



# Capital Market Review of Romania

TOWARDS A NATIONAL STRATEGY



# Capital Market Review of Romania

TOWARDS A NATIONAL STRATEGY

This work is published under the responsibility of the Secretary-General of the OECD. The opinions expressed and arguments employed herein do not necessarily reflect the official views of the Member countries of the OECD.

The project "Developing a Capital Market Strategy for Growth in Romania" was co-funded by the European Union via the Structural Reform Support Programme (REFORM/IM2020/004). This publication was produced with the financial assistance of the European Union. The views expressed herein can in no way be taken to reflect the official opinion of the European Union.

This document, as well as any data and map included herein, are without prejudice to the status of or sovereignty over any territory, to the delimitation of international frontiers and boundaries and to the name of any territory, city or area.

The statistical data for Israel are supplied by and under the responsibility of the relevant Israeli authorities. The use of such data by the OECD is without prejudice to the status of the Golan Heights, East Jerusalem and Israeli settlements in the West Bank under the terms of international law.

#### Note by Turkey

The information in this document with reference to "Cyprus" relates to the southern part of the Island. There is no single authority representing both Turkish and Greek Cypriot people on the Island. Turkey recognises the Turkish Republic of Northern Cyprus (TRNC). Until a lasting and equitable solution is found within the context of the United Nations, Turkey shall preserve its position concerning the "Cyprus issue".

#### Note by all the European Union Member States of the OECD and the European Union

The Republic of Cyprus is recognised by all members of the United Nations with the exception of Turkey. The information in this document relates to the area under the effective control of the Government of the Republic of Cyprus.

#### Please cite this publication as:

OECD (2022), *Capital Market Review of Romania: Towards a National Strategy*, OECD Publishing, Paris,  
<https://doi.org/10.1787/9bfc0339-en>.

ISBN 978-92-64-43803-3 (print)  
ISBN 978-92-64-56961-4 (pdf)  
ISBN 978-92-64-76285-5 (HTML)  
ISBN 978-92-64-52932-8 (epub)

**Photo credits:** Cover © Andrew Esson/Baseline Arts Ltd; Cover Illustration: Christophe Brilhault.

Corrigenda to publications may be found on line at: [www.oecd.org/about/publishing/corrigenda.htm](http://www.oecd.org/about/publishing/corrigenda.htm).

© OECD 2022

The use of this work, whether digital or print, is governed by the Terms and Conditions to be found at <https://www.oecd.org/termsandconditions>.

# Preambul

În anii dinaintea de pandemia de COVID-19, România s-a bucurat de o creștere economică puternică care a redus decalajul în termeni de venit pe cap de locuitor în raport cu economiile din Uniunea Europeană (UE) cu venituri mari și a dus la o scădere a șomajului. Criza indusă de pandemie a oprit această tendință, provocând, astfel, dificultăți financiare pentru multe companii din cauza scăderii drastice a veniturilor. Criza a dezvăluit, de asemenea, o serie de dificultăți structurale pe termen lung în sectorul corporativ și pe piețele de capital din România. Spre deosebire de multe alte economii, sectorul corporativ din România a avut în 2020 un acces foarte limitat la finanțarea din piață pe termen lung. Faza de redresare și forța pe termen lung a sectorului corporativ din România depind de asigurarea accesului companiilor la o gamă mai largă de opțiuni de finanțare, cum ar fi capitalul public și obligațiunile corporative, precum și la o piață de capital mai dinamică. Un echilibru mai bun între împrumuturile bancare tradiționale și accesul companiilor la surse de finanțare din piață va contribui la integrarea României în sistemul financiar european.

În acest context, Autoritatea de Supraveghere Financiară din România, în colaborare cu Ministerul Finanțelor, a solicitat sprijinul Comisiei Europene în cadrul Programului de sprijin pentru reforme structurale, în vederea realizării unei analize cuprinzătoare a piețelor de capital din România și a dezvoltării unei strategii naționale pentru piața de capital. OECD a fost desemnată ca partener de implementare a proiectului.

Această analiză include o cartografiere a piețelor de capital din România, o evaluare a principalelor probleme identificate și recomandări privind politica de îmbunătățire a modului de utilizare a finanțării din piață de către companiile românești. Recomandările prezentate urmăresc să ofere îndrumări decidenților și autorităților în eforturile lor de a elabora o strategie de dezvoltare a pieței de capital din România.



Analiza face parte din Seria OECD privind piața de capital, care constituie un element preliminar al discuțiilor cu privire la modul în care piețele de capital își pot îndeplini rolul important de a canaliza resursele financiare ale populației către investiții productive în economia reală.

Pentru elaborarea acestui raport, Secretariatul OECD a efectuat cercetări aprofundate pentru a înțelege tendințele și modul de funcționare a piețelor de capital din România. De asemenea, secretariatul a beneficiat de informațiile obținute în urma consultărilor cu reprezentanții autorităților române relevante, cu un număr mare de participanți pe piață și cu alți experți. Anexa prezintă o descriere detaliată a surselor de date și a metodologiei de colectare și analiză a datelor.

Analiza a fost întocmită de o echipă condusă de Serdar Çelik, Șef interimar al Diviziei de guvernanță corporativă și finanțe corporative din cadrul Direcției OECD pentru afaceri financiare și companii, compusă din Thomas Dannequin, Adriana de la Cruz, Carl Magnus Magnusson, Alejandra Medina, Tugba Mulazimoglu și Yun Tang. Raportul a fost elaborat cu sprijinul financiar al Comisiei Europene prin intermediul Direcției Generale de sprijin a reformelor structurale (DG REFORM).

# Rezumat

Toate sectoarele economiei din România pot beneficia de o piață de capital funcțională, care poate alocă capital pentru utilizări productive și poate sprijini redresarea în urma crizei COVID-19. Atunci când sunt create eficient, piețele de capital pot oferi companiilor și antreprenorilor acces la finanțarea de care au nevoie pentru a investi și a se dezvolta și pot consolida rezistența sectorului corporativ la șocurile economice viitoare. De asemenea, oferă populației posibilitatea de a-și direcționa economiile pentru a putea participa la crearea avuției corporative. Având în vedere aceste obiective generale, această Analiză oferă recomandări pentru modalitatea de îmbunătățire a cadrului și a funcționării generale a pieței de capital din România. Aceste recomandări sunt menite să ghideze dezvoltarea unei strategii naționale pentru piața de capital din România.

După o perioadă de stagnare și o redresare relativ lungă după criza financiară din 2008, economia din România a cunoscut o perioadă de creștere relativ ridicată între 2015 și 2019. Acest lucru a dus la convergența nivelurilor de venit pe cap de locuitor raportat la cele din economiile europene mai avansate și la o reducere semnificativă a șomajului. Cu toate acestea, criza COVID-19, care a afectat semnificativ economia din România, a determinat depistarea unor vulnerabilități structurale și amenință acest progres. Alocarea eficientă a capitalului în economie va fi deosebit de importantă pentru redresarea în urma crizei COVID-19.

Se constată că sectorul corporativ din România se bazează prea mult pe finanțarea bancară și că o mare parte a companiilor continuă să aibă acces limitat la credite. Finanțarea din piață poate contribui la acoperirea deficitului de finanțare, sporind în același timp reziliența financiară în sectorul corporativ prin sprijinirea companiilor viabile și prin reducerea perioadei necesare pentru redresare. O piață de capital funcțională asigură accesul la diferite surse de finanțare, care vor fi esențiale pentru promovarea dezvoltării economice durabile în România.

În prezent, piețele de capital din România rămân subdimensionate. Cota țării în capitalizarea bursieră totală a Uniunii Europene este cu mult sub ponderea sa în PIB. Din 2008, 45 de companii s-au delistat de pe piața principală a Bursei de Valori București, comparativ cu doar 16 companii care s-au listat. Din 2017, nu s-a mai accesat capital monetar prin IPO (oferta publică inițială), iar până în 2020 activitatea SPO (ofertă publică secundară) a fost la fel de scăzută. Accesul la credit este deficitar, în special la capitalul disponibil pe piața de capital. Chiar dacă 99% din finanțarea datoriilor companiilor din România este formată din împrumuturi bancare, totalul creditelor bancare raportat la PIB reprezintă doar o treime din media UE, în timp ce finanțarea din piață reprezintă doar o optime din nivelul mediu al UE. În plus, IMM-urile din România prezintă niveluri scăzute de capitalizare, iar o parte semnificativă a companiilor au acces limitat la credite. În ciuda faptului că s-a implementat un sistem de fonduri finanțat de fondurile de pensii private, dezvoltarea limitată a pieței interne a valorilor mobiliare împiedică fondurile de pensii să-și diversifice portofoliile către un echilibru între riscuri și rentabilitate.

Pentru a continua progresul economic din anii dinainte de pandemie și, pentru a se asigura că acesta este sustenabil pe termen lung, este esențial să se sporească investițiile în creșterea productivității atât în capitalul fizic, cât și în cel uman. Acest lucru necesită punerea la dispoziția companiilor românești a unor modalități prin care să poată accesa finanțare din piață. Prin recompensarea investitorilor care furnizează capital și care contribuie la crearea avuției sectorului corporativ, piețele de capital creează, de asemenea, o legătură importantă între companii și populație.

Recomandările furnizate în această Raport sunt menite să ajute autoritățile române să îmbunătățească cadrul legal, de reglementare și instituțional pentru piețele de capital și, în cele din urmă, să pregătească o strategie națională pentru piața de capital. Acest proces va implica în mod necesar colaborarea diferitelor autorități guvernamentale și de supraveghere, precum și a entităților din sectorul privat, în special a Bursei de Valori București. Recomandările sunt organizate în șase domenii principale:

**Îmbunătățirea condițiilor de listare la bursa de valori** prin: revizuirea procedurii de atragere de capital din perspectiva de reglementare, atât pentru ofertele publice inițiale, cât și pentru cele secundare; Îmbunătățirea standardelor de guvernanță corporativă prin promovarea unei transparențe sporite a activităților comitetului de audit; listarea întreprinderilor de stat semnificative din punct de vedere financiar și asigurarea că acestea respectă cele mai înalte standarde de guvernanță corporativă; dezvoltarea unei campanii naționale public-private pentru a încuraja companiile să utilizeze finanțarea prin piață; și, prioritizarea autorizării și înființării unei contrapărți centrale.

**Creșterea lichidității bursiere secundare prin:** stabilirea unui mecanism care oferă participanților la piață cercetări cantitative independente asupra companiilor mai mici fără costuri sau subvenționează companiile de brokeraj pentru furnizarea unor astfel de cercetări pieței; crearea unei campanii naționale pentru a ajunge la acționarii inactivi pentru lichidarea acțiunilor legate de programul de privatizare din anii 1990; reducerea comisionului de tranzacționare perceput de ASF; simplificarea declarației impozitului pe câștiguri de capital și a modalităților de plată pentru a stimula participarea investitorilor la bursă; creșterea nivelurilor de free float ale companiilor deja listate; și, îmbunătățirea eficienței managementului garanțiilor în România pentru a sprijini dezvoltarea operațiunilor de împrumut de titluri de valoare și a pieței instrumentelor financiare derivate.

**Stimularea unei piețe dinamice de dezvoltare a IMM-urilor** prin: stabilirea unei cooperări între bursă și Camera de Comerț și Industrie a României pentru a promova utilizarea finanțării bazate pe piață în rândul IMM-urilor; oferirea de seminarii și sesiuni de formare privind finanțării din piață pentru IMM-uri; creșterea pragului de renunțare la cerințele privind prospectul pentru a încuraja IMM-urile să facă oferte publice pentru a ajunge la un grup mai mare de investitori; sprijinirea companiilor mai mici în pregătirea informațiilor relevante și corecte care să fie dezvăluite investitorilor; proiectarea unui mecanism de transfer al companiilor listate pe piața AeRO pe piața principală; și, creșterea vizibilității pieței de capital privat și de capital de risc din România pentru agențiile guvernamentale tradiționale, fondurile de fonduri și alți administratori de active.

**Promovarea economiilor gospodăriilor** prin: utilizarea băncilor cooperative ca parteneri cheie în implementarea unui instrument digital de economisire la costuri reduse; valorificarea Strategiei naționale pentru educație financiară pentru a consolida cooperarea între toate părțile interesate relevante; și, introducerea unui cont de economii individual, simplificat, scutit de impozite, adaptat gospodăriilor românești.

**Creșterea rolului investitorilor instituționali** prin: revizuirea metodologiei de ponderare a riscurilor aplicabilă fondurilor de pensii pentru a crește universul investibil al claselor de active; permiterea fondurilor de pensii să împrumute valori mobiliare; creșterea deductibilității fiscale a contribuției anuale la Pilonul III; și promovarea schemelor de pensii ocupaționale în sfera campaniei naționale public-private, cu scopul de a stimula economisirea pe termen lung.

**Facilitarea finanțării din piață a datoriei pe termen lung** prin: efectuarea unei revizui a cadrului de reglementare pentru a simplifica procesul de listare; reevaluarea cerinței de convocare a adunării generale extraordinare pentru emisiunile de obligațiuni; luarea în considerare a existenței vreunei autorități care să dețină capacitatea și datele necesare pentru a furniza ratinguri de credit pieței; adaptarea cadrului de reglementare actual al fondurilor de pensii care recunoaște doar ratingurile de credit de la cele trei mari agenții internaționale, pentru a include mai multe agenții de rating de credit; și, oferirea de stimulente pentru emitenții și investitorii în obligațiuni verzi.

# 1 Principalele recomandări

---

Acest capitol conține un rezumat al recomandărilor furnizate în Raport. Recomandările sunt organizate pe cinci arii principale concentrate pe îmbunătățirea condițiilor pentru listarea pe piața de capital, creșterea lichidității pe piața secundară, susținerea dezvoltării și creșterii pieței IMM-urilor, promovarea economiilor în rândul gospodăriilor, creșterea rolului investitorilor instituționali și facilitarea finanțării pe termen lung prin mecanisme de piață. Capitolul conține și o foaie de parcurs cu indicarea posibilelor autorități responsabile pentru implementarea acestor recomandări, precum și un calendar estimativ de implementare. Un set de indicatori cheie privind piața de capital din România este de asemenea prevăzut.

---

Acesta este un extras tradus din versiunea originală în limba engleză.

Recomandările prezentate în această analiză sunt menite să ajute autoritățile din România să îmbunătățească cadrul juridic, de reglementare și instituțional pentru piețele de capital și, în cele din urmă, să pregătească o strategie națională privind piața de capital. Acest proces va implica în mod obligatoriu colaborarea diferitelor autorități guvernamentale și de supraveghere, precum și a entităților din sectorul privat, în special Bursa de Valori București. Recomandările sunt organizate în șase domenii principale. Pentru a facilita implementarea acestora, se pune la dispoziție un Plan de recomandări, care sintetizează toate recomandările și indică o posibilă autoritate principală responsabilă, precum și un calendar orientativ pentru punerea în aplicare. Mai jos este prezentat un rezumat al recomandărilor din fiecare domeniu.

## 1.1. Îmbunătățirea condițiilor de listare la bursa de valori

Piața de capital din România se caracterizează printr-o lipsă acută de firme și o scădere generală a activității. Piețele puternice de capital permit companiilor inovatoare să aibă acces la capital și să joace un rol important în îmbunătățirea capacității de producție din punct de vedere economic. Acestea reprezintă, de asemenea, o modalitate de a oferi populației posibilitatea de a participa la crearea avuției corporative. Un scenariu funcțional al pieței de capital, care poate mobiliza fonduri și le poate alocă în mod productiv, va fi deosebit de important în perioada de redresare care urmează crizei COVID-19. Mai jos sunt prezentate o serie de posibile inițiative privind politica de îmbunătățire a situației pieței de capital din România.

Procedura de majorare a capitalului social ar trebui revizuită din punct de vedere legislativ, atât în ceea ce privește listările inițiale, cât și în ceea ce privește ofertele publice secundare. Autoritatea de reglementare își poate evalua procesele interne, concentrându-se pe simplificarea procedurilor și pe reducerea timpului necesar atragerii de capital. În măsura în care comisioanele de consultanță asociate listării reprezintă o barieră în calea dezvoltării ulterioare a piețelor de capital, pe lângă măsuri precum piețele alternative, guvernul poate lua în considerare oferirea de sprijin financiar direct sau indirect companiilor în cauză. Ar putea fi luate în considerare, de asemenea, cadrul pentru acorduri alternative de listare, cum ar fi înregistrările directe și companiile de achiziție cu scop special (SPAC). Dezvoltarea unui cadru de reglementare pentru instrumentele de investiții, cum ar fi REIT, ar putea sprijini dezvoltarea unor sectoare importante ale economiei prin asigurarea accesului la finanțare din piață.

Standardele de guvernanță corporativă ar trebui îmbunătățite. În mod specific, ar trebui promovată comunicarea/dezvăluirea punctelor de pe ordinea de zi în cadrul reuniunilor comitetului de audit și a activității desfășurate în cadrul reuniunilor. În plus, întreprinderile de stat cotate la bursă ar trebui să asigure un tratament echitabil al acționarilor (indiferent de rezidența investitorului).

În vederea extinderii investițiilor, în prezent limitate, care împiedică dezvoltarea piețelor de capital, guvernul poate lua în considerare listarea companiilor de stat importante din punct de vedere financiar, împreună cu mărirea free float-ului scăzut ale companiilor de stat listate. Compania producătoare de energie Hidroelectrică și compania aeroportuară CNAB sunt doi candidați importanți pentru listarea la bursă. Având în vedere dimensiunea lor și interesul investitorilor instituționali existenți, o listare minoritară a acestor companii ar putea fi un catalizator important pentru piața de capital din România. Este esențial ca procesul să fie tratat cu maximă transparență, în conformitate cu cele mai bune practici internaționale, iar argumentele pentru listarea acestora să fie comunicate în mod clar. În plus, pentru a promova transparența, precum și pentru a da un exemplu pentru restul pieței, aceste companii ar trebui să adere la cele mai înalte standarde de guvernanță corporativă, cu referire atât la Principiile G20/OECD privind Guvernanța Corporativă, cât și la Ghidurile OECD privind Guvernanța Corporativă a companiilor de stat. De asemenea, ar trebui depuse eforturi pentru a transla pe piața principală companiile de stat listate în prezent pe piața alternativă AeRO.

Pentru a îmbunătăți cunoștințele generale ale companiilor și interesul pentru piața de capital, mai multe părți interesate ar putea să se reunească într-o campanie națională public-privată pentru a încuraja



companiile să utilizeze finanțarea din piață. ASF și bursa de valori, în cooperare cu asociațiile din piața financiară, ar trebui să se angajeze într-o campanie de conștientizare dedicată și ținută pentru a informa directorii corporativi și alți actori relevanți despre numeroasele oportunități de finanțare din piață. Inițiativa ar putea contribui, de asemenea, la promovarea investițiilor făcute pe piața de capital din România de către investitorii străini. Aceasta ar putea fi creată din platforma existentă „Made in Romania” (Prodot în România), care este gestionată de bursa de valori. Această platformă ar putea fi utilizată pentru schimbul de informații și pentru orientarea companiilor în intenția lor de a începe să utilizeze finanțarea din piață. S-ar putea stabili un număr ținută anual pentru listările noi ca o modalitate de a evalua progresul.

În paralel, cu încurajarea companiilor de a se lista la bursă, guvernul poate lua în considerare sprijinirea înființării de companii de investiții cotate la bursă sau de fonduri care se concentrează pe investiții în firme necotate care nu sunt încă pregătite să fie listate la bursă. Acest lucru ar face ca o gamă mai largă de titluri de valoare să fie puse la dispoziția potențialilor investitori prin intermediul bursei de valori. Având o firmă de investiții profesională în calitate de proprietar ar putea ajuta, de asemenea, companiile necotate să se pregătească pentru aderarea la standardele care sunt asociate cu o posibilă listare publică ulterioară. Sprijinul în acest scop ar putea include crearea unei platforme care să pună în legătură investitorii cu companiile private (acordul dintre BVB și platforma de multifinanțare a fondurilor de capital SeedBlink ar putea fi un exemplu de urmat) și/sau stimulente financiare prin credite fiscale în primii ani de funcționare pentru astfel de companii de investiții nou înființate. Este important de menționat faptul că, din cauza efectului său asupra încrederii și eficienței piețelor de capital, finalizarea înființării unei Contrapărți Centrale (CPC) ar trebui să fie o prioritate. Entitățile private care sunt acționari ai CPC ar trebui să continue procesul de finalizare a documentației și etapele necesare pentru autorizarea entității și să continue colaborarea cu ASF, care recunoaște importanța proiectului.

## 1.2. Creșterea lichidităților la bursa secundară

Buna funcționare a piețelor primare de capital depinde de un anumit nivel de activitate pe piețele secundare, care facilitează stabilirea unor prețuri corecte și crește reziliența pieței. Piața secundară de capital public din România se caracterizează prin niveluri scăzute de lichiditate, determinate de un număr mare de acțiuni inactive, în special pe piața AeRO. Lichiditatea de pe piața principală este dominată de acțiunile câtorva companii mari.

Pentru a sprijini lichiditatea pe piața secundară a companiilor mici, autoritățile din România pot lua în considerare instituirea unui mecanism care să ofere participanților la piață, fără costuri, analize cantitative independente privind companiile mai mici, sau subvenționarea companiilor de brokeraj pentru furnizarea de cercetări pe piață/întocmirea de rapoarte de analiză. În mod alternativ, autoritățile pot lua în considerare sprijinirea programului recent lansat de bursa de valori, care vizează creșterea gradului de acoperire a cercetării pentru companiile mici și mijlocii. BVB ar putea lua în considerare, de asemenea, extinderea programului astfel încât să acopere companii de pe piața AeRO. Un alt aspect important din punct de vedere strategic, pe care au început să-l abordeze factorii de decizie din România, este dizolvarea acționarilor inactivi care au legătură cu programul de privatizare din anii 1990 pe piața de valori. O astfel de inițiativă ar stimula lichiditatea pe piață. Autoritățile pot lua, de asemenea, în considerare crearea unei campanii la nivel național pentru a ajunge la investitori astfel încât să lichideze acțiunile. În cadrul campaniei, s-ar putea oferi o singură scutire de impozit pe câștigurile de capital pentru a încuraja investitorii să treacă prin procesul de revendicare a acțiunilor lor și de vânzare a acestora. În mod alternativ, investitorilor li se poate oferi posibilitatea de a-și transfera acțiunile deținute într-un cont activ de tranzacționare deschis la un broker autorizat din care să le poată vinde în viitor. De asemenea, guvernul poate numi una/mai multe societate/societăți de brokeraj pentru a sprijini investitorii în cadrul procesului, contra unei taxe prestabilite negociate de autorități.

Costul tranzacționării pe piața bursieră a scăzut deja semnificativ datorită eforturilor bursei de valori și ale ASF. Cu toate acestea, ASF ar trebui să ia în considerare dacă există un beneficiu la nivel de piață prin reducerea taxei de tranzacționare pe care o percepe pe de la partea cumpărătoare pentru a facilita, în continuare, costul de tranzacționare și, în cele din urmă, pentru a crește lichiditatea pieței secundare. În plus, un proces dificil de plată și declarare a impozitului pe câștigurile de capital ar putea descuraja investitorii să participe la piețele de capital într-o anumită măsură. Prin urmare, o simplificare a declarației privind impozitul pe câștigurile de capital și a metodelor de plată poate stimula participarea investitorilor la piața bursieră. Autoritățile pot lua în considerare, de asemenea, introducerea unui sistem de reținere la sursă a taxelor pe câștigurile de capital, pentru a facilita activitatea sistemului de colectare a impozitelor. În plus, o mai mare transparență în ceea ce privește categoriile de cheltuieli deductibile și nedeductibile pentru companiile financiare ar fi benefică pentru participanții din industrie. În plus, pentru a face piața bursieră mai atractivă, ar putea fi luată în considerare acordarea unui credit fiscal sau o scutire temporară de impozit pe câștigurile de capital de pe piața secundară.

Nivelul de free float ale companiilor de pe piața bursieră este o componentă esențială pentru asigurarea lichidității. Nivelurile actuale scăzute de free float pe piața bursieră din România și numărul limitat de companii cu niveluri mai ridicate de free float reprezintă o dificultate pentru lichiditatea globală a pieței. În acest sens și, pe lângă eforturile de a aduce marile companii pe piețele de capital public, autoritățile pot lua în considerare măsuri de creștere a free float-urilor societăților deja cotate la bursă. Un pas ar putea fi evaluarea condițiilor de reglementare și de piață pentru ofertele secundare și acordarea de sprijin companiilor pentru a-și putea acoperi parțial sau integral costurile aferente unor astfel de oferte. În acest scop, ar putea fi utilizate fondurile alocate de UE în contextul Planului de redresare și reziliență pentru România. În plus, pentru a crește numărul de instrumente financiare tranzacționate la BVB, bursa ar trebui să ia în considerare introducerea posibilității de tranzacționare a fondurilor de investiții deschise (UCITS) prin intermediul sistemelor sale, similare cu finanțarea serviciilor Euronext.

În plus, o piață funcțională a instrumentelor financiare derivate îmbunătățește capacitatea investitorilor de a se proteja contra riscurilor, completează dezvoltarea piețelor de capital și oferă oportunități de majorare a lichidității instrumentelor suport. În special, existența unei piețe funcționale a instrumentelor financiare derivate în valută ar permite investitorilor instituționali să se protejeze contra riscurilor aferente investițiile actuale și viitoare și, mai important, ar spori atractivitatea pieței din România pentru investitorii străini. Autoritățile din România și părțile interesate private relevante ar trebui să își intensifice eforturile pentru dezvoltarea unei piețe bine gestionate a instrumentelor derivate în România, inclusiv dezvoltarea unor sisteme de supraveghere a posibilelor vulnerabilități pe care le-ar putea crea o piață a instrumentelor derivate. O altă măsură importantă care ar sprijini, de asemenea, dezvoltarea operațiunilor de creditare și împrumut de titluri de valoare este dacă Depozitarul Central și-ar spori eforturile în pregătirea planurilor de adaptare pentru standardele AMI-SeCo, pentru a îmbunătăți eficiența gestionării garanțiilor în România.

### 1.3. Stimularea unei piețe dinamice de dezvoltare a IMM-urilor

IMM-urile din România se confruntă cu obstacole semnificative în calea accesului la finanțare. Nivelurile scăzute de capitalizare, limitările semnificative în materie de credite și sursele limitate de finanțare externă le-au împiedicat să profite de oportunitățile de dezvoltare. Buna funcționare a piețelor de capital public care vizează IMM-urile, precum și piețele de capital privat, pot juca un rol important în sprijinirea dezvoltării acestora.

Un grad ridicat de dependență de finanțarea internă și de împrumuturile bancare ar putea indica faptul că IMM-urile nu apelează la alte surse de finanțare. O inițiativă utilă ar putea fi stabilirea unei cooperări între bursa de valori și Camera de Comerț și Industrie a României (CCIR) pentru a promova utilizarea finanțării bazate pe piață în rândul IMM-urilor. Întrucât, CCIR reprezintă peste 15.000 de companii din țară, aceasta ar putea juca un rol esențial în dezvoltarea IMM-urilor care au potențial în acest sens, dar care nu dispun

de finanțarea necesară. În cadrul campaniei naționale public-private, experții pieței bursiere ar putea oferi seminare și sesiuni de instruire privind finanțarea pe piață pentru IMM-urile selectate, în special pentru cele care își desfășoară activitatea în domeniile identificate în Strategia de specializare inteligentă din România. Astfel de programe pot contribui la creșterea gradului de conștientizare în rândul IMM-urilor cu privire la beneficiile finanțării din piață de capital și la procedurile relevante.

În ciuda înființării pieței de capital AeRO în 2015, ofertele de capital au fost limitate și aproape toate ofertele au fost implementate și desfășurate ca și plasamente private. Regulamentul (UE 2017/1129) a acordat statelor membre ale UE flexibilitatea de a renunța la cerința prevăzută în prospect în cazul unei emisiuni sub 8 milioane de euro. În România, pragul actual este de numai 1 milion de euro, fiind semnificativ mai mic decât în alte țări membre. Pentru a încuraja IMM-urile să facă oferte publice pentru a ajunge la un grup mai mare de investitori, guvernul poate lua în considerare majorarea acestui prag. Acest lucru ar putea facilita utilizarea ofertelor publice și ar permite companiilor să ajungă la un grup mai mare de investitori. În plus, pentru a sprijini companiile mai mici astfel încât să fie acceptate să tranzacționeze pe piața AeRO, autoritățile din România pot lua în considerare subvenționarea companiilor de brokeraj pentru a le ajuta să pregătească o evaluare relevantă și exactă a perspectivelor financiare ale acestora. În acest sens, încrederea în piață poate fi sporită pentru noii emitenți pe piața AeRO. În acest scop, ar putea fi utilizate fondurile alocate de UE în contextul Planului de redresare și reziliență pentru România.

În plus, pe măsură ce piața de capital AeRO se dezvoltă, o serie de companii au înregistrat o creștere semnificativă și ar putea începe să planifice un viitor transfer pe piața principală cu ajutorul bursei de valori. Este important să se elaboreze un mecanism prin care companiile înregistrate pe piața AeRO să se transfere în cele din urmă pe piața principală și să nu rămână listate pe piața alternativă pe termen nelimitat. Pe lângă faptul că ar ajuta la poziționarea pieței AeRO ca piață pentru companiile mai mici, perspectiva de a se transfera pe piața principală ar putea fi, de asemenea, văzută ca un stimulent pentru unele IMM-uri de a se lista pe această piață.

Capitalul privat, în special capitalul de risc și capitalul de creștere, pot constitui o sursă importantă de finanțare alternativă pentru IMM-uri. Acest lucru este deosebit de important pentru companiile în curs de dezvoltare cărora le lipsesc garanțiile sau fluxurile de numerar stabile. Industria de capital privat din România rămâne în urma celei din țările partenere, în special în ceea ce privește mobilizarea de fonduri. Guvernul și o asociație relevantă din industrie și-ar putea uni forțele pentru a spori vizibilitatea pieței românești de capital privat și capital de risc către agențiile guvernamentale tradiționale, fondurile de fonduri și alți administratori de active. Pentru a promova dezvoltarea pieței de capital privat din România, guvernul poate încuraja mobilizarea de fonduri prin stabilirea unei facilități fiscale pe venitul personal, cum ar fi schema VCT din Marea Britanie. O astfel de schemă ar permite investitorilor să deducă impozitele atunci când investesc în fonduri de capital privat și ar încuraja o participare mai mare a investitorilor individuali. În plus, autoritățile din România ar putea evalua posibilitatea de a sprijini IMM-urile să profite de finanțarea disponibilă prin intermediul Fondului IPO pentru IMM-uri, care va oferi finanțare în etapele pre-IPO, IPO și post-IPO. De exemplu, autoritățile și/sau asociațiile ar putea grupa o serie de IMM-uri care caută finanțare, ar putea oferi sprijin prin intermediul sesiunilor de informare și ar putea ajuta aceste companii să se întâlnească cu managerii de fonduri. De asemenea, merită să se țină cont de faptul că în cadrul portofoliului companiilor de stat necotate există multe companii care ar putea beneficia de un fond de capital privat în calitate de investitor.

Strategia de specializare inteligentă din România (S3) a identificat patru grupuri de specializare cu potențial de inovare care ar putea contribui la tranziția țării către o economie bazată pe cunoaștere. Ar trebui să se dea prioritate acestor grupuri selectate din punct de vedere al sprijinului acordat prin intermediul finanțării din piață, al programelor de cooperare și al strategiilor de dezvoltare, precum și al altor tipuri de sprijin financiar sub formă de granturi și de finanțare a cercetării. În plus, ar putea fi instituit un program de colaborare pentru a crea mai multe legături între sectorul de afaceri și instituțiile de cercetare.

Cadrul pentru ELTIF în Europa poate fi utilizat ca un instrument de investiții pentru a reduce decalajul dintre investitorii independenți și IMM-uri. Regulamentul ELTIF nu numai că impune ca fondurile ELTIF să furnizeze investitorilor independenți un document cu informații esențiale, pe lângă prospect, dar le și acordă o mai mare flexibilitate pentru a le stimula participarea în momentul vânzării activelor. Odată cu revizuirea recentă a cadrului ELTIF, există posibilitatea de a implica investitorii independenți în investiții în IMM-uri și de a sprijini în continuare finanțarea IMM-urilor în România.

#### 1.4. Promovarea economiilor populației

Piețele de capital funcționale oferă populației mai multe oportunități de economisire și permit diversificarea și o mai bună planificare în vederea pensionării. Cu toate acestea, unul dintre principalele obstacole în calea extinderii piețelor de capital din România este nivelul limitat al economiilor populației și alocarea redusă a acestora pentru valorile mobiliare de pe piața de capital. Incluziunea financiară în România s-a îmbunătățit considerabil recent, dar rămâne în urma țărilor la care se raportează.

Pentru a crește proporția populației care are acces la un cont bancar, băncile cooperatiste ar putea deveni un partener cheie în implementarea unui instrument digital cu costuri reduse. Sub supravegherea Băncii Naționale a României, organismul central al cooperativelor de credit – Banca Centrală Cooperatistă Creditcoop – se poate dezvolta prin implementarea unor instrumente digitale ce reduc costurile, de exemplu prin intermediul accesului la servicii prin intermediul telefonului mobil, care le-ar putea permite să ajungă la categoriile populației excluse din punct de vedere financiar.

Deși s-au implementat deja mai multe programe de îmbunătățire a educației financiare, sunt necesare eforturi suplimentare pentru a atinge nivelurile de educație financiară care pot contribui la dezvoltarea unei baze de investitori independenți în România. În acest scop, autoritățile din România pot lua în considerare Strategia Națională pentru Educație Financiară, dezvoltată cu sprijinul OECD, pentru a consolida cooperarea între toate părțile interesate relevante. În acest cadru, ar trebui să se implementeze seminare și cursuri de instruire concepute special pentru investitorii privați, cu scopul de a-i informa cu privire la beneficiile participării active pe piața națională de capital. Bursa de Valori București ar trebui să se alăture acestei inițiative cruciale care va permite populației să-și îmbunătățească nivelul de înțelegere și încredere în piața de capital din România. În special, faptul că BVB a stabilit recent un program de cooperare cu o platformă de crowdfunding o plasează într-o poziție bună pentru a atrage mai mulți investitori independenți pe platformele sale.

În cele din urmă, ca urmare a exemplelor de succes din mai multe țări europene care au introdus conturi individuale de economii care oferă un tratament fiscal favorabil investitorilor individuali, autoritățile pot lua în considerare crearea unui cont de economii individual simplificat, scutit de taxe, adaptat populației din România. Firmele de investiții, societățile de administrare a fondurilor de pensii sau societățile de administrare a activelor ar putea oferi acest cont de economii care investește în conformitate cu norme similare privind investițiile, cum ar fi fondurile din pilonul II, la un cost redus. Acest lucru nu numai că ar spori participarea populației la piața de capital, ci ar putea, de asemenea, să ajute companiile de administrare a fondurilor de pensii să atingă economii la scară mai mare.

#### 1.5. Creșterea rolului investitorilor instituționali

Investitorii instituționali din România ar putea contribui la dezvoltarea piețelor de capital prin furnizarea de capital sectorului real pe termen lung pentru a investi, inova și a se dezvolta. Acest lucru s-a întâmplat în multe alte țări care au stabilit sisteme de pensii finanțate. Cu toate acestea, sistemul din România este încă tânăr și rămân multe provocări. Pentru a continua să stimuleze rolul investitorilor instituționali pe piețele de capital, autoritățile pot lua în considerare inițiativele prezentate în politica de mai jos.

Pe măsură ce sistemul de pensii din România se maturizează, autoritatea de reglementare ar trebui să ia în considerare o abordare strategică pentru a dezvolta sistemul în continuare. Atât pilonul II, cât și pilonul III al sistemului de pensii respectă în prezent limitele investițiilor în diferite clase de active, pentru a asigura o diversificare echilibrată a riscurilor și trebuie să aplice o abordare a activelor ponderate la risc. Aceste restricții, combinate cu foarte puține valori mobiliare disponibile, vor îngreuna sarcina societăților de administrare a pensiilor de a obține o rentabilitate eficientă pentru beneficiarii lor. Prin urmare, autoritatea de reglementare ar trebui să aibă în vedere revizuirea metodologiei de evaluare a riscurilor, aplicabilă în prezent fondurilor de pensii, în vederea creșterii efective a gamei de clase de active în care se poate investi.

În plus, autoritățile ar trebui să ia în considerare posibilitatea ca fondurile de pensii să dea cu împrumut titluri de valoare, cu scopul de a oferi o rentabilitate suplimentară beneficiarilor și de a sprijini lichiditatea pieței secundare, având în vedere rotația limitată a portofoliilor fondurilor de pensii. Având în vedere scopul social al fondurilor de pensii, împrumutarea de titluri de valoare va necesita finalizarea înființării unei Contrapărți Centrale (CPC) și a unei piețe funcționale care să asigure armonizarea și integrarea decontării titlurilor de valoare, precum și gestionarea și implementarea corespunzătoare a garanțiilor.

Sistemul de economisire voluntară nu s-a dezvoltat așa cum era de așteptat, iar soldul din fiecare cont rămâne modest. Prin urmare, guvernul poate lua în considerare creșterea deductibilității fiscale a contribuției anuale și indexarea acesteia într-o proporție corelată cu veniturile la nivel național. România are nevoie de un sistem fiscal care să încurajeze economiile pe termen lung, iar stimulentele fiscale sunt unul dintre multele instrumente pe care guvernul le poate folosi pentru a stimula economiile. În plus, autoritățile pot prioritiza îmbunătățirea mesajelor către public, cu scopul de a îmbunătăți cunoașterea și conștientizarea necesității economisirii unei sume fixe din salariul disponibil. Promovarea produselor de investiții pe termen lung destinate populației ar putea face parte, de asemenea, din campania națională public-privată menționată mai sus. Sistemele de pensii ocupaționale ar trebui, de asemenea, promovate în cadrul campaniei naționale public-private, deoarece reprezintă o altă alternativă pentru a stimula economiile pe termen lung.

Industria fondurilor de investiții este, încă, subdezvoltată în România. În plus, probabil din cauza lipsei valorilor mobiliare cotate, fondurile de investiții alocă acestor instrumente o parte mică din activele lor. În mod similar, industria asigurărilor este, încă, imatură și sunt necesare eforturi suplimentare pentru a continua extinderea acesteia dincolo de asigurarea de bunuri și de răspundere civilă auto. Investițiile societăților de asigurare sunt puternic concentrate pe obligațiuni guvernamentale. Cu toate acestea, în cazul în care industria se dezvoltă în continuare, este de așteptat ca societățile de asigurare să ceară din ce în ce mai mult alte titluri de valoare pe termen lung, care pot oferi niveluri de rentabilitate mai mari. Prin urmare, promovarea participării mai multor emitenți pe piața de capital, fie prin titluri de capital cotate, fie prin obligațiuni corporative, ar putea contribui la dezvoltarea în continuare a întregii piețe. În plus, o simplificare a procesului de aprobare a funcționării a fondurilor, de exemplu prin standardizarea unora dintre documentele necesare, ar putea sprijini în continuare dezvoltarea industriei.

## 1.6. Facilitarea finanțării din piață a datoriei pe termen lung

Piața obligațiunilor corporative din România este subdimensionată, dar ar putea fi dezvoltată în continuare prin abordarea problemelor care vizează o serie de deficiențe. Lipsa generală a accesului la credit din piață pentru multe companii a lăsat economia românească extra-dependentă de finanțarea bancară – atunci când este disponibilă – și în special de finanțarea străină. Extinderea și consolidarea pieței locale a obligațiunilor ar reprezenta atât un pas important către creșterea rezilienței sectorului corporativ, cât și o modalitate de a satisface cererea existentă a investitorilor instituționali locali de a investi în titluri cu venit fix în monedă locală pe termen lung. În acest scop, pot fi luate o serie de măsuri.

Mai mulți participanți la piață și-au exprimat îngrijorarea cu privire la timpul necesar emiterii unei obligațiuni. Ar trebui efectuată o revizuire a reglementărilor în vederea simplificării procesului de listare. Pentru a preveni orice întârziere în aprobarea prospectelor, ASF poate lua în considerare extinderea personalului pentru a sprijini companiile astfel încât să se asigure că documentația este depusă în forma corectă prevăzută în reglementările în vigoare. În plus, ar trebui să se reevalueze solicitarea de a organiza o adunare generală extraordinară a acționarilor pentru a aproba emiterea unei obligațiuni.

Pentru a crește activitatea companiilor pe piețele cu venituri fixe, este important să se abordeze rolul sistemelor de rating de credit. Ar trebui să se evalueze dacă vreo autoritate existentă are capacitățile și datele necesare pentru a furniza ratinguri de credit pe piață. În mod alternativ, ar putea fi luate în considerare subvențiile pentru înființarea unei agenții naționale de rating. O a treia opțiune este de a oferi pur și simplu sprijin financiar companiilor mai mici pentru a obține ratinguri de credit de la o agenție de rating de credit deja înființată. În cele din urmă, cadrul actual de reglementare a fondului de pensii recunoaște doar ratingurile de credit acordate de cei trei actori principali. Acesta ar trebui adaptat în vederea includerii mai multor agenții de rating care respectă standarde riguroase și utilizează metodologii solide.

Investitorii și politicile de investiții ale acestora joacă un rol esențial în dezvoltarea pieței naționale. În prezent, participarea investitorilor instituționali pe piața obligațiunilor corporative este foarte limitată. În timp ce investitorii instituționali tradiționali se află încă într-un stadiu incipient de dezvoltare și rămân la dimensiuni mici, diversificarea investițiilor cu alocarea tot mai mare a obligațiunilor corporative ar putea genera o cerere sporită pentru aceste instrumente și ar încuraja alți emitenți să utilizeze această piață. Acest lucru ar permite în timp dezvoltarea simultană a investitorilor instituționali și a piețelor obligațiunilor corporative. În acest sens, autoritățile din România ar trebui să încurajeze instrumentele de investiții colective să creeze produse diversificate, inclusiv obligațiuni corporative nefinanciare. Ar trebui acordată o atenție specială instrumentelor emise pe piața AeRO pentru a sprijini finanțarea întreprinderilor mijlocii prin intermediul obligațiunilor corporative. În cele din urmă, promovarea investițiilor în obligațiuni corporative nefinanciare de către sectorul bancar ar crea, de asemenea, o cerere suplimentară.

Pentru a promova dezvoltarea pieței obligațiunilor corporative și pentru a finanța nevoile de infrastructură (autostrăzi, rețea apă-canal, etc.) la scară largă ale României, autoritățile ar trebui să ia în considerare finanțarea acestor proiecte prin obligațiuni corporative. Există o serie de proiecte în curs de desfășurare, dar modelul de finanțare utilizat a fost în cea mai mare parte sub formă de împrumuturi bancare. Autoritățile din România ar putea crea parteneriate public-private în care compania din sectorul privat sau o entitate creată în scopul implementării proiectului ar putea emite obligațiuni corporative pentru finanțarea investiției. Acest lucru ar sprijini o creștere a activității în aria obligațiunilor corporative în România, oferind în același timp oportunități de investiții pe termen lung investitorilor instituționali.

Ca măsură combinată de stimulare a pieței obligațiunilor corporative și de facilitare a tranziției verzi a României, guvernul ar trebui să ia în considerare acordarea de stimulente pentru emitenții de obligațiuni verzi, cum ar fi acoperirea costurilor legate de obținerea unei analize externe sau a unui rating pentru obligațiuni într-un cadru de obligațiuni verzi, sociale sau de sustenabilitate recunoscut la nivel internațional. O astfel de măsură recunoaște cheltuielile suplimentare care ar putea fi asociate cu emiterea unei obligațiuni verzi în comparație cu o obligațiune obișnuită și, prin urmare, poate fi utilă în dezvoltarea piețelor de obligațiuni corporative verzi.

Un pas important pentru a sprijini dezvoltarea pieței obligațiunilor corporative este asigurarea unei piețe de obligațiuni guvernamentale funcționale. Prin urmare, este crucial ca managerii care gestionează datoriile guvernamentale din România să continue să utilizeze strategii pentru a construi o curbă de randament a indicelui de referință al monedei locale lichide, crescând totodată scadența medie a obligațiunilor guvernamentale.

În conformitate cu obiectivele stabilite în Planul Național de Redresare și Reziliență al României de a crea oportunități pentru companii, pentru a-și diversifica sursele de finanțare, autoritățile ar putea lua în

considerare alocarea unei părți din fondurile primite de la UE pentru a dezvolta în continuare piața obligațiunilor corporative. În acest sens, fondurile alocate de UE ar putea fi utilizate pentru finanțarea recomandărilor de mai sus pentru a sprijini companiile mai mici să obțină ratinguri de credit, să subvenționeze înființarea unei agenții naționale de rating și/sau să stimuleze emiterea de obligațiuni verzi.