea veniturilor din tranzacții bursiere în câteva state europene:

Țara	Regim taxare câștiguri de capital
Polonia	Cotă unică de 19%
Republica Cehă	Cote diferențiate 0%/15%/23% în funcție de perioada de deținere și pragul de venituri
Germania	Cotă unică de 25%
Ungaria	Cote diferențiate 0%/10%/15% în funcție de perioada de deținere
România	Cotă de 1%/3% (în funcție de deținere), plus contribuție de sănătate de 10% plafonat la maxim 24 salarii minime brute pe țară

Pe de altă parte, ca și comparație cu alte state, veniturile fiscale încasate de stat din fiscalizarea pieței de capital sunt mai mici în România, dar proporțional față de capitalizare sunt în linie cu alt state, după cum se poate vedea din tabelul următor, care arată veniturile fiscale și valoarea bursei:

Comparație între veniturile statului român, polonez, ceh, maghiar, german și francez:

Țara	România	Polonia	Cehia	Ungaria	Germania	Franța
Taxa pe capital	10% (8% în 2024)	19%	21%	15%	25%	30%
Venituri (aproximativ)	200 milioane €	2,34 miliarde €	800 milioane – 1,2 miliarde €	200 milioane €	19,3 miliarde €	6,8 miliarde €
Valoarea bursei	71 miliarde €	524 miliarde €	765 miliarde €	49 miliarde €	2 trilioane €	3,9 trilioane € (parte din Euronext)
Venituri ca procent din capitalizare	0,3%	0,4%	0,1%	0,4%	1%	0,2%

3.c. Atragerea de investiții din sectorul privat prin emisiune de capital și/sau obligațiuni listate pe piața de capital

Capitalizarea bursieră a companiilor listate la BVB a crescut în anul 2024 cu 17%, ajungând la 364 miliarde lei.

Totuși, în comparație cu capitalizarea pieței din Varșovia, România are încă un decalaj semnificativ de recuperat – piața poloneză fiind de aproximativ cinci ori mai mare.

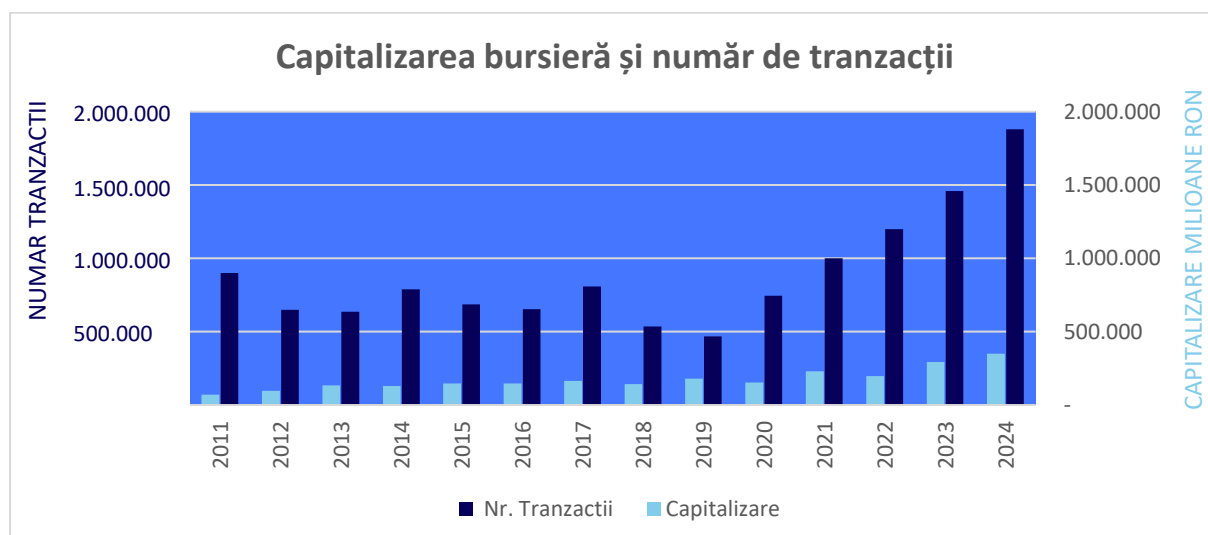
Astfel, pentru a crește capitalizarea pieței, este necesar un număr mai mare de emitenți și/sau mai multe emisiuni de instrumente financiare.

Piața de capital poate constitui o alternativă viabilă la alte surse de finanțare, în special pentru companiile cu proiecte investiționale de anvergură, fie ele private sau de stat.

În anul 2024, au avut loc aproximativ 60 de oferte publice de acțiuni și obligațiuni, venite atât din partea unor emitenți noi, cât și a unor emitenți existenți.

O capitalizare mai mare și atragerea de emitenți noi ar aduce mai mulți investitori, atât instituționali, cât și individuali, contribuind la creșterea lichidității pieței și generând, astfel, un cerc virtuos de dezvoltare a pieței de capital.

Graficul următor arată evoluția numărului de investitori și capitalizarea bursieră de la BVB în ultimii 10 ani:



3.d. Utilizarea Fondurilor Private de Pensii ca finanțator cheie al sectorului public

Fondurile de pensii private din România sunt cei mai mari investitori instituționali locali. Acest lucru se va consolida în anii următori, având în vedere că, pe scenariul actual de contribuții, activele în administrare sunt estimate să se dubleze în următorii 5 ani, ajungând la cca. 60 de miliarde de euro până în 2030.

Piața locală de capital devine prea mică pentru dimensiunea actuală și în creștere rapidă a activelor fondurilor de pensii din Pilonul II. Chiar și cu o pondere relativ redusă a acțiunilor în portofoliile fondurilor – aproximativ 25% în prezent – acestea exercită o presiune directă asupra cererii de instrumente listate de calitate, cu lichiditate și guvernanță adecvată.

În lipsa unor listări suplimentare, riscul este ca fondurile să ajungă la o concentrare excesivă pe un număr restrâns de emitenți locali și la creșterea investițiilor pe alte piețe externe.

Apetitul pentru listări există: **fondurile de pensii au fost investitori-ancoră** în aproape toate ofertele publice inițiale din ultimii ani, inclusiv în cazul Hidroelectrica (cea mai mare listare din istoria României), unde au preluat o parte semnificativă din ofertă. După listare, fondurile de pensii private (Pilon II) dețineau aproximativ 10% din capitalul companiei, ceea ce reprezintă o proporție substanțială din *free float*-ul efectiv disponibil pe bursă. Această poziționare evidențiază atât interesul fondurilor de pensii private pentru noi listări, cât și capacitatea efectivă a Pilonului II de a absorbi oferta.

Pentru a menține acest ciclu pozitiv de finanțare internă sustenabilă, statul are un rol esențial în a continua procesul de listare a pachetelor minoritare din companiile de stat, oferind fondurilor locale oportunități relevante de alocare a capitalului.

3.e. Transparentizarea actului de management

Listarea la Bursă forțează publicarea periodică a rezultatelor financiare, a strategiei companiei, a structurii de conducere și a raportărilor nefinanciare (ESG - *Environmental, Social, and Governance*). Poate cel mai important aspect este faptul că managementul companiei de stat trebuie să răspundă unui public vast, format din acționari minoritari, investitori instituționali și chiar societate civilă, și nu doar factorului politic sau ministerului tutelar.

Fiind listată, compania este încurajată să respecte Codul de Guvernanță al Bursei de Valori București, actualizat în anul 2024 cu susținerea BERD – Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare, dar și cu contribuția Asociației CFA România, și aliniat la codurile celor mai bune practici ale OECD.

Elementele cheie de transparență includ:

- **Publicarea prospectelor de ofertă:** la listare, statul este obligat să detalieze structura acționariatului, istoricul intervențiilor guvernamentale, riscurile principale și planurile strategice.
- **Raportări periodice:** La finalul fiecărui trimestru și semestru, emitenții trebuie să publice rapoarte financiare detaliate, și deciziile managementului, raportări care oferă o imagine actualizată asupra performanței economico-financiare. Acestea permit investitorilor și analiștilor să urmărească evoluția companiei și să o compare cu estimările anterioare.
- **Raportări anuale:** Acesta este cel mai complex document publicat de o companie listată. Include situațiile financiare anuale complete, auditate de o firmă independentă, raportul detaliat al administratorilor, o declarație de guvernanță corporativă (care evaluează conformitatea cu Codul de Guvernanță al BVB pe principiul "aplici sau explici"), politica de remunerare a conducerii și, din

ce în ce mai important, raportări de sustenabilitate (ESG), conform directivelor europene (NFRD - *Non-Financial Reporting Directive* și, mai recent, CSRD - *Corporate Sustainability Reporting Directive*).

- **Obligații de informare imediată, de regula 24 de ore:** orice decizie semnificativă (investiții majore, schimbări în conducere, achiziții, conflicte de interese) precum și evenimente care pot impacta prețul pe piață al companiei, trebuie raportate pieței. Practic orice altă informație considerată "privilegiată" trebuie raportată imediat pieței.
- **Accesul la documente pentru investitori:** toate deciziile Adunărilor Generale ale Acționarilor, informațiile despre administratorii independenți, rapoartele de audit etc. devin publice.

Bineînțeles, pentru companiile de stat se menține și monitorizarea realizată de către AMEPIP. Agenția pentru Monitorizarea și Evaluarea Performanțelor Întreprinderilor Publice colectează date de la toate companiile de stat și publică tablouri de bord privind indicatorii de performanță, transparență, guvernanta și ESG.

Ca și schimbări concrete aduse de listarea companiilor de stat au fost:

- **Numirea administratorilor independenți:** pentru companiile listate pe BVB, minim doi membri ai Consiliului de Administrație trebuie să fie independenți, selecționați pe criterii competitive; aceștia, teoretic, nu au relații de dependență cu statul sau cu grupurile de interese politice.
- **Reducerea influenței politice directe** (însă acesta rămâne în continuare): teoretic, listarea presupune o selecție transparentă și, în principiu, depolitizată a conducerii executive și non-executive, deoarece acționarii privați (instituționali sau de retail) solicită independență și profesionalizare.
- **Limite pentru remunerarea și mandatul administratorilor:** legislația actuală impune limite clare pentru indemnizații—recompensele variabile depind de performanță, iar mandatele nu pot depăși un anumit număr de ani, pentru a evita stagnarea și compromiterea independenței față de acționarul majoritar/stat.
- **Definirea și adoptarea indicatorilor de performanță:** companiile trebuie să stabilească și să raporteze periodic un set de indicatori de performanță financiari și nefinanciari (*corporate governance*, ESG), corelați inclusiv cu practicile europene din sector.

Exemplu: compania Hidroelectrică S.A.

Hidroelectrică, listată în 2023, de către Fondul Proprietatea, în cel mai mare IPO din istoria României (aprox. 1,9 miliarde de euro) și cu o capitalizare de piață care a crescut cu peste 24% într-un an, exemplifică beneficiile listării pentru transparențizare:

- **Transparența operațională și strategică:** Compania a anunțat public atribuirea unor contracte importante, precum cel pentru "Proiect Pilot Nufarul" (26 iunie 2025) sau semnarea unui contract pentru dezvoltarea unui proiect fotovoltaic pe râul Olt (9 mai 2025). Aceste comunicări permit pieței să evalueze în timp real strategia de investiții și de diversificare a companiei dincolo de producția hidro de energie.
- **Transparența guvernantei:** Convocările regulate ale AGA și ale Adunărilor Generale Extraordinare (AGEA), împreună cu publicarea detaliată a ordinii de zi, a materialelor suport și, ulterior, a

hotărârilor adoptate, oferă tuturor acționarilor, inclusiv celor minoritari, posibilitatea de a participa informat la procesul decizional.

- Publicarea detaliată a structurii acționariatului: statul a păstrat 80,05% din acțiuni, iar restul a intrat în portofoliile fondurilor de pensii, investitorilor instituționali privați și de retail.
- Programul de raportare conform standardelor internaționale: compania publică periodic rapoarte detaliate către investitori, inclusiv privind politica de remunerare, managementul riscurilor, situația litigiilor, politicile ESG și strategiile de sustenabilitate.
- Acces sporit la informații pentru investitori: site-ul companiei, secțiunea de relații cu investitorii, evenimentele trimestriale organizate de companie cu piața de capital.
- Supravegherea de către organisme externe: includerea în indici internaționali (FTSE Russell, MSCI) obligă la respectarea unor standarde de transparență semnificativ mai ridicate.
- Feedback-ul pieței ca mecanism de apărare împotriva abuzurilor: orice derapaj sau lipsă de conformitate se reflectă imediat în prețul acțiunilor și poate atrage critici din partea analiștilor și fondurilor de investiții.

3.f. Monitorizarea superioară a evoluției companiilor de stat cu ajutorul investitorilor instituționali privați

Beneficiile directe ale listării se văd în performanța financiară și plății de dividende ulterior listării:

- Marja de profit a companiilor listate a crescut semnificativ (de la circa 9% la peste 14% după listare) - un rezultat atribuit presiunii pieței pentru eficiență și profesionalizare a managementului companiei.
- Dividendele plătite de companiile de stat listate s-au triplat în ultimii ani, pe fondul unei politici transparente și a necesității de a răspunde cerințelor investitorilor privați și instituționali. Statul, ca acționar, a beneficiat direct: de exemplu, în 2024 a încasat circa 8 miliarde de lei din dividendele aferente portofoliului de companii listate, față de doar 2,5 miliarde de lei în anul 2014. Această creștere se datorează în parte presiunii statului pentru distribuirea de profit (pentru acoperirea nevoilor bugetare), dar reflectă totodată evoluția îmbunătățită a companiilor, la care listarea a contribuit semnificativ.
- Randamente atractive au atras un val de noi investitori: randamentul total al acțiunii Hidroelectrica a fost de peste 37% în primul an de la listare, din care peste jumătate a provenit din dividende.

Contrastul dintre companiile listate și cele rămase nelistate susține aceste concluzii.

În anul 2025, Guvernul a prezentat o analiză a portofoliului de întreprinderi publice, relevând că doar câteva companii de stat generează majoritatea covârșitoare a profiturilor, în timp ce multe altele acumulează pierderi și suferă la capitolul transparență. Astfel, șapte companii (de exemplu, CFR Infrastructură, CFR Marfă, Metrorex ș.a. – niciuna listată) au generat împreună pierderi de peste 2 miliarde de lei anual, în timp ce aproape 46% din profitul total al întreprinderilor publice provenea de la o singură companie – Hidroelectrica, cel mai profitabil producător de energie listat la Bursă. Desigur, unele companii de stat care generează pierderi recurente nu ar putea fi candidați pentru listarea la Bursa, tocmai pentru că sunt inerent generatoare de pierderi deoarece ofera servicii publice. Cu toate acestea, se poate argumenta că listarea lor ar conduce la o responsabilizare managerială mai ridicată.

Mai mult, s-a constatat că peste 550 de întreprinderi publice locale nu au raportat niciun fel de date financiare sau au declarat venituri zero, evidențiind un deficit major de transparență în segmentul nelistat.

Prin urmare, **companiile listate, supuse disciplinei pieței, tind să fie cele mai profitabile și transparente, în timp ce multe entități nelistate rămân opace și ineficiente.** Investitorii instituționali de multe ori nu sunt acționari pasivi. Ei dispun de o serie de instrumente formale și informale pentru a monitoriza managementul și a influența deciziile strategice:

- **Participarea activă în Adunările Generale ale Acționarilor (AGA):** Investitorii instituționali analizează în detaliu propunerile de pe ordinea de zi – aprobarea bugetelor, descărcarea de gestiune a administratorilor, politica de dividende, numirile în Consiliul de Administrație (CA) – și votează în funcție de propriile analize și politici de investiții.
- **Presiunea pentru performanță și remunerare corectă:** Fiind orientați spre maximizarea randamentului pe termen lung, investitori instituționali monitorizează indicatorii de performanță ai companiei. Ei se opun, de regulă, politicilor de remunerare a conducerii care nu sunt direct legate de crearea de valoare pentru acționari. Un exemplu notabil este propunerea făcută în trecut de Fondul Proprietatea la Romgaz, de a introduce un sistem de remunerare variabilă pentru membrii CA, condiționat de performanța prețului acțiunilor pe bursă.
- **Dialogul direct cu managementul:** Pe lângă participarea la AGA, investitorii instituționali au canale de comunicare directă cu managementul. Companiile listate organizează periodic teleconferințe cu analiștii și investitorii pentru a prezenta rezultatele financiare și a răspunde la întrebări.

Studiu de caz – Activismul Acționarilor: Intervențiile Fondului Proprietatea

Fondul Proprietatea (FP), un acționar minoritar semnificativ în multe companii de stat, a jucat un rol de activist, contestând public deciziile acționarului majoritar pe care le-a considerat contrare intereselor tuturor acționarilor.

- **Cazul "donației" Romgaz:** Unul dintre cele mai cunoscute exemple este opoziția fermă a FP, în anul 2010, față de o propunere a guvernului ca Romgaz să "doneze" 400 de milioane de lei la bugetul de stat. Administratorul FP, Franklin Templeton, a argumentat public că aceasta nu este o donație, ci o extragere de valoare în detrimentul acționarilor minoritari și un abuz de poziție dominantă din partea statului. Prin comunicare publică intensă și amenințări cu acțiuni în justiție, FP a expus conflictul de interese al statului și a apărut principiul tratamentului egal al acționarilor.
- **Cazul investițiilor Nuclearelectrica:** Într-o AGA a Nuclearelectrica, desfășurată în anul 2020, FP a votat împotriva strategiei de construire a reactoarelor 3 și 4 de la Cernavodă de către China General Nuclear Power. Poziția sa nu era una anti-nucleară, ci se baza pe o analiză financiară strictă, care concluziona că proiectul, în forma propusă, prezenta riscuri financiare prea mari și un randament incert pentru acționari.
- **Listarea Hidroelectrica din 2023,** care s-a realizat prin vânzarea de către FP a întregii sale dețineri de aproximativ 20%, după ce anterior fondul obținuse abrogarea unei legi (Legea 173/2020) ce interzicea vânzarea participațiilor statului. Rezultatul a fost intrarea masivă a investitorilor instituționali în acționariatul Hidroelectrica, care acum urmăresc îndeaproape modul în care compania este condusă și cer performanță.

Un alt exemplu relevant este Romgaz, listată în 2013, unde investitori instituționali precum fonduri europene și locale au deținut circa 15-20% din acțiuni. Aceștia au monitorizat evoluția companiei, cerând optimizări în exploatarea gazelor naturale și reducerea costurilor administrative, ceea ce a dus la o creștere a dividendelor și a valorii de piață cu peste 30% în perioade de volatilitate energetică. În absența lor, compania ar fi rămas expusă la decizii politice, cum ar fi subvenții ineficiente. În cadrul OECD, prezența acestor investitori a fost subliniată în rapoartele de analiza din 2023 ca un factor de îmbunătățire a monitorizării, ajutând România să demonstreze convergență cu practicile OECD, unde investitorii instituționali dețin o pondere semnificativă din capitalizarea pieței în piețele dezvoltate (până la 40-50% în unele țări europene), față de 15% în România.

De asemenea, în cazul Transelectrica, listată din 2006, investitorii instituționali privați au influențat investițiile în infrastructură energetică, monitorizând proiecte majore precum interconectările cu rețele europene. Acest lucru a îmbunătățit performanța operațională a firmei, reducând pierderile de rețea de la 10% la sub 7%, prin presiuni pentru investiții în tehnologii moderne de operare.

Însă aceste efecte pozitive nu sunt lipsite de opoziție. Un segment semnificativ al spectrului politic continuă să vadă listarea ca o amenințare la controlul statului asupra resurselor strategice, invocând riscul „vânzării țării”. În realitate, toate listările de până acum au prevăzut păstrarea pachetului majoritar la stat — element care elimină riscul preluării ostile sau al pierderii controlului de către stat. Totuși, listarea implică cedarea unei părți din influența directă asupra conducerii companiilor de stat, ceea ce poate deranja rețelele politice care depindeau de aceste companii ca surse de venit sau influență.

Rezistența „trans-sistemică” în unele sectoare este încă prezentă, mai ales în zone unde companiile nu performează și unde existența unor grupuri de interese ține performanța scăzută pentru beneficii personale sau de grup.

Practica de a lista participatii minoritare în companiile de stat este considerată una pozitivă de către OECD, întrucât permite atragerea capitalului privat și impune standarde de piață acestor companii, fără ca statul să renunțe total la control. Totuși, OECD avertizează că, în astfel de cazuri, trebuie asigurată protecția adecvată a acționarilor minoritari, mai ales atunci când companiile respective au încă obiective de politică publică importante (ex. obligații de serviciu public, tarife reglementate) care pot interfera cu logica de piață.

Comparații internaționale în contextul aderării la OECD

Polonia (membră OECD din 1996) a derulat în anii 1990 și 2000 un amplu program de listare a celor mai performante companii deținute de stat. Astfel, companii precum PKO BP (cea mai mare bancă), PZU (cel mai mare asigurător), PGNiG (companie de gaze) sau KGHM (minerit) au fost aduse pe Bursa din Varșovia, statul păstrând de regulă pachete semnificative dar nu neapărat majoritare. Acești emitenți domină și astăzi piața de capital poloneză, iar codul de guvernare al Bursei impune standarde ridicate pentru companiile listate, inclusiv companii de stat. De exemplu, PKO Bank Polski (bancă cu aproximativ 31% acțiuni deținute de stat) sau Orlen SA (companie mare petrolieră, rezultată din fuziuni, cu statul ca acționar important) au acționariat divers și sunt obligate să respecte Codul de Bune Practici al Bursei de Valori din Varșovia - Warsaw Stock Exchange (WSE), ceea ce asigură un nivel de transparență similar companiilor private. Prezența investitorilor instituționali străini în aceste companii poloneze (multe incluse în indicii MSCI Frontier/Emerging Markets) a contribuit la creșterea eficienței și profitabilității lor, demonstrând că supravegherea pieței poate coexista cu interesele strategice ale statului.

Norvegia oferă un exemplu de referință despre guvernanta corporativă în companiile listate cu capital majoritar de stat. Statul norvegian a listat în 2001 compania petrolieră de stat Statoil (redenumită ulterior Equinor), păstrând însă aproximativ 67% din acțiuni. Odată cu listarea duală Oslo - New York, Norvegia a formalizat o nouă structură de guvernanta pentru a separa influența politică de deciziile de business: s-au stabilit principii clare prin care “statul acționar își comunică așteptările și se asigură că societatea respectă principiile bunei guvernante corporative”. De pildă, Guvernul norvegian a emis 10 principii de guvernanta pentru companiile unde este acționar, dintre care unele se referă direct la tratamentul egal al acționarilor, transparență în acționariatul statului și definirea de ținte de performanță asumate de Consiliul de Administrație. Ca efect al acestor măsuri, Equinor a devenit o firmă multinațională competitivă, cu standard de raportare la nivelul piețelor internaționale și cu independență operațională, deși statul rămâne cel mai mare acționar. Acest echilibru între proprietatea publică și controlul privat prin Bursă este adesea citat ca bună practică OECD.

Similar, **Franta** a listat în anii 2000 companii ca EDF (energie) sau Orange (telecom), **Italia** a listat ENEL, ENI etc., **Germania** a privatizat parțial Deutsche Telekom, Deutsche Post, ș.a.m.d. Toate aceste exemple arată că listarea companiilor de stat este un instrument uzual în economiile OECD pentru a crește responsabilitatea managementului și a atrage supravegherea investitorilor privați. Bineînțeles, fiecare țară și-a calibrat nivelul de deținere a statului și în funcție de interese strategice, însă tendința generală a fost de creștere a ponderii pieței în viața acestor companii. OECD încurajează explicit “disciplinarea” întreprinderilor publice prin mecanisme de piață, arătând că atunci când companiile de stat sunt listate pe piața de capital, ele tind să aibă evaluări mai bune (valoare de piață ridicată) și să fie mai atente la profitabilitate.

Țări precum **Ungaria** și **Cehia** (membre ale OECD) au adoptat și ele, în diferite grade, listarea unor companii de stat. De exemplu, în Ungaria, MOL (compania petrolieră, cu statul păstrând o participație minoritară dar cu drepturi speciale) este listată și are un acționariat divers, iar în **Cehia**, CEZ (utilități energie) este listată cu aproximativ 30% acțiuni deținute de alți investitori decât statul. Aceste listări au adus investitori instituționali în acționariat și au impus raportarea publică periodică, deși statele respective au păstrat un anumit control. Un aspect de notat este că, în unele situații, s-au formulat îngrijorări legate de influența politică reziduală: de exemplu, la companiile energetice listate unde statul este acționar majoritar, decizii precum tarifele pentru populație pot fi influențate politic, afectând investitorii minoritari.

3.g. Îmbunătățirea principiilor de guvernanta corporativă în companiile de stat

Guvernanta corporativă se referă la modul în care companiile sunt conduse strategic și controlate. Structura de conducere care are această responsabilitate este Consiliul de Administrație (sau de Supraveghere, după caz).

Teoriile de guvernanta corporativă reprezintă „lentile” prin care putem analiza diferite probleme sau situații – utile pentru a înțelege mecanismele de bază care determină dinamica acestora.

Teoria Agentului este, probabil, cea mai importantă teorie de guvernanta corporativă, problemele de agent fiind la baza multor provocări care apar în modul în care sunt conduse companiile. Pe scurt și simplificat, teoria spune că atunci când proprietatea și controlul sunt separate, apar anumite costuri, denumite costuri de agent. Cu alte cuvinte, este probabil ca decizia unui manager într-o anumită situație să fie diferită de cea a acționarului. Explicația este dată de faptul că fiecare individ are tendința să acționeze în funcție de propriile interese, iar interesele conducerii executive pot fi diferite de cele ale acționarului. Spre exemplu, este posibil ca managerul să aibă o gândire pe termen scurt –

influențată de obiectivele anuale – în timp ce acționarul să aibă o gândire pe termen lung, motivată de dorința de a maximiza valoarea companiei în timp.

Această situație nu este cauzată exclusiv de o posibilă lipsă de interes sau de competență a managerilor, combinată cu un control insuficient, ci poate apărea chiar și în companii în care există manageri competenți și dedicați, aflați sub un control adecvat.

Procesul de management și controlul acestuia sunt deseori complicate, iar stabilirea unor obiective „potrivite” pentru manageri este o provocare în sine. În scenariul favorabil, acolo unde există un Consiliu de Administrație eficient, costurile de agent sunt semnificativ mai mici.

De subliniat importanța Consiliului de Administrație, care este (pe lângă alte responsabilități) chemat să echilibreze într-un mod profesionist interesele stakeholderilor, inclusiv ale acționarilor. Administratorii sunt singurii care pot înțelege suficient de bine contextul unic al companiei și pot, spre exemplu, stabili o direcție strategică „potrivită”, precum și obiective pentru conducerea executivă care să susțină această direcție.

În cazul companiilor mici, acolo unde acționarii sunt și administratori sau fac parte din conducerea executivă, este presupusă o reducere semnificativă a costurilor de agent. Sunt însă situații în care acționarii – cum sunt investitorii din companiile listate, în special cei de tip retail – nu au timpul, cunoștințele sau resursele necesare pentru a monitoriza conducerea executivă. Aici, costurile de agent pot fi mari, iar importanța unui Consiliu de Administrație eficient este esențială.

În cazul companiilor nelistate, pornim analiza teoriei agentului de la interesele acționarului – Statul. La nivelul societății românești, nu este clar cine este „Statul” și interesele cui le reprezintă. Administratorii și managerii companiilor de stat sunt adesea numiți pe criterii politice, nu de puține ori fără a se ține cont de competență sau de interesele reale ale companiei. Această practică se observă chiar și în cazul companiilor de stat listate, unde frecvența schimbării administratorilor este ridicată, iar numirile nu respectă uneori, procedura legală de recrutare. Cu alte cuvinte, reprezentanții Statului nu acționează neapărat în interesul Statului, iar prin numirea unor administratori și manageri loiali politic, devine dificil de stabilit cine mai veghează asupra interesului public – oricum ar fi definit acesta.

Soluțiile pentru reducerea costurilor de agent includ:

- auditul intern și extern,
- sisteme formale de control,
- constrângeri bugetare și
- alinierea intereselor managerilor cu cele ale companiei (prin stabilirea obiectivelor și a schemelor de bonusare).

Există două condiții esențiale, fără de care aceste mecanisme nu pot funcționa eficient:

1. Un acționar care să își cunoască și să își protejeze interesele, și
2. Un Consiliu de Administrație/Supraveghere funcțional.

În acest context, listarea companiilor de stat reprezintă o posibilă soluție pentru o parte dintre aceste probleme.

Teoria Agentului produce efecte și în cazul investitorilor instituționali, în general, și al fondurilor de pensii Pilon II, în particular. Se evidențiază această categorie, având în vedere deținerile mari de acțiuni pe care aceste fonduri le au, în prezent, în acționariatul companiilor listate la Bursa de Valori București. În cazul investitorilor instituționali, de menționat că aceste fonduri sunt foarte bine reglementate, iar sistemele de supraveghere și control funcționează astfel încât managerii de investiții să nu direcționeze capitalul către companii care nu le pot oferi randamentele așteptate. Cu alte cuvinte, companiile de stat care nu pot oferi o poveste de succes și nu au un potențial real de creștere și eficiență nu reprezintă candidați viabili pentru listare.

În cazul companiilor cu potențial de listare, se manifestă o reducere considerabilă a costurilor de agent. Principalul argument în acest sens este faptul că investitorii instituționali au obiective clare, precum și interesul, capacitatea și resursele necesare pentru a-și monitoriza investiția.

Prezența acestora în Adunarea Generală a Acționarilor, participarea la întâlnirile periodice în care sunt discutate rezultatele financiare ale companiei și cadrul legal de reglementare aplicabil companiilor listate sunt elemente care favorizează creșterea transparenței și scăderea costurilor de agent. Conceptul este cunoscut sub denumirea de „activism al acționarilor” și există numeroase studii academice care dovedesc impactul pozitiv al acestuia asupra performanței companiilor. Chiar și pentru România, cifrele arată că, pentru acele companii în care Fondurile de Pensii Pilon II au investit, performanța financiară (măsurată prin indicatorul *Price to Book Value*) a fost mai bună. Este de așteptat, de asemenea, ca acești acționari să propună administratori competenți, care să sporească independența și eficacitatea Consiliului de Administrație, precum și controlul asupra managerilor, având un impact pozitiv asupra performanței așteptate pe termen lung.

Dezavantajele listării la BVB a companiilor de stat din punct de vedere al teoriei agentului:

În acest moment, dezavantajele sunt nule sau aproape inexistente. Vorbim despre listarea unor pachete minoritare, în care controlul rămâne, în continuare, în mâinile statului. Este o situație similară cu cea a companiilor cu capital majoritar de stat deja listate la BVB. Considerăm foarte puțin probabil ca, în viitor, chiar și în ipoteza (deja utopică) în care costurile de agent discutate anterior ar dispărea, respectarea intereselor tuturor acționarilor să ajungă să reprezinte un dezavantaj pentru interesul public.

Cu siguranță, o creștere a eficienței acestor companii, ca urmare a întăririi controlului acționarilor care urmăresc interesul financiar, ar putea duce la o scădere percepută a beneficiului public. Dar, în esență, este creat un cadru de dezbatere și decizie care să țină cont de toate aspectele și interesele, cu participarea acționarilor și administratorilor.

Subliniem încă o dată importanța numirii unui Consiliu de Administrație competent, care să poată asigura un echilibru între interesele stakeholderilor. Iar aici, „interesul public” are două valențe de stakeholder – una a societății ca atare (aplicabilă și companiilor private) și una a societății ca „acționar”, ale căror interese sunt sau ar trebui să fie reprezentate de către Stat. **Listarea companiilor de stat va îmbunătăți prin transparență și respectarea legilor, eficacitatea Consiliilor de Administrație.**

Teoria dependenței de resurse consideră Consiliul de Administrație drept furnizor de resurse esențiale – acces la materii prime, informații sau competențe – critice pentru succesul companiei. Este așteptat ca administratorii să ofere soluții pentru rezolvarea conflictelor dintre companie și forțele externe. De multe ori, aceste conflicte apar sub forma unor probleme complexe, non-standard, care țin de specificul unic al companiei. Administratorii sunt (sau ar trebui să fie) în cea mai bună poziție pentru a înțelege problemele companiei și a găsi soluțiile potrivite. **Pentru a analiza performanța Consiliilor de Administrație sunt relevante dimensiunea, diversitatea, coeziunea și independența Consiliilor.**

În ceea ce privește numărul de administratori, acesta trebuie să fie adaptat la dimensiunea și complexitatea activității companiei. Este bine ca numărul să fie suficient de mare pentru a „aduna” competențele și experiența necesară rezolvării problemelor complexe. Pe de altă parte, numărul trebuie să fie suficient de mic pentru a evita blocajele de comunicare și a susține coeziunea Consiliului. Nu trebuie ignorate nici costurile aferente indemnizațiilor. Investitorii favorizează mai degrabă consiliile mici. Pentru companiile listate la BVB, numărul de administratori variază între 5 membri (reper minim stipulat în Codul de Guvernanță Corporativă al BVB) și 9 membri, consiliile fiind încadrate în categoria „consiliilor mici”, aspect consistent cu dimensiunea și complexitatea estimată. După reperele internaționale, majoritatea companiilor listate sunt mici (*small-cap*), iar câteva sunt medii (*mid-cap*). Având în vedere cele de mai sus, se poate spune că un Consiliu de Administrație format din 5 membri este adecvat pentru companiile în discuție.

Diversitatea poate fi analizată din perspective diferite. Varietatea poate aduce competențe și experiențe diverse, necesare pentru a avea un Consiliu capabil să ia decizii potrivite. **Profesionalizarea Consiliilor de Administrație, prin numirea administratorilor pe criterii de competență și coeziune, are un impact pozitiv.**

Separarea și disparitatea se referă la posibila izolare a anumitor administratori sau la existența unor „tabere”, ambele ducând la un Consiliu nefuncțional. Numirea unui administrator profesionist, independent sau femeie, nu va produce efectele așteptate dacă aceștia vor fi izolați și ignorați. Un Consiliu în care este numit politic un administrator puternic, alături de alți administratori „inferiori” ierarhic, nu va fi funcțional, pentru că nu va asigura o gândire independentă a membrilor și oferirea de perspective diferite, din care să fie aleasă soluția potrivită.

Criteriile de selecție a membrilor CA în întreprinderile publice:

Normele metodologice aprobate prin Hotărârea nr. 639/2023 definesc un cadru strict pentru criteriile de selecție a candidaților pentru pozițiile de membri în Consiliile de Administrație/Supraveghere ale întreprinderilor publice.

Teoretic, aceste criterii sunt derivate din profilul Consiliului și al candidatului (stabilite de Autoritatea Publică Tutelară – APT) și sunt bazate pe cerințe contextuale, scrisoarea de așteptări și strategie. Ele sunt predefinite și împărțite în obligatorii (care trebuie îndeplinite de toți candidații) și opționale (care pot fi îndeplinite doar de unii membri, la nivel colectiv). Comisia de selecție și nominalizare stabilește aceste criterii, le ponderează și le evaluează prin grile de punctaj. Regulamentul de organizare și funcționare a comisiei de selecție și nominalizare se elaborează și se aprobă de către Autoritatea Publică Tutelară, pe baza regulamentului-cadru aprobat de Agenția pentru Monitorizarea și Evaluarea Performanțelor Întreprinderilor Publice - AMEPIP.

Astfel, principalele puncte unde criteriile de selecție pot conduce către o îmbunătățire a selecției, în funcție de profilul Consiliului, vizează:

- Ponderarea criteriilor;
- Pregătire și instruire/reputație:
 - Diploma (licență/master/certificat de atestare a unei forme de instruire + domeniul de studiu),
 - Dată de început și sfârșit,
 - Unitate de învățământ – de evaluat dacă este oportun/există unele riscuri de legalitate în utilizarea rank-ului universitatii – ex. Uniranks,
 - Formă/Tip de învățământ (universitar/academic/altă formă de pregătire profesională).
- Experiență pe plan național și internațional:
 - Funcții de conducere deținute – funcții de conducere de nivel mediu (conform cod COR), pentru o perioadă de minim 3/5 ani.
- Integritate
 - Condamnare penală,
 - Face obiectul unor proceduri penale, administrative sau civile în curs (ex. executări silite – rău platnic),
 - Sancțiuni disciplinare,
 - Faliment/insolvență al unei entități, declanșată în perioada în care deținea calitatea de administrator,
 - Investigații/sancțiuni (cu privire la activitatea profesională) ale unei autorități,
 - Concediat/revocat din funcția de administrator.
- Timpul alocat pentru exercitarea funcției:
 - Alte activități desfășurate în paralel.

Criteriile obligatorii folosite în cadrul procedurii de selecție sunt diferențiate în grupe și subgrupe, după cum urmează:

A. competențe:

- a) competențe specifice sectorului de activitate a întreprinderii publice;
- b) competențe profesionale de importanță strategică;
- c) competențe de guvernare corporativă;
- d) competențe sociale și personale;
- e) experiență pe plan local și internațional;
- f) competențe și restricții specifice pentru funcționarii publici sau alte categorii de personal din cadrul autorității publice tutelare ori din cadrul altor autorități sau instituții publice;
- g) altele, în funcție de specificitatea întreprinderii publice.

B. trăsături:

- a) reputație personală și profesională;
- b) integritate;
- c) independență;
- d) expunere politică;
- e) abilități de comunicare interpersonală;
- f) altele, în funcție de specificitatea întreprinderii publice.

C. alte criterii:

- a) rezultate economico-financiare ale întreprinderilor în care candidatul și-a exercitat mandatul de administrator sau de director;
- b) înscrieri în cazierul fiscal și judiciar;
- c) criterii de gen;
- d) criterii suplimentare, în funcție de specificitatea întreprinderii publice și de prevederile legale aplicabile.

Criteriile opționale includ:

- a) mandate de administrator/director al unei întreprinderi publice sau private deținute anterior;
- b) specializări în anumite domenii de activitate;
- c) cunoașterea unei limbi străine de circulație internațională.

3.h. Îmbunătățirea lichidității și capitalizării pieței de capital din România

Listarea mai multor companii de stat pe piața de capital din România ar contribui semnificativ la creșterea lichidității și a capitalizării Bursei de Valori București. În prezent, lichiditatea pieței locale este relativ scăzută în comparație cu alte piețe din regiune, ceea ce limitează interesul marilor investitori instituționali. Prin aducerea la bursă a unor companii mari, profitabile și reprezentative pentru economia românească – așa cum s-a întâmplat cu Hidroelectrică, Romgaz sau Nuclearelectrică – se extinde universul de investiții disponibil, cresc volumele tranzacționate și se atrage capital nou, atât local, cât și internațional.

De asemenea, listarea companiilor de stat este esențială pentru consolidarea statutului României în cadrul indicilor internaționali precum FTSE Russell și MSCI. Promovarea României la statutul de piață

emergentă secundară de către FTSE Russell în 2020 a fost posibilă tocmai datorită creșterii lichidității și a capitalizării aduse de listări precum Nuclearelectrica - inclusă din prima în indici (alături de Banca Transilvania), dar și Romgaz și OMV Petrom (incluse ulterior). Continuarea acestui proces ar putea sprijini și includerea mai largă a României în indicii MSCI (momentan România este clasificată ca *Advanced Frontier market*), ceea ce ar atrage fonduri pasive de ordinul miliardelor de euro. Istoricul arată clar că fiecare listare majoră de stat a generat un impuls de creștere pentru întreaga piață, iar repetarea acestei strategii poate accelera maturizarea Bursei de Valori București și consolidarea ei ca hub financiar regional.

Cel mai recent exemplu este listarea Hidroelectrică din 2023, care a fost un moment de referință pentru piața de capital din România, fiind cea mai mare ofertă publică inițială din Europa în acel an și una dintre cele mai mari din istoria regiunii. Impactul a fost imediat: lichiditatea Bursei de Valori București a crescut semnificativ, iar capitalizarea totală a pieței a atins un nou maxim istoric. Această listare a atras un număr mare de investitori internaționali, a sporit vizibilitatea României pe harta globală a piețelor de capital și a consolidat percepția că BVB poate susține tranzacții de amploare. Efectele pozitive se resimt și în indicii internaționali – acțiunile Hidroelectrică au fost incluse rapid în indicii FTSE și MSCI, ceea ce a atras fonduri pasive și a amplificat fluxurile de capital străin către România.

Mai mult, atunci când statul listează companii strategice, transmite un semnal de încredere în piața de capital și creează un precedent pozitiv pentru companiile private. Exemplul Hidroelectrică, dar și al altor listări precum Romgaz sau Electrica, arată că există apetit din partea investitorilor pentru astfel de plasamente, ceea ce încurajează antreprenorii să ia în calcul listarea propriilor afaceri. Pe termen lung, acest efect de demonstrație poate duce la diversificarea pieței, la creșterea numărului de emitenți și la formarea unui ecosistem mai matur și mai lichid, cu beneficii atât pentru stat, cât și pentru sectorul privat.

04 POSIBILE DEZAVANTAJE ALE LISTĂRII LA BVB A PACHETELOR MINORITARE ALE COMPANIILOR DE STAT

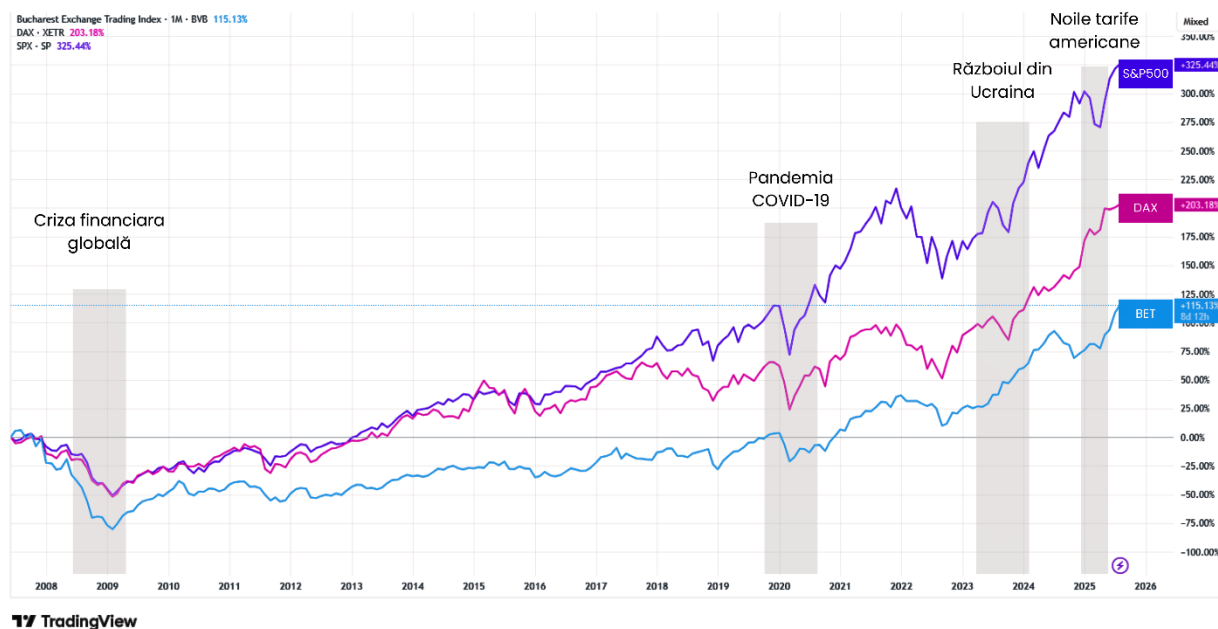
4.a. Dependența prețului acțiunilor de fluctuațiile pieței de capital

Prețul acțiunilor companiilor de stat listate la Bursă este strâns legat de evoluțiile generale ale piețelor de capital, atât la nivel local, cât și global. Orice turbulență sau trend pe piețele globale se resimte și în cotațiile acțiunilor de la BVB.

România este expusă la fluxurile globale de capital, mai ales după ce a fost promovată la statutul de piață emergentă de către FTSE Russell în septembrie 2020 și de către MSCI la statutul de *Advanced Frontier* în iunie 2025.

Totuși, expunerea la fluxurile globale de capital are și dezavantaje. Odată cu includerea în indicii internaționali, acțiunile marilor companii publice devin vulnerabile la sentimentul investitorilor internaționali și la mișcările de capital de tip *risk-on/risk-off*. Astfel, în perioade de panică sau aversiune la risc pe piețele externe, investitorii străini își pot reduce expunerile pe toate piețele emergente, ceea ce duce la scăderi de preț și în România, indiferent de performanțele intrinseci ale companiilor. Dependența de fluctuațiile pieței globale se manifestă, de exemplu, prin corelarea Bursei de la București cu marile Burse internaționale: șocurile externe (crize financiare, pandemii, conflict geopolitic etc.) au provocat episoade de volatilitate accentuată și scăderi abrupte ale indicilor locali, evidențiind că piața românească nu este ferită de influențele globale.

Corelarea indicelui BVB cu indicii DAX și S&P500



Mai mult, statutul de piață “frontieră” sau “emergentă” determină și vizibilitatea și monitorizarea de către marile agenții de indici bursieri (MSCI, FTSE Russell). România este în prezent clasificată ca piață emergentă secundară de FTSE și ca piață *Advanced Frontier* de MSCI, ceea ce subliniază progresele, dar și faptul că încă nu am atins pe deplin statutul de piață emergentă în ochii tuturor furnizorilor de indici. Acest lucru contează deoarece marea majoritate din fondurile pasive dedicate piețelor emergente investesc pe baza criteriilor MSCI (vs. FTSE). Cu alte cuvinte, absența României din indicele

MSCI Emerging Markets limitează accesul la un volum mare de capital pasiv, care poate însuma zeci de miliarde de dolari.

Consecința este că prețurile acțiunilor românești pot fi influențate puternic de deciziile marilor investitori globali și de clasificările externe: o includere într-un indice major aduce fluxuri noi de bani și creșteri de preț, în timp ce excluderea sau lipsa expunerii suficiente poate lăsa piața mai volatilă și dependentă de investitori activi.

Monitorizarea indicilor internaționali (MSCI, FTSE) este, așadar, o “sabie cu două tăișuri”: pe de o parte, oferă României vizibilitate și acces la investiții străine considerabile, pe de altă parte implică o aliniere la ciclurile și șocurile piețelor globale. Aceasta înseamnă că listarea companiilor de stat vine cu responsabilitatea de a gestiona impactul fluctuațiilor externe. Un mediu politic stabil și politici economice prudente pot atenua parțial volatilitatea – de exemplu, dacă România va continua reformele și va îmbunătăți lichiditatea pieței de capital prin listări suplimentare și va atinge criteriile MSCI pentru piață emergentă, includerea în indici mai largi va aduce și mai mult capital, sporind lichiditatea și reziliența pieței locale. Supravegherea externă exercitată de indicii globali și investitorii străini poate fi privită ca un stimulent pentru autorități să mențină un cadru predictibil și stabil, știind că orice derapaj major se va reflecta rapid în retrageri de capital și scăderi ale acțiunilor.

În concluzie, dependența prețului acțiunilor de fluctuațiile pieței de capital este un fenomen inerent al integrării pe piețele financiare internaționale: aduce atât oportunități (finanțare accesibilă, creștere de valoare, vizibilitate), cât și riscuri (volatilitate, sensibilitate la șocuri externe), pe care factorii de decizie trebuie să le conștientizeze atunci când iau în calcul listarea companiilor de stat.

4.b. Dependența prețului acțiunilor de condițiile economice din România și Uniunea Europeană

Prețul acțiunilor companiilor listate este influențat în mod direct de condițiile macroeconomice interne și externe – factori precum creșterea economică, stabilitatea fiscal-bugetară, nivelul inflației și dobânzilor, precum și evoluțiile economice din Uniunea Europeană.

Pentru companiile de stat din România listate la Bursă, sănătatea economiei naționale are un impact major asupra profitabilității lor și, implicit, asupra evaluării lor bursiere.

În perioade de creștere economică robustă și consum ridicat, aceste companii tind să aibă rezultate financiare mai bune, sporind interesul investitorilor și prețurile acțiunilor. În schimb, deteriorarea contextului economic – de pildă, o recesiune sau un deficit bugetar scăpat de sub control – erodează încrederea investitorilor.

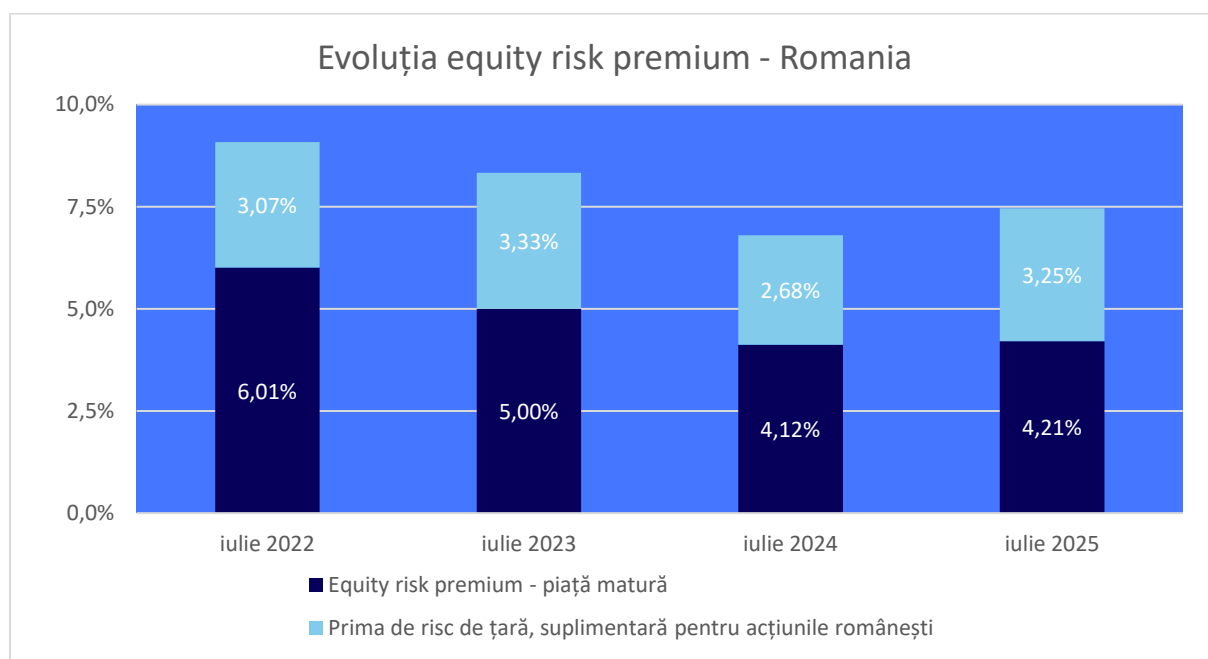
România, ca parte a Uniunii Europene, resimte și influența condițiilor economice europene: dacă principalele economii europene (ex. Germania, principalul partener comercial al României) încetinesc sau intră în criză, cererea pentru produsele și serviciile companiilor românești scade, afectându-le veniturile. Totodată, politicile monetare și fiscale la nivelul Uniunii Europene (cum ar fi creșterea dobânzii de referință de către Banca Centrală Europeană – BCE, în contextul inflației) pot influența fluxurile de capital către piețele emergente. De exemplu, dobânzile mai mari în zona euro pot reduce apetitul investitorilor pentru active mai riscante din România, ceea ce poate duce la creșterea costurilor de finanțare și la presiuni asupra cotațiilor acțiunilor locale.

Un aspect critic pentru prețul acțiunilor și pentru mediul politic este riscul de țară, legat de stabilitatea economică și politică a României. Acest risc este atent monitorizat de agențiile internaționale de rating (Standard & Poor’s, Moody’s, Fitch), ale căror evaluări influențează percepția investitorilor străini. În ultimii ani, România s-a menținut la limita de jos a categoriei *investment grade* – toate cele trei mari agenții ne situează cu doar o treaptă peste nivelul *junk*, acordând perspectiva negativă din cauza devierilor fiscale și a incertitudinilor politice. Agențiile au avertizat explicit că

fragmentarea și instabilitatea politică pun în pericol consolidarea fiscală și sustenabilitatea finanțelor publice.

Pentru investitori, astfel de semnale sporesc percepția de risc: ***o țară cu instabilitate politică și dezechilibre macro-economice va necesita randamente mai mari pentru a compensa riscurile asumate***. Acest concept se cuantifică prin prima de risc (*equity risk premium* în cazul acțiunilor, respectiv *country risk premium* pentru riscul de țară), care reprezintă randamentul suplimentar cerut de investitori peste rata fără risc (cum ar fi randamentul obligațiunilor guvernamentale de referință) pentru a investi într-un activ riscant. Cu cât situația economică și politică a unei țări este mai volatilă sau imprevizibilă, cu atât prima de risc va fi mai ridicată, reflectând neîncrederea în realizarea beneficiilor scontate ale investiției. În cazul României, acest risc suplimentar se vede în cifre concrete. Investitorii cer o primă de risc ridicată pentru titlurile de stat românești comparativ cu obligațiunile celor mai sigure economii din UE. Spre exemplu, după recente turbulențe politice, obligațiunile României pe 10 ani au înregistrat cea mai slabă performanță din Uniunea Europeană, iar costurile de împrumut au crescut – semn că investitorii solicită randamente mult mai mari față de obligațiunile germane echivalente. Practic, diferența de dobândă (*spread*) dintre obligațiunile românești și cele germane reflectă prima de risc de țară: cu cât România este percepută mai riscantă, cu atât acest *spread* crește.

Similar, pe piața de capital, **prima de risc a acțiunilor românești** este în creștere. Analizele financiare arată că, ținând cont de ratingul suveran (Baa3/BBB-), investitorii solicită un randament total așteptat pentru acțiunile românești de circa 7-8% peste rata fără risc, comparativ cu ~4.2% în economiile dezvoltate cu piețe de capital mature.



Acest excedent include aproximativ 3% prima de risc de țară asociată contextului politic-economic al României. Cu alte cuvinte, pe piața bursieră locală prețurile acțiunilor sunt mai mici (respectiv multiplii de evaluare mai scăzuți) decât ar fi dacă România ar avea profile de risc similare cu țările stabile, tocmai pentru că investitorii cer o compensație mai mare pentru riscurile percepute aici (inflație instabilă, deficit bugetar mare, posibilitatea de măsuri fiscale neașteptate, etc).

Agențiile de rating influențează direct această primă de risc prin calificativele și perspectiva oferite. **Atunci când o agenție retrogradează ratingul sau scade perspectiva de la „stabil” la „negativ”,**

efectele pot fi imediate: crește costul la care guvernul și companiile se pot împrumuta și scade apetitul investitorilor pentru activele românești. Un scenariu de pierdere a ratingului *investment grade* (adică intrarea în categoria „junk”) este deosebit de temut, deoarece ar alunga un segment important de investitori instituționali (mulți au restricții de a investi în active cu rating speculativ) și ar duce la creșterea abruptă a costurilor de finanțare. Cele trei mari agenții au avertizat că o asemenea retrogradare ar avea **„implicații semnificative asupra costurilor de împrumut și a încrederii investitorilor”** în România. Deja simpla plasare a perspectivei pe negativ echivalează cu un semnal de alarmă: investitorii își ajustează evaluările, cerând randamente mai mari (sau lichidând parțial deținerile), ceea ce poate pune presiune pe prețurile acțiunilor companiilor românești.

În contextul companiilor de stat listate la Bursa, acest lucru reprezintă un dezavantaj politic deoarece scăderea valorii de piață a acestor companii (din cauza creșterii primei de risc de țară) poate fi interpretată ca o pierdere pentru stat. De exemplu, dacă acțiunile Hidroelectrica scad nu din cauze operaționale, ci din cauza că România a pierdut încrederea investitorilor, politicienii vor fi nevoiți să gestioneze percepția că listarea a „vulnerabilizat” compania la riscuri externe, deși în realitate declinul ar reflecta problemele macroeconomice interne (deficite, instabilitate guvernamentală).

Reacția Bursei de Valori București la schimbările politice



Este clar, așadar, că **politica internă și macroeconomia sunt interconectate cu piața de capital. Deciziile guvernamentale privind deficitul bugetar, datoria publică, taxele sau investițiile publice influențează direct climatul economic și încrederea investitorilor.** În România, mediul politic instabil din ultimul deceniu – cu schimbări frecvente de guverne, incoerențe în politici economice și întârzieri în reforme – a alimentat percepția de risc. Acest lucru s-a tradus printr-un cost al capitalului mai ridicat: atât statul, cât și companiile (inclusiv cele listate) plătesc dobânzi și primesc evaluări mai scăzute decât ar fi într-un mediu politic previzibil. *Equity risk premium* este, în esență, barometrul numeric al riscului politic și economic al țării. Monitorizarea de către agențiile de rating și de investitori a indicatorilor macro (inflație, creștere PIB, deficit, datorie) este permanentă, iar orice derapaj (de exemplu depășirea țintelor de deficit sau măsuri populiste pre-electorale) este sancționat prin scăderea încrederii și creșterea primei de risc.

Pe de altă parte, un mediu macroeconomic solid poate aduce beneficii enorme companiilor listate și, implicit, statului ca acționar. Stabilitatea politică și predictibilitatea economică reduc prima de risc și permit o evaluare mai bună a companiilor: investitorii sunt dispuși să plătească multipli mai ridicați (deci prețuri mai mari pe acțiuni) într-o țară unde riscurile de șocuri politice sau crize economice sunt mici. În plus, atunci când indicatorii macroeconomici sunt pozitivi – creștere economică peste media

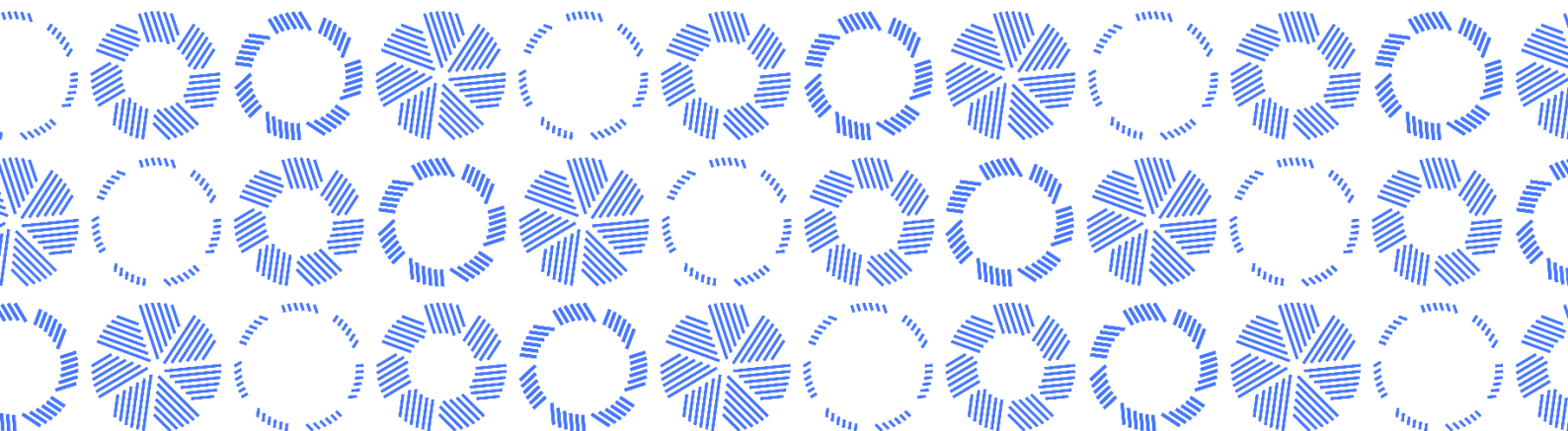
UE, datorie publică sub control, absorbție eficientă de fonduri europene – România poate urca în clasificările agențiilor de rating și ale indicilor globali, ceea ce ar reduce costul de finanțare și ar atrage noi investiții de portofoliu.

Un exemplu de succes regional îl reprezintă Polonia, care a demonstrat cum listarea extensivă a companiilor de stat, combinată cu politici macroeconomice prudente, poate dezvolta robust piața de capital. Polonia a obținut încă din 2018 statutul de Piață Dezvoltată în indicele FTSE Russell – fiind prima economie din Europa Centrală și de Est care a atins această clasificare, o recunoaștere a progreselor economice și a infrastructurii pieței de capital poloneze. În urma reclasificării, nu mai puțin de 37 de companii poloneze au fost incluse în indicii piețelor dezvoltate, printre care giganți precum PKO Bank Polski, PKN Orlen, PGNiG, etc., demonstrând dimensiunea și lichiditatea pieței de capital din Varșovia. Acest reclasificare pozitivă a redus semnificativ percepția de risc pentru Polonia și a atras un volum și mai mare de capital străin. Drept rezultat, companiile listate poloneze beneficiază de evaluări superioare și de acces mai facil la finanțare, iar statul polonez a încasat fonduri importante din privatizările parțiale, investite apoi în economia națională. Lecția Poloniei subliniază legătura strânsă dintre macroeconomie și piața de capital. Guvernanța responsabilă a economiei și un cadru politic stabil, cresc încrederea investitorilor, micșorează prima de risc și ridică valoarea acțiunilor companiilor, inclusiv a celor deținute de stat.

În concluzie, dependența prețului acțiunilor de condițiile economice interne și europene poate reprezenta o provocare. Listarea companiilor de stat „obligă” statul să joace după regulile pieței – iar piața penalizează lipsa disciplinei fiscale, și a unui cadru economic și predictibil prin scăderea valorii acțiunilor. Dependența prețului acțiunilor de economia României și a UE înseamnă că piața de capital funcționează ca un barometru al încrederii în politicile economice și în direcția țării – oferind totodată un impuls permanent pentru factorii de decizie de a menține cursul stabil și pro-dezvoltare.

4.c. Limitarea puterii de decizie a instituțiilor statului român ca unic acționar în companiile listate.

Aceasta este o pseudo-problemă, având în vedere că listarea unor pachete minoritare de acțiuni nu va reduce, în mod efectiv, puterea de decizie a statului ca acționar majoritar în companiile pe care le deține. Cu toate acestea, după listare, statul va trebui să se supună regulilor pieței de capital, care sunt în concordanță cu cele ale OECD, precum și cu regulile predominante la nivelul statelor membre din cvasi-majoritatea țărilor UE.



05 CONCLUZII

Din argumentele prezentate în capitolele acestei lucrări reiese în mod clar că beneficiile listării unor pachete minoritare din companiile de stat pe piața de capital sunt semnificativ mai mari decât eventualele dezavantaje menționate anterior.

Printre principalele avantaje se numără transparentizarea activității, profesionalizarea Consiliilor de Administrație și o orientare sporită către profitabilitate.

În plus, atragerea unor surse de finanțare care nu depind de bugetul de stat, precum și generarea de venituri suplimentare la buget prin impozitele și taxele plătite de investitorii privați reprezintă beneficii directe pentru echilibrarea fiscal-bugetară.

Un avantaj indirect pentru întreaga societate și pentru economia românească este potențialul de creștere a capitalizării Bursei de Valori București, prin listarea acestor pachete de acțiuni minoritare. Mai mult, atragerea către bursă a unor companii de stat care nu erau orientate către performanță și piață poate stimula creșterea economică și, totodată, poate genera venituri suplimentare la buget – sau cel puțin poate reduce nevoia de sprijin financiar din partea statului pentru companiile care înregistrează pierderi în mod cronic.

Faptul că prețul acțiunilor companiilor de stat poate scădea în condiții economice adverse, la nivel național sau internațional, reprezintă un efect negativ potențial, dar temporar și pe termen scurt. Totuși, acest aspect contribuie la creșterea responsabilității în ceea ce privește guvernanta acestor companii.

06 DESPRE ASOCIAȚIA CFA ROMÂNIA

Asociația CFA România (CFA Society Romania) este organizația profesioniștilor în investiții din România, deținători ai titlului Chartered Financial Analyst (CFA®), calificare administrată de CFA Institute (USA). Asociația CFA România este una dintre cele peste 160 de societăți membre ale CFA Institute, și are misiunea de a promova interesele specialiștilor în investiții și de a menține standarde ridicate de integritate și excelență profesională.

În prezent, Asociația CFA România are peste 270 de membri, deținători ai titlului de Chartered Financial Analyst (CFA®). Comunitatea CFA mai cuprinde și aproximativ 140 de candidați la unul din nivelurile de examinare. Profesioniștii care sunt membri ai Asociației CFA România lucrează pentru instituții de reglementare, instituții supranaționale, instituții bancare, firme de asigurări, firme de intermediere de valori mobiliare, firme de asset management, fonduri de pensii, firme de consultanță, sectorul public, instituții de învățământ, companii care activează în diverse sectoare economice etc.

Titlul CFA® este unul dintre cele mai prestigioase din lume în rândul profesioniștilor din domeniul financiar. Administrat de către CFA Institute, programul CFA este un program post-universitar, care pregătește și testează candidații în domeniul eticii și standardelor profesionale, analizei situațiilor financiare, economiei, managementului de portofoliu, analizei și evaluării diverselor instrumente financiare și de investiții. Astăzi, în lume, există peste 190.000 de deținători ai acestui titlu, majoritatea fiind afiliați la cele 160 organizații membre ale CFA Institute. Candidații pentru titlul CFA® trebuie să promoveze o serie de trei examene cu frecvența anuală. Fiecare examen presupune cca. 250-300 de ore de studiu individual. În plus, sunt necesari 3 ani de experiență profesională relevantă în domeniul financiar, precum și aderarea la un cod de standarde etice și profesionale stricte.

AUTORII STUDIULUI

Dragoș Cabat, CFA – Coordonator Studiu Membru Consiliul Director, Asociația CFA România

Dragoș Cabat are o experiență în domeniul financiar de 30 de ani și este în prezent business consultant și fondator la Cabat-Pah Investments. A lucrat în investment banking ca director de analiză, apoi în bănci comerciale ca director de sucursală, trainer, economist șef și director de risc, în cadrul băncilor Unicredit, OTP și Citi. Dragoș Cabat este fondator al portalului RisCo.

A suținut programe de training în domeniul analizei financiare și modelelor de afaceri pentru profesioniști din bănci și firme multinaționale. A publicat numeroase articole în presa scrisă din România și străinătate, are frecvente apariții TV și interviuri radio pe diverse teme economice.

Dragoș deține un MBA din anul 1995 (Canadian MBA Program în România) și a obținut titlul CFA® în anul 2000. În domeniul ESG, a obținut certificatul ESG Investing (CFA Institute), Leading Sustainable Corporations Programme (Said Business School, University of Oxford) și The Wealth Economy (Cambridge).

A fost Președinte, Vicepreședinte sau membru al boardului Asociația CFA România începând cu anul 2001 și membru în Comitetul Indicilor al Bursei de Valori din București în perioada 2007-2014.

Adrian Codirlaşu, CFA – Președinte al Asociației CFA România

Adrian Codirlaşu are o experiență de peste 25 de ani în domeniul bancar, cu o specializare deosebită în gestionarea riscurilor și piețele financiare. Deține titlul CFA® din 2006 și un Doctorat în Economie, cu specializare în Finanțe Internaționale, ceea ce îi conferă o viziune profundă asupra dinamicii piețelor financiare și a instrumentelor economice globale.

Adrian Codirlaşu este Profesor Asociat la DOFIN – Școala Doctorală de Finanțe, din cadrul Academiei de Studii Economice, unde predă cursuri de econometrie, piețe financiare, derivate, instrumente cu venit fix și managementul riscurilor. Ca educator, el își împărtășește expertiza cu următoarea generație de profesioniști în finanțe, promovând înțelegerea teoretică și practică a instrumentelor financiare și a managementului riscurilor într-un context globalizat.

În calitate de Președinte al Asociației CFA România, Adrian Codirlaşu joacă un rol activ în promovarea educației financiare și a standardelor profesionale în domeniul financiar, susținând dezvoltarea continuă a industriei și formarea unor profesioniști cu un înalt grad de competență și integritate.

Alexandra Smedoiu, CFA – Vicepreședinte al Asociației CFA România

Alexandra Smedoiu este Partener în cadrul Deloitte, având o experiență de peste 20 de ani pe piețele de capital. Ea deține titlul CFA® din 2011 și un Doctorat în Economie, cu specializarea în politici fiscale publice. De-a lungul carierei sale, Alexandra a fost implicată în structurarea și implementarea unor tranzacții complexe, în domenii precum fuziuni și achiziții, restructurări financiare și consultanță strategică. Ea a contribuit la dezvoltarea și îmbunătățirea legislației fiscale din România, având un impact semnificativ asupra creșterii transparenței și eficienței pieței financiare.

Alexandra Smedoiu este membră a ACCA (Association of Chartered Certified Accountants), a Camerei Consultanților Fiscali din România și a Chartered Institute of Taxation din Marea Britanie, ceea ce reflectă angajamentul său față de standardele înalte ale profesiei sale. De asemenea, ca Vicepreședinte al Asociației CFA România, Alexandra promovează educația continuă și dezvoltarea profesională în domeniul financiar, susținând standardele etice și profesionale ale industriei.

Cosmin Paraschiv, CFA Trezorier și Membru al Consiliului Director al Asociației CFA România

Cosmin Paraschiv deține titlul CFA® din anul 2021, având o experiență de peste 9 ani în domenii variate ale piețelor financiare, cu un accent deosebit pe administrarea activelor, fintech și consultanța financiară. De-a lungul carierei sale, a demonstrat abilități deosebite în gestionarea portofoliilor financiare, strategii de investiții și analiza piețelor de capital. În prezent, Cosmin Paraschiv este Manager de Portofoliu la NN Pensii România, unde gestionează un portofoliu de acțiuni de peste 3 miliarde de euro.

În calitate de Trezorier și Membru al Consiliului Director al Asociației CFA România, Cosmin Paraschiv joacă un rol important în promovarea educației financiare, susținerea standardelor etice și dezvoltarea profesională a membrilor asociației. Angajamentul său față de integritatea piețelor financiare și față de sustenabilitatea pe termen lung a acestora este evident în implicarea sa activă în diferite inițiative care vizează creșterea transparenței și eficienței pieței financiare din România.

AUTORII STUDIULUI

Răzvan Szilagyi, CFA – Membru al Asociației CFA România

Răzvan Szilagyi este doctorand în guvernanta corporativă la Academia de Studii Economice din București și cadru didactic asociat la FABIZ – ASE. A fost membru al Consiliului Director al CFA România și a fost implicat activ în numeroase inițiative de educație financiară și dezvoltarea piețelor financiare și deține titlul CFA® din anul 2006.

Cu o experiență de peste 20 de ani în industria financiară, a ocupat poziții de conducere relevante pentru guvernanta corporativă, precum cea de Președinte al Consiliului de Administrație al Raiffeisen Asset Management sau membru al Consiliului de Administrație al Cuprumin. A fost CEO al Raiffeisen Asset Management timp de opt ani, iar până în martie 2025 a activat ca Deputy CEO în industria auto.



Liviu Vidrașcu, CFA – Membru al Asociației CFA România

Liviu Vidrașcu este Director adjunct al Direcției Conformitate din cadrul Exim Banca Românească. Deținător al titlului CFA® din anul 2018, are o experiență solidă atât în sectorul public, cât și în cel bancar.

În sectorul public, a contribuit la consolidarea cadrului instituțional de combatere a evaziunii fiscale prin dezvoltarea unor programe de conformare fiscală și antifraudă (2013–2016). Ulterior, a coordonat punerea în aplicare a sancțiunilor internaționale și a participat activ la revizuirea cadrului legislativ privind prevenirea și combaterea spălării banilor, în vederea alinierii cu reglementările și standardele europene.

Din 2020, și-a continuat cariera în domeniul bancar, concentrându-se pe implementarea cerințelor prudențiale privind cadrul de administrare și coordonarea activităților din domeniul KYC/AML/CFT, sancțiuni internaționale și conformitate MiFID.



Irina Răilean, CFA – Membru al Asociației CFA România

Irina Railean este fondatoarea Mosaiq8, o platformă de analiză pentru investiții care promovează analiza fundamentală a companiilor listate la Bursa de Valori București. Ea deține titlul CFA® din 2019 și are o experiență solidă pe piața de capital din România.

De-a lungul carierei sale, Irina a activat ca Equity Analyst, acoperind sectorul energetic și al utilităților prin rapoarte detaliate de analiză și evaluare. Ulterior, a coordonat departamentul de analiză al BT Capital Partners, în calitate de Head of Equity Research, unde a contribuit la extinderea și îmbunătățirea acoperirii companiilor românești prin cercetare riguroasă. Totodată, s-a implicat activ în proiecte de educație financiară și în inițiative dedicate creșterii transparenței pieței de capital locale.



CONTRIBUTOR

Florentina Almăjanu - Director General, Asociația CFA România

Florentina Almăjanu are peste 30 de ani de experiență în conducerea și reprezentarea asociațiilor profesionale din domeniul financiar. De-a lungul carierei, a coordonat campanii de comunicare instituțională, contribuind semnificativ la consolidarea dialogului dintre sectorul financiar și autoritățile publice. În prezent, este Director General al Asociației CFA România, poziție pe care o ocupă de peste 18 ani, după ce a condus timp de două decenii Uniunea Națională a Societăților de Asigurare și Reasigurare din România (UNSAR). Este absolventă a Institutului Politehnic București, Facultatea de Energetică, specializarea energetică nucleară, și deține un master în Finanțe și Asigurări, obținut la FABBV din cadrul ASE București. A beneficiat de o bursă internațională la University of Wisconsin – La Crosse și și-a perfecționat abilitățile de comunicare și reprezentare prin cursuri la UNATC și Royal Academy of Dramatic Art – RADA for Business.



Termeni și condiții: nici una dintre informațiile prezentate în cadrul acestui material nu trebuie interpretată ca o invitație sau recomandare de a achiziționa sau de a dispune de orice produs, sau de a vă angaja în orice altă tranzacție, sau consiliere în domeniul investițiilor, în domeniul juridic sau în oricare alt domeniu. Informația care se regăsește în cadrul acestui material este prezentată numai în scop informativ. Informația prezentată este foarte generală și este posibil să nu fie relevantă în cazuri individuale concrete. Asociația CFA România nu da o garanție asupra gradului de corectitudine și complexitate a informațiilor prezentate în acest material.

