



AUTORITATEA
DE SUPRAVEGHERE
FINANCIARĂ

EVOLUȚIA PIEȚEI DE CAPITAL ÎN TRIMESTRUL I 2023

EVOLUȚIA PIEȚEI DE CAPITAL

ÎN TRIMESTRUL I 2023

Notă

Acest raport prezintă evoluția pieței de capital în trimestrul I 2023. Ca urmare a rotunjirilor este posibil ca totalurile să nu corespundă exact sumei componentelor sau să apară mici diferențe față de variațiile procentuale indicate în grafice sau tabele.

Toate drepturile rezervate.

Reproducerea informațiilor în scopuri educative și necomerciale este permisă numai cu indicarea sursei.

Autoritatea de Supraveghere Financiară, Splaiul Independenței nr. 15, sector 5, cod poștal 050092, București

TELVÉRDE: 0800.825.627

Internet: <http://www.asfromania.ro>

E-mail: office@asfromania.ro

Cuprins

SINTEZĂ.....	3
1. Contextul macroeconomic intern și internațional.....	6
1.1. Contextul macroeconomic local și internațional.....	6
1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale	16
1.3. Statistici privind organismele de plasament colectiv și fondurile de investiții alternative din Europa	18
2. Tendințe și riscuri pe piața de capital.....	22
2.1. Analiza riscurilor – Fonduri de obligațiuni.....	22
2.2. Analiza evoluției riscului sistemic pentru companiile incluse în indicele BET.....	25
2.3. Metode de evaluare a performanței ajustate la risc pentru fondurile de investiții.....	44
3. Piața primară și emitenți	52
3.1. Oferte publice	52
3.2. Alte operațiuni speciale/ Alte evenimente corporative	53
3.3. Operațiuni transfrontaliere.....	54
3.4. Noi emitenți listați/admiși la tranzacționare pe Piața Reglementată sau pe Segmentul SMT al BVB	55
3.5. Instrumente financiare verzi emise în România	56
4. Statisticile BVB	56
4.1. Piața Reglementată	58
4.2. Sistemul Multilateral de Tranzacționare (SMT)	62
4.3. Sisteme de decontare a titlurilor de valoare	64
5. Intermediarii	67
6. Organismele de plasament colectiv.....	71
6.1. Societăți de administrare a investițiilor	71
Administrarea portofoliilor individuale	72
Administrarea organismelor de plasament colectiv (OPC).....	73
6.2. Organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM).....	75
6.3. Fonduri de investiții alternative (FIA)	77
6.4. Societățile de investiții (SI).....	78
6.5. Fondul Proprietatea SA	79
Listă tabele.....	83
Listă grafice.....	84
Listă abrevieri	86

SINTEZĂ

În general, economia globală manifestă o tendință de revenire progresivă de la problemele generate de pandemia de Covid și de războiul din Ucraina. În timp ce economia Chinei prezintă evidențe consistente de refacere, deficiențele din lanțurile de aprovizionare par să se amelioreze, iar șocurile de pe piețele energetice și alimentare generate de război s-au reîntors la tendința pe termen lung. Simultan, eforturile masive și concomitente ale băncilor centrale de înăsprire a politicii monetare au avut succes în reducerea inflației.

La momentul actual cele mai recente prognoze FMI¹ prezintă o creștere globală de 2,8% pentru anul în curs și o creștere de 3% pentru 2024. Inflația globală urmează să scadă la un ritm inferior celui anticipat, de la 8,7% în 2022 la 7% anul acesta și 4,9% în 2024. La nivel internațional, țările emergente și în curs de dezvoltare prezintă un ritm de creștere superior, cu rate ce au crescut de la 2,8% în 2022 la 4,5% în acest an.

Produsul Intern Brut în Uniunea Europeană a crescut cu 0,20% în primul trimestru al anului 2023 față de trimestrul precedent. Această creștere a fost aproape de valoarea expusă în prognoza de primăvară a Comisiei Europene care prefața o creștere de 0,30% pentru Uniunea Europeană și o creștere de 0,10% pentru zona euro.

La nivel național, conform estimărilor preliminare ale Institutului Național de Statistică, în primul trimestru al anului 2023, PIB-ul României a crescut cu 2,3% față de perioada similară din anul anterior, valoare inferioară creșterii economice de 4,5% din trimestrul precedent, care nu a atins așteptările pieței cu privire la o creștere potențială de 3,4%.

În același timp, rata anuală a inflației din România a încetinit în aprilie 2023 până la un nivel de 11,23%, valoare ce reprezintă un minim în ultimele 13 luni. Scăderea s-a înregistrat de la 14,53% în luna precedentă, prețurile crescând într-un ritm mai lent pentru toate componentele principale. Concomitent, Rata inflației în Uniunea Europeană a scăzut la 8,10% în aprilie de la 8,30% în martie 2023.

Banca Națională a României și-a menținut rata de politică monetară neschimbată la 7% pentru a patra ședință consecutivă în mai 2023, în conformitate cu așteptările pieței. Ratele la depozite și facilitățile de credit au rămas, de asemenea, la respectiv 6% și 8%. La nivelul BCE, Consiliul guvernatorilor a decis majorarea celor trei rate reprezentative de dobândă cu 50 de puncte de bază.

La finalul lunii martie 2023 comparativ cu finalul anului 2022, indicii burselor românești au înregistrat evoluții pozitive. Indicele de referință BET a avut o creștere de 3,84% la 31 martie 2023 comparativ cu finalul anului 2022. Indicele BETAeRO a înregistrat o creștere de 7,88%, având cea mai importantă creștere dintre indicii locali, urmat de indicele BET-NG, cu o creștere de aproximativ 7,85%.

Investigarea dinamicii tiparelor de risc sistemic existente la nivelul companiilor incluse în indicele BET a fost realizată cu o suită de modele adecvate analizelor de stabilitate financiară precum CAViaR, CoVaR, Delta CoVaR, și Marginal Expected Shortfall (MES). Independent de măsura de risc sistemic utilizată au

¹ IMF (2023) A Rocky Recovery, World Economic Outlook

fost detectate momente de creștere a riscului sistemic indiferent de sectorul de activitate. Aceste tipare de risc sistemic au fost confirmate de toate modelele utilizate. Astfel cele mai mici contribuții în termeni de risc sunt observate pentru companiile din sectorul imobiliar sau de transport, în timp ce cele mai mari contribuții la riscul sistemic sunt incluse în sectorul energetic. Volatilitatea crescută de pe piața de capital a generat momente de creștere simultană pentru companiile din indicii BET. Pentru perioada curentă de analiză cele mai relevante efecte au fost observate la nivelul lunilor ianuarie și martie.

Valoarea totală tranzacționată pe piața reglementată și SMT a atins nivelul de 2,72 miliarde lei în primul trimestru al anului 2023, în scădere cu 57% comparativ cu aceeași perioadă a anului 2022. Numărul de tranzacții derulate la BVB s-a diminuat cu 36% în primele trei luni din anul 2023, comparativ cu primele trei luni din anul 2022. Aproximativ 95% din valoarea totală a tranzacțiilor a avut loc pe piața reglementată a BVB, restul fiind derulate pe SMT.

Valoarea tranzacțiilor cu titluri de stat la 31 martie 2023 a scăzut față de aceeași perioadă a anului 2022, înregistrând un nivel de aproximativ 43 milioane lei. Acțiunile rămân clasa dominantă de active financiare, cu o pondere de 89% din totalul valorii tranzacționate la BVB până la 31 martie 2023.

Dinamica obligațiunilor suverane la 10 ani a fost predominant descendentă pentru mai multe state europene, așa cum rezultă din analiza prezentată în secțiunile ulterioare.

Alternativ, se observă faptul că o selecție limitată de fonduri de obligațiuni este expusă la riscul de rată de dobândă, și anume cele care au o durată modificată superioară pragului de 4 ani.

Capitalizarea bursieră de pe piața reglementată a atins nivelul de 204,02 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 3% comparativ cu finalul anului 2022, în ciuda contextului geopolitic și macroeconomic nefavorabil.

La finalul trimestrului I 2023 pe piața reglementată administrată de BVB își desfășurau activitatea un număr total de 28 de intermediari, dintre care 18 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și 7 entități autorizate în alte state membre UE.

În cadrul SMT, la finalul primelor trei luni ale anului 2023 erau activi un număr total de 22 de intermediari, din care 17 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și 2 entități autorizate în alte state membre UE.

Cei mai activi intermediari pe BVB (piața reglementată și SMT) au fost SSIF-urile, valoarea intermediată de acestea fiind de aproximativ 3,8 miliarde lei. Intermediarii locali (SSIF și instituțiile de credit) au realizat aproximativ 85% din valoarea totală intermediată. Dintre intermediarii autorizați în alte state membre UE care au efectuat tranzacții pe piețele la vedere, cele mai active au fost firmele de investiții, acestea cumulând o cotă de piață de 10,5%.

Valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România la data de 31 martie 2023 a fost de aproximativ 42,21 miliarde lei, în scădere cu 0,6% comparativ cu finalul anului anterior și cu circa 12% față de 31 martie 2022. La finalul lunii martie 2023, în România își desfășurau activitatea 17 administratori, din care 6 autorizați exclusivi ca și societăți de administrare a investițiilor (SAI), 2 autorizați exclusiv ca și administratori de fonduri alternative de investiții (AFIA), iar 9 având dublă autorizație. De asemenea, la 31 martie 2023, erau autorizate 90 organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), 36 fonduri de investiții alternative (FIA) care includ cele 6 societăți de investiții (SI) și Fondul

Proprietatea. Serviciile de depozitare pentru cele 126 de OPC-uri erau asigurate de 4 depozitari. Totodată, la finalul lunii martie 2023, un număr de 287 de conturi individuale de investiții erau administrate de 3 SAI-uri, valoarea totală a activelor fiind de aproximativ 632 milioane lei, în creștere cu 3,44% față de valoarea de la sfârșitul anului 2022 și în scădere cu aproximativ 4% față de finalul lunii martie 2022. Categoria dominantă din totalul administratorilor continuă să fie grupurile bancare, controlând cea mai mare parte din totalul cumulat al activelor administrate de SAI.

În trimestrul I 2023, toate categoriile de strategie de investiții au avut rezultate pozitive, cele mai bune randamente raportate la riscul asumat fiind înregistrate de cele din categoria MAF (multi-active flexible) și MAA (multi-active agresive).

Pentru piața organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), analizată din perspectiva activelor administrate de SAI-uri, gradul de concentrare este ridicat, la 31 martie 2023, primele trei SAI administrând aproximativ 73% din activele OPCVM și 63% din activele FIA.

La 31 martie 2023, activele nete aferente celor șase societăți de investiții au cumulat aproximativ 10,89 miliarde lei, în creștere cu circa 2 % față de finalul anului 2022 (10,69 miliarde lei). Cele mai mari active nete aparțin SIF Banat-Crișana (SIF1), urmat de SIF Oltenia (SIF5) și de EVERGENT Investments.

Valoarea totală a activelor nete aferente Fondului Proprietatea era de aproximativ 14 miliarde lei la finalul lunii martie 2023, în scădere cu 3,9% față de luna decembrie 2022. Activele FP erau concentrate preponderent în România.

1. Contextul macroeconomic intern și internațional

1.1. Contextul macroeconomic local și internațional

Preambul

În aparență, economia globală manifestă o revenire graduală de la efectele nocive induse de pandemia de Covid și de războiul din Ucraina. În timp ce economia Chinei prezintă evidențe consistente de refacere, distorsiunile din lanțurile de aprovizionare par să cedeze, iar șocurile de pe piețele energetice și alimentare generate de război s-au reîntors la tendința pe termen lung. Simultan, eforturile masive și concomitente ale băncilor centrale de înăsprire a politicii monetare au avut succes în reducerea inflației.

În prezent, cele mai recente prognoze FMI² prezintă o creștere globală de 2,8% pentru anul în curs și o creștere de 3% pentru 2024. Inflația globală urmează să scadă la un ritm inferior celui anticipat, de la 8,7% în 2022 la 7% anul acesta și 4,9% în 2024.

La nivel internațional, țările emergente și în curs de dezvoltare prezintă un ritm de creștere superior, cu rate ce au crescut de la 2,8% în 2022 la 4,5% în acest an. Creșterea lentă este endemică în economiile dezvoltate, în special în zona euro și în Regatul Unit, unde ratele de creștere sunt prognozate să scadă la 0,7% și 0,4% în 2023.

Aceleași prognoze FMI remarcă faptul că, în ciuda acestor tendințe în aparență pozitive, există acumulări de turbulență ce conduc la o situație economică și financiară fragilă, după cum a fost vizibil în recenta perioadă de instabilitate bancară.

Realitățile economice au arătat faptul că inflația este mult mai persistentă decât a fost prognozată. Deși a fost constatată o reducere a inflației globale, aceasta a reflectat în special efectele existente pe piețele energetice și alimentare. Excluzând componentele volatile, se consideră că inflația de bază nu și-a atins punctul maxim în mai multe state³.

Piețele globale de muncă manifestă o contracție relevantă din punct de vedere istoric în cele mai multe economii avansate. În această fază a ciclului economic, așteptările generale gravitează în jurul unor semne superioare de relaxare la nivelul producției și ocupării forței de muncă. În ciuda acestui fapt, atât estimările pentru producție cât și pentru inflație au fost revizuite în creștere, fapt ce sugerează o cerere superioară așteptărilor ce este posibil să necesite o intervenție de politică monetară.

Un nivel ridicat de îngrijorare derivă din faptul că dinamica din ultimele 12 luni a politicii monetare începe să determine efecte importante la nivelul sectorului financiar. După o perioadă prelungită de inflație stabilă și rate extrem de joase, înăsprirea politicii monetare din 2022 a determinat pierderi substanțiale la nivelul activelor financiare cu venit fix și orientate spre termen lung. Instabilitatea financiară manifestată în ultimul trimestru al lui 2022 pe piața obligațiunilor suverane britanice și turbulența observată în Statele Unite ce a culminat cu colapsul unei serii de bănci regionale au ilustrat vulnerabilitățile

² IMF (2023) A Rocky Recovery, World Economic Outlook

³ Gourinchas P.O. (2023) Global Economic Recovery Endures but the Road Is Getting Rocky, IMF Blog

existente la nivelul instituțiilor financiare bancare și nebancale⁴. La nivelul Uniunii Europene, Consiliul guvernatorilor BCE a afirmat reziliența sectorului bancar din zona euro și eficiența instrumentarului de politică monetară BCE în furnizarea de sprijin în cazul intensificării riscurilor sistemice⁵.

Cea mai recentă sinteză BCE asupra evoluțiilor economice și monetare observă o scădere a riscurilor la adresa perspectivei creșterii economice. În ciuda acestui fapt, turbulențele semnificative de pe piețele financiare ar putea înăspri cu o magnitudine mai mare decât s-a anticipat condițiile generale de creditare și sentimentul de piață. Războiul Rusiei împotriva Ucrainei reprezintă în continuare un risc major de scădere economică, ce poate constitui un factor catalizator de creștere pentru prețurile alimentelor și energiei.

Creștere economică

Graficele 1 și 2 prezintă dinamica creșterii economice în intervalul 2020 – 2023:T1 atât ca evoluție la nivel, cât și ca evoluție procentuală comparativ cu perioada anterioară. Conform estimărilor preliminare ale Institutului Național de Statistică, în primul trimestru al anului 2023, PIB-ul României a crescut cu 2,3% față de perioada similară din anul anterior, valoare inferioară creșterii economice de 4,5% din trimestrul precedent, și care nu a atins așteptările pieței cu privire la o creștere potențială de 3,4%. În ciuda acestui fapt, evoluția prezentă marchează al optulea trimestru consecutiv de expansiune a PIB-ului, deși este cea mai slabă creștere din această secvență. Pe o bază trimestrială ajustată sezonier (vezi Grafic 2), economia a crescut cu 0,1% în T1 2023, încetinind de la o creștere de 1% în perioada anterioară. Detalierea evoluției PIB pe trimestre în intervalul 2021 – 2023 este prezentată sintetic în Tabelul 1.

Tabel 1 Evoluția Produsului intern brut trimestrial

		T1	T2	T3	T4	An
- în % față de perioada corespunzătoare din anul precedent -						
Serie brută	2021	99,7	115,4	106,7	102,4	105,8
	2022	106,3	105,0	103,7	104,5	104,7
	2023	102,3	-	-	-	-
Serie ajustată sezonier	2021	99,0	111,5	108,4	105,4	-
	2022	104,9	103,8	103,9	104,3	-
	2023	102,8	-	-	-	-
- în % față de trimestrul precedent -						
Serie ajustată sezonier	2021	102,0	101,8	100,8	100,6	-
	2022	101,6	100,7	101,0	101,0	-
	2023	100,1	-	-	-	-

Sursa: Date INS

Produsul Intern Brut (PIB) în Uniunea Europeană a crescut cu 0,20% în primul trimestru al anului 2023 față de trimestrul precedent. Această creștere a fost aproape de valoarea expusă în prognoza de primăvară a Comisiei Europene care prefața o creștere de 0,30% pentru Uniunea Europeană și o creștere de 0,10% pentru zona euro⁶.

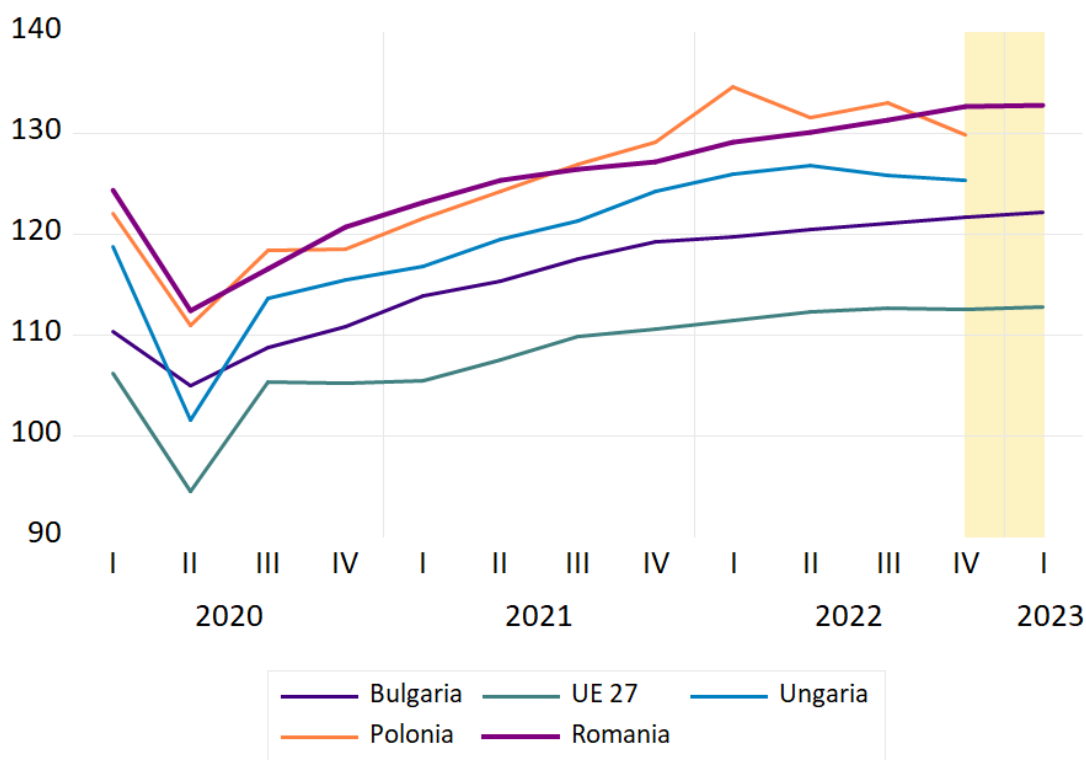
⁴ IMF (2023) A Rocky Recovery, World Economic Outlook

⁵ BCE, Buletin economic nr. 2/2023 – Sinteza

⁶ European Commission (2023) Spring 2023 Economic Forecast: An improved outlook amid persistent challenges

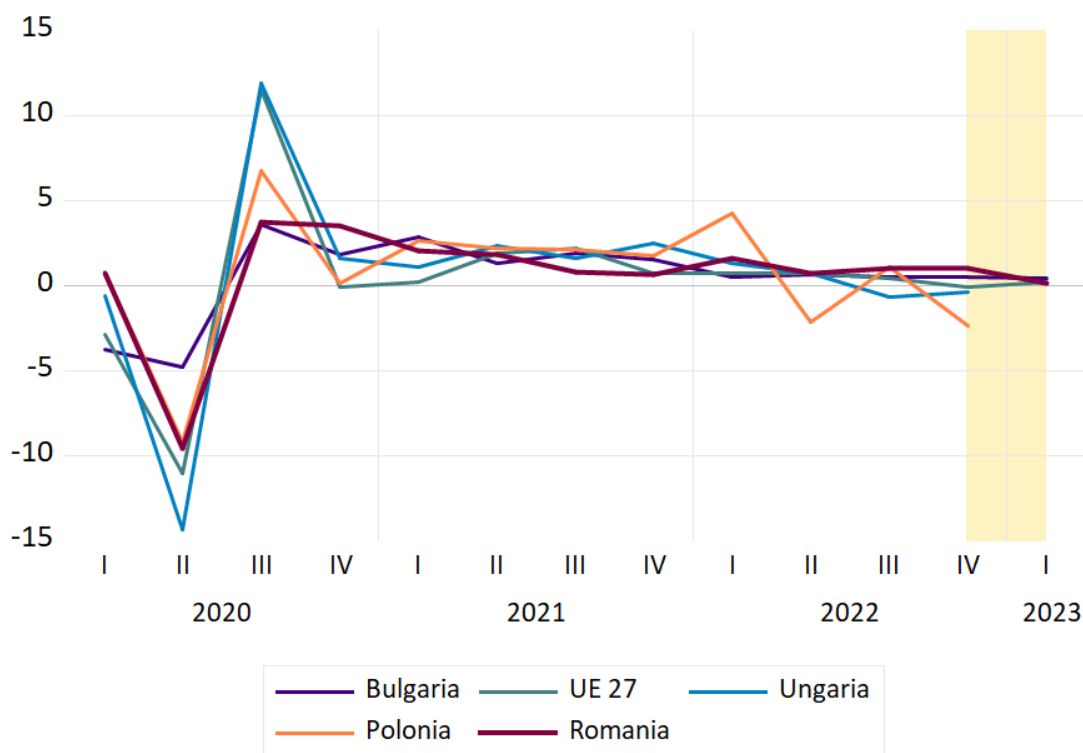
Pentru restul statelor incluse în analiză, nu au fost disponibile date la nivelul platformei Eurostat pentru T1 2023. În ciuda acestui fapt, conform Institutului Național de Statistică din Bulgaria, PIB-ul local a crescut cu 0,40% în primul trimestru al anului 2023 față de trimestrul precedent. Oficiul Central Maghiar de Statistică raportează o scădere a PIB cu 0,20% în primul trimestru al anului 2023 față de intervalul anterior. Mai mult, Oficiul Central de Statistică al Poloniei a estimat faptul că Produsul intern brut național s-a extins cu 3,9% în trimestrul 1 din 2023, redresându-se de la o scădere de 2,3% revizuită în scădere în perioada anterioară și depășind cu ușurință așteptările pieței cu privire la o creștere de 0,7%. Această dinamică reprezintă momentul de expansiune cu cea mai mare magnitudine de la nivelul primului trimestru al anului 2022.

Grafic 1 Creștere economică trimestrială (nivel – Indice 2015 – 100)



Sursa: Prelucrare ASF

Grafic 2 Creștere economică trimestrială (ca modificare procentuală față de perioada anterioară)



Sursa: Prelucrare ASF

Dinamica inflației

Rata anuală a inflației din România a încetinit în aprilie 2023 până la un nivel de 11,23%, valoare ce reprezintă un minim în ultimele 13 luni. Scăderea s-a înregistrat de la 14,53% în luna precedentă, ușor sub previziunile pieței de 11,5%. Prețurile au crescut într-un ritm mai lent pentru toate componentele principale: produse alimentare (19,84% vs 21,56% în martie), produse nealimentare (5,83% vs 11,06%) și servicii (10,64% vs 10,83%). În termeni lunari, prețurile de consum au crescut cu 0,75%, scăzând de la o creștere de 1,01% în martie, conform datelor INS.

Rata inflației în Uniunea Europeană a scăzut la 8,10% în aprilie de la 8,30% în martie 2023, după cum se poate remarca în Graficul 3. Inflația de bază a manifestat un caracter persistent atingând un punct de maxim istoric de 7,6% în luna martie 2023. În ciuda acestui fapt, prognoza de primăvară a Comisiei Europene afirma o scădere graduală pe măsură ce marjele de profit absorb presiunile salariale și condițiile de finanțare se înăsiresc. Mai mult, această tendință a fost observată pentru toate statele din eșantionul de studiu.

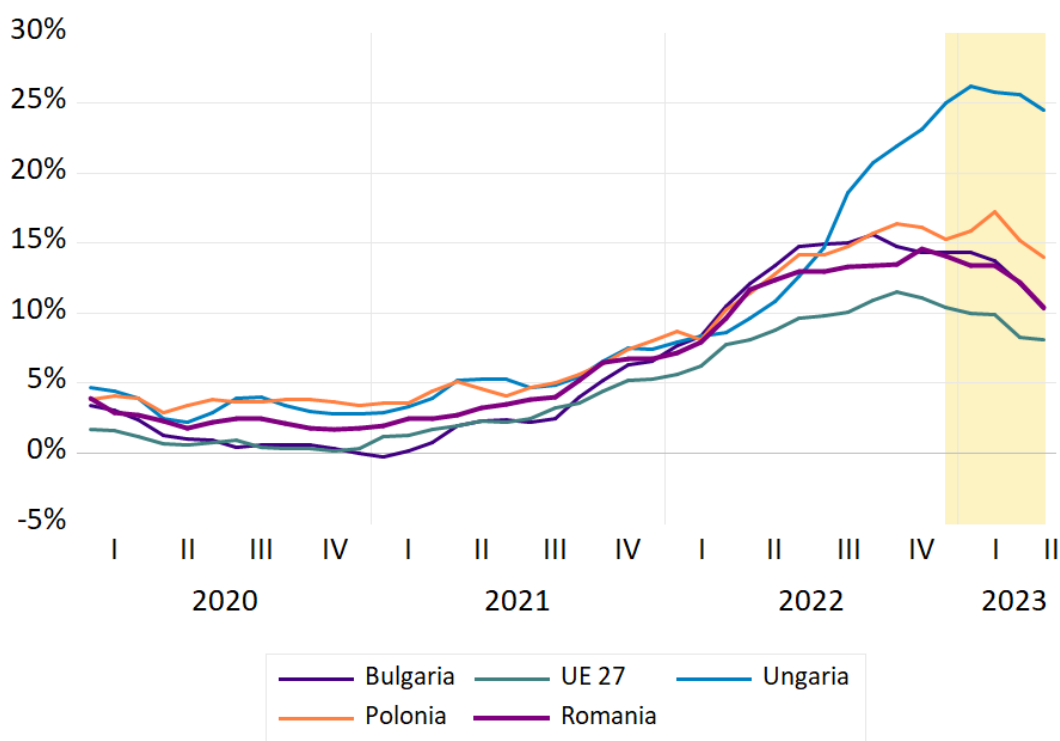
Din perspectiva datelor raportate de Institutul Național de Statistică din Bulgaria, rata anuală a inflației locale a scăzut la 11,6% în aprilie 2023, de la 14% în luna precedentă. Aceasta a marcat cea mai scăzută

valoare din februarie 2022, în principal din cauza prețurilor la alimente care au crescut cel mai puțin în ultimele 14 luni (15,6% față de 21% în martie).

Rata anuală a inflației din Ungaria a scăzut la un minim înregistrat în ultimele cinci luni de 24% în aprilie 2023 de la 25,2% în luna precedentă și ușor sub așteptările pieței de 24,2% (Oficiul Central Maghiar de Statistică).

Rata anuală a inflației în Polonia a fost confirmată la 14,70% în aprilie 2023, în conformitate cu estimările preliminare și scăzând de la 16,10% în martie. A fost cea mai scăzută valoare din mai 2022. Lunar, prețurile de consum au crescut cu 0,7%, comparativ cu o creștere de 1,1% în martie (Oficiul Central de Statistică al Poloniei (GUS)).

Grafic 3 Rata inflației



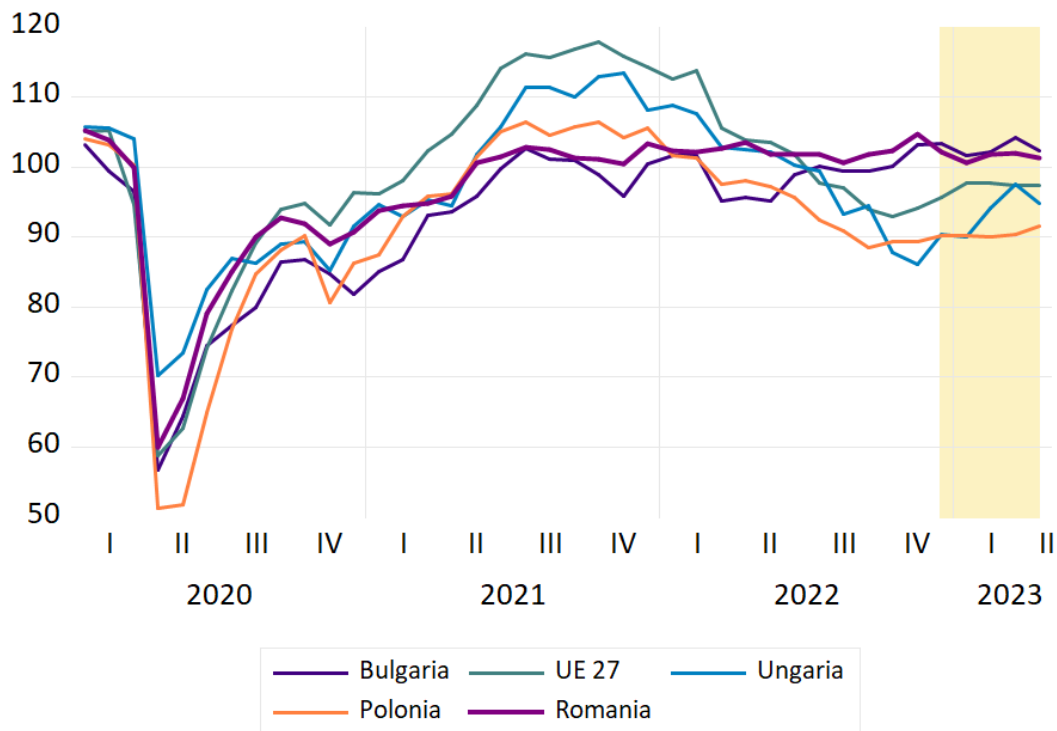
Sursa: Prelucrare ASF

Sentiment economic

Indicatorul de sentiment economic ESI este un indicator compozit ce are ca scop urmărirea dinamicii PIB. Acesta este scalat la o medie pe termen lung de 100 și o deviație standard de 10. În aceste condiții, valorile peste 100 indică un sentiment economic peste medie și vice-versa. După cum se poate observa din Graficul 4, traiectoria indicatorului pentru primul trimestru din anul 2023 a fost relativ stabilă pentru toate statele incluse în analiză. Pentru această perioadă, au fost observate valori lunare peste 100 de puncte

doar pentru cazul României și Bulgariei, în timp ce scorul pentru Uniunea Europeană a fost de 97,3 în luna aprilie.

Grafic 4 Indicator de sentiment economic (ESI)



Sursa: Prelucrare ASF

Piața muncii

Șomajul ajustat sezonier din România a scăzut la 5,4% în martie 2023, de la 5,5% în luna precedentă, indicând cel mai scăzut nivel din septembrie 2021. Numărul șomerilor a scăzut cu 6,2 mii față de luna precedentă, până la 453,1 mii. Pe sexe, rata șomajului pentru bărbați a crescut marginal (5,8% față de 5,7% în februarie), în timp ce cea a femeilor a scăzut (5% față de 5,3%), conform Institutului Național de Statistică.

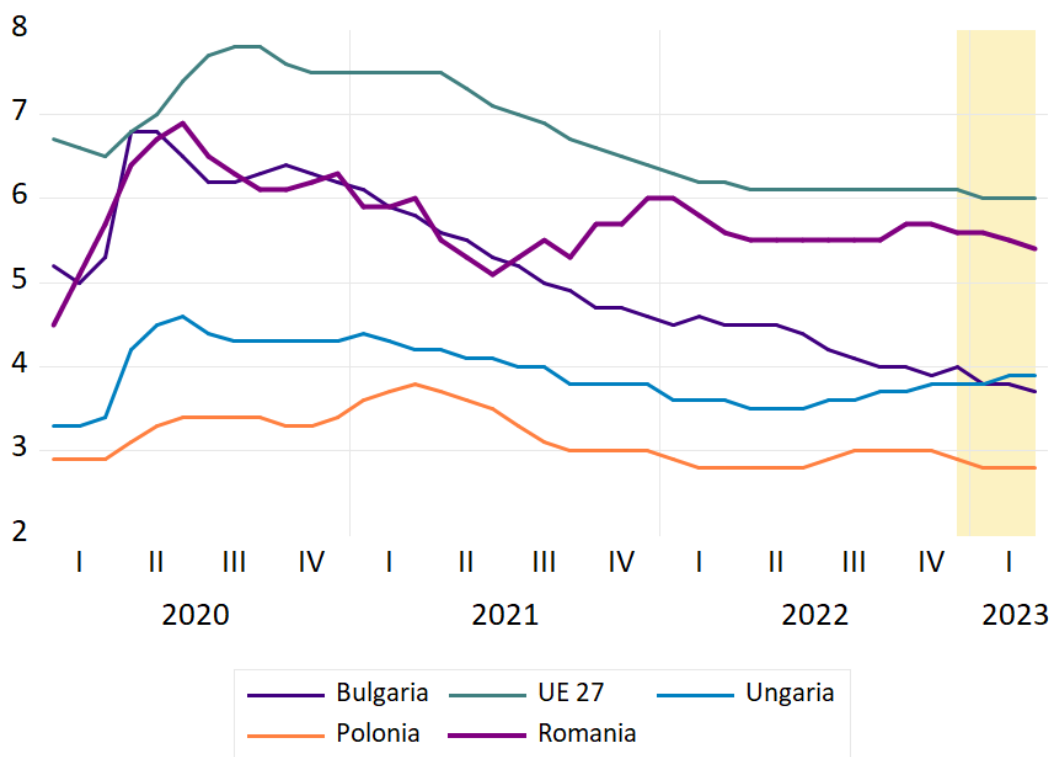
Datele Eurostat indică faptul că rata șomajului în Uniunea Europeană a rămas neschimbată la 6% în martie, de la 6% în februarie 2023, după cum este vizibil în Graficul 5. Conform prognozei de primăvară a Comisiei Europene, această valoare reprezintă un minim istoric pe măsură ce ratele de ocupare sunt la nivele record (vezi Grafic 6). Potrivit aceleiași prognoze, piața muncii din Uniunea Europeană va reacționa doar moderat la ritmul mai lent al creșterii economice. Proiecțiile asupra ratei șomajului indică o poziționare vag superioară cifrei de 6%. Creșterile salariale au accelerat comparativ cu 2022, însă rămân momentan sub nivelul inflației. Acestea vor continua sub presiunile indivizilor de a recupera puterea de cumpărare pierdută.

Evoluții similare sunt observate și pentru restul statelor din eșantionul de analiză. Rata șomajului în Bulgaria a scăzut la 5,4% în martie de la 5,5% în februarie 2023 conform estimărilor locale.

Pe de altă parte, rata șomajului în Ungaria a crescut la 4% în februarie-aprilie 2023, de la 3,5% în aceeași lună a anului precedent. Numărul șomerilor a crescut cu 27 de mii față de anul precedent, la 197 mii, în timp ce numărul persoanelor ocupate a crescut cu 14 mii, la 4,698 milioane⁷.

Rata șomajului din Polonia a scăzut la 5,2% în aprilie 2023, după o valoare de 5,4% în martie și o scădere de la cel mai mare nivel din ultimele nouă luni de 5,5% în februarie și ianuarie. Scăderea a fost ușor sub așteptările de 5,3%, numărul șomerilor înregistrați scăzând cu 25 mii, până la 821,9 mii. Comparativ cu luna aprilie a anului trecut, rata șomajului a scăzut cu 0,4 puncte procentuale de la 5,6%⁸.

Grafic 5 Rata lunară a șomajului



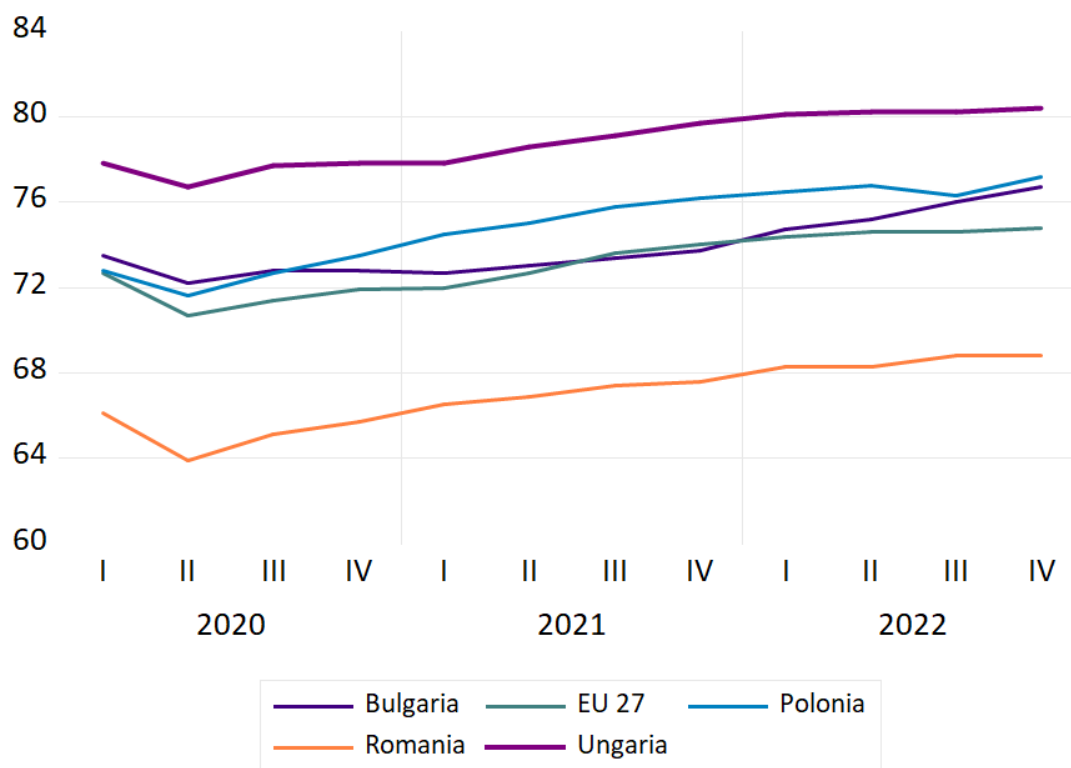
Sursa: Prelucrare ASF

La momentul întocmirii acestui raport, datele Eurostat nu includeau valori pentru rata trimestrială a ocupării forței de muncă la nivelul anului 2023. În ciuda acestui fapt, INS raporta o creștere a ratei de ocupare în România la valoarea de 63,1% în primul trimestru, comparativ cu valoarea de 62,8% în trimestrul patru din 2022.

⁷ Oficiul Central Maghiar de Statistică

⁸ Oficiul Central de Statistică al Poloniei (GUS)

Grafic 6 Rata trimestrială a ocupării forței de muncă (ca procent din populația cuprinsă între 20 și 64 de ani)



Sursa: Prelucrare ASF

Rata dobânzii

Banca Națională a României și-a menținut rata de politică monetară neschimbată la 7% pentru a patra ședință consecutivă în mai 2023, în conformitate cu așteptările pieței și după creșterea costurilor îndatorării cu 575 puncte de bază începând cu octombrie 2021. Ratele la depozite și facilitățile de credit au rămas, de asemenea, la respectiv 6% și 8%, conform celor mai recente date disponibile⁹.

La nivelul BCE, Consiliul guvernatorilor a decis majorarea celor trei rate reprezentative de dobândă cu 50 de puncte de bază. Astfel, rata dobânzii la operațiunile principale de refinanțare și ratele dobânzilor la facilitatea de creditare marginală și la facilitatea de depozit au fost majorate la 3,5%, 3,75% și, respectiv, 3% începând cu data de 22 martie 2023¹⁰.

Rata dobânzii de referință în Bulgaria se plasează la valoarea de 2,47%.

⁹ <https://www.bnr.ro/Rata-dobanzii-de-politica-monetara-1744-Mobile.aspx>

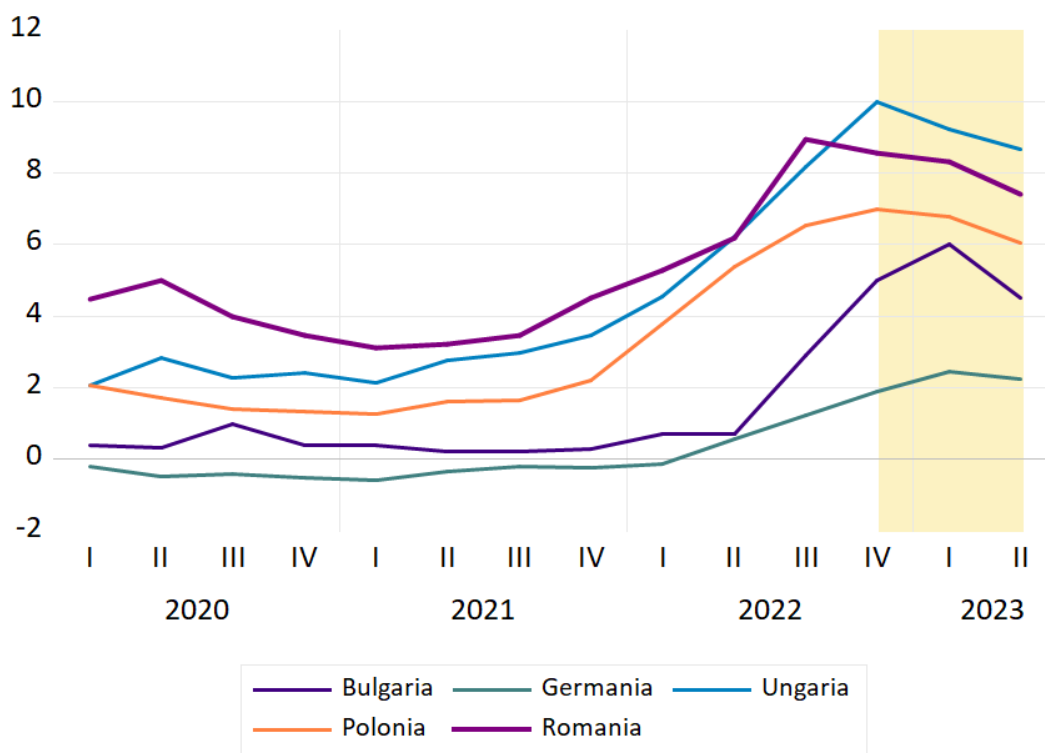
¹⁰ BCE, Buletin economic nr. 2/2023 – Sinteză

Banca Națională a Ungariei și-a menținut rata de bază la 13% așteptată în mai 2023 și a remarcat necesitatea menținerii nivelului actual pe o perioadă prelungită pentru a asigura așteptările inflaționiste și realizarea durabilă a țintei de inflație¹¹.

Banca Națională a Poloniei și-a menținut rata dobânzii de referință la 6,75% pentru a opta întâlnire consecutivă în mai 2023, în conformitate cu previziunile. Ratele dobânzilor pe piața monetară interbancară și cele ale depozitelor au fost, de asemenea, menținute la 7,25%, respectiv 6,25%.

Graficul 7 prezintă dinamica obligațiunilor suverane la 10 ani pentru statele incluse în analiză, Germania fiind tratată drept referința pentru evoluția europeană. Dacă graficele anterioare au fost realizate pe baza datelor Eurostat, pentru acest caz folosim date extrase din platforma Refinitiv pentru același interval de analiză. După cum se poate observa în zona hașurată din figură, obligațiunile suverane au avut o evoluție predominant descendentă pe parcursul primului trimestru din 2023.

Grafic 7 Obligațiuni suverane la 10 ani

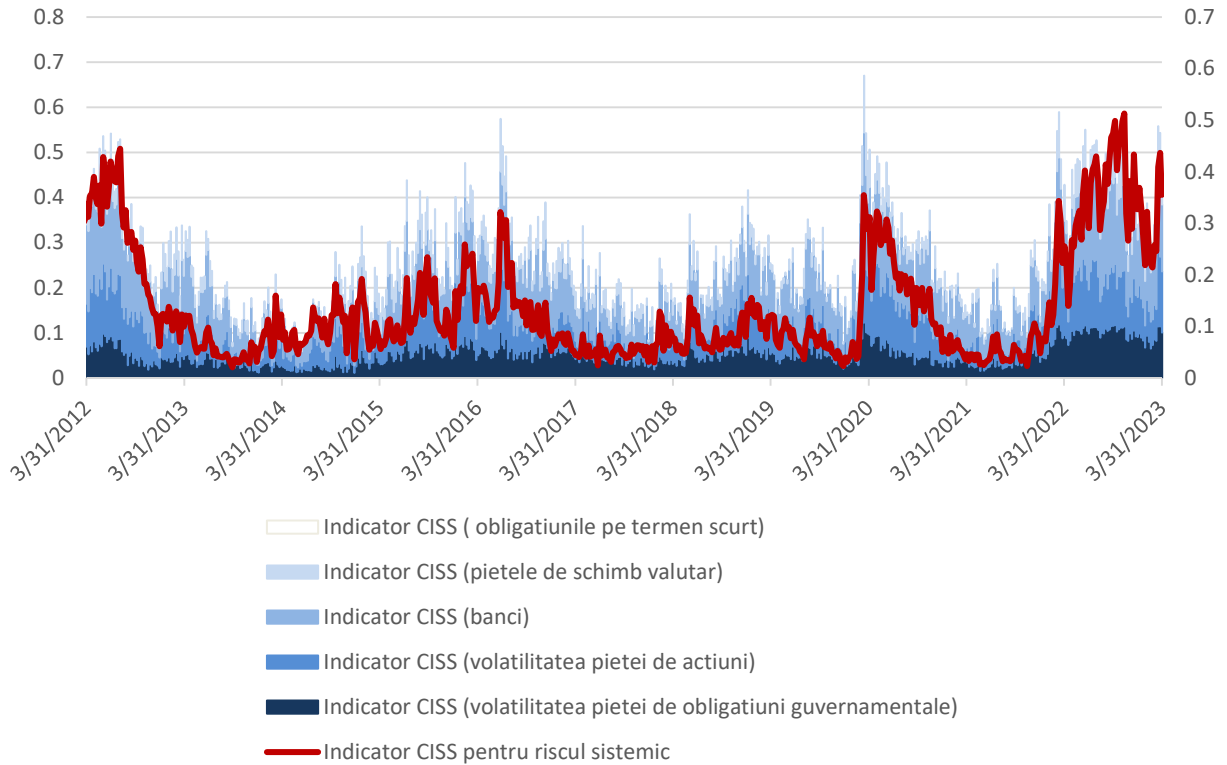


Sursa: Prelucrare ASF

11 Banca Națională a Ungariei

Tendința de creștere a sub-indicatorilor CISS din primul trimestru din 2023, care măsoară volatilitatea pieței de acțiuni și obligațiuni, semnalează un grad de risc sistemic ridicat pentru pietele financiare europene.

Grafic 8 Indicatorul CISS pentru riscul sistemic



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor Refinitiv

1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale

Nivelul de echilibru al pieței de capital este nivelul normal de piață, o variabilă neobservabilă, ce poate fi estimată statistic, fiind importantă pentru analiza stabilității pieței de capital, întrucât propune un nivel de referință.

Gradul ridicat de risc înregistrat pe piețele europene de capital, riscul ridicat de stagflație pentru economia europeană și problemele de lichiditate cu care se confruntă unele fonduri deschise de investiții de la începutul crizei Covid-19 au reaprins dezbaterile despre riscurile de lichiditate și reziliența intermediilor financiare nebancați.

Depășirea nivelului de echilibru poate indica o perioadă de creștere nesustenabilă a pieței financiare, pe fondul modificării unor factori fundamentali care afectează economia (ex. inovații tehnologice). Scăderea pieței sub nivelul de echilibru poate indica o perioadă temporară de stres financiar (ex: efecte de contagiune) sau modificarea nivelului de echilibru ca urmare a unei perioade de recesiune economică.

Evoluția indicelui poate fi reprezentată ca suma dintre procesul de medie și procesul de șocuri economice. Dinamica mediei este dată de valoarea din ziua anterioară la care se adaugă erorile de măsurare și este modelată ca un proces aleatoriu. Erorile de măsurare sunt datorate modificării compoziției indicelui, a ponderilor companiilor existente etc. Nivelul la echilibru al indicelui pieței de capital este trasat de medie, a cărei dinamică este latentă (neobservabilă).

Estimarea nivelului de echilibru al indicelui pieței de capital din România a fost realizată cu un model de tipul nivel local (*Local Level model*) și estimată cu filtrul Kalman.

$$Indice_t = medie_t + socuri_t, socuri_t \sim NID(0, \sigma_\epsilon^2)$$

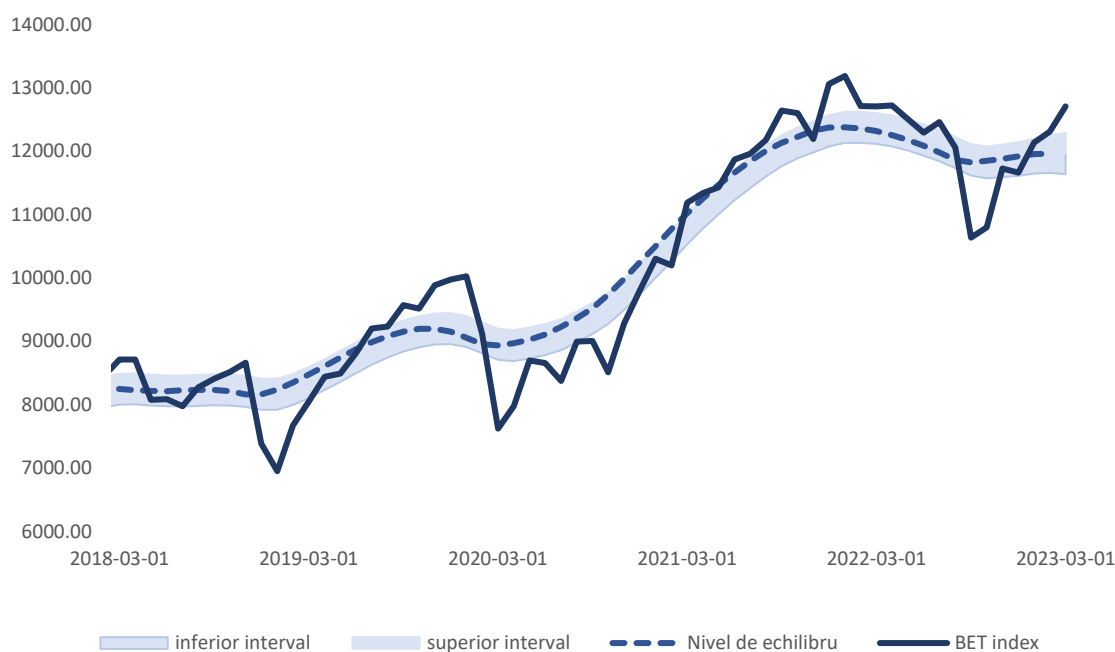
$$Medie_{t+1} = medie_t + erori_t, erori_t \sim NID(0, \sigma_\epsilon^2)$$

Deoarece prognozele de creștere macroeconomică pentru economiile europene pentru 2023 sunt reduse cu riscuri înspre recesiune potrivit avertismentului CERS, evoluția indicilor a scăzut sub nivelul de echilibru, dar în ultimul trimestru din 2022 indicele BET a revenit înspre nivelul de echilibru.

Contrația indicilor bursieri din România s-a datorat ciclului de întărire cantitativă (Quantitative Tightening). Băncile centrale atât la nivel European cât și internațional au procedat la majorări succesive ale ratelor dobânzii pe parcursul anului 2022 pentru a reduce așteptările inflaționiste. Creșterea ratelor de politică monetară din Europa a condus la un grad ridicat de contagiune la nivelul randamentelor titlurilor de stat suverane pentru toate maturitățile și la o scădere generalizată a indicilor bursieri europeni.

Reprezentarea grafică a nivelului de echilibru și a benzilor de încredere (90%) arată că în primul trimestru din 2023, indicele BET a înregistrat o volatilitate ridicată în jurul nivelului de echilibru.

Grafic 9 Indicele BET: fluctuații în jurul nivelului de echilibru



Sursa: Calcule ASF pe baza datelor din Refinitiv

Randamentele indicilor de acțiuni ai bursei locale au avut evoluții pozitive în luna martie 2023 față de luna decembrie 2022. Cea mai importantă creștere a fost înregistrată de indicele BETAeRO (+7,88%), urmată de cea a indicelui BET-NG (+7,85%). De asemenea, indicii europeni analizați au prezentat dinamici pozitive, cea mai mare creștere fiind înregistrată de indicele ISEQ (IE: +17,34%). Principalii indici americani și asiatici au prezentat evoluții mixte. Indicele NIFTY 50 (IN: -4,12%) a înregistrat cea mai considerabilă scădere, pe când în cazul indicelui N225 (JPN: +7,46%) a fost observată cea mai importantă creștere.

Tabel 2 Randamentele bursei de acțiuni

Indici internaționali	3 luni	6 luni	12 luni	Indici BVB	3 luni	6 luni	12 luni
EA (EUROSTOXX)	11,51%	25,38%	5,12%	BET	3,84%	13,84%	-4,72%
FR (CAC 40)	13,11%	27,07%	9,95%	BET-BK	4,10%	14,41%	-4,10%
DE (DAX)	12,25%	29,01%	8,42%	BET-FI	0,04%	6,55%	-0,62%
IT (FTSE MIB)	14,37%	31,31%	8,36%	BET-NG	7,85%	11,35%	7,07%
GR (ASE)	13,42%	33,00%	19,91%	BET-TR	3,86%	13,90%	2,66%
IE (ISEQ)	17,34%	32,16%	16,09%	BET-TRN	3,86%	13,89%	2,26%
ES (IBEX)	12,19%	25,33%	9,32%	BET-XT	3,53%	11,86%	-4,45%
UK (FTSE 100)	2,42%	10,70%	1,54%	BET-XT-TR	3,55%	11,95%	2,51%
US (DJIA)	0,38%	15,83%	-4,05%	BET-XT-TRN	3,54%	11,95%	2,14%
IN (NIFTY 50)	-4,12%	1,55%	-0,60%	BETAeRO	7,88%	6,42%	-11,36%
SHG (SSEA)	5,94%	8,23%	0,64%	BETPlus	3,49%	13,90%	-4,72%
JPN (N225)	7,46%	8,11%	0,79%	ROTX	3,69%	11,70%	-4,32%

Sursa: Calcule ASF pe baza datelor Refinitiv Datastream, Notă: 3 luni=31 martie 2023/30 decembrie 2022; 6 luni=31 martie 2023/30 septembrie 2022; 12 luni=31 martie 2023/31 martie 2022; Max (verde) și min (roșu) sunt fixate la ± 4% (3 luni), ±8% (6 luni) și ±15% (12 luni)

1.3. Statistici privind organismele de plasament colectiv și fondurile de investiții alternative din Europa

Potrivit datelor publicate de EFAMA, activele nete ale organismelor de plasament colectiv au crescut cu 3,23%, în contextul evoluției pozitive a piețelor bursiere în cursul trimestrului, iar cele aferente fondurilor de investiții alternative au crescut cu 1,24% în trimestrul I 2023 comparativ cu finalul anului 2022.

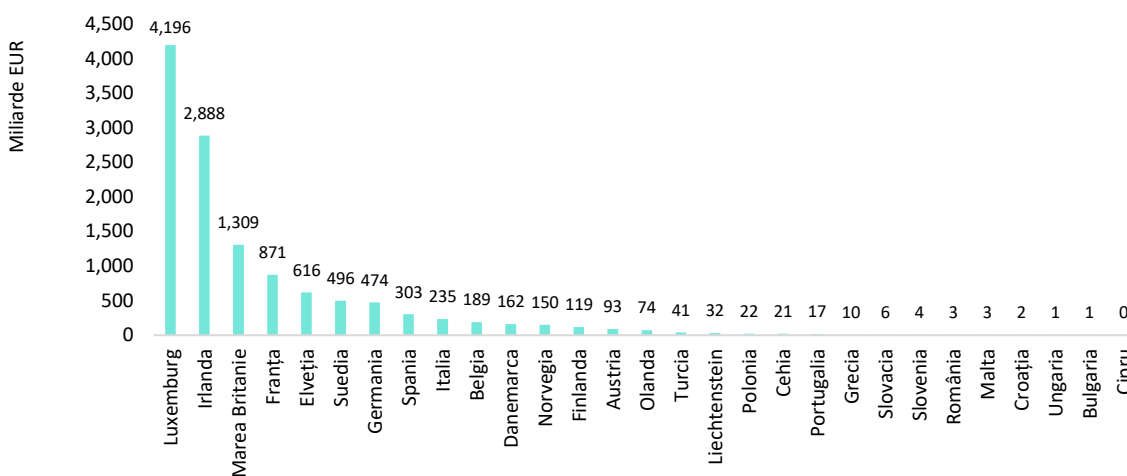
Conform statisticilor EFAMA, în trimestrul I 2023, **valoarea cumulată a intrărilor nete ale OPCVM-urilor a fost de circa 76 miliarde EUR, valoare mai scăzută decât cea înregistrată în trimestrul IV 2022 (intrări nete de 128 miliarde EUR). FIA au înregistrat ieșiri nete mai puțin puternice decât în T4 2022, de 13 miliarde EUR față de 54 de miliarde EUR.** Cele mai mari creșteri ale ieșirilor nete au fost înregistrate în cazul OPCVM-urilor diversificate, acestea consemnând în trimestrul I 2023 ieșiri nete în valoare de 13 miliarde EUR, în timp ce la polul opus se află fondurile de obligațiuni, cu intrări nete în valoare de aproximativ 52 miliarde EUR. În cazul FIA, cea mai mare valoare a intrărilor nete s-a constatat în cazul categoriei „alte fonduri” (+14 miliarde EUR), în timp ce fondurile de obligațiuni au înregistrat ieșiri nete în valoare de 18 miliarde EUR.

În trimestrul I 2023, 21 dintre cele 29 de state europene au înregistrat intrări nete în OPCVM-uri, dintre acestea remarcându-se Elveția (18,29 miliarde EUR), Luxemburg (14,66 miliarde EUR) și Irlanda (12,25 miliarde EUR), din punct de vedere al celor mai mari valori ale intrărilor nete în perioada analizată. Din perspectiva activelor nete ale OPCVM, s-a constatat o ușoară creștere, de 3,23%, la finalul trimestrului I 2023 comparativ cu trimestrul IV 2022.

La finalul trimestrului I 2023, 15 țări au înregistrat intrări nete în FIA, dintre acestea cele mai mari constatându-se în cazul Germaniei (+11,56 miliarde EUR), Irlandei (+6,81 miliarde EUR) și Spaniei (+2,64 miliarde EUR). Activele nete ale fondurilor de investiții alternative se situau la o valoare de 7.230 miliarde EUR la 31 martie 2023, în creștere cu 1,24% comparativ cu finalul trimestrului IV 2022.

La 31 martie 2023, piața fondurilor de investiții din Europa cuprindea 65.565 de fonduri de investiții (în scădere cu 1,2% față de numărul de la finele anului 2022: 66.363), dintre care 35.317 de organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), respectiv 30.248 de fonduri de investiții alternative (FIA).

Grafic 10 Activele nete (miliarde EUR) ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare din Europa la 31 martie 2023



Sursa: EFAMA

Activele nete ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) s-au situat la o valoare de aproximativ 12.337 miliarde EUR la finalul lunii martie 2023, în creștere cu 3,23% față de finalul anului 2022.

Tabel 3 Activele nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de țările de domiciliu

Țara	31.12.2022			31.03.2023		Modificare Trim. I 2023 față de Trim. IV 2022 (%)
	Număr OPCVM	Activ net	Cotă de piață*	Număr OPCVM	Activ net	
Austria	869	90.758	0,76%	867	93.041	2,52%
Cehia	197	18.777	0,16%	201	20.816	10,86%
Franța	3.075	836.188	7,00%	3.067	870.870	4,15%
Germania	2.606	451.950	3,78%	2.606	474.359	4,96%
Ungaria	34	1.252	0,01%	34	1.299	3,71%
Polonia	273	20.475	0,17%	273	21.666	5,82%
România	89	3.015	0,03%	90	3.031	0,53%
Total țări analizate	7.143	1.422.415	11,90%	7.138	1.485.082	4,41%
Total OPCVM	35.991	11.951.234	100,00%	35.317	12.337.372	3,23%

*Cotă de piață=Activ net țară /Activ net total OPCVM

Sursa: EFAMA

Conform statisticilor EFAMA, în trimestrul I 2023, intrările nete cumulate ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) s-au situat la o valoare de circa 76 miliarde EUR. La nivelul pieței europene de OPCVM, în cazul fondurilor de obligațiuni au fost înregistrate intrări nete (+51,76 miliarde EUR). Cea mai mare valoare a ieșirilor nete a fost înregistrată de fondurile diversificate (-12,87 miliarde EUR).

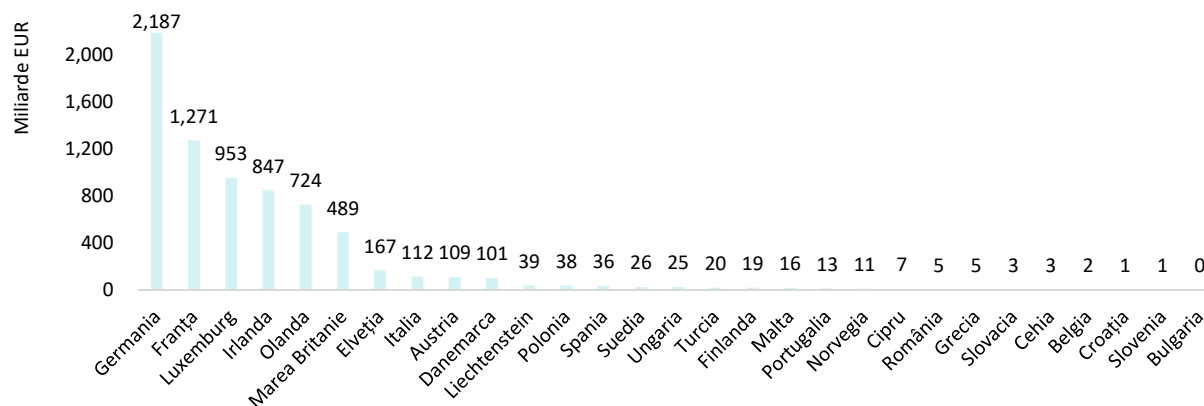
Tabel 4 Vânzările nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu în trimestrul I 2023

Țara	Fonduri de acțiuni	Fonduri de obligațiuni	Fonduri diversificate	Fonduri monetare	Garantate	Fonduri ARIS	Alte fonduri	Total
Austria	392	365	(145)		(1)	50	8	669
Cehia	11	1.071	(143)	49	>-0.1			989
Franța	(7.461)	(187)	(2.556)	19.332	(24)			9.104
Germania	4.965	981	(958)	(85)			65	4.968
Ungaria	(9)	(0)	(13)	(0)		(9)		(32)
Polonia	(27)	266	(21)			2	(21)	200
România	(0.1)	(6.4)	(15)			(0.4)	(21)	(43)
Total țări analizate	(2.128)	2.490	(3.851)	19.296	(25)	42	31	15.855
Total OPCVM	22.404	51.760	(12.874)	13.399	650	3.573	(2.479)	76.432

Sursa: EFAMA

Activele nete ale fondurilor de investiții alternative (FIA) din Europa se situau la o valoare de 7.230 miliarde EUR la finalul trimestrului I 2023, în creștere cu 1,24% comparativ cu sfârșitul anului 2022. Germania este țara cu cele mai mari active nete ale FIA (2.187 miliarde EUR), la polul opus situându-se Bulgaria (135 milioane EUR).

Grafic 11 Activele nete (miliarde EUR) ale fondurilor de investiții alternative din Europa la 31 martie 2023



Sursa: EFAMA

Tabel 5 Activele nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în funcție de țările de domiciliu

Țara	31.12.2022			31.03.2023		Modificare Trim. I 2023 față de Trim. IV 2022 (%)
	Număr FIA	Activ net	Cotă de piață	Număr FIA	Activ net	
Austria	1.112	107.951	1,51%	1.119	109.031	1,00%
Cehia	14	2.485	0,03%	14	2.597	4,51%
Franța	7.922	1.260.199	17,65%	7.819	1.270.758	0,84%
Germania	4.832	2.139.033	29,95%	4.832	2.187.073	2,25%
Ungaria	534	21.955	0,31%	538	25.234	14,93%
Polonia	776	36.430	0,51%	777	37.792	3,74%
România	36	5.421	0,08%	36	5.341	-1,48%
Total țări analizate	15.226	3.573.475	50,04%	15.135	3.637.826	1,80%
Total FIA	30.372	7.141.919	100,00%	30.248	7.230.204	1,24%

Sursa: EFAMA

La nivel european, ieșirile nete ale FIA s-au situat la o valoare de circa 13 miliarde EUR în trimestrul I 2023. Cele mai mari valori ale intrărilor nete au fost înregistrate în categoria „alte fonduri” (circa 14 miliarde EUR), în timp ce fondurile de acțiuni au înregistrat cele mai mari valori ale ieșirilor nete cumulate (18 miliarde EUR).

Tabel 6 Vânzările nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în trimestrul I 2023 în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu

Țara	Fonduri de acțiuni	Fonduri de obligațiuni	Fonduri diversificate	Fonduri monetare	Garantate	Fonduri ARIS	Fonduri imobiliare	Alte fonduri	Total
Austria	(65.6)	730.6	(263.9)		(6.4)	(503.8)	(395.0)	(2.9)	(507)
Cehia							7		7
Franța	(3,903)	(906)	(563)	(907)	(161)				(6,440)
Germania	(6,987)	6,435	11,358				(2,400)	3,157	11,563
Ungaria	(25)	1,425	(15)	48	76	7	27	1	1,544
Polonia	18	156	287			1	(0)	(45)	417
România	4					0		(6)	(2)
Total FIA	(13,179)	(18,280)	11,442	(1,979)	396	(1,005)	(4,021)	13,646	(12,979)

Sursa: EFAMA

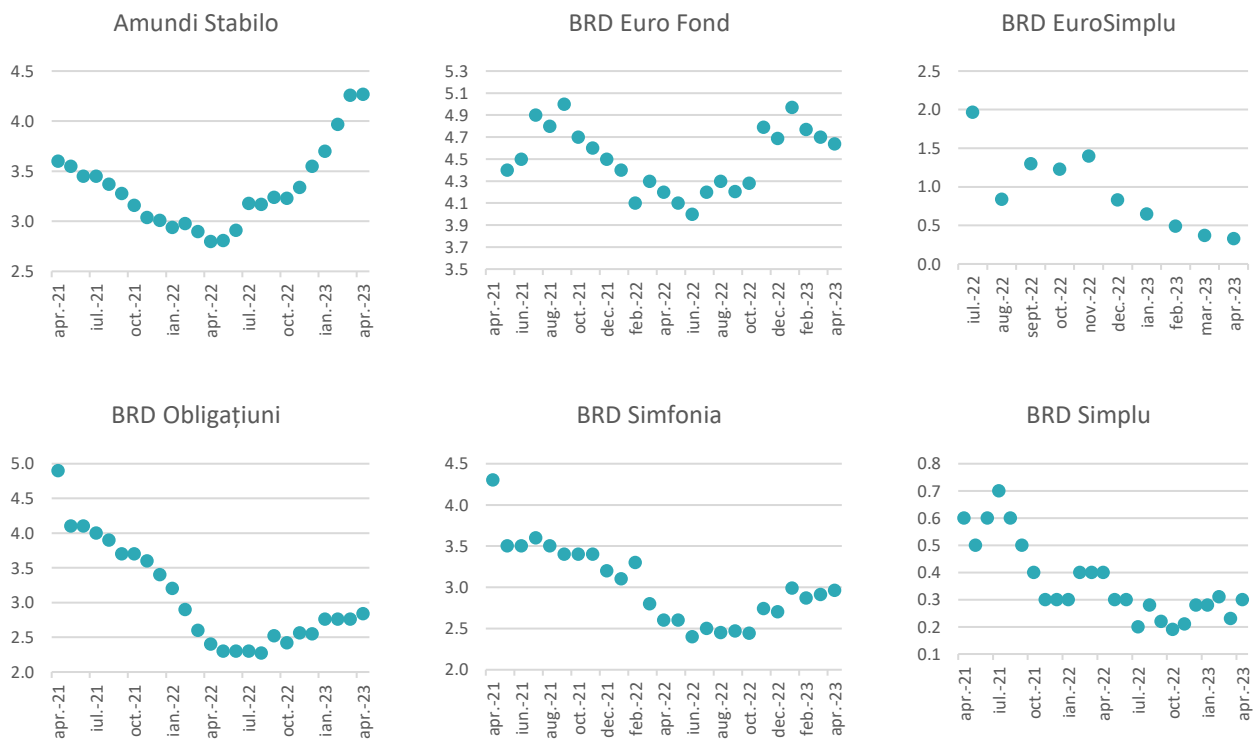
2. Tendințe și riscuri pe piața de capital

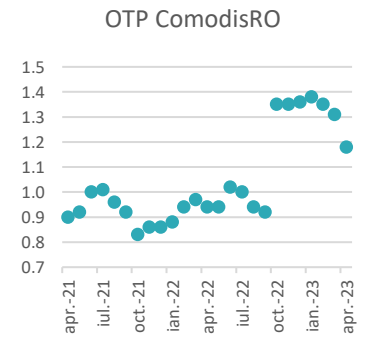
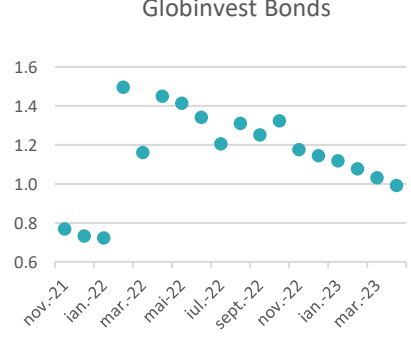
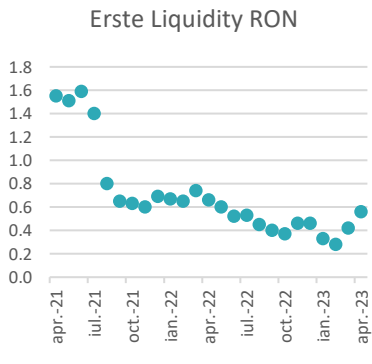
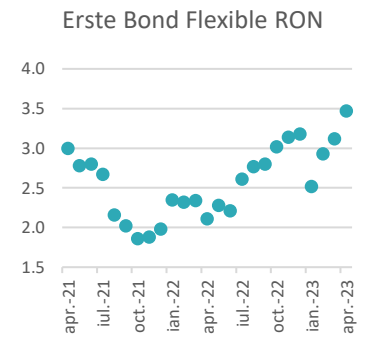
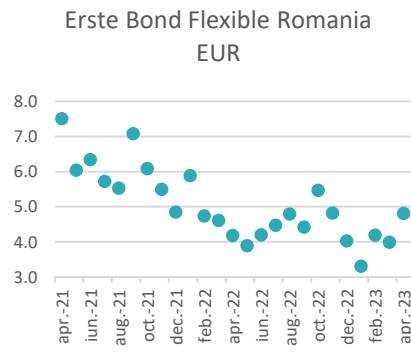
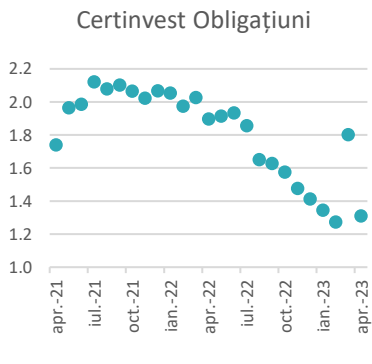
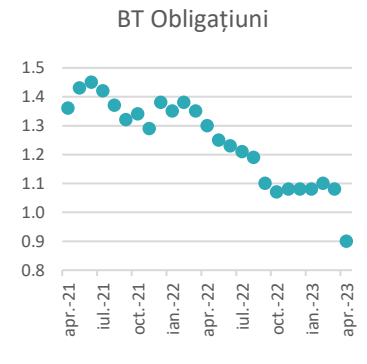
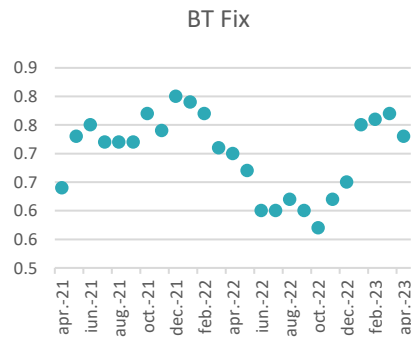
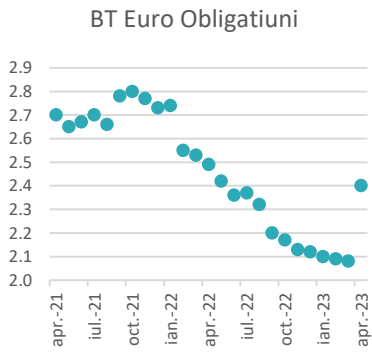
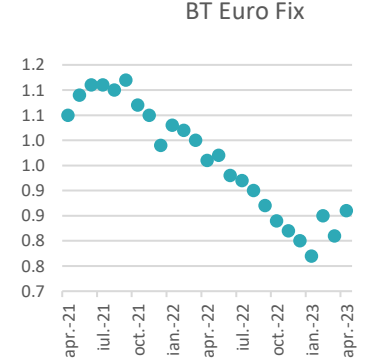
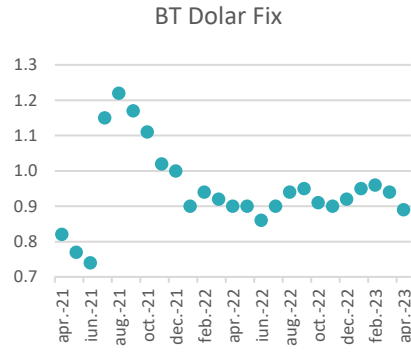
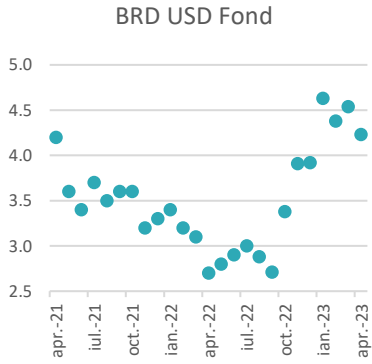
2.1. Analiza riscurilor – Fonduri de obligațiuni

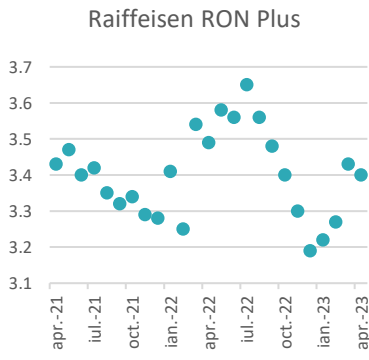
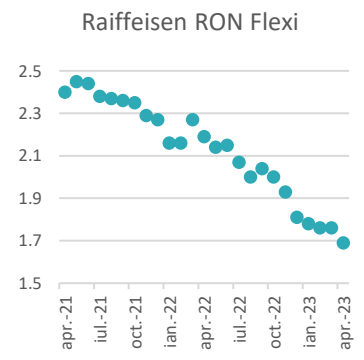
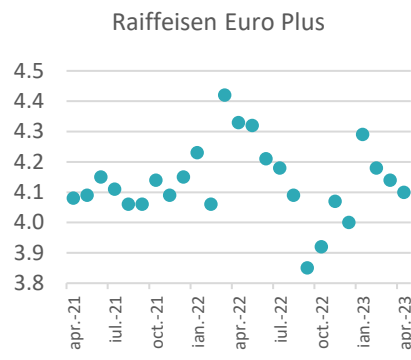
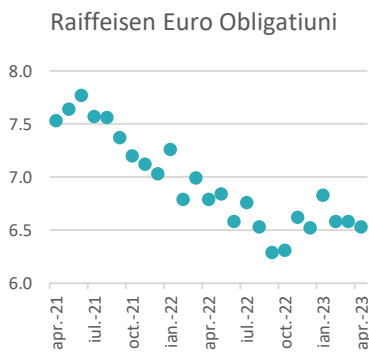
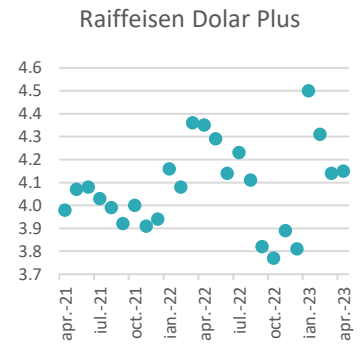
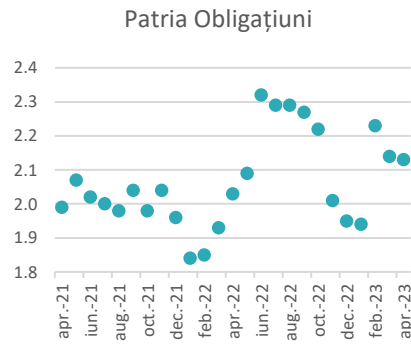
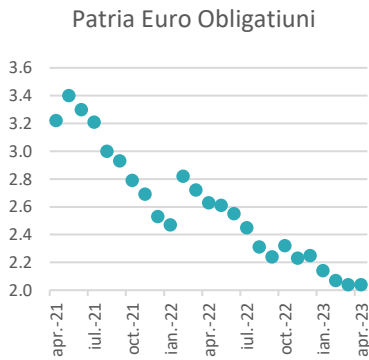
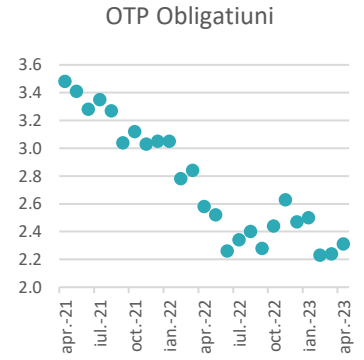
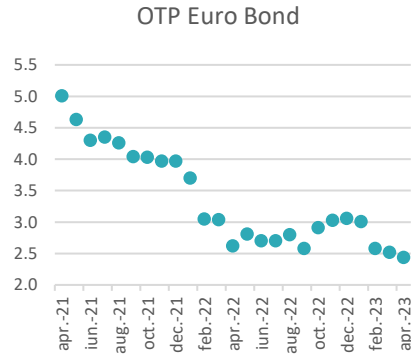
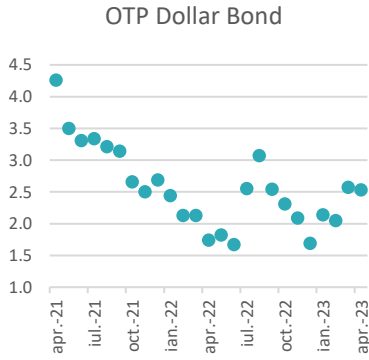
Durata modificată

Durata modificată (*Modified duration*) pentru un portofoliu de instrumente cu venit fix reprezintă modificarea procentuală aproximativă a valorii portofoliului ca urmare a modificării cu 1% a randamentelor tuturor instrumentelor cu venit fix care fac parte din structura aceluia portofoliu. Durata modificată este un indicator important pentru investitori deoarece îi poate ajuta să înțeleagă cum vor reacționa deținerile lor de obligațiuni la modificările ratelor dobânzilor. De exemplu, dacă un investitor deține o obligațiune cu o valoare a duratei modificate de 2, se poate aștepta ca prețul obligațiunii să scadă cu 2%, dacă ratele dobânzilor cresc cu 1%.

Grafic 12 Durata modificată pentru fondurile de obligațiuni

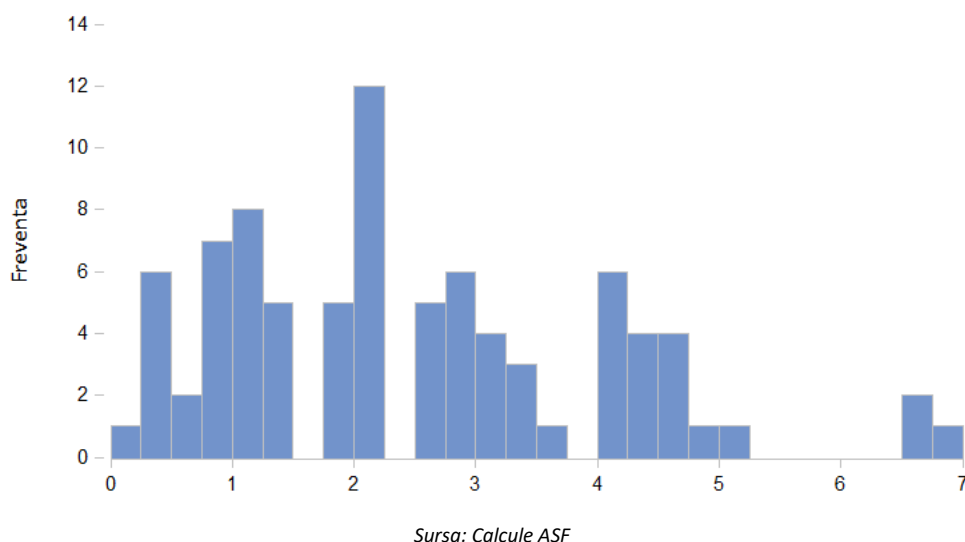






Sursa: Calcule ASF

Grafic 13 Durata modificată (histogramă) pentru fondurile de obligațiuni (ianuarie - martie 2023)



Histograma duratei modificate pentru fondurile de obligațiuni în perioada ianuarie - martie 2023 arată că puține fonduri de obligațiuni sunt expuse semnificativ riscului de rată a dobânzii, respectiv cele care au o durată modificată de peste 4 ani.

2.2. Analiza evoluției riscului sistemic pentru companiile incluse în indicele BET

Prezenta analiză este motivată prin construcția conform căreia criza financiară globală din 2008 (denumită în continuare GFC) a provocat turbulențe pe piețele financiare globale care s-au tradus în efecte economice negative importante. Asemenea externalități negative monumentale au constituit un factor catalizator pentru fenomene precum criza datoriilor suverane europene din 2009, care a avut efecte extreme atât pe latura financiară, cât și pe cea reală a economiei. Acest impact paralizant a fost vizibil în toate sectoarele economice.

Într-un scenariu atât de advers precum GFC, a devenit clar că o instituție sau o mică parte a sistemului financiar poate genera un impact ce poate paraliza întregul sistem, provocând falimente în cascadă și perturbări sistemice (Deng et al., 2021). Acest lucru a condus la ideea că evaluarea riscului potențial și a nivelului de interconectare a instituțiilor financiare este un element primordial pentru stabilitatea sistemului financiar. (Lupu et al., 2021).

Financial Stability Board (FSB) definește riscul sistemic drept riscul de incapacitate a fluxului de servicii financiare care:

- (i) este cauzat de probleme la nivelul tuturor componentelor ale sistemului financiar;
- (ii) are potențialul de a avea consecințe negative semnificative pentru economia reală. (IMF, 2009)

În termeni generali, riscul sistemic se referă la riscul ca instabilitatea financiară să devină atât de generalizată încât să afecteze sistemul financiar până în punctul în care creșterea economică și bunăstarea suferă un impact insurmontabil (ECB, 2009).

Conceptul de risc sistemic a primit recent o doză semnificativă de atenție, teoretică și empirică, ce derivă atât din zona academică, cât și din cea de reglementare. Această preocupare a fost motivată de caracteristicile conceptului și de realitățile observate pe parcursul celei mai recente crize financiare. O idee comună prezentă în literatura de specialitate gravitează în jurul faptului că sursa riscului sistemic provine din complexitatea relațiilor dintre instituțiile financiare contemporane, ce acționează ca un canal de propagare pentru un anumit șoc (Wang, 2018).

Deși riscul sistemic specific companiilor financiare a fost investigat substanțial (Brunnermeier, Dong, și Palia, 2020; Stolbov și Shchepeleva, 2020; sau Weiß, Neumann, și Bostandzic, 2014), doar o selecție limitată de studii se concentrează pe dinamica companiilor cu caracter non-financiar. Aceste inițiative de cercetare arată faptul că firmele ce nu au ca obiect de activitate operațiuni financiare pot fi riscante din punct de vedere sistemic și identifică caracteristicile economice și financiare asociate cu riscul sistemic (Dungey et al., 2022).

În această primăvară, s-au înregistrat turbulențe financiare considerabile, atenția îndreptându-se tot mai mult asupra preocupărilor legate de riscul sistemic, în urma unei serii de falimente bancare în afara zonei euro. În timp ce consecințele suferite de băncile din zona euro au fost limitate, aceste evenimente au servit ca un semnal de alarmă puternic în direcția importanței asigurării faptului că elementele fundamentale ale sistemului bancar sunt solide, într-un mediu în care condițiile financiare sunt înăsprite pentru a face față inflației crescute din întreaga lume.

Conform raportului *Financial Stability Review* emis de BCE, stabilitatea prețurilor rămâne la fel de crucială ca întotdeauna pentru menținerea durabilă a stabilității financiare. Condițiile de finanțare mai stricte pentru a aborda cu forță inflația ridicată au contribuit la o reevaluare a perspectivelor economice și la o revenire a primelor de risc care se aflau la un nivel mult prea comprimat.

Pe măsură ce condițiile financiare se normalizează, este posibil ca fragilitățile din sistemul financiar să devină mai vizibile.

Intermediarii financiari nebancari rămân puternic expuși la dinamicile ciclului financiar în ciuda fenomenului de *de-risking*.

Tensiunile recente din sectoarele bancare din SUA și Elveția au servit ca o reamintire oportună a cât de mult depinde păstrarea stabilității financiare de capacitatea de absorbție a șocurilor a sistemului financiar. Acest lucru este valabil mai ales pentru bănci, care operează în centrul sistemului. Reziliența băncilor din zona euro este în mare măsură atribuită solidității rezervelor lor de capital și lichiditate, sub strictă supraveghere și reglementare¹².

Aceste realități motivează prezentul studiu ce își propune investigarea dinamicii tiparelor de risc sistemic existente la nivelul companiilor incluse în indicii BET. Pentru realizarea acestui obiectiv, este utilizată o

¹² BCE (2023) Financial Stability Review

baterie de modele capabile se captureze diferite atribute specifice riscului sistemic, utilizate pe scară largă la nivelul instituțiilor financiare cu preocupări de stabilitate financiară.

Prezenta analiză utilizează un set de date zilnice ce descriu dinamica indicelui BET și a componentelor sale în perioada 02.01. 2018 – 15.05.2023. În alte cuvinte, studiul este realizat pornind de la prețuri de închidere pentru indicele BET și toate companiile ce intră în componența sa. Sursa de proveniență a datelor este platforma Datastream.

În prezent, măsurile de risc sistemic existente aparțin a două categorii principale: modele ce derivă din valoarea la risc (*value-at-risk (VaR)*) și modele ce derivă din conceptul de *expected shortfall (ES)*.

Din punct de vedere metodologic, studiul are la bază modelele CoVaR, Delta CoVaR, marginal expected shortfall (MES) și CAViaR, rezultatele fiind apoi testate pentru robustețe prin observarea dinamicii beta, VaR și expected shortfall (ES) și prin determinarea unor valori medii pentru fiecare model. Analiza încorporează reprezentări sintetice sub formă de grafice pentru rezultatele obținute cu ajutorul tuturor acestor specificații de modelare.

Măsurile CoVaR și Delta CoVaR provin din investigațiile realizate de Adrian și Brunnermeier (2016)¹³ și au la bază valoarea la risc pentru o instituție X^i și o cuantilă specificată α .

Conform specificațiilor oferite de Adrian și Brunnermeier (2016) pornim de la estimarea măsurilor VaR, CoVaR, and Δ CoVaR. Specificația VaR măsoară pierderea maximă pentru o instituție financiară, având în vedere o probabilitate fixată exogen $\alpha\%$.

Fie $\{X_{1,t}, X_{2,t}\}: t = 1, 2, \dots, T$ randamentele pentru instituțiile financiare 1 și 2. $VaR_{\alpha,t}^1$ pentru instituția financiară 1 este calculată de forma:

$$Pr(X_{1,t} \leq VaR_{\alpha,t}^1) = \alpha\%$$

Valoarea CoVaR va fi valoarea la risc pentru o instituție financiară determinată de un eveniment specific altei instituții financiare. Statistica CoVaR pentru instituția financiară 1, determinată de dinamica nefavorabilă specifică instituției 2 este exprimată formal ca:

$$Pr(X_{1,t} \leq CoVaR_{\alpha,\beta,t}^{1|2} | X_{2,t} \leq VaR_{\beta,t}^2) = \alpha\%$$

Unde:

$$Pr(X_{2,t} \leq VaR_{\beta,t}^2) = \beta\%$$

Pentru cuantila β specifică $X_{2,t}$

Estimăm de asemenea statistica Delta CoVaR (Δ CoVaR) ca diferența dintre valoarea la risc a randamentelor instituției financiare condițională la un anumit eveniment extrem din dinamica indicelui financiar și valoarea la risc a randamentelor instituției financiare într-o stare de evoluție normală (valori mediane) pentru indicele financiar. Exprimăm Δ CoVaR de forma:

¹³ Pentru o discuție exhaustivă asupra construcției măsurilor vezi Adrian T.; Brunnermeier M.K. CoVaR. American Economic Review 2016, 106(7), 1705–1741.

$$\Delta \text{CoVaR}_{\alpha, \beta, t}^{1|2} = \left(\text{CoVaR}_{\alpha, \beta, t}^{1|2} - \text{CoVaR}_{\alpha, 50, t}^{1|2} \right)$$

Unde:

$$\text{CoVaR}_{\alpha, 50, t}^{1|2}$$

Satisface

$$\Pr \left(X_{1,t} \leq \text{CoVaR}_{\alpha, 50, t}^{1|2} | X_{2,t} \leq \text{VaR}_{50, t}^2 \right) = \alpha\%$$

Pentru cuantila de 50% (sau mediana) distribuției specifice $X_{2,t}$.

Engle și Manganelli (2004) introduc modelul Conditional Autoregressive Value at Risk (CaViaR), ce reprezintă în esență o dezvoltare a modelului VaR ce încorporează o procedură de tipul *quantile regression*. Forma generală a modelului CaViaR este:

$$R_t = f_t(\beta) + \varepsilon_t$$

$$f_t(\beta) = \beta_0 + \sum_{i=1}^q \beta_i f_{t-i}(\beta) + \sum_{j=1}^r \beta_j l(x_{t-j})$$

Unde:

$f_t(\beta)$ reprezintă cuantila randamentelor portofoliului la momentul t, formate la momentul t-1.

x_t reprezintă un vector de variabile observabile la momentul t.

$\beta_0 = \beta$ denotă un vector de parametri necunoscuți $p = q + r + 1$

Iar $l(\cdot)$ este o funcție de valori cu lag pentru variabilele observabile.

Termenul autoregresiv $\sum_{i=1}^q \beta_i f_{t-i}(\beta)$ este specific procesului de quantile regression, iar $l(x_{t-j})$ reprezintă relația dintre $f_t(\beta)$ și variabilele observabile care sunt incluse în setul de informațional.

Acharya et al. (2017) argumentează faptul că este posibil să izolăm contribuția la riscul sistemic a unei anumite instituții cu ajutorul *marginal expected shortfall* (MES). Forma matematică a modelului este:

$$MES_{5\%}^B = \frac{1}{\text{număr de zile}} \sum_{\{t: \text{cuantila } 5\% \text{ din sistem}\}} R_t^b$$

Considerând mai profund specificațiile din Acharya et al. (2017) remarcăm o definiție mai rafinată a modelului. Autorii definesc MES drept pierderea pe termen scurt pentru o firmă influențată de înregistrarea de piață a unei pierderi superioare valorii sale la risc pentru $\alpha\%$.

Fie $r_{i,t}$ randamentul logaritmic zilnic pentru firmă și $r_{m,t}$ randamentul zilnic al indicelui de piață specific pieței pe care operează firma. În aceste condiții MES devine:

$$MES_{i,t} = E_t(r_{i,t+1} | r_{m,t+1} < q_{\alpha,t}(r_{t+1}) = C)$$

$$MES_{i,t} = E_t(r_{i,t+1} | r_{m,t+1} < C)$$

Unde C este o constantă pentru ceea ce dorim să considerăm „tail risk”.

Fie de asemenea, *Expected shortfall* (ES) pentru o piață pierderea așteptată la nivelul indicelui condițională la faptul că această pierdere este superioară pragului C.

$$ES_t = E_t(r_{t+1} | r_{t+1} < C)$$

În momentul în care toate firmele analizate fac parte dintr-o piață specifică este simplu de observat că MES pentru o firmă reprezintă derivata valorii ES a pieței în funcție de capitalizare, fapt ce explică termenul de “marginal” din titulatura măsurii. Este util de specificat faptul că în acest caz, valoarea MES pentru o firmă poate fi interpretată ca participarea sa în riscul sistemic total al pieței¹⁴.

Figurile prezentate în secțiunea următoare descriu sintetic contribuția companiilor din indicele BET la riscul sistemic agregat al pieței.

Graficul 14 prezintă dinamica riscului sistemic capturat cu ajutorul măsurii CaViaR. Companiile sunt identificate printr-o versiune prescurtată a denumirii existente în platforma DataStream. După cum notam și la nivelul rapoartelor anterioare, remarcăm o dinamică particulară pentru *AQUILA PART PROD COM*, *ONE UNITED PROPERTIES* și *TTS (TRANSPORT TRADE SERVICES)*. Aceasta este prezentă la nivelul întregului set de rezultate și derivă din dimensiunea seriilor de timp disponibile pentru aceste companii. Remarcăm inițial un grad mare de eterogenitate în termeni de rezultate ale modelului CaViaR pentru companiile din eșantion. Faptul că firmele incluse în indicele BET aparțin unei diversități de sectoare economice, cu evoluții specifice, motivează această tendință și deci eterogenitatea rezultatelor la nivel de companii. În termeni de contribuție la risc este vizibilă evoluția superioară a companiilor din sectorul bancar. Acest fapt a fost documentat de literatura de specialitate pentru o diversitate de piețe sau spații geografice. Într-un studiu recent, Usman (2022) utilizează două măsuri prezente și în acest studiu (VaR și CoVaR) pentru a observa contribuția băncilor la riscul sistemic prezent în sistemul financiar la nivelul SUA. Autorul oferă o discuție substanțială asupra modului în care băncile cu o contribuție superioară la riscul sistemic returnează în medie randamente viitoare mai scăzute.

Rezultatele modelului CaViaR manifestă simultaneitate pentru cele mai mari contribuții la risc returnate de companiile din eșantion în anumite perioade ca de exemplu: decembrie 2018, februarie – aprilie 2020, februarie 2022, septembrie 2022, și într-o măsură inferioară octombrie 2022. Pentru anul 2022, cele mai relevante momente de *co-movements* pe valori ridicate de risc sunt vizibile pentru lunile februarie și septembrie, ulterior acestui punct fiind observată o evoluție mai puțin efervescentă.

Această tendință se menține într-o oarecare măsură și la începutul anului 2023 pentru intervalul inclus în analiză. Pentru primul trimestrul al acestui an sesizăm mai puține instanțe de simultaneitate, cele mai mari contribuții în termeni de risc sistemic provenind de la companiile din sectorul bancar.

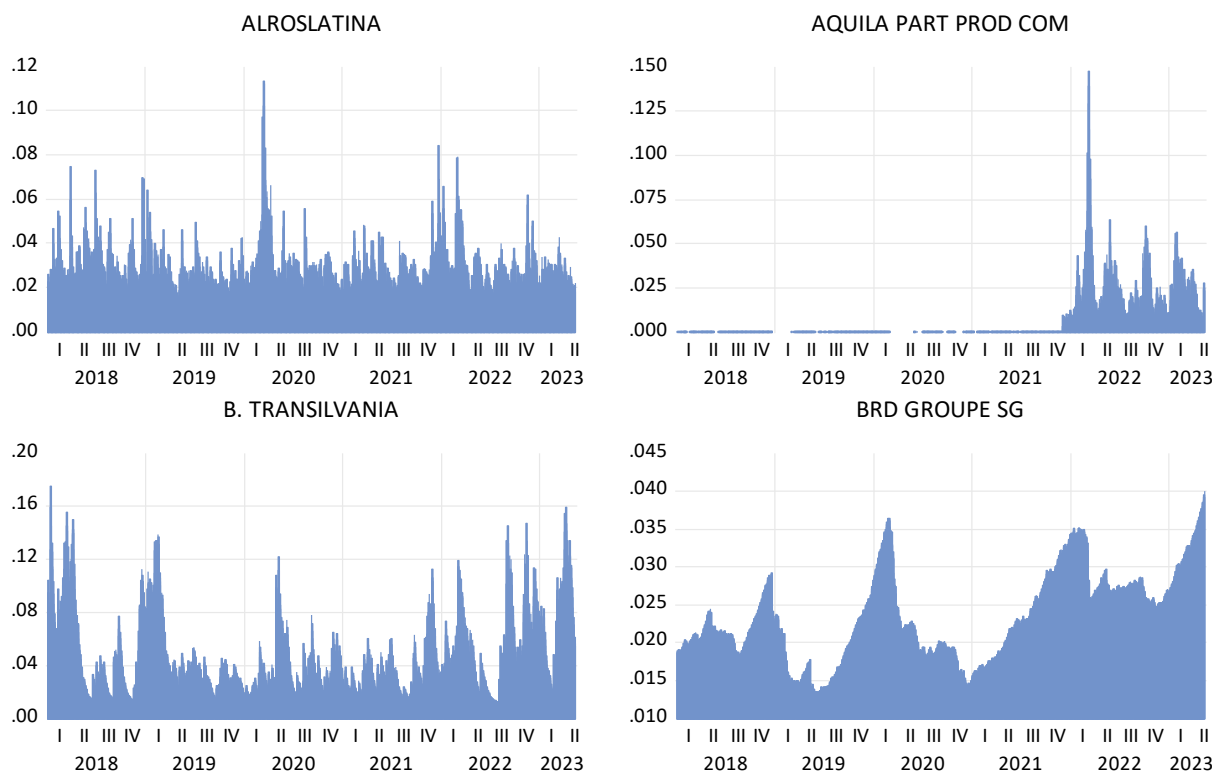
Graficul 15 indică dinamica riscului sistemic capturat cu ajutorul măsurii CoVaR. În mod simetric cu situația anterioară, remarcăm instanțe în care rezultatele CoVaR manifestă puseuri de creștere pentru mai multe dintre activele incluse în analiză. Cele mai relevante momente de creștere simultană sunt vizibile în jurul perioadelor mai 2018, decembrie 2018 – februarie 2019, mai 2019, februarie – iunie 2020, noiembrie 2021 și februarie 2022, pentru acest moment fiind înregistrate valori în top 10% pentru 18 din cele 19 active

¹⁴ Vezi Idier et al. (2013) How Useful is the Marginal Expected Shortfall for the Measurement of Systemic Exposure? A practical assessment, European Central Bank Working Papers Series, no. 1546/May 2013

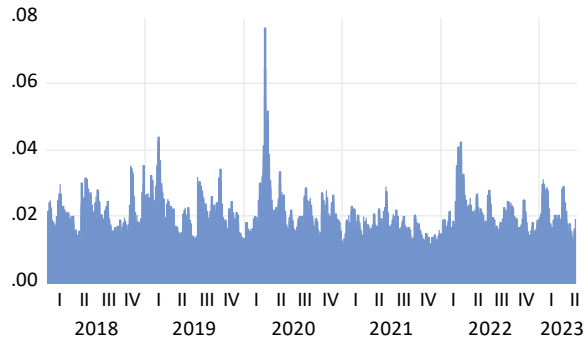
financiare incluse în eșantion. În plus, sesizăm acumulări reprezentative de risc pentru perioada septembrie-octombrie 2022. După cum specificam la nivelul raportului anterior, se remarcă în continuare contribuția adusă de sectorul energetic pentru acest interval, în special la nivelul lunii septembrie 2022. Aceste tendințe se mențin până la finalul lunii noiembrie 2022 pentru 3 companii din sectorul energetic prezente în eșantionul de lucru. În plus, rezultatele obținute cu ajutorul măsurii CoVaR indică valori superioare pentru riscul sistemic celor raportate cu ajutorul măsurii CaViaR pentru trimestrul patru al anului 2022. Și în acest caz, acestea sunt inferioare celor remarcate pentru luna septembrie 2022.

În primul trimestru al anului 2023 remarcăm ca perioade cu cele mai mari contribuții lunile ianuarie și februarie. Și pentru acest interval, cele mai consistente contribuții la riscul sistemic derivă de la 5 dintre companiile din sectorul energetic. În același timp cele mai mici contribuții derivă de la companiile care figurează în sectorul imobiliar sau de transport. Aceste contribuții limitate sunt vizibile aproximativ pe tot parcursul trimestrului I.

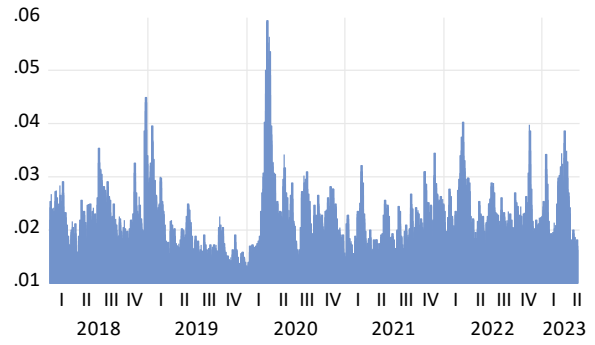
Grafic 14 Rezultate pentru specificația CaViaR



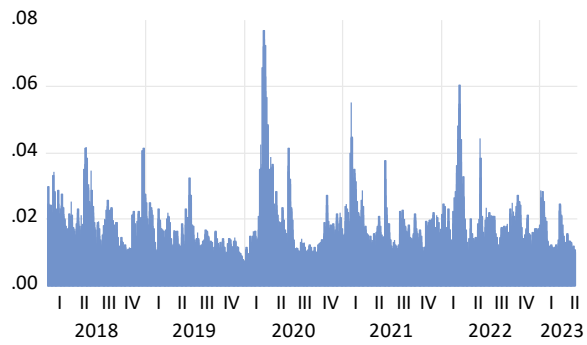
BURSA DE VALORI BUCURESTI



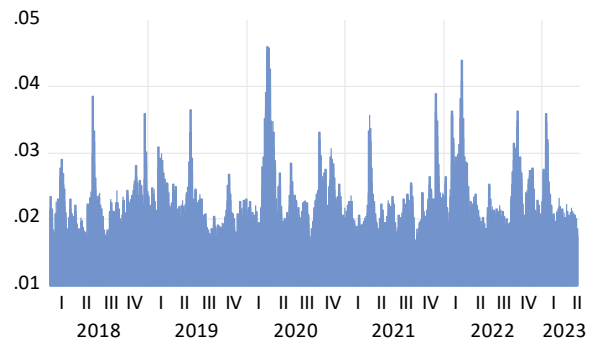
CNTEE TRANSELECTRICA BUCURESTI

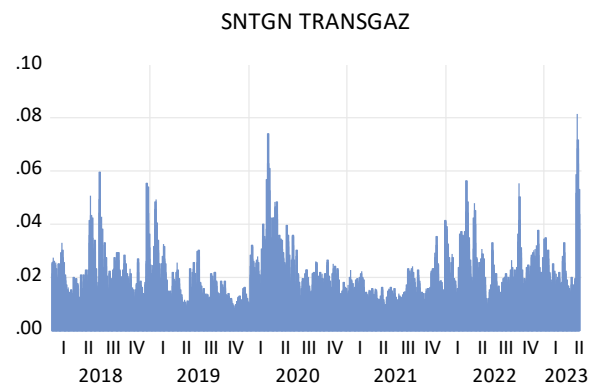
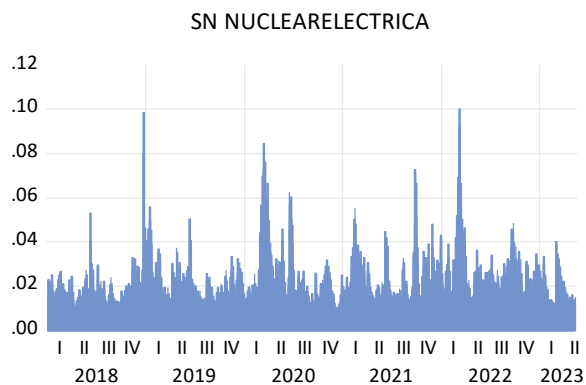
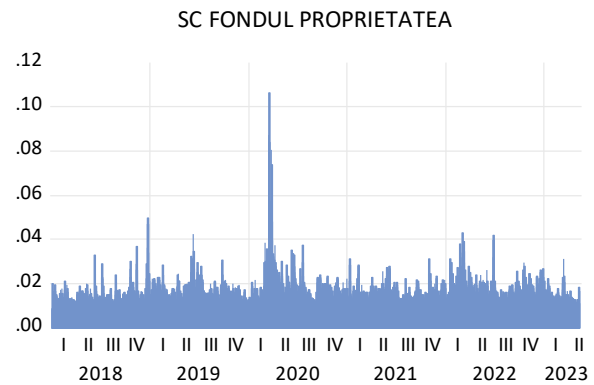
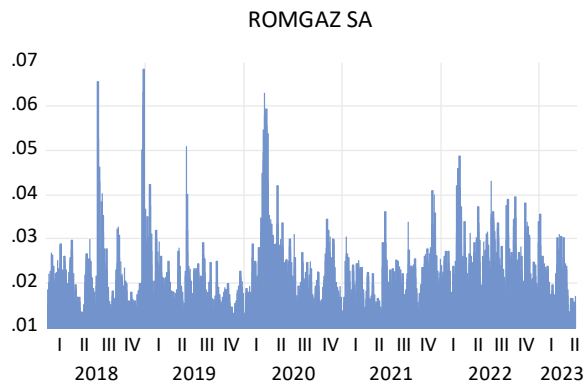
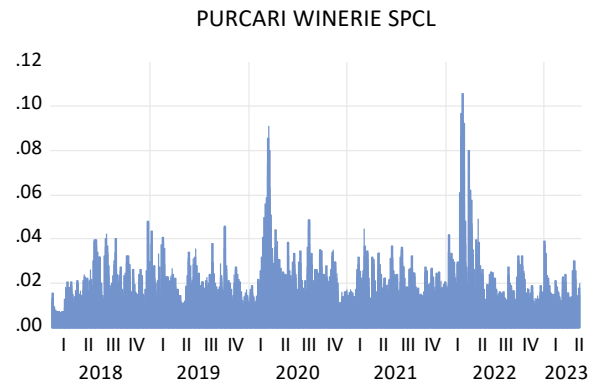
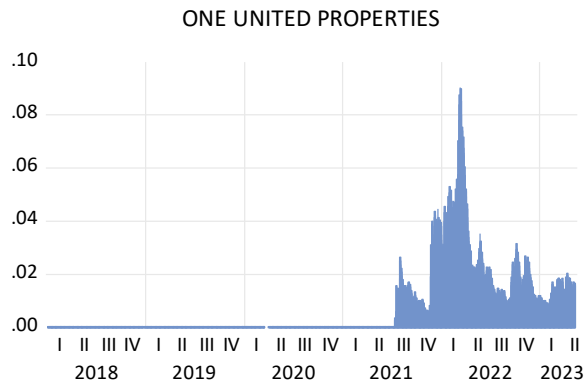
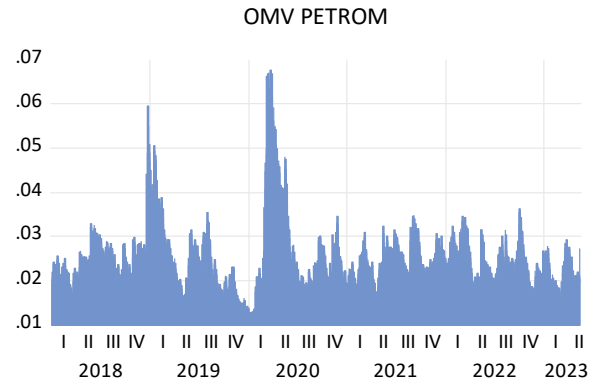
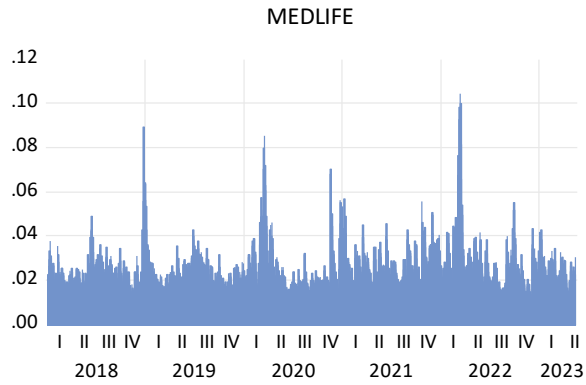


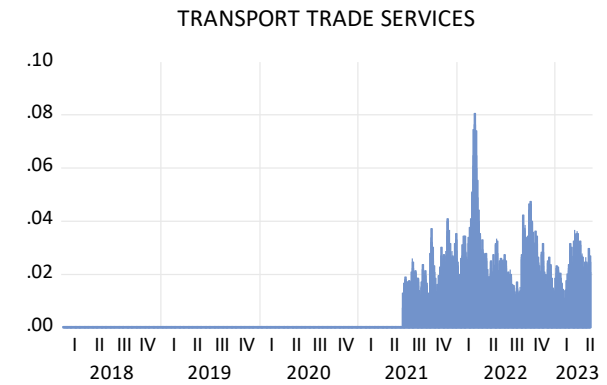
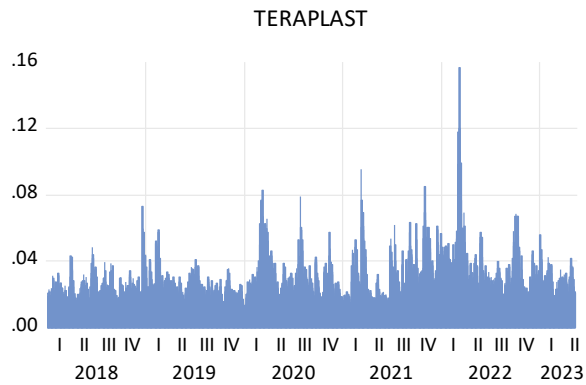
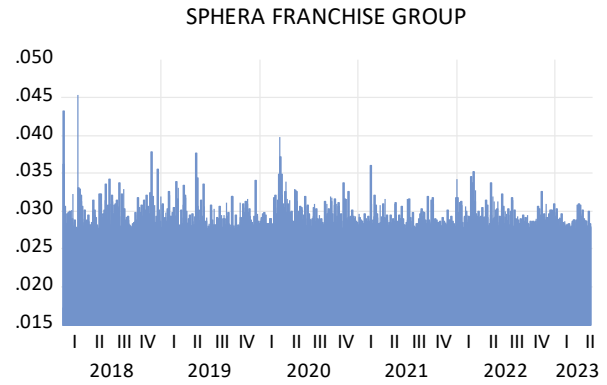
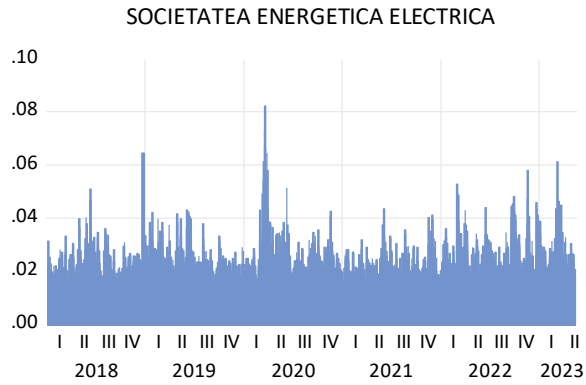
CONPET PLOIESTI



DIGI COMMUNICATIONS NV

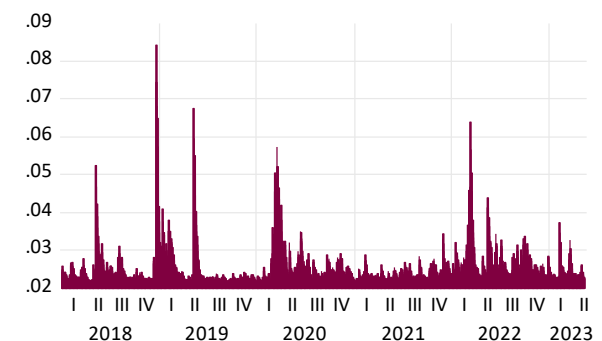
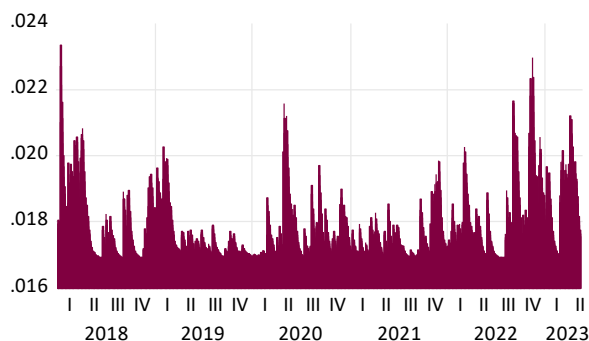
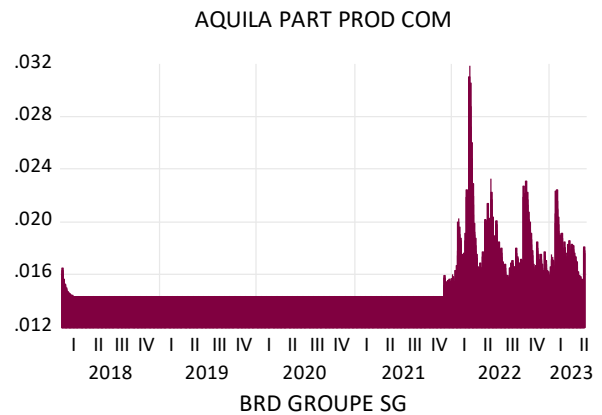
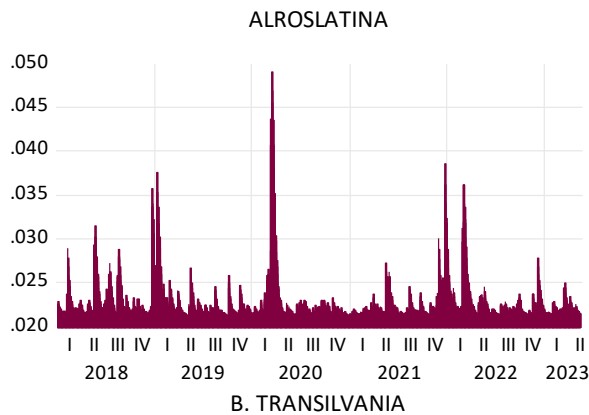




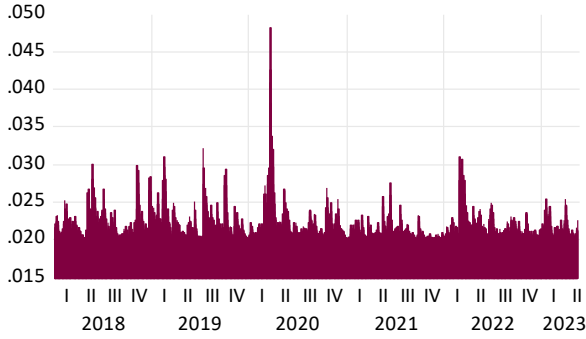


Sursa: Prelucrare ASF

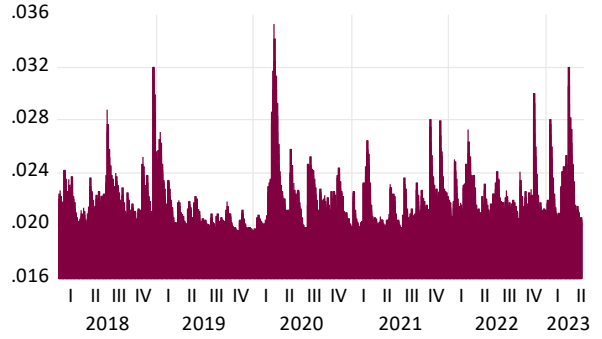
Grafic 15 Rezultate pentru specificația CoVaR



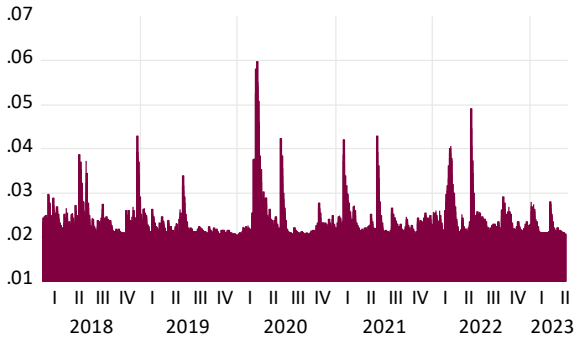
BURSA DE VALORI BUCURESTI



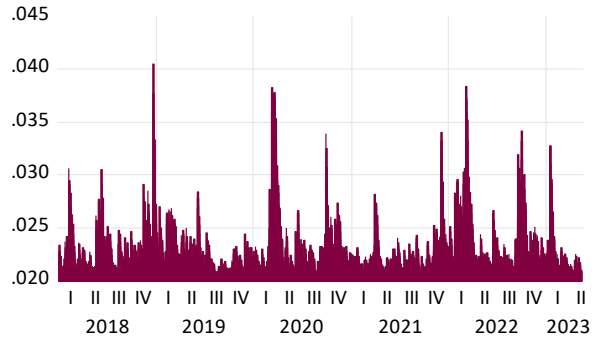
CNTEE TRANSELECTRICA BUCURESTI



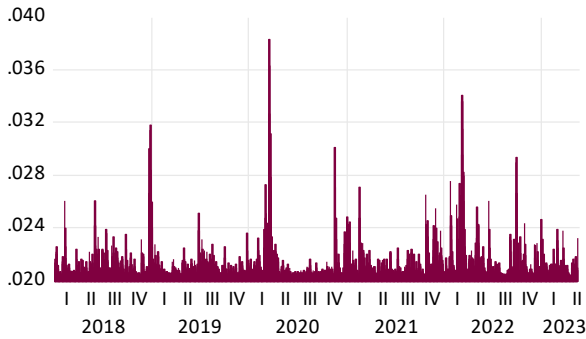
CONPET PLOIESTI



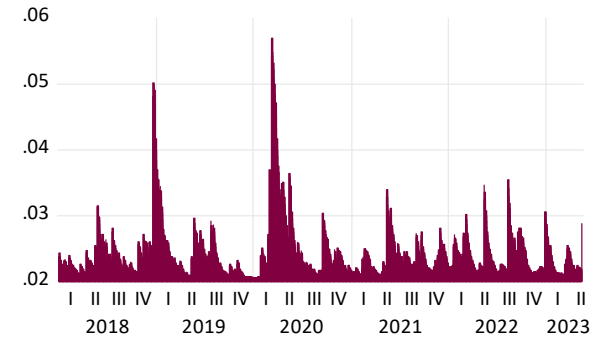
DIGI COMMUNICATIONS NV



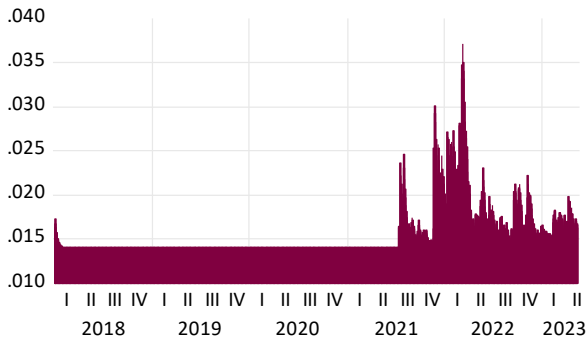
MEDLIFE



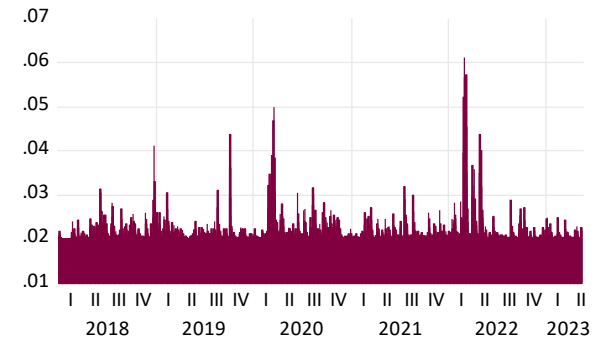
OMV PETROM

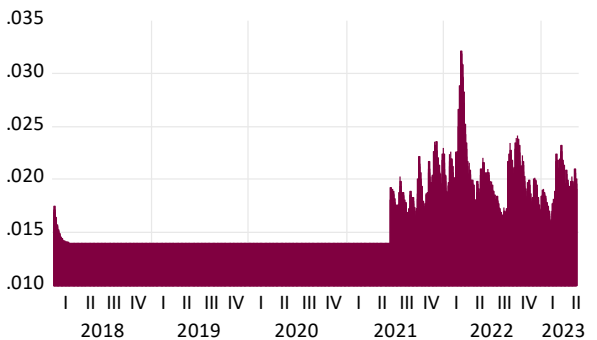
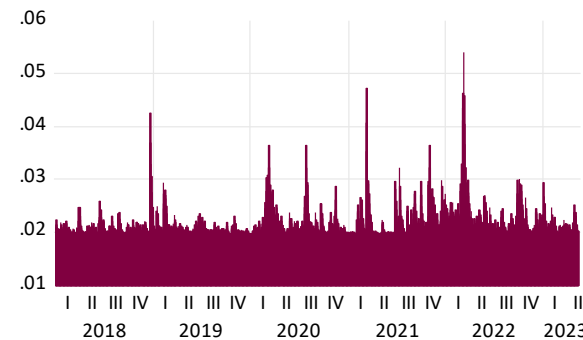
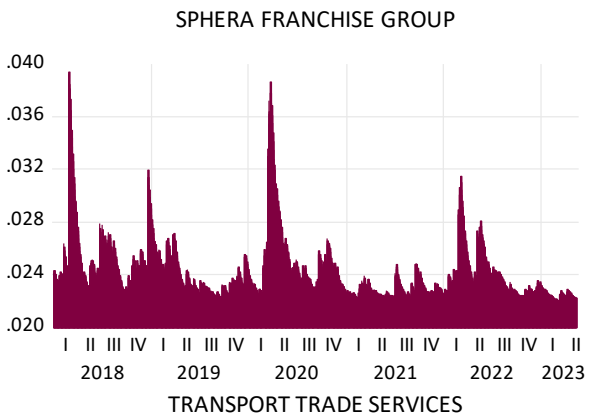
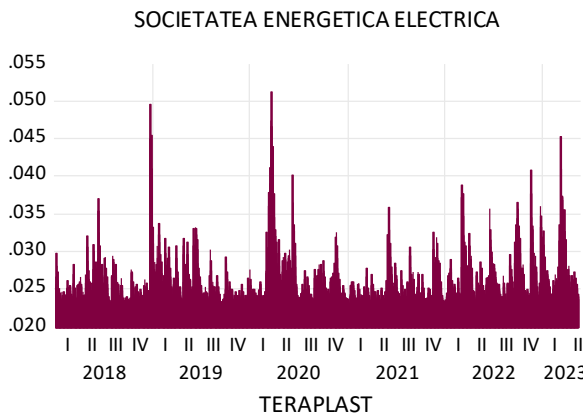
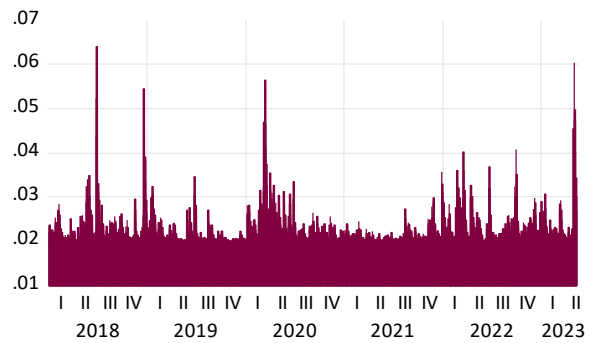
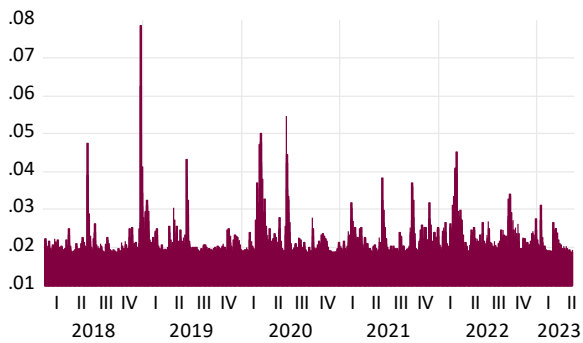
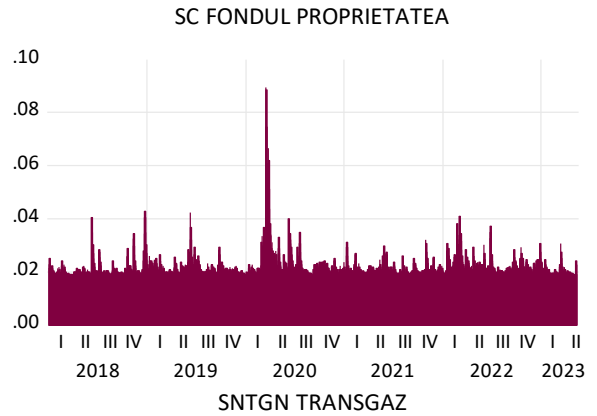
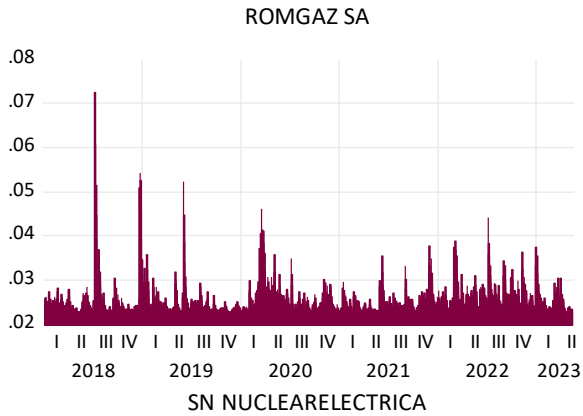


ONE UNITED PROPERTIES



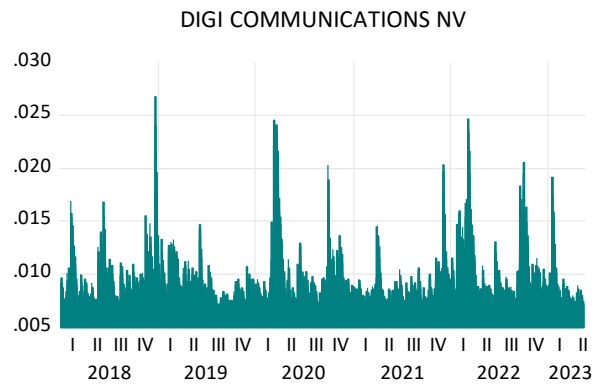
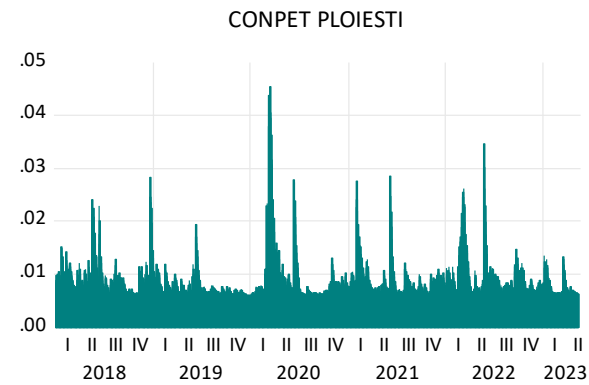
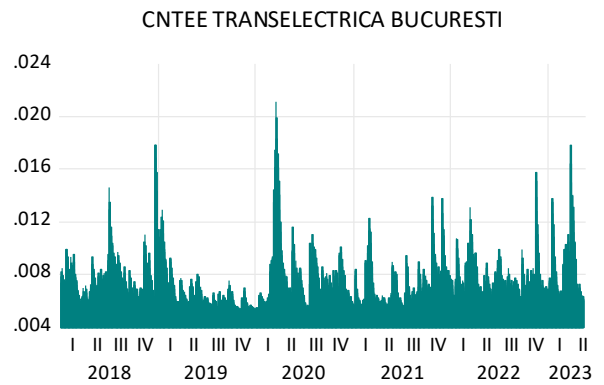
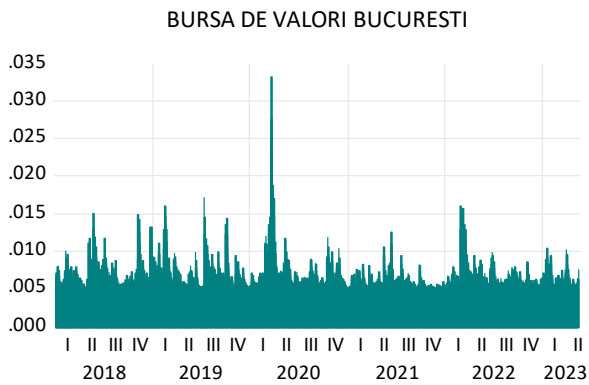
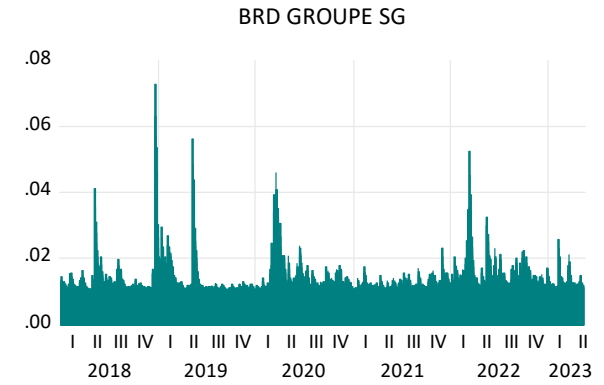
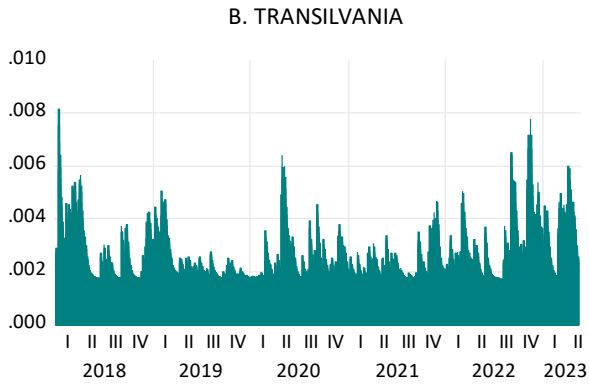
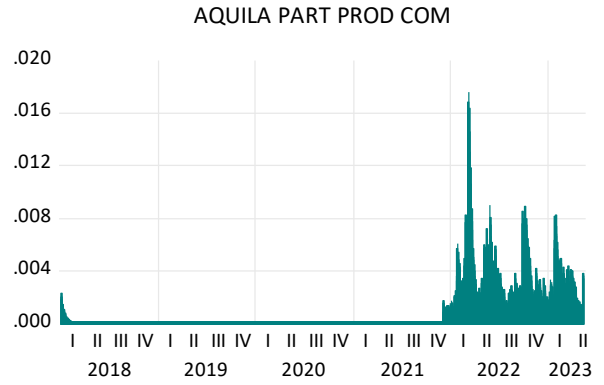
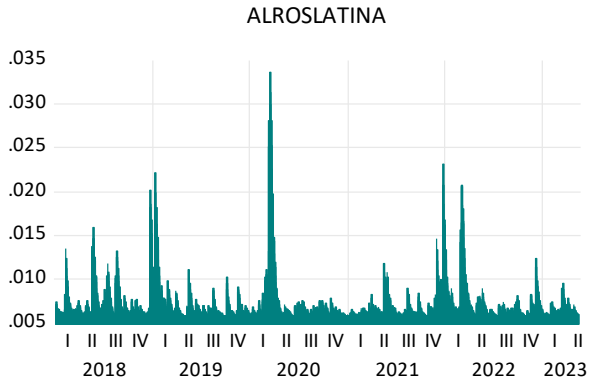
PURCARI WINERIE SPCL

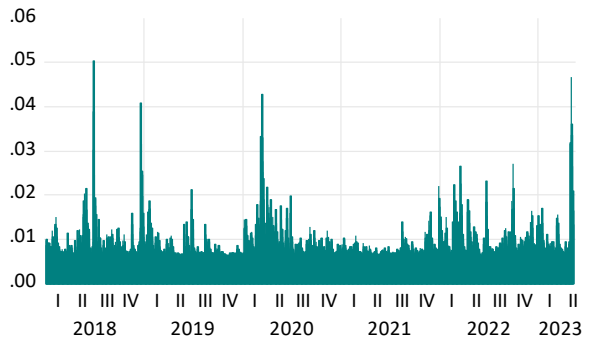
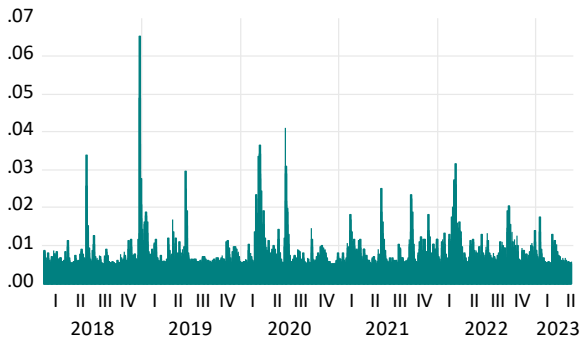
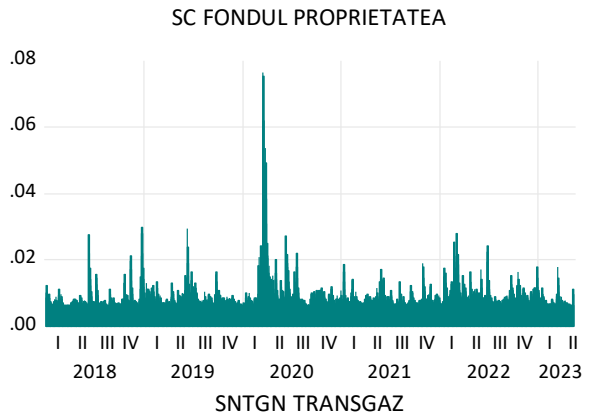
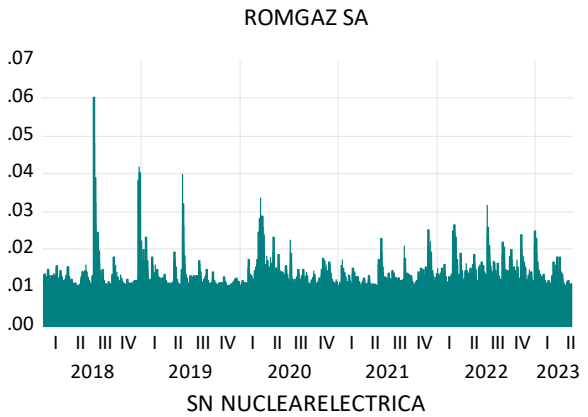
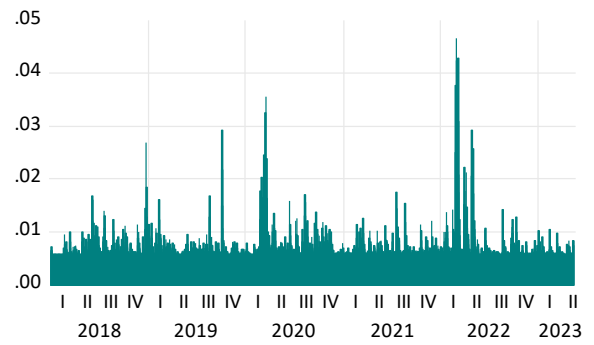
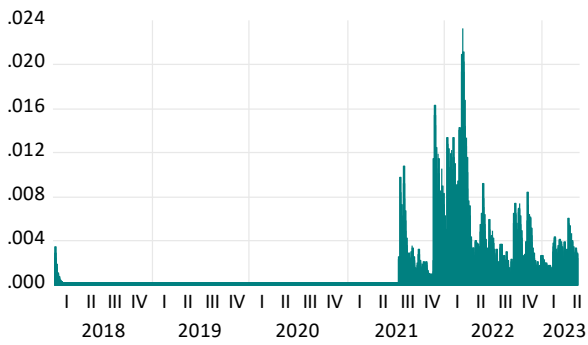
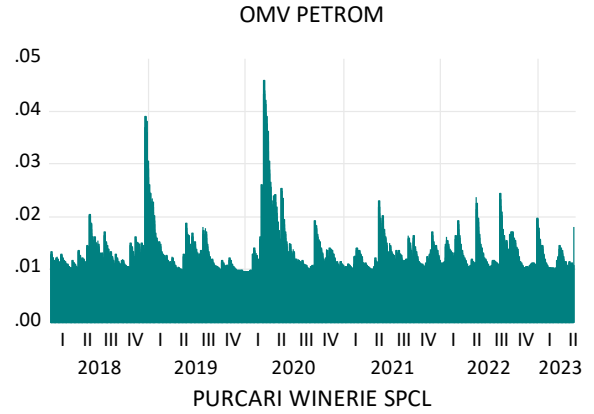
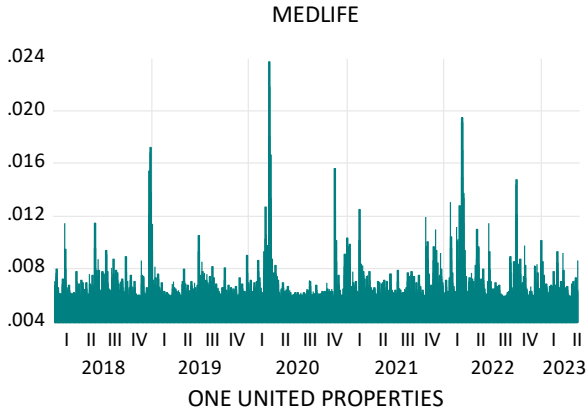


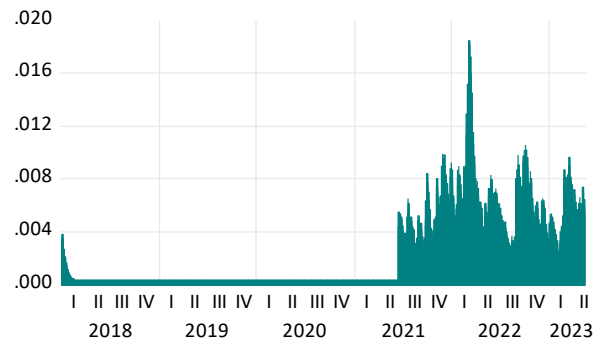
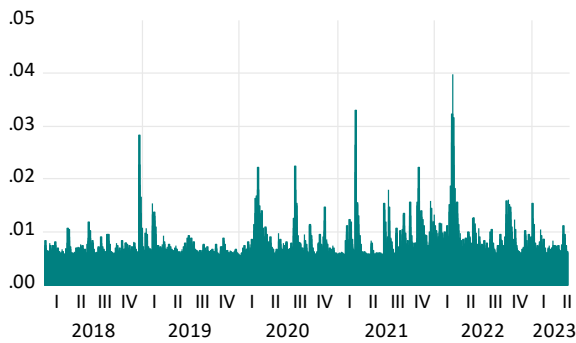
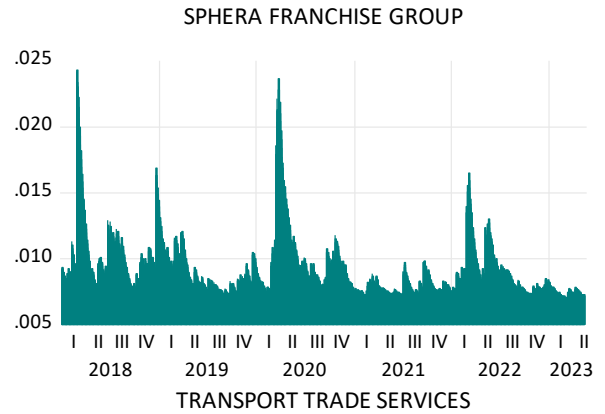
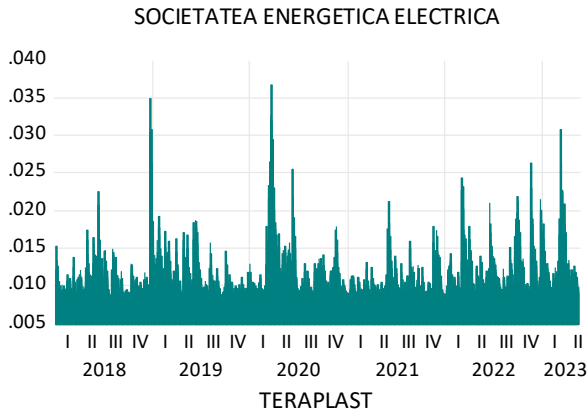


Sursa: Prelucrare ASF

Grafic 16 Rezultate pentru specificația Delta CoVaR

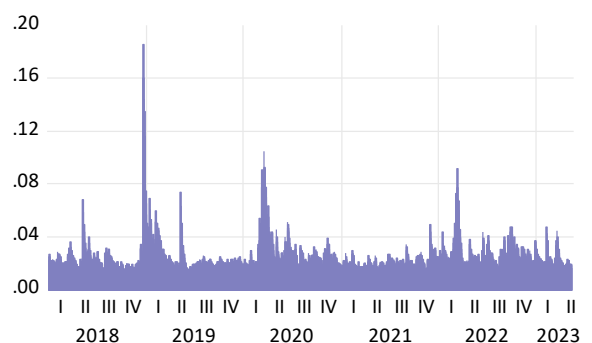
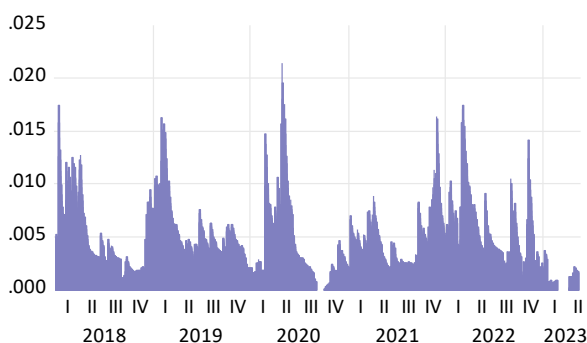
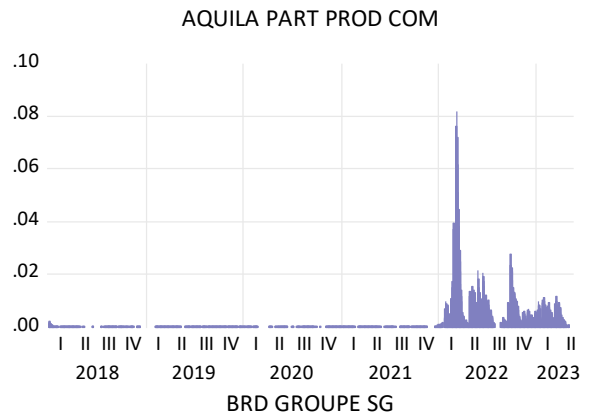
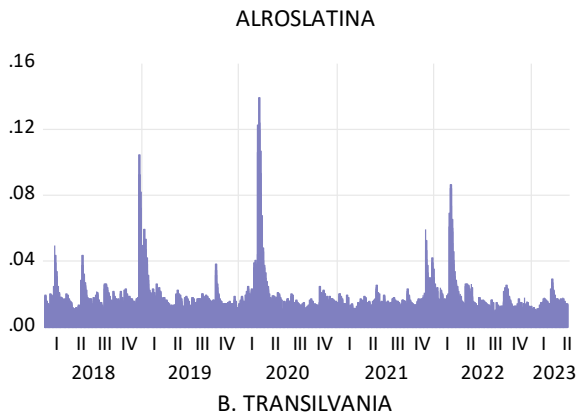




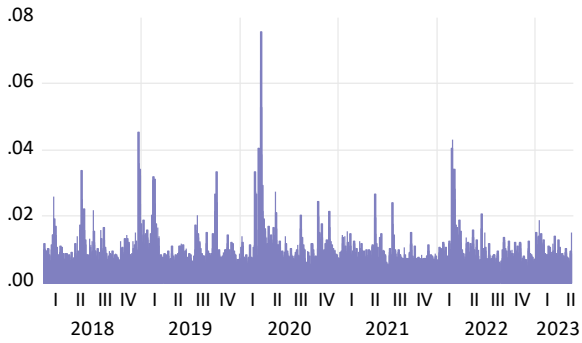


Sursa: Prelucrare ASF

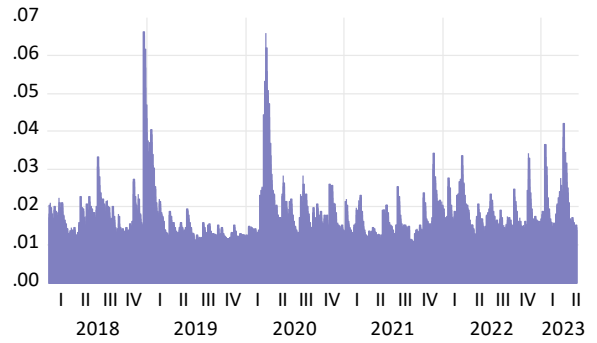
Grafic 17 Rezultate pentru specificația MES



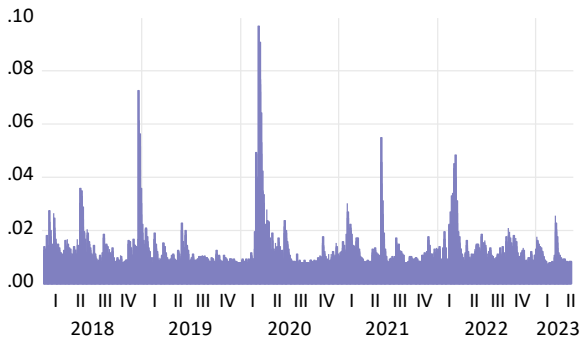
BURSA DE VALORI BUCURESTI



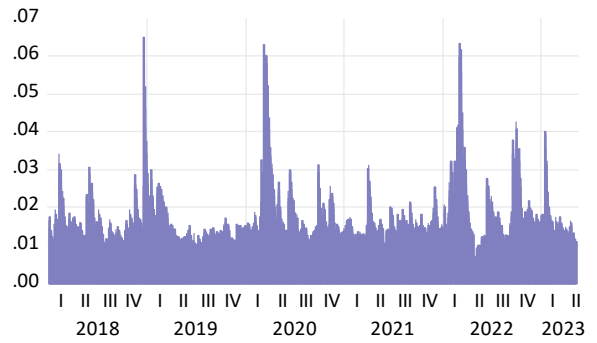
CNTEE TRANELECTRICA BUCURESTI



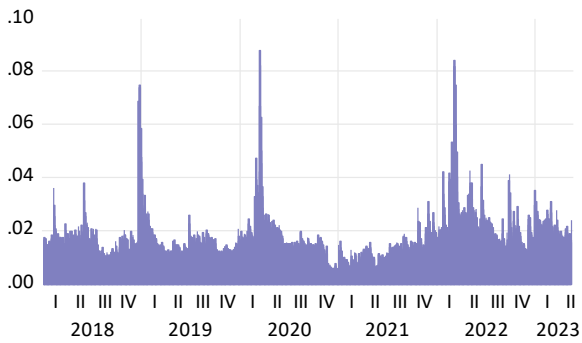
CONPET PLOIESTI



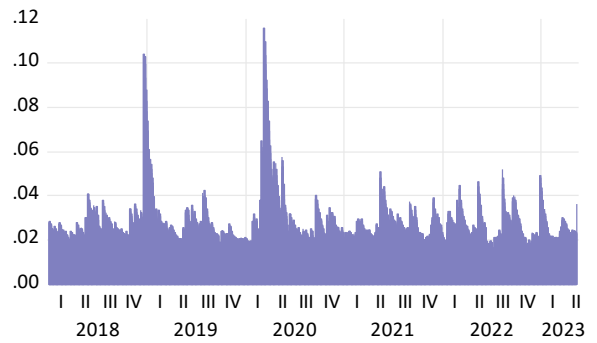
DIGI COMMUNICATIONS NV



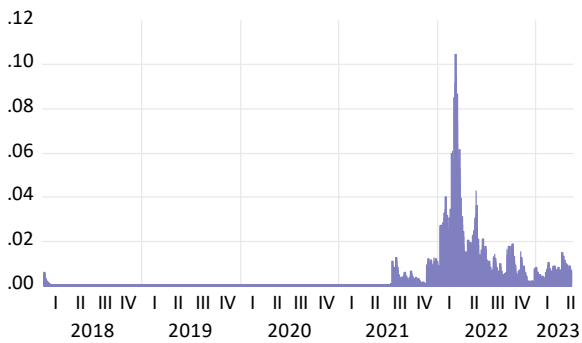
MEDLIFE



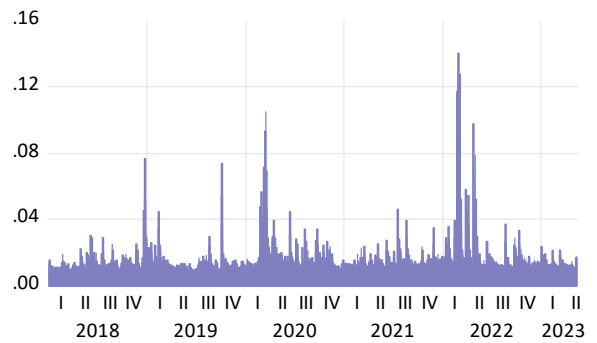
OMV PETROM

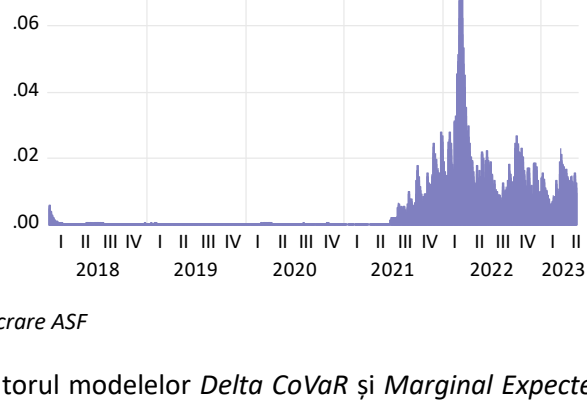
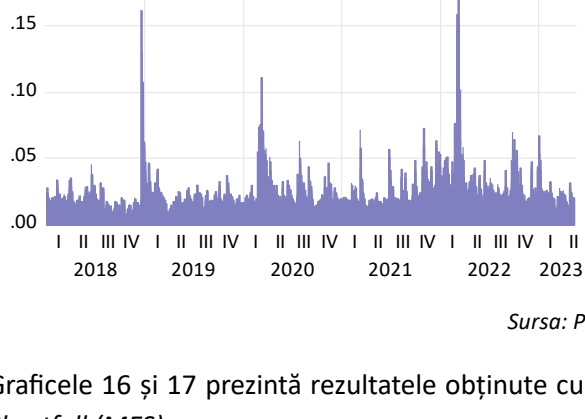
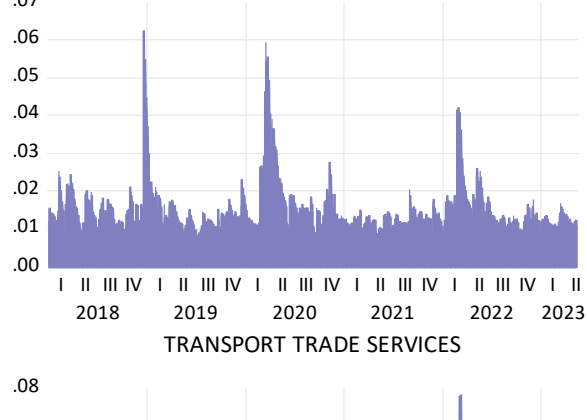
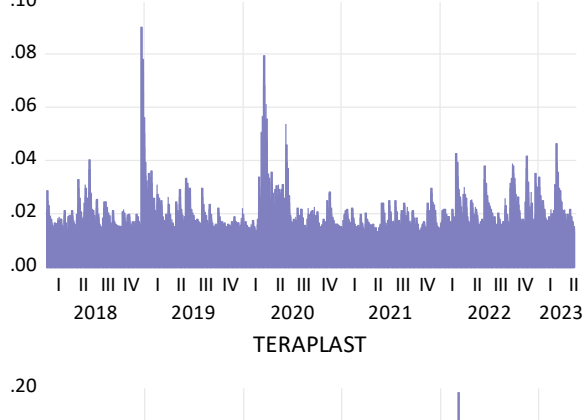
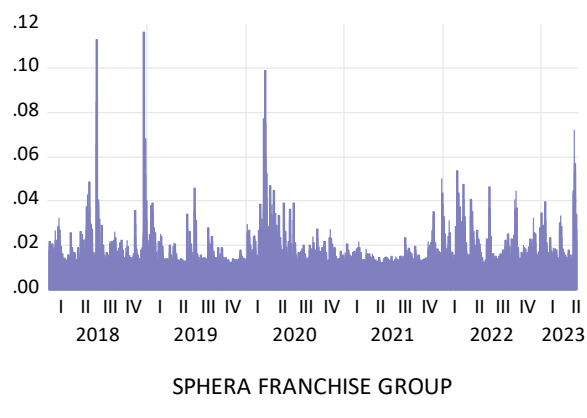
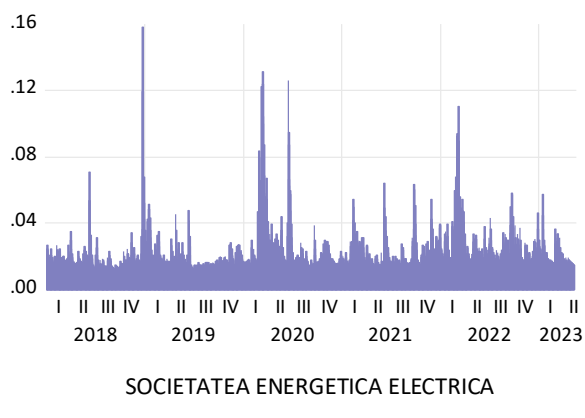
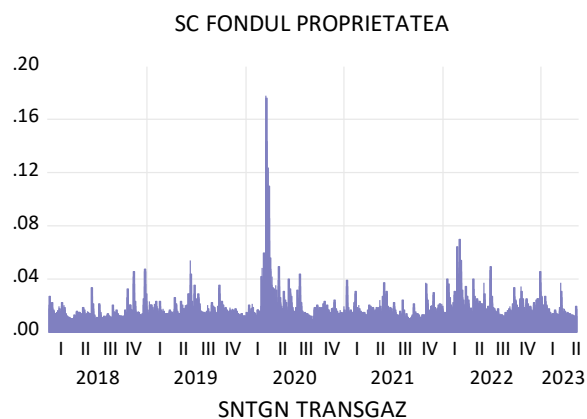
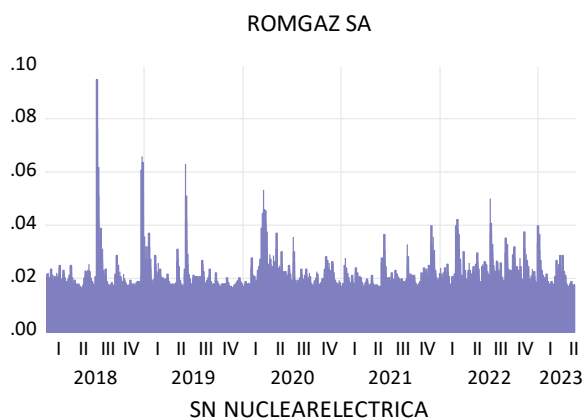


ONE UNITED PROPERTIES



PURCARI WINERIE SPCL





Sursa: Prelucrare ASF

Graficele 16 și 17 prezintă rezultatele obținute cu ajutorul modelelor *Delta CoVaR* și *Marginal Expected Shortfall (MES)*.

Specificația Delta CoVaR conduce la rezultatele pe baza cărora au fost construite graficele din graficul 16. În general, observăm tipare similare cu cele specifice rezultatelor date de modelul CoVaR, în ciuda unei aparente amplitudini superioare pentru evoluția companiilor din eșantion. Și această specificație returnează valori pentru care sesizăm dinamici comune în special în următoarele perioade: mai 2018, decembrie 2018, februarie – mai 2020 și februarie 2022. Primul trimestru din 2022 este marcat de acumulări substanțiale de risc în special pentru lunile februarie și martie. Acestea sunt observabile pentru toate activele incluse în analiză, iar pentru 95% dintre acestea se plasează printre cele mai mari valori obținute cu ajutorul specificației Delta CoVaR. Traectoriile remarcate pentru perioada septembrie-noiembrie 2022 sunt și ele similare celor determinate prin specificațiile anterioare. O diferență derivă din faptul că rezultatele pentru această specificație indică o continuare mai profundă a realităților specifice lunii septembrie 2022 către restul intervalului din trimestrul patru. Sesizăm momente de simultaneitate pentru valori elevate de risc pentru aproximativ 50% din companiile incluse în indicele BET. Evoluții particulare sunt remarcate pentru companiile ce furnizează servicii financiare și pentru cele din sectorul energetic.

Izolând perioada de analiză la nivelul trimestrului I al anului 2023 obținem în continuare concluzii similare cu cele izolate cu specificația CoVaR. Cele mai mari contribuții la riscul sistemic au avut loc la nivelul lunilor ianuarie și martie, iar companiile cu cea mai relevantă dinamică aparțin sectorului energetic.

Având în vedere modalitatea sa de construcție, măsura *Marginal Expected Shortfall (MES)* izolează pierderile de capital pentru o companie, în momentul în care evoluția pieței cade sub un anumit prag. Această construcție face ca măsura să fie valoroasă pentru instituțiile cu preocupări de reglementare financiară. Mai mult, deși modelul are o specificație diferită față de cele anterioare, remarcăm o dinamică similară, fapt ce confirmă robustețea rezultatelor obținute cu primele specificații din această analiză.

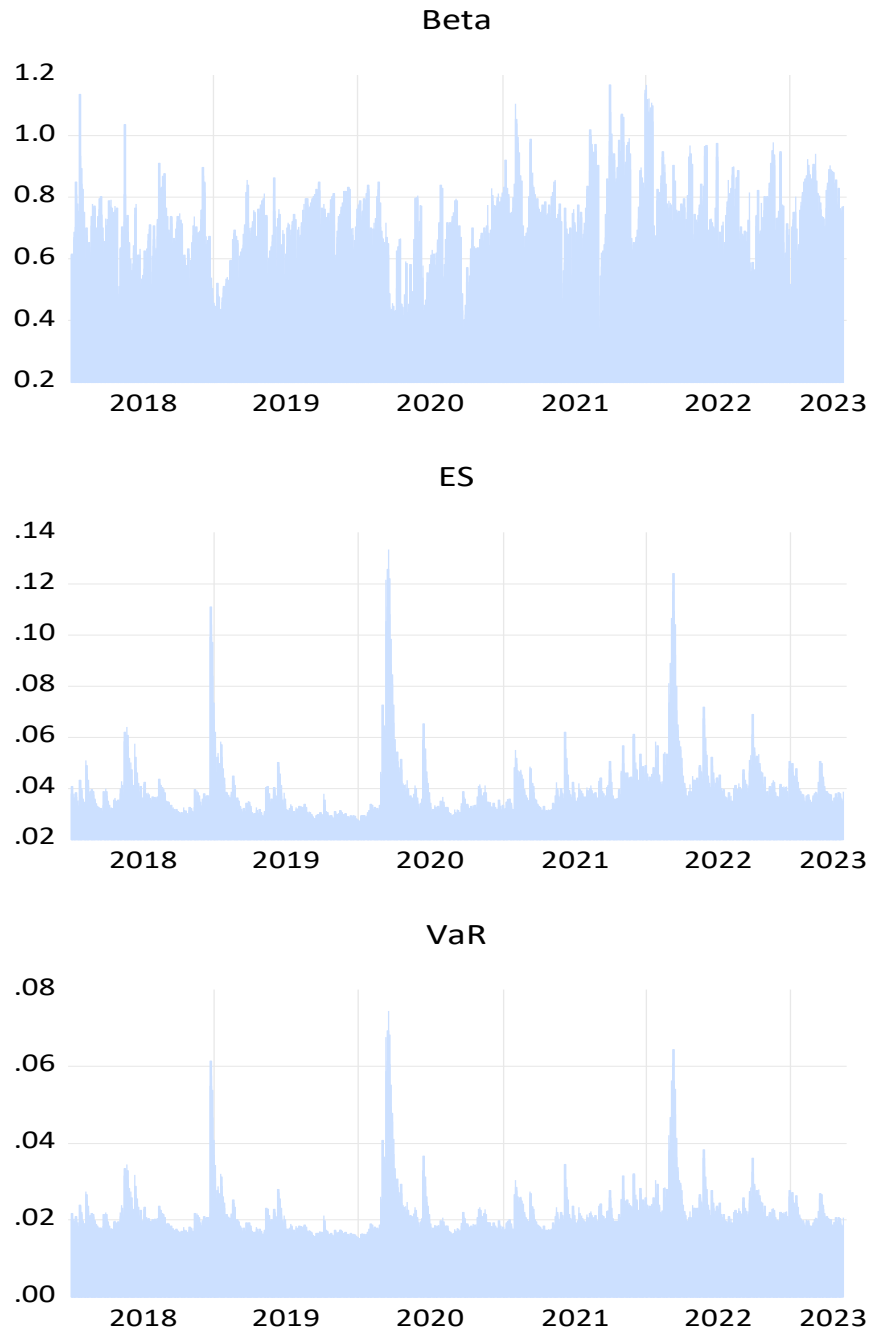
Observăm în continuare (în graficele furnizate în Graficul 17) faptul că cele mai mari valori pentru măsura MES sunt observate în jurul anumitor date, și că activele financiare incluse în eșantion manifestă dinamici comune (*co-movements*). Rezultatele prezentate sintetic în Graficul 17 arată tipare comune pentru cele mai mari valori returnate de model în următoarele perioade: mai – iulie 2018, decembrie 2018 – martie 2019, februarie – aprilie 2020, februarie – martie 2022, și septembrie 2022. Este de remarcat faptul că la nivel agregat, primele două trimestre din 2022 au înregistrat valori ridicate (în primele 20%) pentru 94% din companiile incluse în studiu.

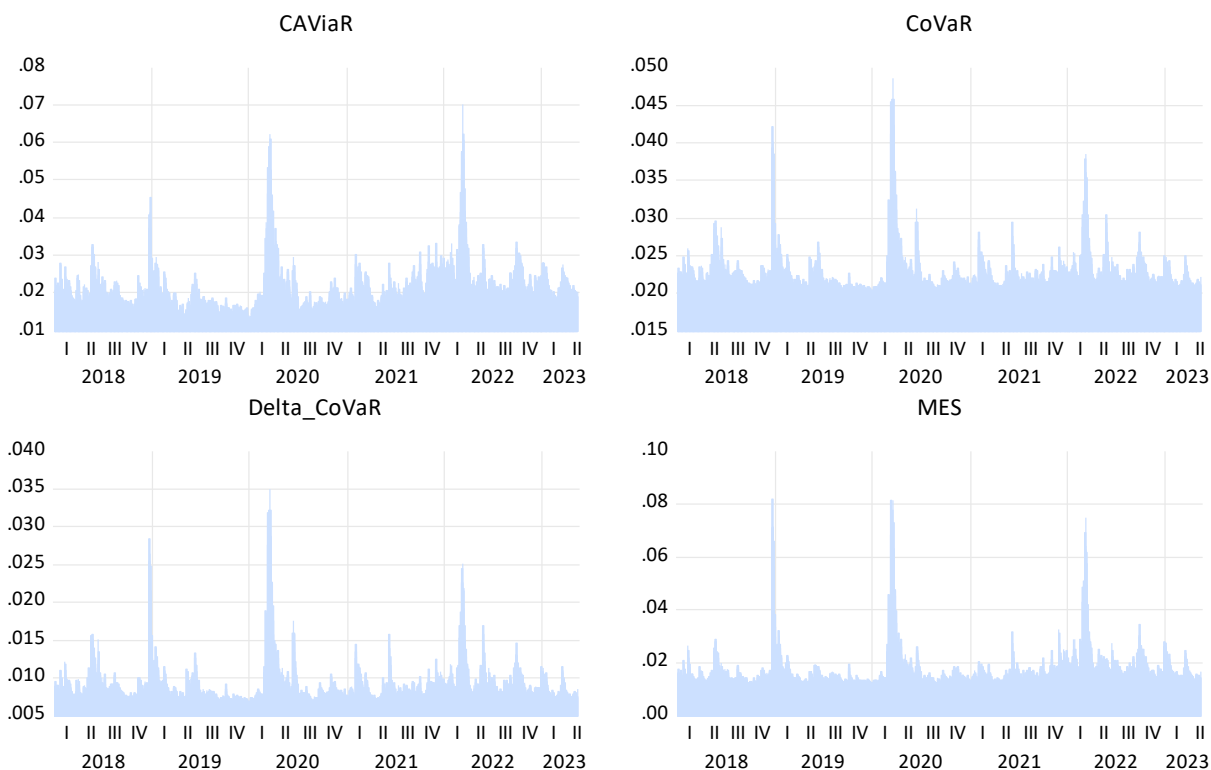
Rezultatele obținute pentru intervalul octombrie-noiembrie 2022 sunt inferioare celor obținute pentru luna septembrie 2022 și respectă distribuția sectorială prezentată anterior. În acest sens putem concluziona prezența unei efervescențe net inferioare pentru restul trimestrului patru comparativ cu luna septembrie 2022.

Nu observăm simultaneitate pentru cele mai mici valori ale măsurii de risc pentru companiile din eșantion. Mai mult, așa cum observat în analiza realizată pe baza măsurii CoVaR acestea sunt identificate pentru o selecție restrânsă de companii și par specifice acestora. În plus, merită menționat faptul că în perioadele de *co-movements* de valori ridicate ale măsurii de risc, până și aceste companii manifestă o dinamică superioară, comparativ cu traiectoria lor generală la nivelul setului de date.

Analizând evoluția specifică anului 2023 remarcăm că în primul trimestru cele mai solide contribuții au fost observate pentru lunile ianuarie și martie. Pentru acestea remarcăm traiectorii de simultaneitate în creșterea contribuțiilor la risc pentru aproximativ 50% din companiile din indicele BET. La fel cum am argumentat și în cazul specificațiilor anterioare, principalele surse de risc sistemic par a fi companiile din sectorul energetic.

Grafic 18 Valori medii pentru măsurile de risc





Sursa: Prelucrare ASF

În aceste condiții, rezultatele obținute cu modelul MES confirmă validitatea observațiilor anterioare și în această direcție, în ciuda diferențelor de construcție dintre specificații. Mai mult, obținem o dinamică similară și pentru rezultatele modelului *Expected shortfall* la nivelul ultimului trimestru din 2022 și primului trimestru din 2023, în ciuda faptului că acestea nu sunt prezentate grafic la acest punct.

În continuare, Graficul 18 prezintă sintetic valorile medii obținute pentru fiecare măsură de risc și are rolul de a concluziona rezultatele obținute anterior. Aceasta prezintă atât principalele măsuri de risc sistemic folosite ca specificații de bază, cât și măsurile de risc utilizate ca teste de robustețe a rezultatelor.

Primul cadran este dedicat măsurilor de robustețe (*Beta*, *VaR*, *ES*), în timp ce al doilea cadran prezintă modelele de detecție a riscului sistemic comentate în secțiunile anterioare (*CaViaR*, *CoVaR*, *Delta CoVaR* și *MES*).

În medie, pentru modelul *CaViaR* obținem cele mai mari valori în perioadele: decembrie 2018, martie – aprilie 2020, decembrie – martie 2022, septembrie 2022 și martie 2023. Pentru măsura *CoVaR*, momentele de referință sunt mai 2018, decembrie 2018, martie – aprilie 2020, februarie 2022 septembrie 2022, intervalul decembrie 2022 ianuarie 2023 și luna martie 2023. Pentru măsura *Delta CoVaR*, cele mai mari rezultate sunt prezente la nivelul lunilor: mai 2018, decembrie-ianuarie 2018, martie – aprilie 2020, februarie – martie 2022, septembrie 2022, intervalul decembrie 2022 ianuarie 2023 și luna martie 2023.

În cele din urmă, pentru modelul *MES*, observăm aceeași dinamică ce indică pentru primul trimestrul al anului 2023, concentrări de risc la nivelul lunii ianuarie și martie. Astfel, putem concluziona două aspecte principale. În primul rând, independent de măsura de risc sistemic utilizată se observă momente de

creștere a contribuției de risc sistemic specific companiilor din indicele BET. În al doilea rând, remarcăm faptul că aceste momente de creștere tind să manifeste tipare simultane pentru companii, independent de sectorul de activitate, aceste tipare fiind capturate cu ajutorul mai multor specificații de modelare.

Concentrându-ne asupra anului 2023, remarcăm faptul că în ciuda unei magnitudini inferioare comparativ cu alte intervale din analiză, există puseuri solide de consolidare a contribuțiilor la riscul sistemic total.

Un rezultat interesant este acela că pentru trimestrul patru al anului 2022, rezultatele medii reflectă valori similare la nivelul lunii decembrie cu cele din luna septembrie pentru specificațiile CaViaR, CoVaR, și MES. Acestea au o magnitudine inferioară însă o dinamică similară cu rezultate medii pentru luna septembrie.

Mai mult, din primul cadran al Graficului 18 este vizibil faptul că pentru trimestrul I al anului 2023 obținem o dinamică similară și cu ajutorul măsurilor de risc utilizate pentru testarea robusteții, în special pentru *expected shortfall*. Aceeași concluzie a fost raportată și la nivelul raportului precedent pentru trimestrul IV din 2022.

2.3. Metode de evaluare a performanței ajustate la risc pentru fondurile de investiții

Rentabilitatea reprezintă un reper important în evaluarea performanței portofoliilor fondurilor de investiții de către societățile care le administrează și implicit de către investitori. Cu toate acestea, indiferent de rezultatele obținute cu privire la rentabilitate, în evaluarea performanței unui portofoliu este necesară includerea riscurilor asociate.

Printre măsurile utilizate frecvent pentru evaluarea performanței se numără indicatorii **Sharpe, Sortino și Treynor**.

Astfel, cu scopul de a evalua în ansamblu performanța ajustată la risc a pieței fondurilor de investiții din România, pentru fiecare strategie de investiții din care fac parte fondurile de investiții respective, au fost calculați trimestrial indicatorii mai sus menționați.

Frecvența datelor utilizate a fost zilnică (VUAN zilnic), iar perioada analizată a fost **ianuarie 2020 –martie 2023**. În funcție de lungimea seriei de date disponibilă, au fost selectate **84 de fonduri de investiții din România (OPCVM și FIA)**, clasificate în funcție de categoria de strategie de investiții¹⁵ din care fac parte, astfel:

Număr fonduri de investiții parte din strategia investițională		
Titluri de credit (Fond Obligațiuni)¹⁶	FO	21
Titluri de capital (Fond Acțiuni)¹⁷	FA	16
Absolute return¹⁸	AR	1

¹⁵ Conform clasificării EFC (European Fund Classification), sistem paneuropean de clasificare a fondurilor de investiții dezvoltat de EFCE (European Fund Categorization Forum) - grup de lucru al EFAMA.

¹⁶ Expunere >80% pe obligațiuni. Maximum 20% expunere în numerar în casierie, iar investițiile în alte active nu trebuie să depășească 10%.

¹⁷ Expunere >85% pe acțiuni.

¹⁸ Fondurile care sunt astfel clasificate conform prospectului.

Multi-active defensive ¹⁹	MAD	3
Multi-active echilibrat ²⁰	MAE	7
Multi-active agresiv ²¹	MAA	4
Multi-active flexibil ²²	MAF	23
Alte fonduri ²³	AF	9

În ceea ce privește indicatorul **Treynor**, o rată mai mare indică randamente mai mari pentru fiecare unitate de risc și totodată faptul că activul sau portofoliul de active a generat randamente mai bune decât s-ar fi așteptat având în vedere nivelul de risc asumat.

Potrivit rezultatelor obținute prin calcularea celor 3 indicatori, **în trimestrul I 2023, toate categoriile de strategii de investiții au avut rezultate pozitive, cele mai bune randamente raportate la riscul asumat fiind înregistrate de cele din categoria MAF și MAA.**

Indicatorul Sharpe

Indicatorul Sharpe este definit ca prima de risc²⁴ a activului/portofoliului împărțită la riscul acestuia. Mai exact, Sharpe măsoară performanța netă la riscul total asumat. Cu cât este mai mare valoarea Sharpe, cu atât este mai atractiv randamentul ajustat la risc.

Formula de calcul:

$$\text{Indicatorul Sharpe} = \frac{(R_x - R_f)}{\text{StdDev } R_x}$$

unde **R_x** reprezintă rentabilitatea așteptată a portofoliului, **R_f** reprezintă rata de rentabilitate a activului fără risc și **StdDev R_x** este abaterea standard a randamentului portofoliului (sau volatilitatea).

¹⁹ Expunere <35% pe instrumente cu venit variabil.

²⁰ Expunere între 35% și 65% pe instrumente cu venit variabil.

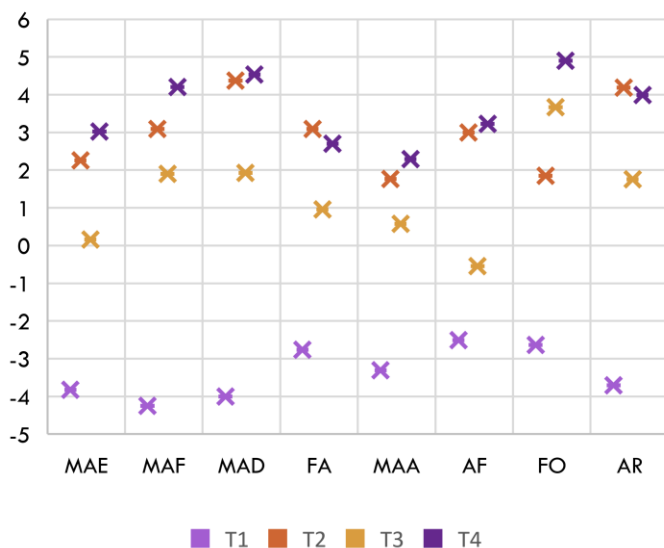
²¹ Expunere >65% pe instrumente cu venit variabil.

²² Fără limite pe categorii de active.

²³ Nu se încadrează în nicio categorie de mai sus.

²⁴ Prima de risc reprezintă o compensație pentru riscul sistematic, care nu poate fi eliminat prin diversificare.

Grafic 19 Indicatorii Sharpe calculați trimestrial pe strategie investițională în anul 2020

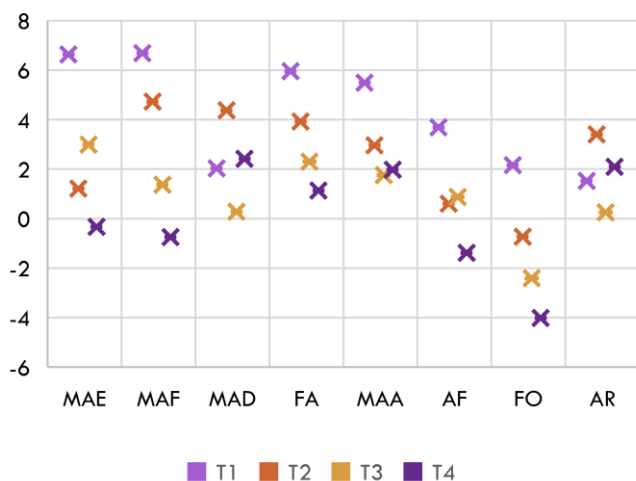


În trimestrul I 2020, indicatorul Sharpe a fost negativ pentru toate categoriile de strategii investiționale. Mai exact rentabilitatea fondurilor a fost mai mică decât rata fără risc (media primului trimestru din 2020 fiind de 3,31%/an pentru obligațiunile guvernamentale din România cu scadență la 1 an). Astfel, în trimestrul I 2020, riscul asumat pentru oricare dintre cele opt strategii investiționale nu a fost compensat suficient de rentabilitatea acestora.

În trimestrele II și IV, indicatorii Sharpe au avut valori pozitive, peste 1, respectiv peste 2, rezultând astfel că randamentul fondurilor a fost mai bun în raport cu riscul asumat. În trimestrul II, cea mai mare valoare a indicatorului Sharpe a fost înregistrată de fondurile de investiții din categoria MAD (4,37), iar cea mai mică valoare a fost înregistrată de categoria MAA (1,76). În trimestrul IV, cea mai mare valoare a indicatorului Sharpe a fost înregistrată categoria FO (4,89), iar cea mai mică valoare a fost înregistrată de cele din categoria MAA (2,29).

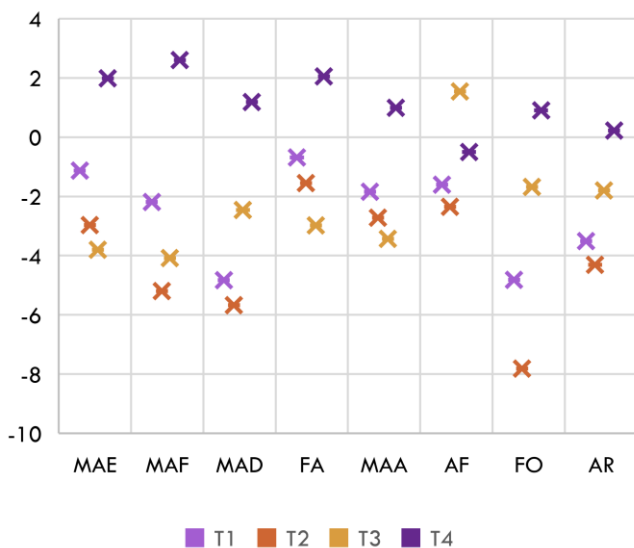
În trimestrul III, pentru fondurile de investiții din categoriile MAE, FA și MAA indicatorul Sharpe s-a situat între 0 și 1, iar pentru categoriile MAF, MAD și AR, valoarea indicatorului Sharpe s-a situat între 1 și 2. Pentru categoria AF, valoarea indicatorul Sharpe a fost negativă, iar la polul opus, cea mai mare valoare a fost pentru FO, peste 3.

Grafic 20 Indicatorii Sharpe calculați trimestrial pe strategie investițională în anul 2021



Dintre toate trimestrele din anul 2021, cea mai bună rentabilitate la riscul asumat s-a înregistrat în trimestrul I, indicatorii Sharpe având cele mai mari valori. Pentru fondurile din categoriile MAE și MAF, indicatorul Sharpe s-a situat în jurul valorii de 7, iar pentru cele din FA și MAA în jurul valorii de 6, respectiv 5. Categoria AF a avut indicatorul Sharpe în jurul valorii de 4, iar FO și AR în jurul valorii de 1.

Grafic 21 Indicatorii Sharpe calculați trimestrial pe strategie investițională în anul 2022

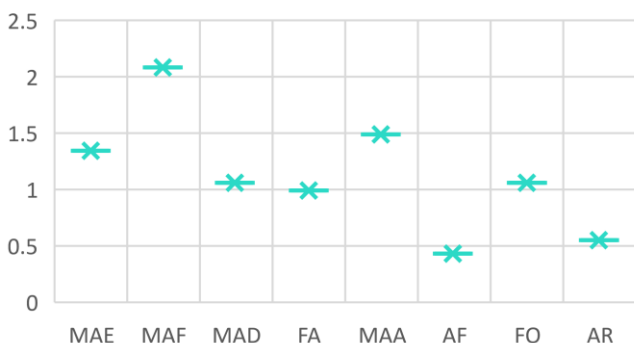


În trimestrele I și II din 2022, valoarea indicatorului Sharpe a fost negativă pentru toate categoriile de strategii investiționale. Mai exact rentabilitatea fondurilor a fost mai mică decât rata fără risc (media primului trimestru din 2022 a fost de 4,10%/an pentru obligațiunile guvernamentale cu scadență la 1 an din România, iar pentru al doilea trimestru aceasta a fost de 5,96%/an). Astfel, în cele două trimestre din 2022, riscul asumat pentru oricare dintre cele opt strategii investiționale nu a fost compensat suficient de rentabilitatea acestora.

În trimestrul III din 2022, media randamentelor obligațiunilor guvernamentale cu scadență la 1 an din România a fost de 8,03%/an. Cu excepția categoriei alte fonduri (AF) a cărei rată Sharpe a fost de peste 1 (1,53), celelalte categorii investiționale au avut o rată Sharpe negativă, rezultând faptul că riscul asumat nu a fost suficient compensat de rentabilitatea fondurilor din categoria investițională.

În trimestrul IV s-a realizat cea mai bună rentabilitate din anul 2022 raportat la riscul asumat. Cu excepția categoriei alte fonduri (AR), celelalte categorii au înregistrat o rată Sharpe pozitivă, iar pentru categoriile MAF și FA valoarea indicatorului a fost peste 2.

Grafic 22 Indicatorul Sharpe calculat pe strategie investițională în trimestrul I 2023



În trimestrul I 2023, cea mai bună rentabilitate raportat la riscul asumat s-a înregistrat pentru categoria de strategie investițională MAF, indicatorul Sharpe având valoarea de 2,08. Pentru categoriile MAE, MAD, MAA și FO, indicatorul Sharpe s-a situat între 1 și 2, iar pentru categoriile FA, AF și AR acesta s-a situat între 0 și 1.

Sursa: Calcule ASF

Indicatorul Sortino

Asemenea indicatorului Sharpe, **Sortino** este un instrument ajustat la risc pentru a determina riscul unei investiții/unui portofoliu. Spre deosebire de indicatorul Sharpe, Sortino ține cont doar de volatilitatea negativă a unei investiții, în timp ce Sharpe ia în considerare volatilitatea totală.

Indicatorul Sortino stabilește o relație între performanța unui fond și DSR (DownSide Risk – riscul de scădere) al acestuia. DSR este o estimare a potențialei pierderi de valoare a unui titlu, în cazul în care condițiile de piață anticipează o scădere a prețului titlului respectiv.

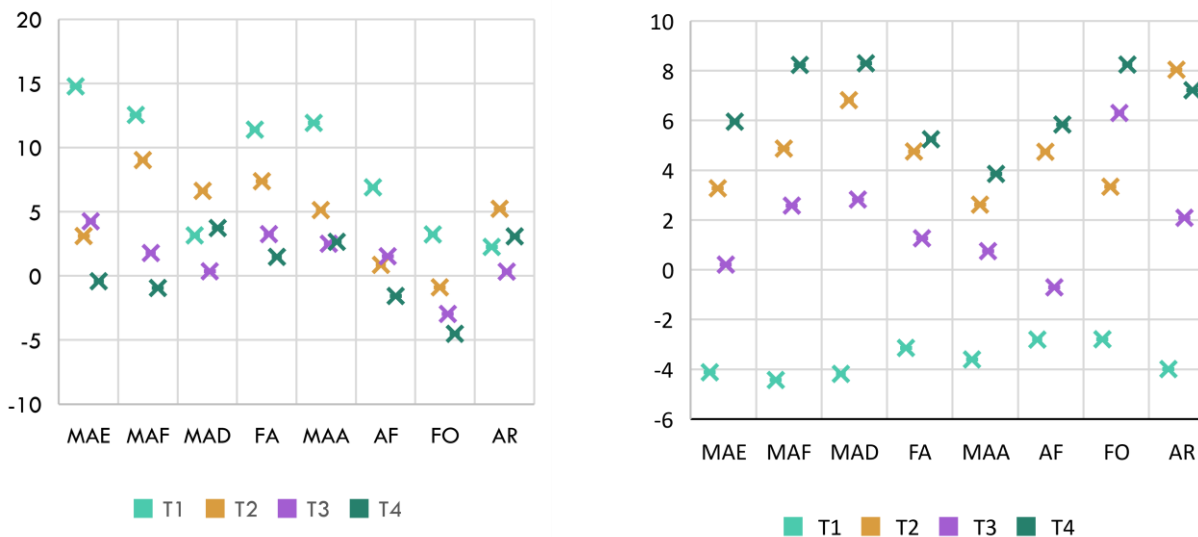
Pentru investitori, un indicator Sortino ridicat evidențiază fondurile care au avut performanțe bune, rămânând în același timp reziliente în timpul scăderilor pieței.

Formula de calcul:

$$\text{Indicatorul Sortino} = \frac{(R_p - R_f)}{\sigma_d}$$

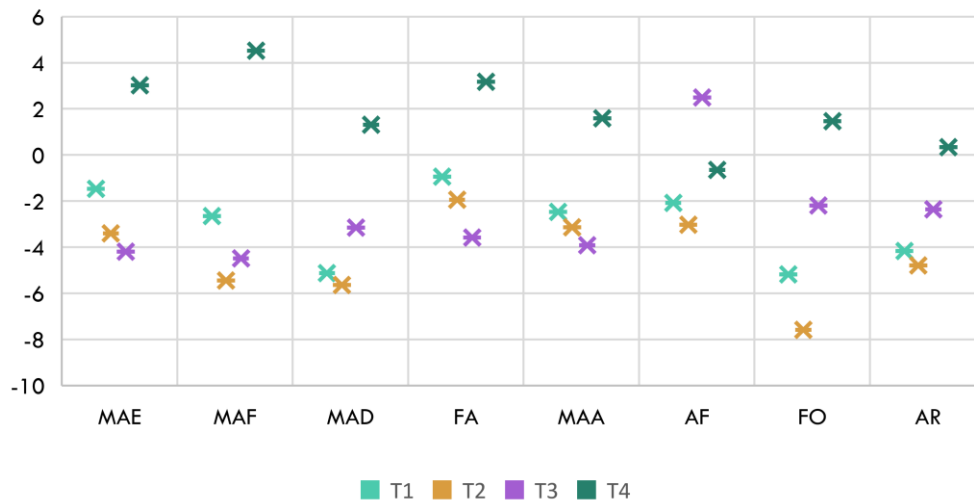
unde **R_p** reprezintă randamentul portofoliului, **R_f** reprezintă rata fără risc și **σ_d** este deviația standard negativă.

Grafic 23 Indicatorii Sortino calculați trimestrial pe strategie investițională pentru 2021 și 2020



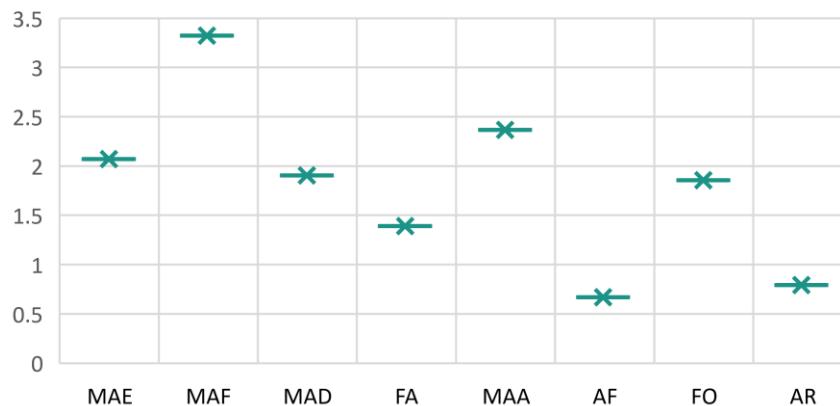
Sursa: Calcule ASF

Grafic 24 Indicatorii Sortino calculați trimestrial pe strategie investițională 2022



Sursa: Calcule ASF

Grafic 25 Indicatorul Sortino calculat pe strategie investițională în trimestrul I 2023



Sursa: Calcule ASF

Asemănător rezultatelor obținute pentru indicatorul Sharpe, în trimestrul I 2023, indicatorul Sortino a fost pozitiv pentru toate categoriile de strategii investiționale, remarcându-se categoria **MAF** cu valoare peste 3 și **MAE** cu valoare peste 2.

Indicatorul Treynor

Indicatorul Treynor este utilizat pentru a evalua randamentul unui portofoliu în raport cu randamentul unui indice de referință. Pentru prezenta analiză, indicatorul de referință folosit a fost indicele **BET**.

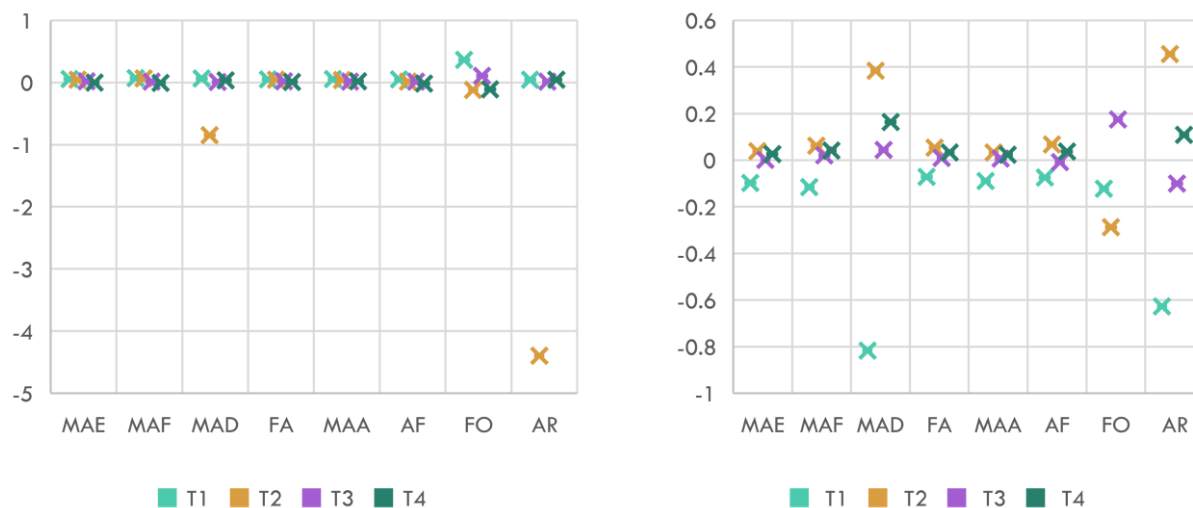
Treynor este o extensie a raportului Sharpe și modifică indicatorul Sharpe prin înlocuirea riscului total cu sensibilitatea față de evoluția indicelui de referință beta.

Formula de calcul:

$$\text{Indicatorul Treynor} = \frac{(R_p - R_f)}{\beta_p}$$

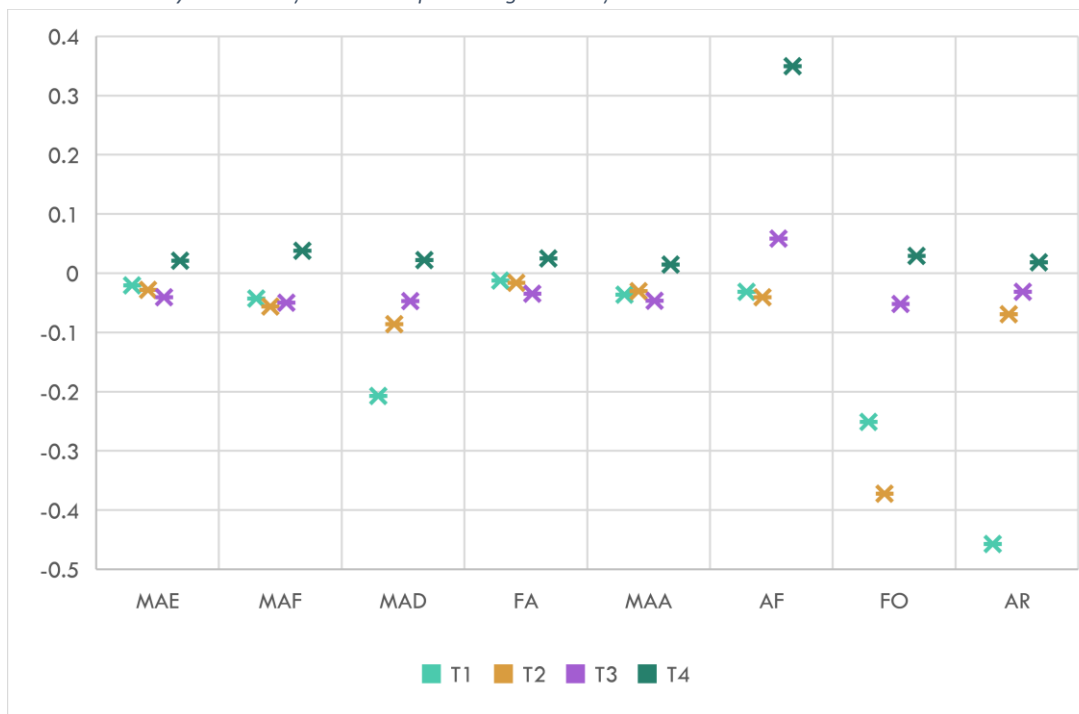
unde R_p reprezintă randamentul portofoliului, R_f reprezintă rata fără risc și β_p este beta portofoliu.

Grafic 26 Indicatorii Treynor calculați trimestrial pe strategie investițională pentru 2021 și 2020



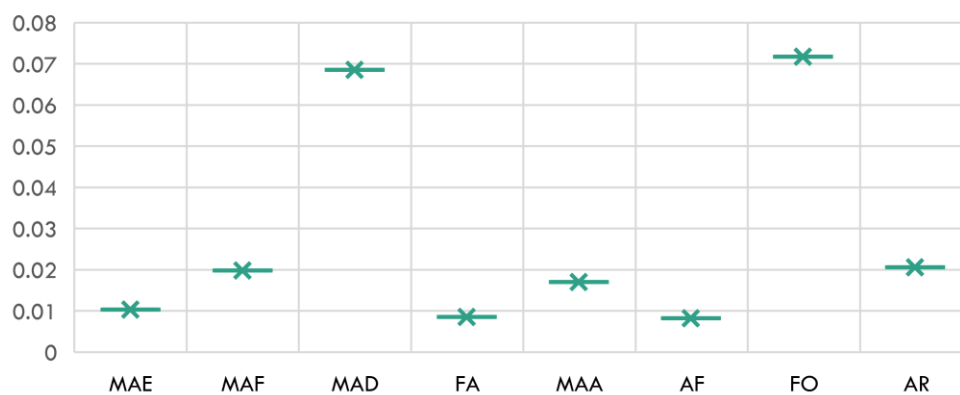
Sursa: Calcule ASF

Grafic 27 Indicatorii Treynor calculați trimestrial pe strategie investițională 2022



Sursa: Calcule ASF

Grafic 28 Indicatorul Treynor calculat pe strategie investițională în trimestrul I 2023



Sursa: Calcule ASF

În trimestrul I 2023, rezultatele indicatorului Treynor au fost pozitive, situându-se aproape de valoarea 0 pentru toate categoriile de strategie de investiții.

3. Piața primară și emitenți

Conform documentelor aprobate de ASF, ofertele publice de vânzare primare din perioada ianuarie – martie 2023 au fost în valoare totală de aproximativ 34 milioane lei, iar ofertele publice de cumpărare derulate în aceeași perioadă au însumat 513,9 milioane lei.

În trimestrul I 2023, au fost admise la tranzacționare pe BVB, piața SMT, acțiunile unei societăți, aceasta realizându-se fără ofertă inițială, listarea fiind tehnică, iar pe piața reglementată au avut loc 5 emisiuni de obligațiuni, în valoare totală de aproximativ 330 mil EUR.

3.1. Oferte publice

Oferte publice primare de vânzare

Valorile mobiliare sunt oferite publicului numai după publicarea prealabilă a unui prospect ce necesită aprobarea lui de către ASF. Perioada de derulare a unei oferte publice de vânzare nu depășește 12 luni iar cea în care se pot subscrie acțiuni nou-emise în cadrul exercitării dreptului de preferință nu este mai mică de o lună de la data stabilită în prospect, dată ulterioară datei de înregistrare și datei de publicare a hotărârii adunării generale extraordinare a acționarilor sau a consiliului de administrație/directoratului în Monitorul Oficial al României.

În trimestrul I 2023, au fost aprobate următoarele prospecte aferente ofertelor publice primare de vânzare de acțiuni:

Tabel 7 Oferte publice de vânzare primare în perioada 01.01.2023 - 31.03.2023 (conform documentelor aprobate de ASF)

Emitent	Volum (acțiuni vândute)	Valoare (lei)	Piața acțiunilor/ Segment
Oil Terminal S.A. Constanța	131.746.597	13.174.660	Principal
Vitimas S.A. Tecuci	705.386	2.116.158	SMT
BITTNET SYSTEMS S.A. București	60.825.301	18.855.843	Principal
2Performant Network S.A. București	170.530	289.901	SMT
TOTAL	-	34.436.562	-

Sursa: ASF

Pentru aceste prospecte s-a realizat procedura impusă de dispozițiile art. 21 alin. (5) teza I și teza II²⁵ din Regulamentul (UE) 2017/1129 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau al admiterii de valori mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată, și de abrogare a Directivei 2003/71/CE. Prospectele au fost publicate pe pagina de internet a autorității²⁶ și au

²⁵ „Autoritatea competentă din statul membru de origine publică pe site-ul său toate prospectele aprobate sau cel puțin lista prospectelor aprobate, inclusiv un hyperlink către secțiunile speciale de pe site menționate la alineatul (3) din prezentul articol, precum și o identificare a statului sau statelor membre gazdă în care prospectele sunt notificate în conformitate cu articolul 5. Lista publicată, inclusiv hyperlinkurile, se actualizează permanent și fiecare element rămâne pe site cel puțin pentru perioada menționată la alineatul (7) din prezentul articol.

Atunci când notifică ESMA cu privire la aprobarea unui prospect sau a eventualelor suplimente la un prospect, autoritatea competentă furnizează ESMA o copie electronică a prospectului și a eventualelor suplimente la acesta, precum și datele necesare pentru clasificarea acestuia de către ESMA în mecanismul de stocare menționat la alineatul (6) și pentru elaborarea raportului menționat la articolul 47.” Sursa: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/HTML/?uri=CELEX:32017R1129&from=RO#d1e3295-12-1>

²⁶ <https://www.asfromania.ro/ro/a/2374/prospectele/amendamentele/certIFICATELE-PENTRU-OFERTELE-DE-VANZARE-APROBATE-DE-A.S.F.-IN-2022>

fost încărcate în mecanismul de stocare al ESMA.

Oferte publice de cumpărare

Oferta publică de cumpărare reprezintă oferta unei persoane de a cumpăra valori mobiliare, adresată tuturor deținătorilor acestora, difuzată prin mijloace de informare în masă sau comunicată pe alte căi, dar sub condiția posibilității egale de receptare din partea deținătorilor respectivelor valori mobiliare. Aceasta este realizată printr-un intermediar autorizat să presteze servicii și activități de investiții, iar prețul oferit este stabilit în conformitate cu reglementările ASF.

În trimestrul I 2023, un număr de 7 emitenți au ales să deruleze o ofertă publică de cumpărare, pentru 4 dintre acestea scopul achiziției fiind răscumpărarea propriilor acțiuni, iar 3 oferte au fost derulate de investitori care și-au dorit să achiziționeze un pachet de acțiuni care să le permită să deruleze ulterior procedura de retragere de la tranzacționare a acțiunilor.

Tabel 8 Oferte publice de cumpărare derulate în perioada 01.01.2023 – 31.03.2023 (conform documentelor aprobate de ASF)

Emitent/Ofertant	Volum (acțiuni cumpărate)	Valoare (lei)
PRIMCOM S.A./PRIMCOM S.A.	114.000	3.306.000
FARMACEUTICA REMEDIA S.A./FARMACEUTICA REMEDIA S.A.	2.864.425	2.148.319
FONDUL PROPRIETATEA S.A. București/ FONDUL PROPRIETATEA S.A. București	225.000.000	492.750.000
GASTRONOM S.A./DDN GLOBAL SRL	1542	131.070
SIF Banat – Crișana S.A./SIF Banat – Crișana S.A.	1.870.000	4.712.400
MARTENS S.A./ Bockhold NV	176.668	287.969
CEMACON S.A./PAVĂL HOLDING SRL	22.111.193	10.613.373
TOTAL		513.949.130

Sursa: ASF

Totodată, în trimestrul I 2023, a fost aprobată și oferta publică de preluare obligatorie a emitentului Societatea de Construcții Napoca SA, a cărei valoare a fost de 258.713 lei.

3.2. Alte operațiuni speciale/ Alte evenimente corporative

Pe parcursul primului trimestru din 2023 au fost aprobate următoarele demersuri privind alte evenimente corporative:

- un prospect de admitere pe piața principală a acțiunilor emise de Safetech Innovations;
- un prospect de admitere pe piața principală a obligațiunilor emise de Bittnet Systems S.A., valoarea împrumutului fiind de 2.059.600 EUR;
- o retragere de la tranzacționare de pe piața principală a acțiunilor emise de COS Târgoviște S.A., dată fiind declanșarea procedurii falimentului.

Emitenții sunt obligați să se înregistreze la ASF și să ridice certificatul emis ce atestă înregistrarea valorilor mobiliare, să încheie contracte de servicii de registru cu Depozitarul Central pe baza cărora sunt efectuate operațiuni de depozitare și registru, iar modificarea caracteristicilor sau a numărului de valori mobiliare/altor instrumente financiare dintr-o anumită clasă, deja admise la tranzacționare sau deja tranzacționate, este înregistrată de instituțiile pieței reglementate, sistemului multilateral de

tranzacționare în baza certificatului de înregistrare a valorilor mobiliare/altor instrumente financiare emise de ASF în conformitate cu mențiunile înscrise în certificatul constatator emis de ORC.

Pentru operațiunile corporative desfășurate de acești emitenți au fost emise un număr de 15 certificate după cum urmează:

Tabel 9 Numărul de Certificate de Înregistrare a Valorilor Mobiliare pe tipuri de operațiuni, emise în perioada 01.01.2023 – 31.03.2023

Tip operațiune	Număr Certificate de Înregistrare a Instrumentelor Financiare
Majorarea capitalului social	4
Diminuarea capitalului social	1
Obligațiuni	5
Societăți (acțiuni) nou admise la tranzacționare pe SMT	1
Drepturi de preferință	2
Altele	2
Total	15

Sursa: ASF

3.3. Operațiuni transfrontaliere

În conformitate cu prevederile legale, armonizate cu directivele/regulamentele europene, în calitate de stat gazdă, ASF primește de la autoritățile similare din spațiul UE, prospectele aprobate de acestea, certificatul și rezumatul în limba română a prospectelor, această notificare, mai nou, fiind realizată prin intermediul platformei ESMA.

În aceste cazuri, ASF nu inițiază nicio procedură de aprobare a prospectului, însă asigură publicarea pe pagina autorității, așa cum dispune Regulamentul (UE) 2017/1129.

În trimestrul I 2023, ASF a fost notificată cu privire la aprobarea a 10 astfel de prospecte (document unic sau documente separate) și a 23 suplimente (amendamente) la prospectele deja aprobate, CSSF - Commission de Surveillance du Secteur Financier (Luxembourg) fiind autoritatea care a pașaportat cele mai multe documente.

Pentru produsele structurate, în baza prospectelor notificate de Autoritatea statului membru de origine - FMA Austria și a termenilor finali comunicați, au fost emise 17 certificate de înregistrare a produselor structurate emise de Erste Group Bank AG Austria, în vederea tranzacționării la BVB.

Certificatele emise de Erste Group Bank AG sunt de tip Turbo, Long și Short, cu active suport de tipul mărfuri (aur, argint, petrol), indici bursieri (ex. DAX), acțiuni (ex. ADIDAS), curs de schimb (EUR/USD), contracte futures etc.

3.4. Noi emitenti listați/admiși la tranzacționare pe Piața Reglementată sau pe Segmentul SMT al BVB

Emitenții de acțiuni

Admiterea la tranzacționare a valorilor mobiliare în cadrul unui sistem multilateral de tranzacționare se face în conformitate cu reglementările proprii ale operatorului de piață care administrează respectivul sistem multilateral de tranzacționare, aprobate de ASF.

În trimestrul I 2023 a emis un certificat de înregistrare în vederea admiterii la tranzacționare pe sistemul multilateral de tranzacționare (SMT) doar pentru o singură societate, respectiv pentru Millenium Insurance Broker (MIB) Broker de Asigurare-Reasigurare S.A. București – simbol MIB, cu obiectul de activitate - activități ale agenților și broker-ilor de asigurări, admiterea fiind una tehnică.

Emitenții de instrumente cu venit fix

În cursul primului trimestru din 2023, pe piața principală administrată de BVB, au avut loc următoarele 5 emisiuni de instrumente cu venit fix:

Tabel 10 Situația emisiunilor cu venit fix în perioada 01.01.2023 –31.03.2023

Emitent	Valoare EUR *	Moneda	Dobândă	Scadența	Segment
CEC BANK SA	35.785.714	RON	9%	30.12.2025	Principal
CEC BANK SA	97.300.000	EUR	7,5%	30.12.2025	Principal
CEC BANK SA	119.300.000	EUR	7,5% (fixă pentru primii 4 ani, cu plata anuală) și EURIBOR3M+4, 485% (variabilă, pentru ultimul an, cu plata trimestrială)	07.02.2028	Principal
Bittnet Systems SA	2.059.600	EUR	9%	30.06.2026	Principal
Raiffeisen Bank SA	75.321.429	RON	8,817%	07.12.2027	Principal

Sursa: ASF, *calculat la un curs valutar de 4,9 lei/euro

Emitenții de produse structurate

În baza prospectului de bază aprobat de ASF, aferent emisiunii de produse structurate, pentru emitentul SSIF BRK Financial Group, pot fi emise următoarele tipuri de instrumente: Certificate Turbo (Certificatele Turbo Long, Certificatele Turbo Short), certificate cu capital protejat cu activ suport mărfuri sau coșuri de mărfuri, certificate cu capital protejat cu activ suport acțiuni sau coșuri de acțiuni, certificate cu capital protejat cu activ suport indici sau coșuri de indici.

Astfel, au fost emise 18 certificate de înregistrare a produselor structurate emise de BRK FINANCIAL GROUP S.A., în vederea admiterii la tranzacționare la BVB.

Produsele emise sunt de tip Turbo, Long și Short și au active de bază de tipul contractelor futures (Contractul futures Mini Sized Dow Jones Industrial Average, Gold futures, Silver futures etc).

3.5. Instrumente financiare verzi emise în România

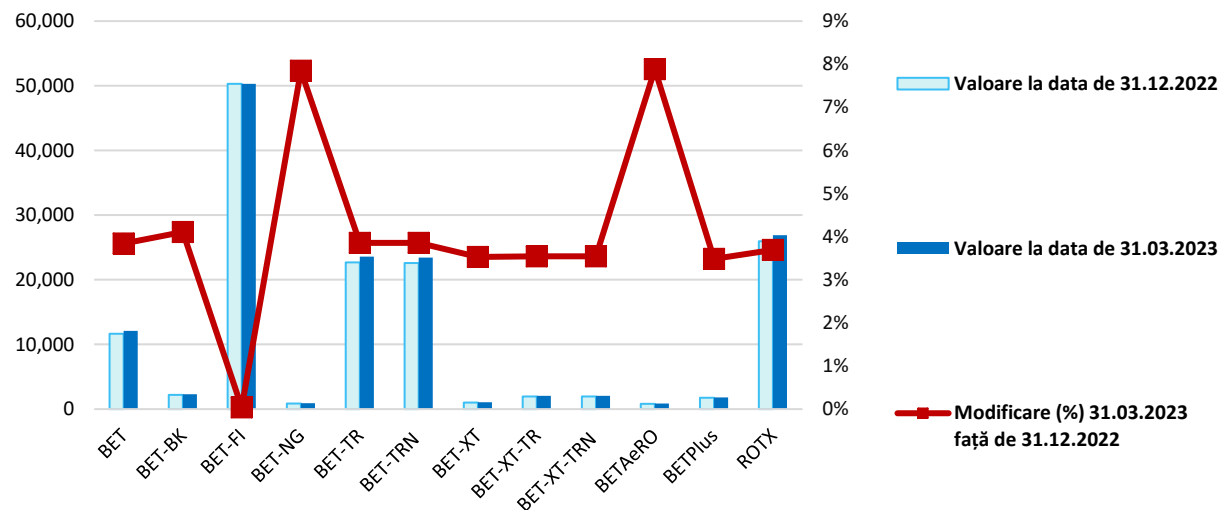
În trimestrul I 2023, **Raiffeisen Bank a listat pe data de 28 februarie** a treia emisiune de obligațiuni sustenabile în valoare de 369.075.000 lei. Obligațiunile sunt tranzacționate sub simbolul bursier RBRO27C. Acestea au o maturitate de 5 ani și o dobândă fixă anuală de 8,81%.

4. Statisticile BVB

Indicii bursei românești au înregistrat evoluții pozitive la finalul lunii martie 2023 comparativ cu finalul anului 2022. Indicele de referință BET (care include evoluțiile celor mai tranzacționate companii de pe piața reglementată a BVB) a avut o creștere de 3,84% la 31 martie 2023 comparativ cu finalul anului 2022.

De asemenea, indicele BETAeRO care reflectă evoluția companiilor reprezentative de pe piața SMT selectate în funcție de criteriile de lichiditate și de capitalizarea free-float, a înregistrat cea mai importantă creștere dintre indicii locali, de 7,88%. Indicele BET-NG, ce reflectă evoluția companiilor listate pe piața reglementată a BVB ce au domeniul principal de activitate energia și utilitățile aferente, a înregistrat la 31 martie 2023 o evoluție pozitivă, de aproximativ 7,85%.

Grafic 1 Evoluția indicilor Bursei de Valori București la 31.03.2023

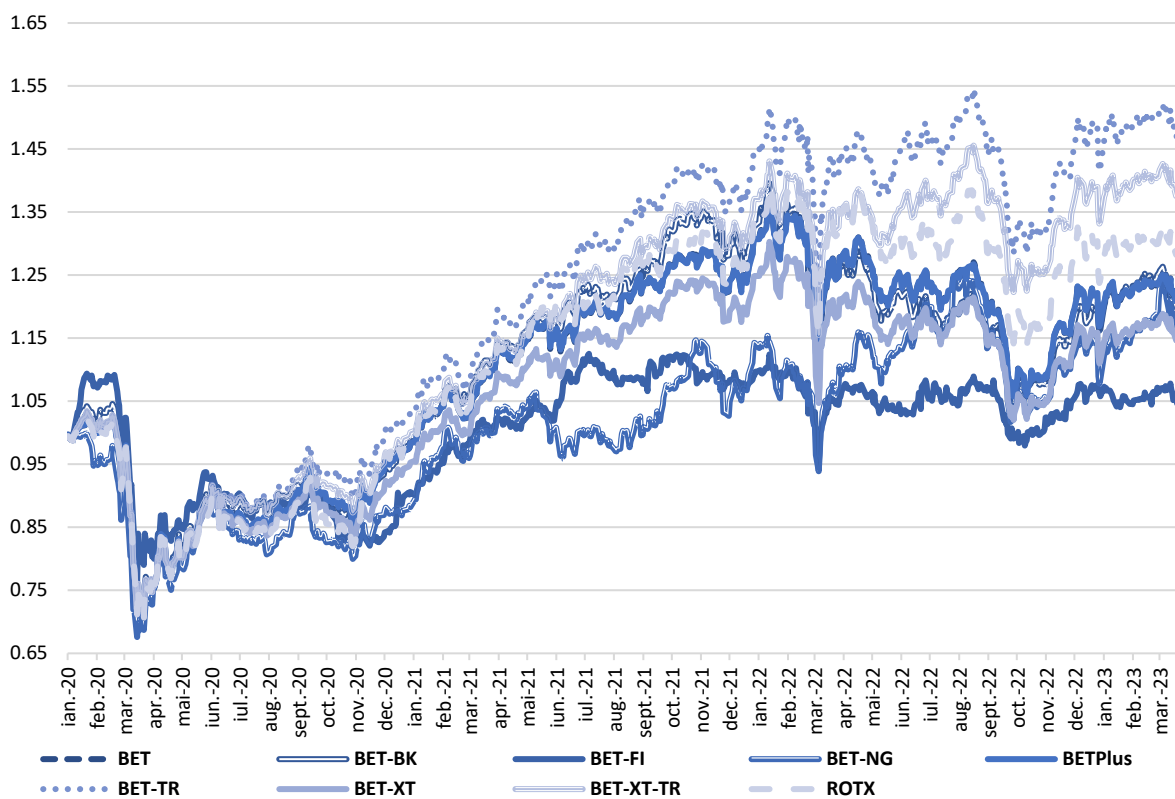


Sursa: Calcule ASF pe baza datelor BVB

Indicele BET cuprinde evoluția acțiunilor a 20 companii: Banca Transilvania, BRD – Groupe Societe Generale, Bursa de Valori București, CONPET, Alro, Digi Communications, Electrica, Fondul Proprietatea, MedLife, OMV Petrom, Nuclearelectrica, Romgaz, Transgaz, Transelectrica, Purcari, Sphera Franchise Group, Teroplast, One United Properties, Transport Trade Services și Aquila.

Pe parcursul primului trimestru al anului 2023 au fost înregistrate creșteri în cazul indicilor de pe piața locală.

Grafic 29 Evoluția indicilor BVB în perioada 01.01.2020 - 31.03.2023 (31.12.2019 = 1)



Sursa: Calcule ASF pe baza datelor BVB

Valoarea totală tranzacționată pe piața reglementată și SMT a atins nivelul de 2,72 miliarde lei în primul trimestru al anului 2023, în scădere cu 57% comparativ cu aceeași perioadă a anului 2022. Numărul de tranzacții derulate la BVB s-a diminuat cu 36% în primele trei luni din anul 2023, comparativ cu primele trei luni din anul 2022. Aproximativ 95% din valoarea totală a tranzacțiilor a avut loc pe piața reglementată a BVB, restul fiind derulate pe SMT.

Valoarea tranzacțiilor cu titluri de stat la 31 martie 2023 a scăzut față de aceeași perioadă a anului 2022, înregistrând un nivel de aproximativ 43 milioane lei. Acțiunile rămân clasa dominantă de active financiare, cu o pondere de 89% din totalul valorii tranzacționate la BVB până la 31 martie 2023.

Tabel 11 Structura tranzacțiilor derulate la BVB (Piața Reglementată și SMT), după valoarea corespunzătoare fiecărui tip de instrument

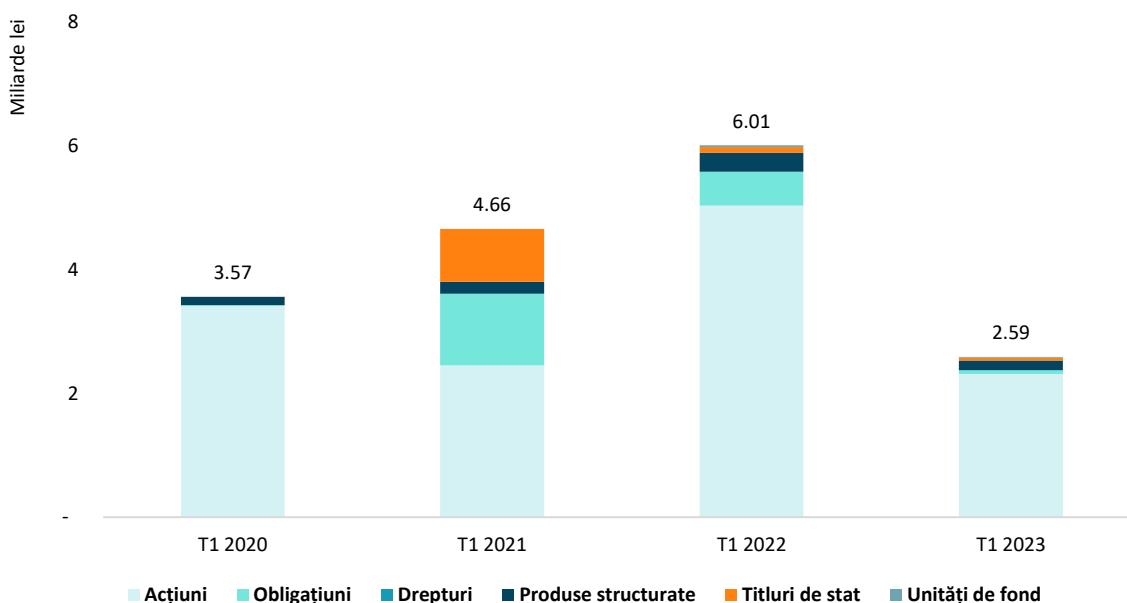
Tip de instrument	Nr. tranzacții	31.03.2022		31.03.2023		
		Valoare (lei)	%	Nr. tranzacții	Valoare (lei)	%
Acțiuni, inclusiv drepturi	499.295	5.344.044.494	84,02%	299.277	2.423.466.090	89,20%
Alte obligațiuni, inclusiv EUR-BOND, EUR-TBILLS și EUR-TBONDS	9.327	589.604.214	9,27%	7.083	76.262.952	2,81%
Produse structurate	41.934	303.368.718	4,77%	38.083	156.408.678	5,76%
Titluri de stat	3.326	96.337.491	1,51%	5.436	43.184.944	1,59%
Unități de fond	12.489	26.792.600	0,42%	14.535	17.631.950	0,65%
Total	566.371	6.360.147.517	100,00%	364.414	2.716.954.614	100,00%

Sursa: BVB

4.1. Piața Reglementată

Valoarea totală tranzacționată pe piața reglementată a BVB a fost de circa 2,59 miliarde lei în trimestrul I al anului 2023, în scădere cu 57% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. Pe lângă acțiuni, tranzacțiile cu produse structurate, obligațiuni și titluri de stat au avut ponderi semnificative în valoarea tranzacționată pe piața reglementată a BVB.

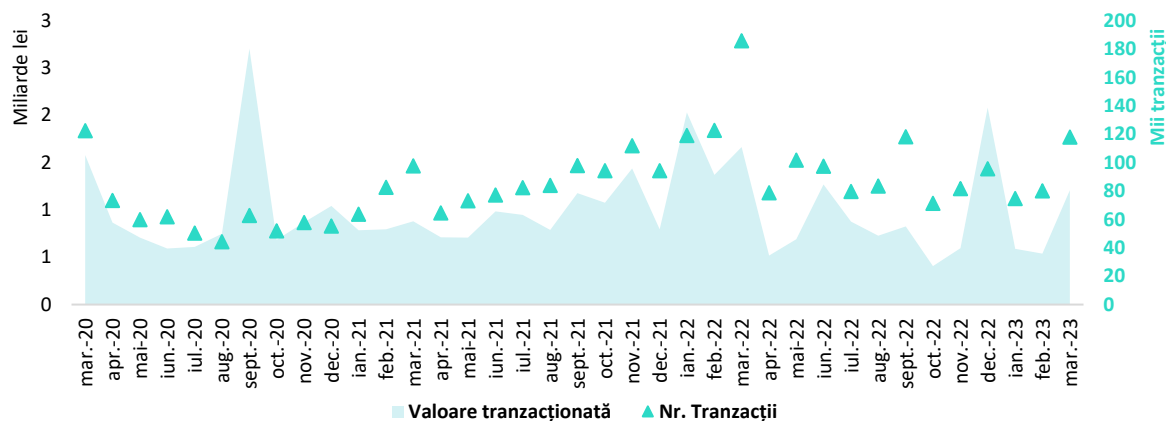
Grafic 30 Structura trimestrială a tranzacțiilor derulate pe piața Reglementată în perioada T1 2020 – T1 2023



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

Valoarea totală tranzacționată cu acțiuni a fost de 2,33 miliarde lei în trimestrul I 2023, în scădere cu aproximativ 54%, numărul tranzacțiilor scăzând cu circa 36%.

Grafic 31 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu acțiuni*, derulate pe piața Reglementată a BVB

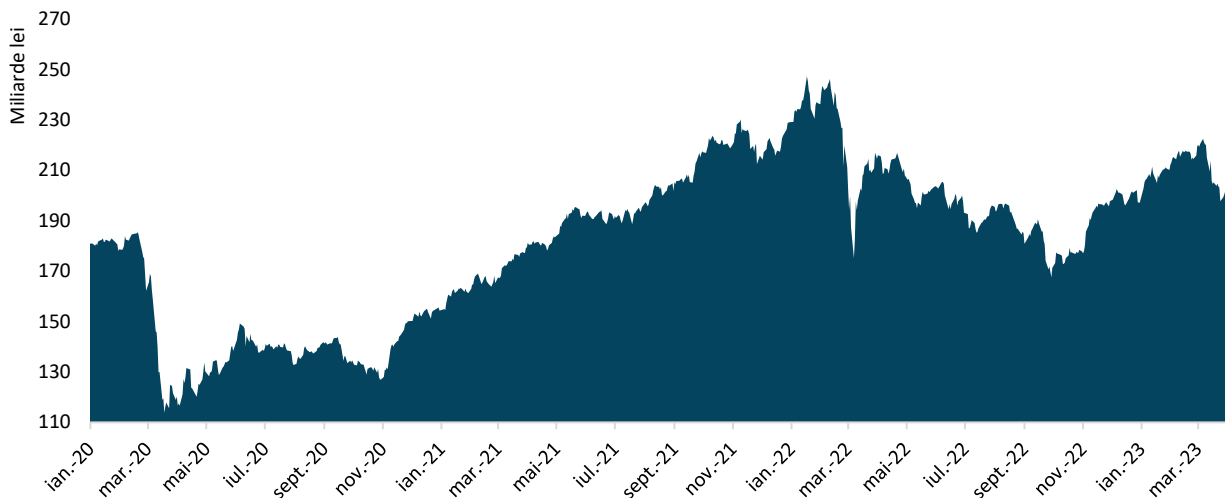


Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

* În categoria acțiuni sunt incluse acțiuni, drepturi și unități de fond

La finalul trimestrului I al anului 2023, capitalizarea bursieră de pe piața reglementată a atins nivelul de 204,02 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 3% comparativ cu finalul anului 2022, în ciuda contextului geopolitic și macroeconomic nefavorabil.

Grafic 32 Evoluția capitalizării BVB (acțiuni)



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

La finalul trimestrului I 2023, pe primul loc în clasamentul celor mai lichide companii ale căror acțiuni au fost tranzacționate la BVB pe piața reglementată se situează **OMV Petrom (SNP)**, care deține o pondere de circa 26% din valoarea totală tranzacționată. Pe următoarele poziții din acest top s-au clasat Banca Transilvania (TLV), Fondul Proprietatea (FP), BRD - Groupe Société Générale (BRD) și Romgaz (SNG).

OMV Petrom SA (SNP) este cea mai mare companie de energie din Europa de Sud-Est și este activă de-a lungul întregului lanț valoric al energiei. În data de 16 martie 2023, OMV Petrom și Transgaz au semnat un contract de transport pentru gazele naturale din Marea Neagră. La data de 26 aprilie 2023, Adunarea Generală Ordinară a Acționarilor (AGO) a aprobat distribuirea de dividende de bază pentru anul financiar 2022, în sumă brută de 2.337 mil lei (dividend de bază brut pe acțiune în valoare de 0,375 lei). Directoratul a anunțat intenția ca un dividend special să fie distribuit în 2023, valoarea exactă urmând să fie comunicată la jumătatea anului 2023.

Banca Transilvania (TLV) este o societate pe acțiuni înființată în anul 1993, cu sediul în Cluj-Napoca și cu acționariat în marea majoritate român – 75,26% la finalul lunii martie 2023. În prezent BT ocupă primul loc după total active în topul sistemului bancar din România. La data de 28.02.2023, a fost adoptat programul de răscumpărare de acțiuni proprii, respectiv cumpărarea unui număr de maxim 900.000 acțiuni (din totalul celor 4.000.000 de acțiuni aprobate a fi răscumpărate de către AGEA) cu valoarea nominală de 10 lei/acțiune, la un preț minim egal cu prețul de piață de la BVB din momentul efectuării achiziției și un preț maxim de 40 lei, conform prețurilor zilnice de tranzacționare la BVB, valabile în perioada de răscumpărare (01.03.2023 – 31.05.2023). La data de 26.04.2023, a fost adoptat planul de răscumpărare a acțiunilor proprii, respectiv cumpărarea unui număr de maxim 1.000.000 acțiuni (din totalul celor 5.000.000 de acțiuni aprobate a fi răscumpărate de către AGEA) cu valoarea nominală de 10 lei/acțiune, la un preț minim egal cu prețul de piață de la BVB din momentul efectuării achiziției și un preț

maxim de 30 lei, conform prețurilor zilnice de tranzacționare la BVB, valabile în perioada de răscumpărare (08.05.2023 – 31.08.2023).

Fondul Proprietatea (FP) este o societate pe acțiuni care funcționează ca fond de investiții alternative (FIA) cu o durată de funcționare până la 31 decembrie 2031 (care poate fi prelungită de către adunarea generală extraordinară a acționarilor cu perioade suplimentare de 5 ani/fiecare). În prezent, acțiunile Fondului Proprietatea sunt tranzacționate de către titularii acestora, la Bursa de Valori București (simbol FP) și la London Stock Exchange (simbol FP) prin intermediul Certificatelor de Depozit Globale (GDR-uri). În data de 2 februarie 2023, ASF a aprobat solicitarea Fondului referitoare la oferta publică de răscumpărare. Prețul de cumpărare a fost 2,19 lei per acțiune, respectiv valoarea în USD echivalentă cu 109,50 lei per GDR, iar perioada de subscriere a fost între 10 februarie și 13 martie 2023. În cadrul ofertei publice, Fondul a răscumpărat 225.000.000 de acțiuni (132.875.150 sub formă de acțiuni și 92.124.850 de acțiuni sub formă de GDR-uri, respectiv 1.842.497 GDR-uri) la un preț de cumpărare de 2,19 lei pe acțiune și echivalentul în USD a 109,50 lei pe GDR, calculat în conformitate cu termenii și condițiile documentației ofertei publice. Data de tranzacționare pentru acțiuni a fost 14 martie 2023, iar data decontării/plății a fost 16 martie 2023 atât pentru acțiuni cât și pentru GDR-uri. Fondul Proprietatea va demara plata unor dividende anuale în data de 6 iunie 2023. Valoarea brută a dividendului este de 0,05 RON per acțiune, astfel cum a fost aprobată în cadrul Adunării Generale Ordinare a Acționarilor Fondului din data de 21 aprilie 2023.

BRD Groupe Société Générale (BRD) se află în topul primelor zece companii listate la BVB în funcție de capitalizarea bursieră. Activele totale ale băncii se ridicau, la sfârșitul lunii martie 2023, la 70,5 miliarde lei.

SNGN Romgaz SA (SNG) este unul dintre cei mai mari producători și principal furnizor de gaze naturale din România, acționarul majoritar al companiei fiind statul român cu o participație la capitalul social de aproximativ 70%. Acțiunile companiei sunt tranzacționate pe piața reglementată a BVB sub simbolul bursier SNG, iar GDR-urile pe piața reglementată administrată de London Stock Exchange sub simbolul SNGR. Prin hotărârea Adunării Generale Ordinare a Acționarilor S.N.G.N. ROMGAZ S.A din data de 26 aprilie 2023 (AGOA) a fost aprobat dividendul brut total pe acțiune repartizat din profitul net realizat în anul 2022 și din rezultatul reportat, în valoare totală de 3,42 RON/acțiune.

Tabel 12 Top 20 emitenți după valoarea tranzacționată la 31 martie 2023 pe piața Reglementată (doar acțiuni)

Simboluri	Valoare lei	% din valoare totală	Nr. tranzacții	% din nr. total de tranzacții
SNP	469.824.158	26,07%	38.182	14,96%
TLV	323.569.427	17,96%	25.663	10,05%
FP	231.673.738	12,86%	15.583	6,10%
BRD	111.336.379	6,18%	16.472	6,45%
SNG	106.729.174	5,92%	20.078	7,87%
SNN	103.015.528	5,72%	21.227	8,32%
EBS	74.997.869	4,16%	4.378	1,72%
EL	49.843.565	2,77%	9.461	3,71%
M	48.165.473	2,67%	7.728	3,03%
TGN	34.892.528	1,94%	6.651	2,61%
ONE	31.461.930	1,75%	6.755	2,65%
TEL	30.565.580	1,70%	6.985	2,74%
TRP	22.615.530	1,25%	8.903	3,49%

TTS	22.194.944	1,23%	3.862	1,51%
WINE	21.780.334	1,21%	5.918	2,32%
DIGI	13.316.639	0,74%	3.943	1,54%
AQ	11.131.844	0,62%	2.661	1,04%
BVB	8.271.827	0,46%	3.191	1,25%
COTE	7.622.805	0,42%	3.733	1,46%
EVER	7.620.873	0,42%	1.402	0,55%
TOTAL cumulat	1.730.630.143	96,04%	212.776	83,36%
TOTAL tranzacționat	1.802.073.972	100,00%	255.254	100,00%

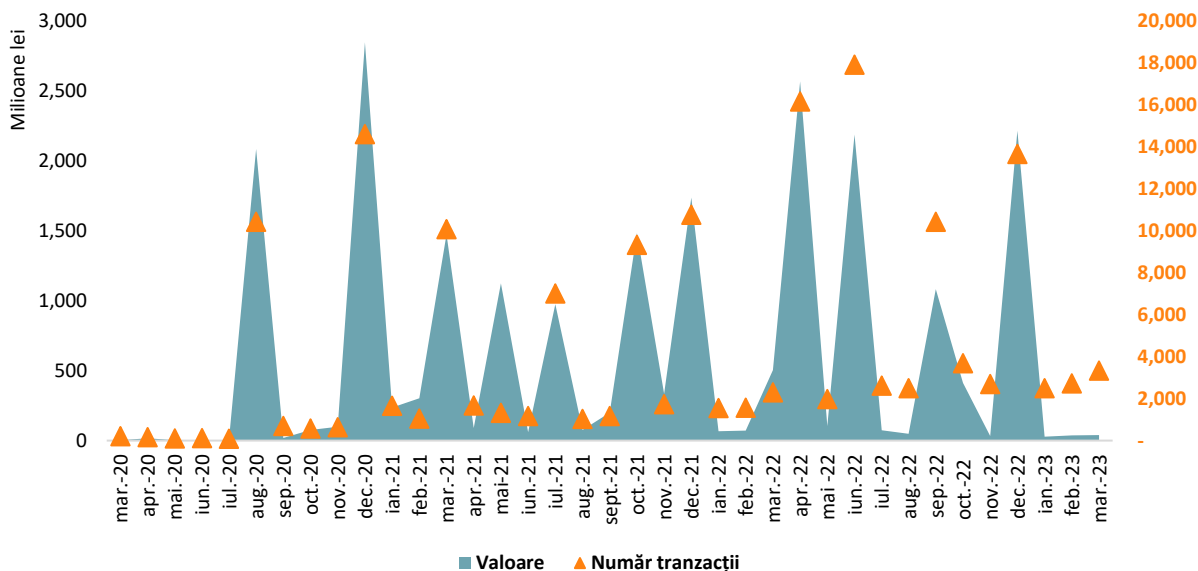
Sursa: BVB

Un număr de 20 din cei 83 emitenți care au realizat tranzacții pe piața principală în trimestrul I 2023 au cumulată un total de 96% din valoarea tranzacțiilor efectuate (doar acțiuni).

Pe parcursul primului trimestru al anului 2023, pe piața reglementată, s-au derulat 8.588 de tranzacții cu instrumente cu venit fix (alte obligațiuni, EUR-BOND, EUR-TBILLS, EUR-TBONDS și titluri de stat) în valoare de circa 105,73 milioane lei, în scădere față de perioada similară a anului anterior. Numărul tranzacțiilor cu titluri de credit a fost în creștere în trimestrul I al anului 2023 comparativ cu trimestrul I 2022. Valoarea medie tranzacționată în primele trei luni ale anului 2023 (12 mii lei) s-a diminuat față de nivelul din primele trei luni ale anului precedent (119 mii lei).

Cea mai ridicată valoare a tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix pe piața reglementată administrată de BVB din trimestrul I 2023 a fost de aproximativ 2,6 milioane lei, fiind înregistrată pe 13 februarie 2023 (tranzacție aferentă obligațiunilor emise de Ministerul Finanțelor - R2512AE). Toate obligațiunile de tip EUR-BOND tranzacționate pe BVB în primul trimestru al anului 2023 au avut ca emitenți Autonom Services, Bittnet Systems, Impact Developer & Contractor, Libra Internet Bank și Patria Bank.

Grafic 33 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix derulate pe piața Reglementată



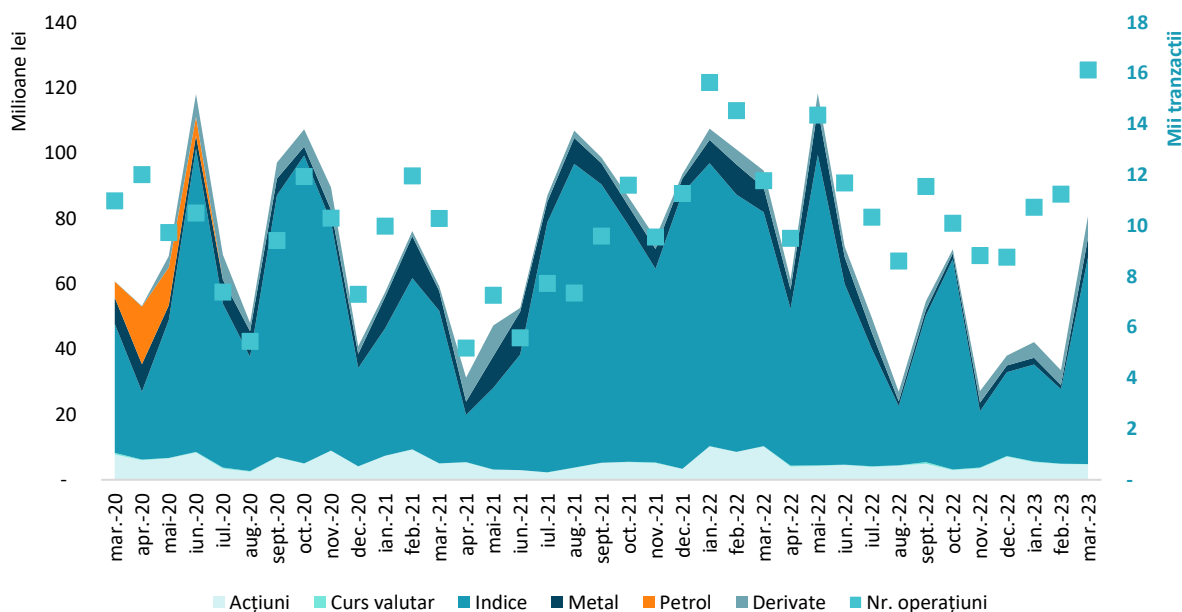
Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

În trimestrul I 2023, valoarea tranzacțiilor cu produse structurate a scăzut cu 48% comparativ cu perioada similară anului anterior. Numărul tranzacțiilor cu produse structurate s-a diminuat cu 9%. Valoarea medie

tranzacționată cu astfel de active financiare a înregistrat un nivel de 4.107 lei/tranzacție în trimestrul I 2023, în scădere de la 7.234 lei per tranzacție în trimestrul I 2022.

Cea mai mare pondere în valoarea totală tranzacționată cu astfel de produse o dețin produsele structurate având ca activ suport un indice bursier, a căror valoare a fost de circa 116 milioane lei, reprezentând 74% din totalul tranzacțiilor.

Grafic 34 Evoluția lunară a tranzacțiilor cu produse structurate în perioada martie 2020 – martie 2023



Sursa: ASF

4.2. Sistemul Multilateral de Tranzacționare (SMT)

Pe parcursul trimestrului I 2023, au fost derulate 45 mii de tranzacții pe SMT în valoare totală de circa 123 milioane lei, în scădere cu 65% comparativ cu valoarea înregistrată în trimestrul I din anul anterior.

În primele trei luni ale anului 2023, instrumentele preferate de către investitori pe SMT au fost acțiunile, a căror valoare reprezintă circa 89% din valoarea totală tranzacționată.

Tabel 13 Evoluția trimestrială a tranzacțiilor derulate pe SMT în perioada T1 2019-T1 2023

Tip de instrument/ perioadă	Acțiuni*		Obligațiuni**	
	Valoare în lei	Nr. tranzacții	Valoare în lei	Nr. tranzacții
T1 2019	71.847.742	7.054	4.784.858	1.342
T2 2019	40.503.087	10.642	3.704.471	1.030
T3 2019	68.944.521	16.040	5.065.146	1.271
T4 2019	51.428.200	10.880	20.753.567	1.581
T1 2020	51.409.603	19.367	73.980.670	2.356
T2 2020	99.042.141	25.448	9.505.135	2.238
T3 2020	74.578.988	23.435	8.259.004	2.429
T4 2020	120.191.100	23.192	64.637.931	3.266
T1 2021	264.921.079	91.250	55.354.668	5.227
T2 2021	294.305.119	71.433	106.281.310	5.107
T3 2021	283.550.557	89.718	85.306.658	6.165
T4 2021	400.411.160	78.660	101.668.197	5.939
T1 2022	309.005.065	84.183	41.204.036	7.213

Tip de instrument/ perioadă	Acțiuni*		Obligațiuni**	
	Valoare în lei	Nr. tranzacții	Valoare în lei	Nr. tranzacții
T2 2022	114.993.011	46.554	27.236.454	4.974
T3 2022	147.475.003	40.558	38.170.239	4.011
T4 2022	84.504.347	33.859	14.371.633	3.442
T1 2023	109.657.063	41.342	13.715.780	3.931

*În categoria acțiuni sunt incluse acțiuni, drepturi și unități de fond

**În categoria obligațiuni sunt incluse toate obligațiunile, inclusiv EUR-BOND, EUR-TBILLS și EUR-TBONDS

Sursa: ASF

Trimestrul I 2023 s-a remarcat prin derularea a 41 mii de tranzacții cu acțiuni pe SMT în valoare de aproximativ 110 milioane lei, în scădere comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior.

Arobs Transilvania Software (AROBS) este pe primul loc în topul emitenților după valoarea tranzacționată, cu o pondere de 15% din valoarea totală tranzacționată pe SMT, iar pe locul doi și trei se află Deutsche Bank AG (DBK) și Concas SA Buzău (CONK) cu ponderi de 8,15%, respectiv 5,48% din valoarea totală a tranzacțiilor cu acțiuni pe SMT. Astfel, primii trei emitenți cumulează un procent de 29% din valoarea tranzacționată pe SMT și aproximativ 14% din numărul tranzacțiilor realizate în trimestrul I 2023.

Din totalul celor 213 companii care au efectuat tranzacții pe SMT în trimestrul I 2023, primele 20 au înregistrat tranzacții cumulând 72% din valoarea totală tranzacționată.

Tabel 14 Top emitenți după valoarea tranzacționată pe SMT (doar acțiuni), la 31 martie 2023

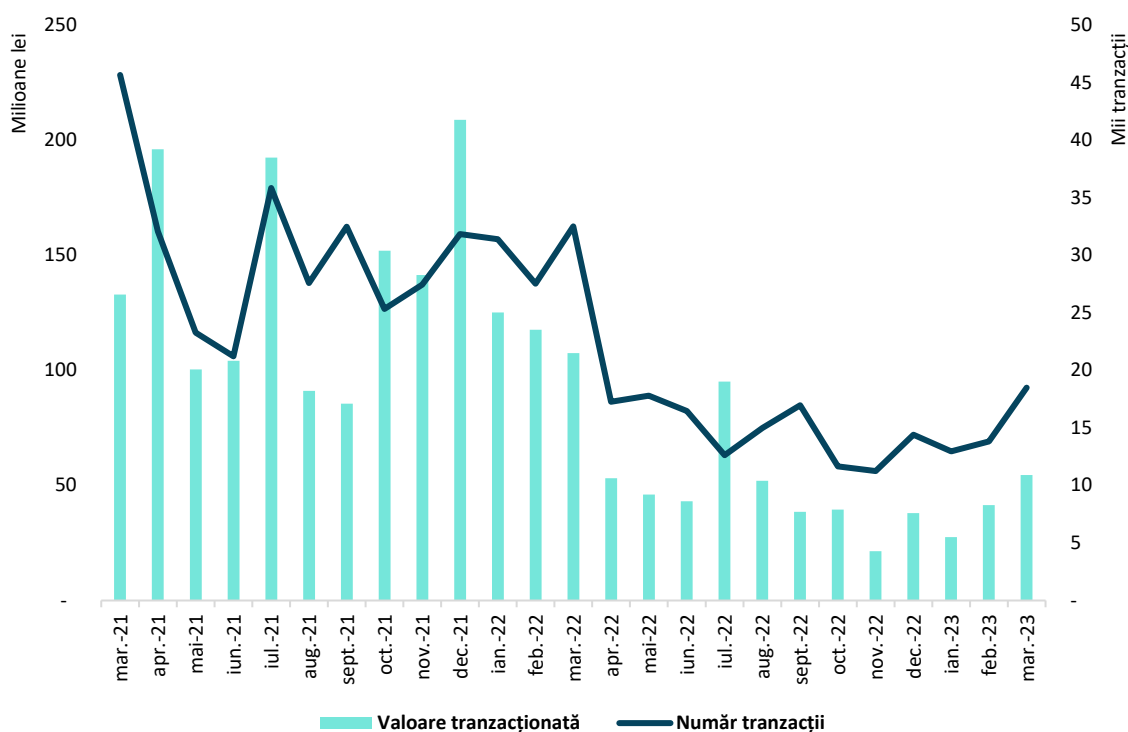
Simboluri	Valoare lei	% din valoare totală	Nr. tranzacții	% din nr. total de tranzacții
AROBS	16.756.878	15,28%	4.323	10,46%
DBK*	8.933.573	8,15%	1.518	3,67%
CONK	6.011.556	5,48%	9	0,02%
RCHI	5.267.051	4,80%	89	0,22%
NRF	5.001.260	4,56%	3.381	8,18%
CBKN	4.822.543	4,40%	530	1,28%
LHA	3.463.129	3,16%	614	1,49%
SMTL	3.421.017	3,12%	1.778	4,30%
PRIB	3.365.356	3,07%	83	0,20%
GAOY	3.304.302	3,01%	14	0,03%
ROC1	3.015.964	2,75%	575	1,39%
DN	2.067.955	1,89%	1.264	3,06%
AST	1.990.013	1,81%	626	1,51%
BENTO	1.880.885	1,72%	1.069	2,59%
AG	1.833.348	1,67%	1.531	3,70%
MACO	1.766.327	1,61%	796	1,93%
MET	1.572.960	1,43%	225	0,54%
PRSN	1.523.610	1,39%	1.265	3,06%
CHIA	1.505.695	1,37%	13	0,03%
MILK	1.342.569	1,22%	1.036	2,51%
TOTAL cumulat	78.845.989	71,90%	20.739	50,19%
TOTAL tranzacționat	109.656.090	100,00%	41.323	100,00%

* Din cadrul SMT International

Sursa: ASF

Trimestrul I 2023 se remarcă prin diminuarea atât a valorii tranzacționate pe SMT, cât și a numărului de tranzacții pe această secțiune. Trendul descendent se datorează, în principal, scăderii numărului de noi listări apărute în cadrul SMT pe parcursul trimestrului I 2023.

Grafic 35 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor derulate pe SMT



Sursa: ASF

4.3. Sisteme de decontare a titlurilor de valoare

Depozitarul Central S.A., entitate autorizată în baza reglementărilor Uniunii Europene, desfășoară operațiuni de compensare-decontare a tranzacțiilor cu instrumente financiare, operațiuni de depozitare a instrumentelor financiare emise de societățile emitente și operațiuni de registru pentru emitenți de instrumente financiare.

La sfârșitul primului trimestru al anului 2023, numărul de emisiuni pentru care Depozitarul Central este depozitarul al emitentului a fost de 545, iar valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare a fost de aproximativ 173,7 mld. lei (35,1 mld. euro), din care acțiunile reprezentau 150,98 mld. lei (30,51 mld. euro).

Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare, structurată pe tipuri de instrumente financiare, se prezintă astfel:

Tabel 15 Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare, structurată pe tipuri de instrumente financiare

Tip instrument financiar	Număr emisiuni la data de 31.03.2023 pentru care DC este depozitar al emitentului	Valoare la data de 31.03.2023 (lei)	Valoare la data de 31.03.2023 (euro)
Acțiuni comune	357	150.984.527.278	30.511.170.512
Obligațiuni corporative	64	8.300.292.187	1.677.334.988
Obligațiuni municipale	34	2.071.814.001	418.675.154
Titluri de stat	27	11.819.492.417	2.388.500.034

Tip instrument financiar	Număr emisiuni la data de 31.03.2023 pentru care DC este depozitar al emitentului	Valoare la data de 31.03.2023 (lei)	Valoare la data de 31.03.2023 (euro)
Unități de fond	5	63.359.221	12.803.723
Produce structurate	41	349.550.000	70.637.567
Unități de fond ETF	2	87.925.865	17.768.185
Drepturi de preferință	8	0	0
Drepturi de alocare	4	0	0
TOTAL	542	173.676.960.968	35.096.890.162

Sursa: ASF

Notă:

Instrumentele financiare au fost evaluate la prețul de referință comunicat de BVB în data de 31.03.2023, mai puțin instrumentele financiare pentru care nu există preț de referință, care au fost evaluate la valoarea nominală. Pentru evaluarea instrumentelor financiare a fost utilizat cursul de schimb RON/EUR 4,9485. Unitățile de fond netranzactionabile au fost evaluate la valoarea unitară a activului net furnizată de emitent.

Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare pentru care Depozitarul Central nu era depozitar al emitentului a fost de 552,34 mil. lei (111,62 mil. euro).

La data de 31.03.2023, erau înregistrate în Depozitarul Central un număr de 7 emisiuni de titluri de stat în valoare de 54,73 mil. lei (11,06 mil. euro).

În primul trimestru al anului 2023, numărul total al tranzacțiilor decontate pe bază netă a fost de 371.994, în scădere cu 35% față de aceeași perioadă a anului 2022. În același timp, valoarea totală a acestora a scăzut într-un ritm mai alert, de la 12.532.724 mii lei la 5.417.864 mii lei (-56,77%).

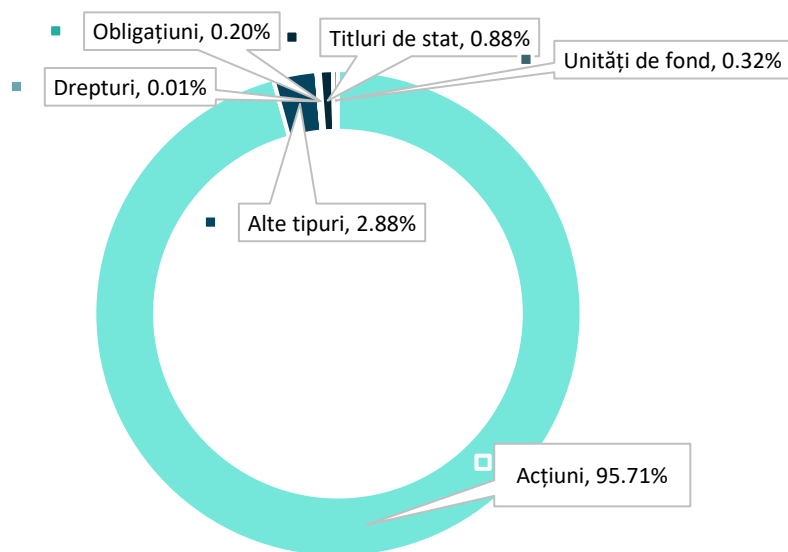
Tabel 16 Distribuția numărului de tranzacții decontate și a valorii decontate nete

Luna	Valoare decontare pe bază netă T1 2022		Valoare decontare pe bază netă T1 2023		Variație (%)	
	Nr. tranzacții decontate	Valoare decontată (mii lei)	Nr. tranzacții decontate	Valoare decontată (mii lei)	Nr. tranzacții decontate	Valoare decontată
Ianuarie	170.998	5.098.748	105.590	1.459.245	-38,25%	-71,38%
Februarie	159.367	2.945.008	106.252	1.148.933	-33,33%	-60,99%
Martie	241.857	4.488.968	160.152	2.809.686	-33,78%	-37,41%
TOTAL	572.222	12.532.724	371.994	5.417.864	-34,99%	-56,77%

Sursa: ASF

Din valoarea totală decontată pe bază netă, 50,03% au provenit din decontarea tranzacțiilor în piețele administrate de BVB (2.710.554 mii lei) și 49,97% (2.707.310 mii lei) din decontarea tranzacțiilor de alocare. Valoarea totală decontată pe tipuri de instrumente financiare a fost: 95,71% pentru acțiuni, 0,88% titluri de stat tranzactionate pe bursă, 0,32% unități de fond, 0,20% obligațiuni, 0,01% drepturi și 2,88% pentru alte tipuri de instrumente.

Grafic 36 Alocarea decontărilor pe bază netă în T1 2023, pe tipuri de instrumente financiare



Sursa: ASF

În primul trimestru al anului 2023, numărul total al tranzacțiilor decontate pe bază brută a fost de 1.003, în creștere cu 72,93% față de aceeași perioadă a anului 2022, în timp ce valoarea totală a acestora a înregistrat o scădere cu 50,15%, de la 742.150 mii lei la 369.955 mii lei. În aceeași perioadă, întreaga valoare a tranzacțiilor decontate pe bază brută a fost realizată pentru tranzacții în afara locurilor de tranzacționare, structurată astfel: 92,39% pentru decontare acțiuni și 7,61% pentru decontare obligațiuni.

Tabel 17 Distribuția numărului de tranzacții decontate pe bază brută și a valorii corespunzătoare a acestora

Luna	Valoare decontare pe bază brută T1 2022		Valoare decontare pe bază brută T1 2023		Variație (%)	
	Nr. tranzacții	Valoare decontată (mii lei)	Nr. tranzacții	Valoare decontată din (mii lei)	Nr. tranzacții decontate	Valoare decontată
Ianuarie	107	230.364	354	163.605	230,84%	-28,98%
Februarie	114	71.255	339	96.717	197,37%	35,73%
Martie	359	440.531	310	109.633	-13,65%	-75,11%
TOTAL	580	742.150	1.003	369.955	72,93%	-50,15%

Sursa: ASF

În ceea ce privește decontarea pe bază brută pe Platforma T2S, valoarea totală a tranzacțiilor decontate a fost de 16.539 mii euro, din care 86,67% (14.334 mii euro) au fost tranzacții decontate cu titluri de stat și 13,33% (2.205 mii euro) tranzacții decontate cu obligațiuni denumite în euro.

Referitor la activitatea transfrontalieră, în perioada analizată s-au decontat 361 instrucțiuni DvP și RvP pentru instrumente financiare de tipul acțiunilor, unităților de fond și a certificatelor, valoarea totală a acestora fiind de 104.889 mii lei, în creștere cu 47,60%. Valoare totală decontată în diferite monede este structurată astfel: 68,31% pentru decontare acțiuni, 1,63% pentru unități de fond și 30,06% pentru decontare alte tipuri de instrumente financiare.

5. Intermediarii

Conform celor mai recente definiții legislative în vigoare, se va folosi termenul de "intermediari" în cadrul acestui capitol când se va face referire la Societățile de Servicii de Investiții Financiare (SSIF-uri)/instituții de credit sau firme de investiții care prestează servicii și activități de investiții.

La finalul trimestrului I 2023 pe piața reglementată administrată de BVB își desfășurau activitatea un număr total de 28 de intermediari, dintre care 18 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și 7 entități autorizate în alte state membre UE.

Tabel 18 Categoriile de intermediari pe piața reglementată administrată de BVB

Categorie	BVB-piața la vedere
Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF)	18
Instituții de credit locale	3
Firme de investiții din alte state membre UE	4
Instituții de credit din alte state membre UE	2
Sucursală a unei instituții de credit din alte state membre UE	1
TOTAL	28

Sursa: BVB, calcule ASF

În cadrul SMT, la finalul primelor trei luni ale anului 2023 erau activi un număr total de 22 de intermediari, din care 17 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și 2 entități autorizate în alte state membre UE.

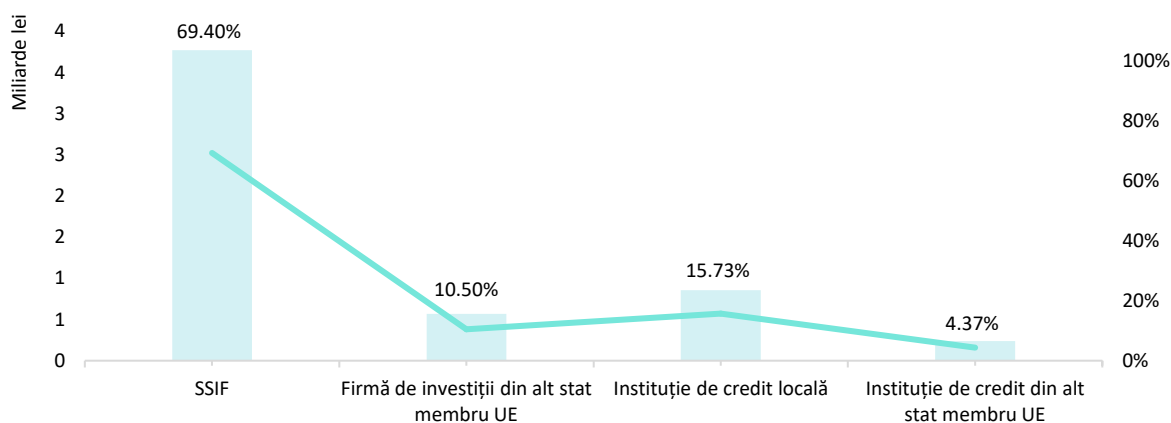
Tabel 19 Categoriile de intermediari pe sistemul multilateral de tranzacționare administrat de BVB

Categorie	BVB - SMT
Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF)	17
Instituții de credit locale	3
Firme de investiții din alte state membre UE	1
Instituții de credit din alte state membre UE	1
TOTAL	22

Sursa: BVB, calcule ASF

La finalul lunii martie 2023, cei mai activi intermediari pe BVB (piața reglementată și SMT) au fost SSIF-urile, valoarea intermediată de acestea fiind de aproximativ 3,8 miliarde lei. Intermediarii locali (SSIF și instituțiile de credit) au realizat aproximativ 85% din valoarea totală intermediată. Dintre intermediarii autorizați în alte state membre UE care au efectuat tranzacții pe piețele la vedere, cele mai active au fost firmele de investiții, acestea cumulând o cotă de piață de 10,5%.

Grafic 37 Valoarea intermediată pe piețe la vedere pe categorii de intermediari la 31 martie 2023



Sursa: BVB, calcule ASF

La finalul lunii martie 2023, Swiss Capital s-a clasat pe primul loc în clasamentul participanților pe piețele reglementate, cu o valoare intermediată de 1,2 miliarde lei și o cotă de piață de 21,59%. BT CAPITAL PARTNERS ocupă următoarea poziție, aceasta deținând o pondere de 15,66% în totalul valorii intermediare.

Primele 10 societăți dețin aproximativ 90% din valoarea totală intermediată în primul trimestru al anului 2023. Dintre acestea, 6 sunt Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 2 instituții de credit locale, o firmă de investiții autorizată într-un alt stat membru UE și o instituție de credit din alt stat membru UE.

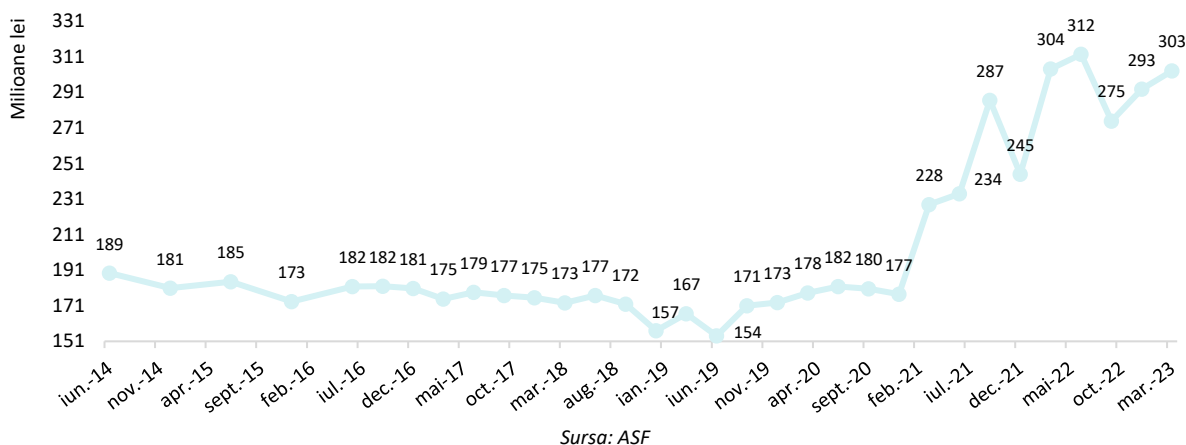
Tabel 20 Clasamentul intermediarilor pe piețele la vedere administrate de BVB la 31 martie 2023

Poziție (an)	Nume intermediar	Valoare intermediată (lei)	Pondere
1	SWISS CAPITAL S.A.	1.173.081.073	21,59%
2	BT CAPITAL PARTNERS	851.095.509	15,66%
3	TRADEVILLE	652.849.637	12,01%
4	BANCA COMERCIALA ROMANA	595.612.221	10,96%
5	WOOD & COMPANY FINANCIAL SERVICES, a.s. PRAGA	550.435.710	10,13%
6	SSIF BRK FINANCIAL GROUP S.A.	493.501.000	9,08%
7	Raiffeisen Bank International	172.908.241	3,18%
8	IFB FINWEST	152.501.826	2,81%
9	GOLDRING	135.916.016	2,50%
10	Alpha Bank Romania SA	131.833.405	2,43%
11	BRD Groupe Societe Generale	127.351.839	2,34%
12	ESTINVEST	105.886.307	1,95%
13	PRIME TRANSACTION	102.819.072	1,89%
14	ERSTE GROUP BANK AG	64.285.238	1,18%
15	INTERFINBROK CORPORATION	42.305.914	0,78%
16	S.S.I.F. BLUE ROCK FINANCIAL SERVICES S.A	28.510.341	0,52%
17	CONCORDE SECURITIES LTD	20.102.521	0,37%
18	MUNTENIA GLOBAL INVEST	19.128.776	0,35%
19	VOLTINVEST	6.309.150	0,12%
20	Bursa Romana de Marfuri (BRM)	3.845.061	0,07%
21	S.S.I.F. VIENNA INVESTMENT TRUST	1.532.742	0,03%
22	Share Invest S.A.	994.240	0,02%
23	INTERDEALER CAPITAL INVEST	654.892	0,01%
24	INVESTIMENTAL SA	305.777	0,01%
25	FINACO SECURITIES	142.723	0,00%
Total valoare intermediată la 31 martie 2023		5.433.909.228	100,00%

Sursa: BVB

În luna martie 2023, valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF-urilor a crescut cu aproximativ 4% față de luna decembrie 2022, atingând nivelul de 303 milioane lei.

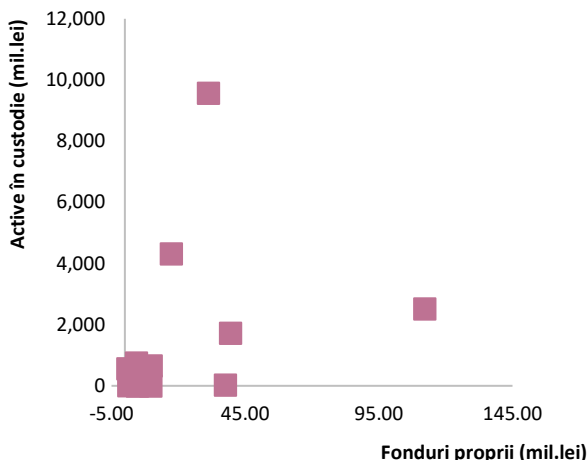
Grafic 38 Valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF



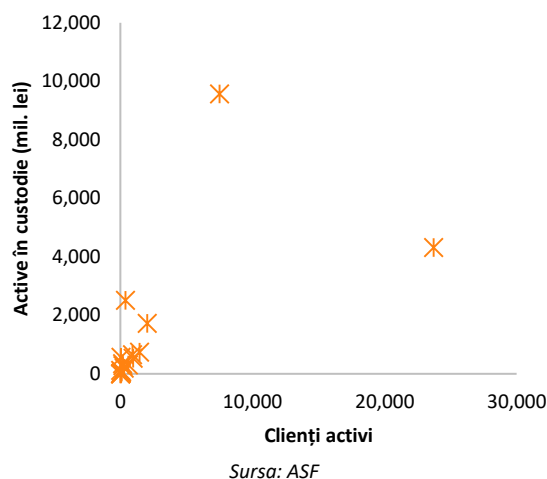
La sfârșitul lunii martie 2023, SSIF-urile aveau în custodie o valoare cumulată a activelor de 21,95 miliarde de lei (aproximativ 4,46 miliarde de euro), reprezentând atât disponibilități ale clienților, cât și titluri financiare deținute de aceștia.

Numărul cumulativ al conturilor de clienți activi ai SSIF-urilor la finalul trimestrului I 2023 a fost de 38.378 (un investitor poate avea simultan conturi deschise la mai mulți intermediari). Din graficele prezentate mai jos se observă că valoarea activelor în custodie este în general corelată cu numărul de conturi active.

Grafic 39 Valoarea activelor în custodie raportată la nivelul fondurilor proprii



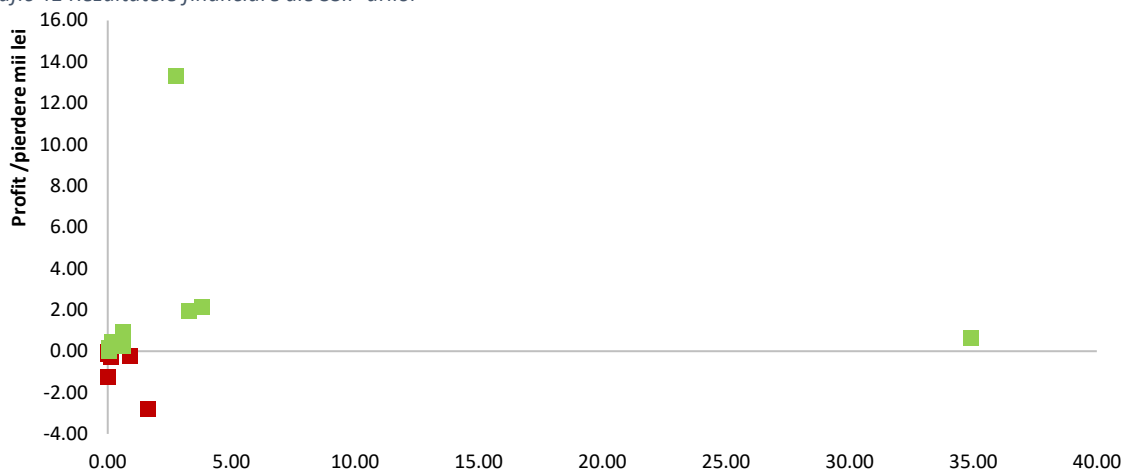
Grafic 40 Valoarea activelor în custodie raportată la numărul de conturi active



Dintre cele 18 SSIF-uri, un număr de 11 SSIF-uri au obținut profit²⁷ în trimestrul I 2023, valoarea cumulată a profiturilor acestora fiind de circa 20,03 milioane lei. Pierderea cumulată a celor 7 SSIF-uri care au avut rezultate negative a fost de aproximativ 4,80 milioane lei.

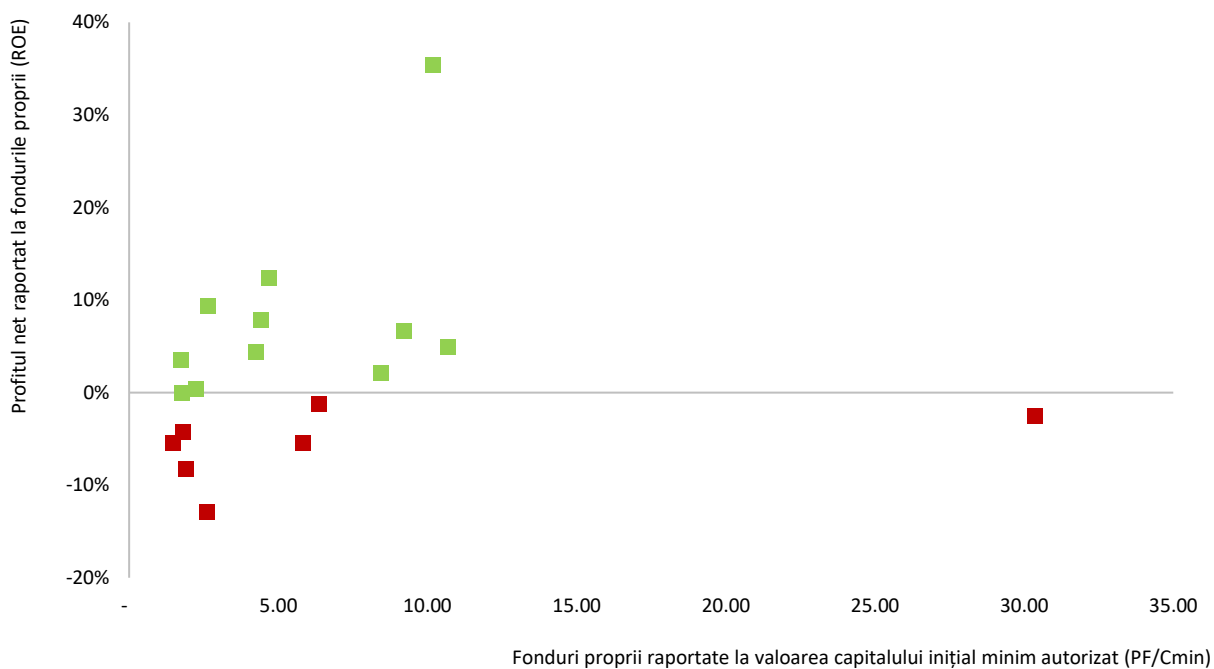
²⁷ Rezultatele prezentate sunt conform bilanțelor contabile preliminare aferente lunii martie 2023, rezultatele financiare auditate nefiind disponibile la data realizării raportului.

Grafic 41 Rezultatele financiare ale SSIF-urilor



Sursa: ASF

Grafic 42 Distribuția SSIF în funcție de nivelul fondurilor proprii și de rezultatul net în T1 2023



Sursa: ASF

În trimestrul I 2023, valoarea fondurilor proprii a înregistrat o creștere de 4% comparativ cu finalul anului 2022.

6. Organismele de plasament colectiv

Valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România la data de 31 martie 2023 a fost de aproximativ 42,21 miliarde lei, în scădere cu 0,6% comparativ cu finalul anului anterior și cu circa 12% față de 31 martie 2022.

La finalul lunii martie 2023, în România își desfășurau activitatea 17 administratori, din care 6 autorizați exclusivi ca și societăți de administrare a investițiilor (SAI), 2 autorizați exclusiv ca și administratori de fonduri alternative de investiții (AFIA), iar 9 având dublă autorizație. De asemenea, la 31 martie 2023, erau autorizate 90 organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), 36 fonduri de investiții alternative (FIA) care includ cele 6 societăți de investiții (SI) și Fondul Proprietatea. Serviciile de depozitare pentru cele 126 de OPC-uri erau asigurate de 4 depozitari.

Entitățile ce își desfășurau activitatea la 31 martie 2022 sunt următoarele:

Tabel 21 Numărul de OPC-uri și Administratori

Categorie entitate	31.03.2022	31.03.2023
	Nr. entități	Nr. entități
Administratori	18	17
SAI exclusiv	6	6
AFIA exclusiv	2	2
SAI și AFIA	10	9
OPCVM (FDI)	82	90
FIA din care:	32	36
• Societăți de investiții	5	6
• Fondul Proprietatea	1	1
Depozitari	4	4

Tabel 22 Depozitarii activelor OPC

Depozitar	Total active 31.03.2023 (lei)
BRD – Groupe Société Générale SA	28.418.935.690
Banca Comercială Română SA	8.057.920.194
Raiffeisen Bank SA	5.422.718.774
Unicredit Ţiriac Bank SA	313.183.154
TOTAL ACTIVE	42.212.757.812

Sursa: ASF

6.1. Societăți de administrare a investițiilor

Categoria dominantă din totalul administratorilor continuă să fie grupurile bancare, controlând cea mai mare parte din totalul cumulat al activelor administrate de SAI. Conform datelor din tabelul de mai jos, primele cinci SAI-uri după volumul activelor sunt toate societăți afiliate sistemului bancar, iar activele administrate de acestea, la data de 31 martie 2023, însumau aproximativ 15,08 miliarde lei, respectiv circa 91% din activul total aferent industriei fondurilor de investiții, excluzând SI-urile și FP.

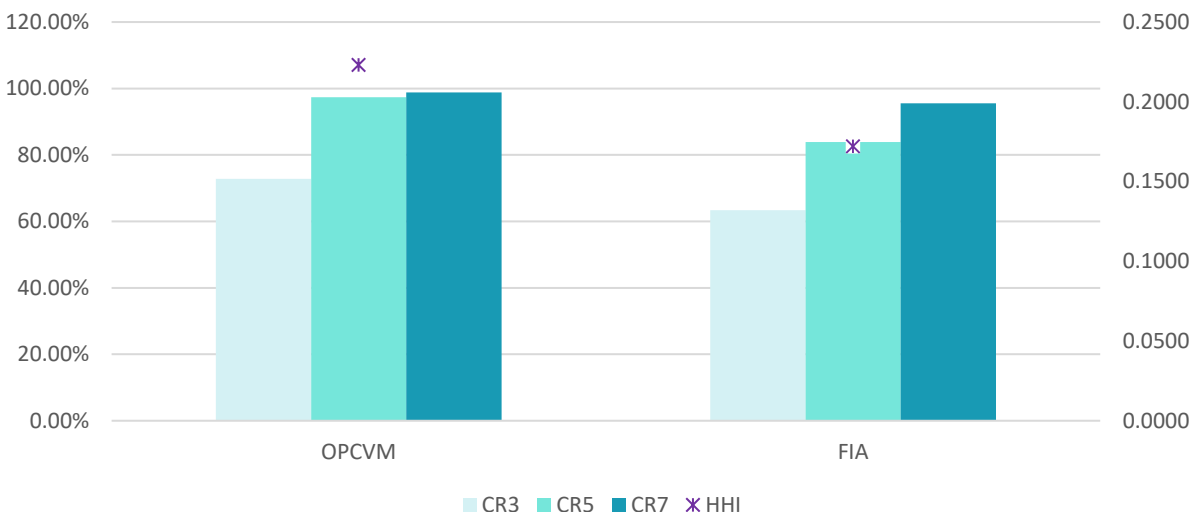
Tabel 23 Principalele societăți de administrare a investițiilor și activele administrate

SAI	Activ total (lei) 30.12.2022	% din total active	SAI	Activ total (lei) 31.03.2023	% din total active
SAI BT ASSET MANAGEMENT SA	4.187.897.915	25,38%	SAI BT ASSET MANAGEMENT SA	4.105.463.379	24,78%
SAI ERSTE ASSET MANAGEMENT SA	3.907.381.724	23,68%	SAI ERSTE ASSET MANAGEMENT SA	3.852.351.200	23,25%
SAI RAIFFEISEN ASSET MANAGEMENT SA	3.270.388.327	19,82%	SAI RAIFFEISEN ASSET MANAGEMENT SA	3.175.080.337	19,17%
SAI BRD ASSET MANAGEMENT SA	3.135.820.728	19,00%	SAI BRD ASSET MANAGEMENT SA	3.422.018.497	20,66%
SAI OTP ASSET MANAGEMENT ROMANIA SA	515.981.863	3,13%	SAI OTP ASSET MANAGEMENT ROMANIA SA	522.020.414	3,15%

SAI	Activ total (lei) 30.12.2022	% din total active	SAI	Activ total (lei) 31.03.2023	% din total active
Total active gestionate de cele 5 SAI-uri	15.017.470.560	90.99%	Total active gestionate de cele 5 SAI-uri	15.076.933.827	91,01%
Total active celelalte SAI-uri	1.486.498.688	9.01%	Total active celelalte SAI-uri	1.489.161.529	8,99%
Total active administrate de SAI-urile locale ²⁸	16.503.969.248	100.00%	Total active administrate de SAI-urile locale ²⁹	16.566.095.356	100.00%

Sursa: ASF

Grafic 43 Gradul de concentrare pe piața fondurilor de investiții din România (după activul net la 31.03.2023)



Sursa: Calcule ASF

Pentru piața organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare, analizată din perspectiva activelor administrate de SAI-uri, indicele Herfindahl-Hirschman are valoarea de 0,2229, ceea ce indică un grad ridicat de concentrare. Acest lucru este confirmat și de indicatorii CR („concentration ratio”). La 31 martie 2023, primele trei SAI administrau aproximativ 73% din activele OPCVM și 63% din activele FIA.

Administrarea portofoliilor individuale

La finalul lunii martie 2023, un număr de 287 de conturi individuale de investiții erau administrate de 3 SAI-uri, valoarea totală a activelor fiind de aproximativ 632 milioane lei, în creștere cu 3,44% față de valoarea de la sfârșitul anului 2022 și în scădere cu aproximativ 4% față de finalul lunii martie 2022.

Tabel 24 Numărul conturilor individuale de investiții și activele administrate de SAI-uri la 31 martie 2023

SAI	30.12.2022		31.03.2023	
	Nr. conturi individuale	Active administrare (lei)	Nr. conturi individuale	Active administrate (lei)
TOTAL SAI	296	657.085.097	287	631.674.715

Sursa: ASF

²⁸ Nu include activele SIF-urilor și ale Fondului Proprietatea.

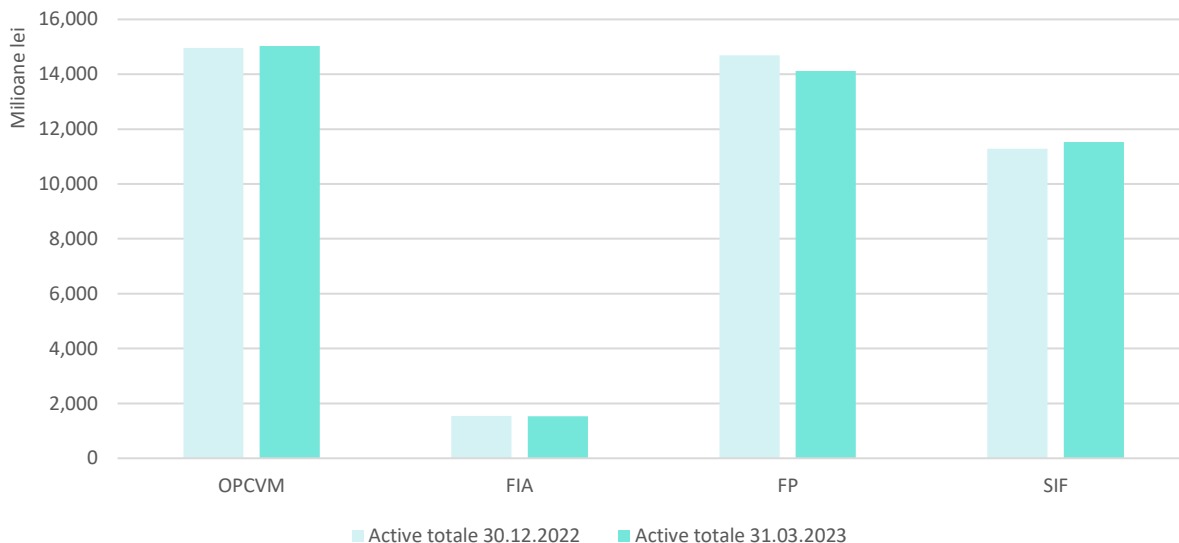
²⁹ Nu include activele SIF-urilor și ale Fondului Proprietatea.

Administrarea organismelor de plasament colectiv (OPC)

La finalul trimestrului I 2023, valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România a fost de circa 42,21 miliarde lei, în scădere cu 0,6% față de finalul anului 2022.

O analiză pe categorii de organisme de plasament colectiv arată că, în trimestrul I 2023, față de finalul anului 2022, au fost înregistrate diminuări ale activelor totale pentru FP (-3,82) și FIA (-0,87%), iar creșteri ale activelor totale au fost înregistrate pentru SIF-uri (2,17%) și OPCVM-uri (0,51%).

Grafic 44 Evoluția activelor totale pe categorii de OPC



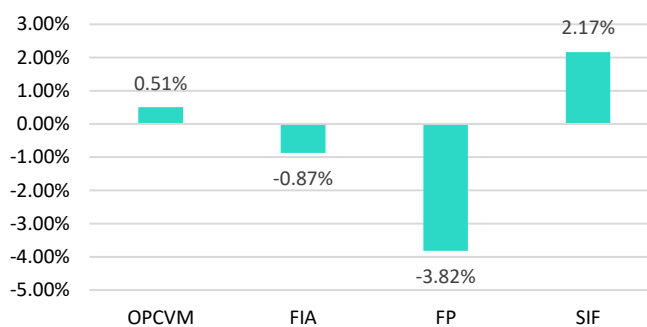
Sursa: ASF

Tabel 25 Activele totale (milioane lei) pe categorii de OPC

Categorie fond	Active totale	Active totale
	30.12.2022	31.03.2023
OPCVM	14.956	15.032
FIA	1.548	1.534
FP	14.684	14.123
SIF-uri	11.279	11.524
TOTAL OPC	42.467	42.213

Sursa: ASF

Grafic 45 Modificarea (%) activelor totale pe categorii de OPC la 31.03.2023 față de 31.12.2022



Sursa: ASF

La finalul lunii martie 2023, din totalul OPC-urilor locale (inclusiv SIF-uri și FIA), activele cumulate ale OPCVM reprezentau, o pondere de circa 36%, iar activele FIA reprezentau circa 4%.

Tabel 26 Structura portofoliilor investiționale pe categorii de OPC și pe clase de active (lei)

Active totale - 31.03.2023	OPCVM	FIA	FP	SIF-uri	TOTAL
Acțiuni	1.898.415.903	1.114.785.632	13.700.656.143	9.608.582.746	26.322.440.425
Obligațiuni	3.041.622.338	12.034.541	-	144.528.117	3.198.184.995
Titluri de stat	6.163.072.812	163.616	-	46.969.677	6.210.206.106
Depozite și disponibil	2.942.023.574	112.908.257	421.666.477	343.214.297	3.819.812.604
Titluri OPCVM/FIA	1.060.670.600	134.735.680	-	1.185.399.914	2.380.806.194
Altele	-74.204.951	159.867.354	795.184	194.849.903	281.307.490

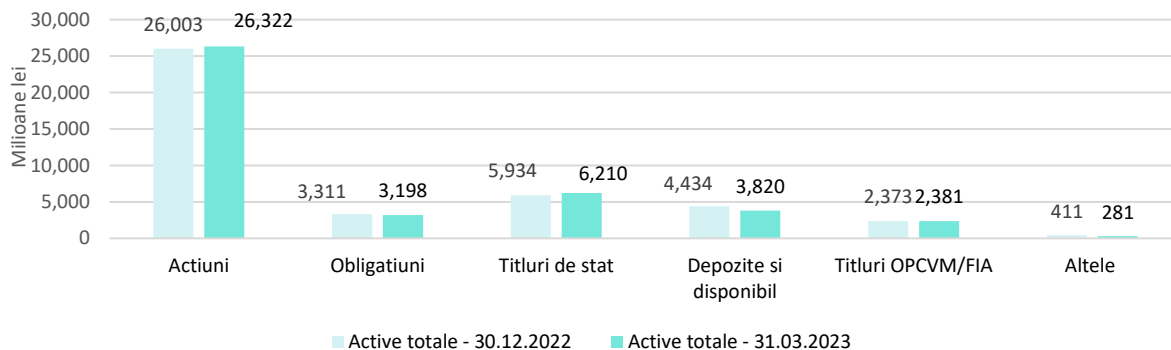
Sursa: ASF

Din perspectiva structurii plasamentelor, OPCVM-urile sunt orientate preponderent către instrumentele cu venit fix (titluri de stat și obligațiuni), iar FIA, SIF-urile și FP au o orientare dominantă către plasamentele în acțiuni.

Pe ansamblul pieței, structura consolidată a investițiilor tuturor organismelor de plasament colectiv indică o preferință pentru acțiuni, a căror valoare totală este de circa 26,32 miliarde lei, consemnând o pondere de circa 62% din activul total al OPC. Investițiile în instrumente financiare cu venit fix la nivelul întregii piețe sunt în valoare de 13,23 miliarde lei, reprezentând circa 31% din activul total al OPC.

La 31 martie 2023, față de finalul anului 2022, se constată diminuări ale activelor deținute în obligațiuni (-3,4%), depozite și disponibilități (-13,86%) și alte investiții (-32%). Creșteri ale activelor deținute în acțiuni au fost înregistrate în titluri de stat (4,7%), acțiuni (1,23%) și titluri OPCVM/FIA (0,31%).

Grafic 46 Evoluția alocării strategice a portofoliilor OPC



Sursa: ASF

6.2. Organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM)

La sfârșitul lunii martie 2023, își desfășurau activitatea 90 de organisme de plasament colectiv în valori mobiliare, structurate pe opt categorii: titluri de credit (23), titluri de capital (22), multi-active flexible (17), alte fonduri (11), multi-active echilibrate (7), multi-active agresive (4), multi-active defensive (3) și absolute return (3).

Tabel 27 Evoluția numărului de OPCVM, pe categorii

OPCVM în funcție de politica investițională*	31.03.2023
Titluri de credit	23
Titluri de capital	22
Multi-active flexible	17
Alte fonduri	11
Multi-active echilibrate	7
Multi-active agresive	4
Multi-active defensive	3
Absolute return	3
TOTAL	90

* conform noii clasificări

Sursa: ASF

Tabel 28 Distribuția investitorilor pe categorii de OPCVM

Categorii de fonduri	31.03.2023		
	PJ	PF	Total
Titluri de capital	584	45.094	45.678
Titluri de credit	7.121	221.423	228.544
Multi-active defensive	18	1.492	1.510
Multi-active flexible	1.032	59.917	60.949
Multi-active echilibrate	303	47.429	47.732
Absolute return	18	1.523	1.541
Alte fonduri	859	81.819	82.678
Multi-active agresive	43	2.349	2.392
Total	9.978	461.046	471.024

Fondurile de titluri de credit dețin ca număr cea mai mare pondere în categoria acestui segment de piață. Fondurile de titluri de capital sunt de asemenea bine reprezentate, ceea ce arată că interesul investitorilor pentru aceste două clase de active (obligațiuni și acțiuni) este semnificativ.

La finalul lunii martie 2023, numărul investitorilor în OPCVM-uri s-a situat la 471.024, în creștere cu 22.439 investitori față de finalul anului 2022.

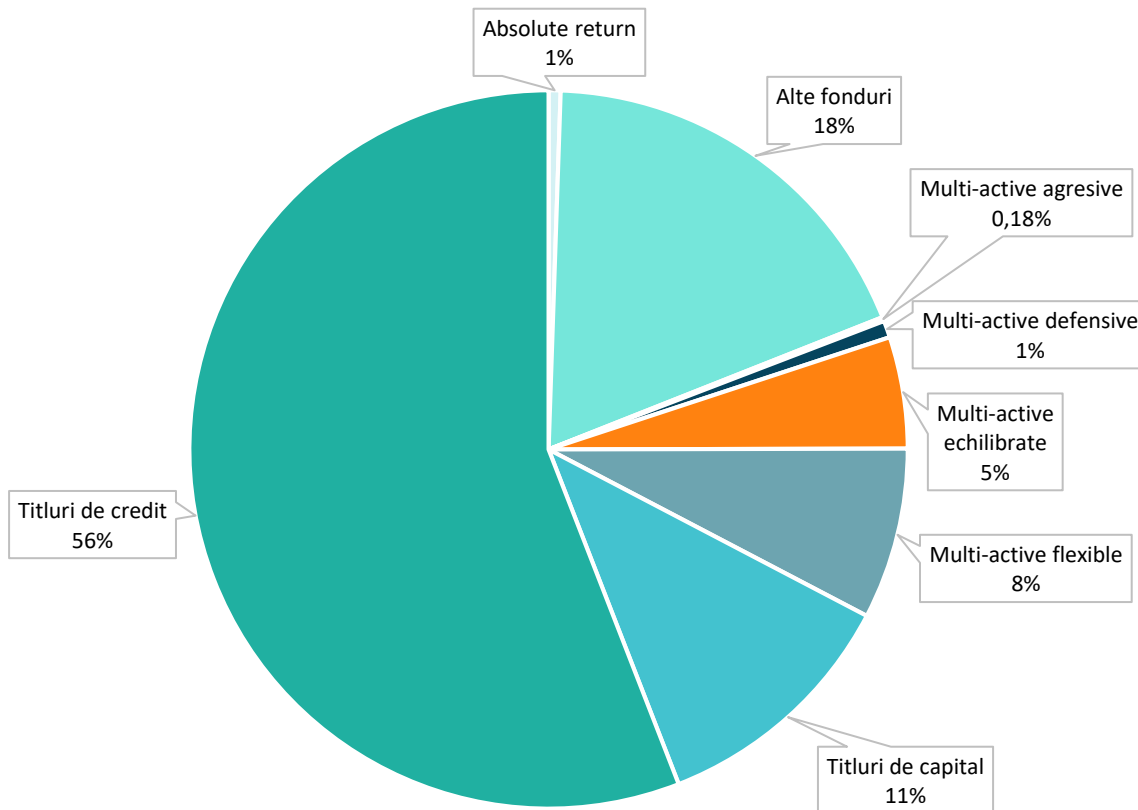
Tabel 29 Structura activelor nete pe categorii de OPCVM

OPCVM în funcție de politica investițională	Activ net 31.03.2023 (lei)
Titluri de capital	1.714.285.527
Titluri de credit	8.385.615.512
Multi-active defensive	114.154.987
Multi-active flexible	1.156.479.593
Multi-active echilibrate	753.356.033
Absolute return	80.527.125
Alte fonduri	2.769.389.529
Multi-active agresive	27.379.785
Total	15.001.188.091

Sursa: ASF

Cea mai ridicată pondere în activul net cumulat al OPCVM este deținută de fondurile de titluri de credit, aproximativ 56%.

Grafic 47 Cota de piață a OPCVM în funcție de politica investițională și de activul net (31.03.2023)



Sursa: ASF

În ceea ce privește structura portofoliilor OPCVM, aceasta este orientată cu precădere spre instrumentele financiare cu venit fix. Dintre acestea, cea mai mare pondere în activul total al organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare o dețin titlurile de stat (41%), fiind urmate de obligațiunile corporative cotate (19,27%).

Tabel 30 Evoluția alocării strategice a activelor OPCVM

Elemente de portofoliu OPCVM	30.12.2022	% din AT	31.03.2023	% din AT
Acțiuni cotate	1.803.922.806	12,06%	1.882.919.160	12,53%
Acțiuni necotate	15.398.808	0,10%	15.496.744	0,10%
Acțiuni tranzacționate în afara piețelor reglementate	-	0,00%	-	-
Obligațiuni corporative cotate	2.991.464.912	20,00%	2.896.054.607	19,27%
Obligațiuni corporative necotate	1.033.875	0,01%	-	-
Obligațiuni municipale cotate	160.401.461	1,07%	145.567.731	0,97%
Conturi curente și numerar	166.810.404	1,12%	108.004.072	0,72%
Depozite bancare	2.824.829.351	18,89%	2.834.019.502	18,85%
Titluri de stat >1 an	5.160.655.172	34,51%	5.180.360.932	34,46%
Titluri de stat <1 an	763.350.063	5,10%	982.711.880	6,54%
Titluri OPCVM / AOPC cotate	94.093.604	0,63%	94.966.152	0,63%
Titluri OPCVM / AOPC necotate	930.076.994	6,22%	965.704.447	6,42%
Instrumente financiare derivate	48.248.364	0,32%	27.545.304	0,18%
Produse structurate	377.306	0,00%	1.143.316	0,01%
Dividende și alte drepturi de încasat	395.748	0,00%	3.828.556	0,03%
Alte active	-5.031.777	-0,03%	-106.722.126	-0,71%
Total activ (lei)	14.956.027.090	100%	15.031.600.276	100%

Sursa: ASF

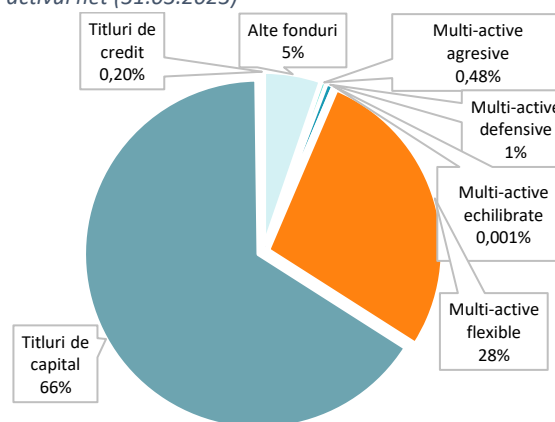
6.3. Fonduri de investiții alternative (FIA)

Tabel 31 Structura activelor nete pe categorii de FIA

FIA în funcție de politica investițională	Activ net 31.03.2023 (lei)
Titluri de capital	1.007.174.859
Titluri de credit	3.110.034
Multi-active defensive	10.127.133
Multi-active flexible	423.015.208
Alte fonduri	80.708.646
Multi-active agresive	7.351.203
Multi-active echilibrate	16.815
Total	1.531.503.898

Sursa: ASF

Grafic 48 Cota de piață a FIA în funcție de politica investițională și de activul net (31.03.2023)



Sursa: ASF

În funcție de politica investițională, FIA din categoria titlurilor de capital dețin o pondere de circa 66% din activul net cumulat al FIA, urmate de FIA din categoria multi-active flexible cu o pondere de circa 28%. Astfel, la finalul lunii martie 2022, circa 94% din totalul activelor nete administrate de FIA se află în fondurile din categoria titlurilor de capital și multi-active flexible.

Din perspectiva structurii activelor FIA, se constată că acestea sunt orientate cu precădere spre plasamentele în acțiuni, ce dețin o pondere de aproximativ 73% din activul total al FIA, dintre care 69% din activul total reprezintă plasamente în acțiuni cotate. Investițiile în obligațiuni și titluri de stat dețin o pondere de până în 1% din activul total.

Tabel 32 Evoluția alocării strategice a activelor FIA

Elemente de portofoliu FIA	30.12.2022	% din AT	31.03.2023	% din AT
Acțiuni cotate	1.068.363.329	69,02%	1.059.213.559	69,03%
Acțiuni necotate	56.513.267	3,65%	55.572.072	3,62%
Acțiuni tranzacționate în afara piețelor reglementate	-		-	
Obligațiuni corporative cotate	13.325.252	0,86%	11.298.881	0,74%
Obligațiuni corporative necotate	753.413	0,05%	715.273	0,05%
Obligațiuni municipale cotate	21.866	0,00%	20.388	0,00%
Obligațiuni municipale necotate	-		-	
Conturi curente și numerar	17.985.828	1,16%	14.125.565	0,92%
Depozite bancare	104.015.924	6,72%	98.782.691	6,44%
Titluri de stat >1 an	159.728	0,01%	163.616	0,01%
Titluri OPCVM / AOPC cotate	98.617.096	6,37%	98.693.350	6,43%
Titluri OPCVM/AOPC necotate	36.243.009	2,34%	36.042.331	2,35%
Instrumente financiare derivate	- 1.204.218	-0,08%	62.084	0,00%
Produse structurate	71.468.805	4,62%	63.726.079	4,15%
Dividende și alte drepturi de încasat	5.642	0,00%	1.013.819	0,07%
Alte active	81.673.219	5,28%	95.065.372	6,20%
Total activ (lei)	1.547.942.159	100%	1.534.495.080	100%

Sursa: ASF

6.4. Societățile de investiții (SI)

La 31 martie 2023, activele nete aferente celor șase SI-uri au cumulat aproximativ 10,89 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 2% față de finalul anului 2022 (10,69 miliarde lei). Cele mai mari active nete aparțin SIF Banat-Crișana (SIF1), urmat de EVERGENT Investments și de SIF Oltenia (SIF5).

Tabel 33 Evoluția sintetică a celor cinci societăți de investiții financiare

Data	Indicatori	SIF1	EVERGENT	SIF5	SIF4	Transilvania	Sparking
		Banat-Crișana	Investments	Oltenia	Muntenia	Investments Alliance	Capital SA
30.12.2022	VUAN (lei)	6,2093	2,3817	4,4469	2,4353	0,6320	
	Preț de piață	2,4300	1,3700	1,7200	1,2000	0,2760	
	Discount (%)	60,87%	42,48%	61,32%	50,72%	56,33%	
	Activ Net (lei)	3.151.290.437	2.214.741.795	2.112.294.285	1.853.545.986	1.360.257.562	
	Nr. acțiuni emise	507.510.056	929.905.696	475.000.000	761.105.845	2.152.443.797	
31.03.2023	VUAN (lei)	6,5237	2,3921	4,4175	2,5183	0,6432	
	Preț de piață	2,4600	1,2800	1,7100	1,1700	0,2910	-
	Discount (%)	62,29%	46,49%	61,29%	53,54%	54,76%	
	Activ Net (lei)	3.304.373.193	2.177.459.929	2.098.298.480	1.916.657.766	1.382.537.723	14.949.926
	Nr. acțiuni emise	506.520.056	910.280.696	475.000.000	761.105.845	2.149.395.520	

Sursa: ASF, BVB, Rapoarte SIF

La sfârșitul lunii martie 2023, investițiile în acțiuni dețin cea mai ridicată pondere în activul total cumulat al SIF-urilor (aproximativ 80%).

Tabel 34 Structura cumulată a portofoliilor SIF-urilor la 31.03.2023, respectiv 30.12.2022

Elemente de portofoliu SIF-uri	30.12.2022	% din AT	31.03.2023	% din AT
Acțiuni cotate	8.283.675.397	73,44%	8.493.615.715	73,71%
Acțiuni necotate	1.078.901.157	9,57%	1.114.967.031	9,68%
Obligațiuni corporative cotate	123.458.420	1,09%	123.629.945	1,07%
Obligațiuni corporative necotate	20.534.144	0,18%	20.853.477	0,18%
Obligațiuni municipale cotate	47.694	0,00%	44.695	0,00%
Conturi curente și numerar	33.430.151	0,30%	105.091.470	0,91%
Depozite bancare	300.838.422	2,67%	238.122.827	2,07%
Titluri de stat >1 an	-	0,00%	17.416.941	0,15%
Titluri de stat <1 an	9.560.805	0,08%	29.552.736	0,26%

Titluri OPCVM/AOPC cotate	310.094.202	2,75%	298.132.880	2,59%
Titluri OPCVM/AOPC necotate	904.333.821	8,02%	887.267.034	7,70%
Dividende și alte drepturi de încasat	-	0,00%	-	
Alte active	214.380.127	1,90%	194.849.903	1,69%
Total activ (lei)	11.279.254.339	100%	11.523.544.653	100%

Sursa: ASF

6.5. Fondul Proprietatea SA

Valoarea totală a activelor nete aferente Fondului Proprietatea se situa la aproximativ 14 miliarde lei la finalul lunii martie 2023, în scădere cu 3,9% față de luna decembrie 2022. Activele FP erau concentrate preponderent în România.

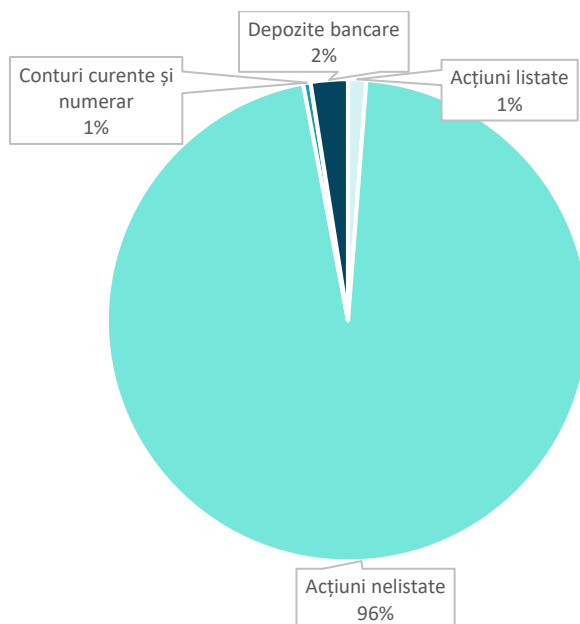
Tabel 35 Evoluția sintetică a Fondului Proprietatea

Elemente de portofoliu	30.12.2022	31.03.2023
Număr de acțiuni emise	5.668.806.128	5.421.221.124
Activ Net (lei)	14.569.538.085	13.999.617.719
VUAN (lei)	2,5701	2,5823
Preț de închidere (lei)	2,0400	2,1050
Discount (%)	20,63%	18,48%

Sursa: Fondul Proprietatea

Investițiile în acțiuni nelistate dețin cea mai ridicată pondere în structura portofoliului FP, de circa 92% din valoarea activului net.

Grafic 49 Tipuri de active din portofoliul Fondului Proprietatea la data de 31.03.2023 (% din Total Activ)



Sursa: ASF

Dintre societățile listate, cea mai mare pondere din activul net al fondului o deține societatea Alro SA (0,88% din VAN la 31 martie 2023), iar din categoria societăților nelistate, cea mai mare pondere este deținută de Hidroelectrică (79,64% din VAN la 31 martie 2023), urmată de CN Aeroporturi București SA, Engie România și CN Administrația Porturilor Maritime SA.

Tabel 36 Top 5 dețineri Fondul Proprietatea la data de 31.03.2023

Denumire societate	% din VAN la 31.03.2023
Hidroelectrică SA	79,64%
CN Aeroporturi București SA	5,09%
Engie România SA	3,15%
CN Administrația Porturilor Maritime SA	2,02%
Societatea Națională a Sării SA	1,96%
TOTAL	91,86%

Sursa: Fondul Proprietatea

Tabel 37 Evoluția alocării strategice a activelor Fondului Proprietatea

Elemente de portofoliu FP	30.12.2022	% din AT	31.03.2023	% din AT
Acțiuni cotate	167.608.857	1,14%	171.673.062	1.22%
Acțiuni necotate	13.528.983.082	92,13%	13.528.983.082	95.79%
Conturi curente și numerar	73.833.144	0,50%	69.920.631	0.50%
Dividende și alte drepturi de încasat	-	0,00%	-	-
Depozite bancare	912.616.396	6,22%	351.745.846	2.49%
Titluri de stat >1 an	-	0,00%	-	-
Titluri de stat <1 an	-	0,00%	-	-
Alte active	869.214	0,01%	795.185	0.01%
Total Activ (LEI)	14.683.910.693	100%	14.123.117.806	100%

Sursa: ASF

Tabel 38 Structura acționariatului Fondului Proprietatea (% din capitalul social subscris și vărsat) - la data de 31.03.2023

Acționari instituționali români	37,01%
Persoane fizice române	20,91%
Acționari instituționali străini	10,64%
The Bank of New York Mellon*	9,75%
Persoane fizice nerezidente	3,10%
Ministerul Finanțelor Publice	5,96%
Acțiuni proprii**	12,63%
TOTAL	100%
Număr total de acționari la data de 31.03.2023 – 17.723	

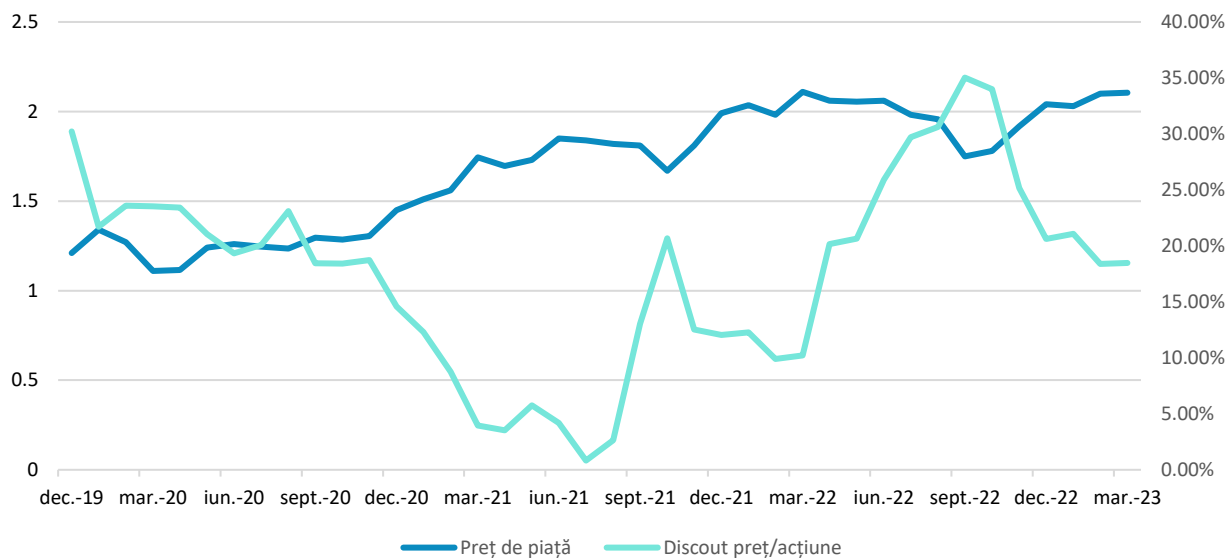
Sursa: Fondul Proprietatea

*Din care Fondul Proprietatea deține 50.957 GDR-uri (echivalentul a 2.547.850 acțiuni).

**785.443.982 acțiuni proprii achiziționate de Fond în cadrul celor de-al 13-lea și 14-lea programe de răscumpărare

La sfârșitul lunii martie 2023, numărul total al acționarilor a crescut cu 1.138 față de finalul anului 2022 (16.585 acționari).

Grafic 50 Evoluția prețului de referință pentru acțiunile Fondului Proprietatea



Sursa: Prelucrare ASF în baza datelor din Refinitiv și Fondul Proprietatea

Față de finalul anului 2022, în trimestrul I 2023, pe BVB, acțiunile Fondului Proprietatea au fost tranzacționate la un discount mai mic față de VAN, discountul înregistrat la finalul lunii martie 2023 fiind de 18,48%.

Bibliografie selectivă

1. International Monetary Fund/Bank of International Settlement/Financial Stability Board Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: initial considerations, 2009 5-6.
2. European Central Bank, Financial Stability Review, December 2009
3. Wang, G.J.; Jiang, Z.Q.; Lin, M.; Xie, C.; Stanley, H.E. Interconnectedness and systemic risk of China's financial institutions. *Emerg. Mark. Rev.* 2018, 35, 1–18
4. Adrian T.; Brunnermeier M.K. CoVaR. *American Economic Review* 2016, 106(7), 1705–1741
5. Engle, R.F. and Manganelli, S. (2004), CAViaR: conditional autoregressive value at risk by regression quantiles, *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 22 No. 4, 367-381.
6. Acharya, V. V.; Pedersen, L. H.; Philippon, T.; Richardson, M. Measuring systemic risk. *The Review of Financial Studies* 2017, 30(1), 2-47
7. Usman M. Bank contribution to financial sector systemic risk and expected returns: Evidence from large U.S. banks, *Borsa Istanbul Review*, Available online 17 October 2022
8. Lupu, R.; Călin, A.C.; Zeldea, C.G.; Lupu, I. Systemic Risk Spillovers in the European Energy Sector. *Energies* 2021, 14, 6410
9. Deng, Y.; Zhang, Z.; Zhu, L. A model-based index for systemic risk contribution measurement in financial networks. *Econ. Model.* 2021, 95, 35–48.
10. Idier, J., Lame G., Mesonnier J.S (2013) How Useful is the Marginal Expected Shortfall for the Measurement of Systemic Exposure? A practical assessment, European Central Bank Working Papers Series, no. 1546/May 2013

Listă tabele

Tabel 1 Evoluția Produsului intern brut trimestrial	7
Tabel 2 Randamentele burselor de acțiuni.....	17
Tabel 3 Activele nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de țările de domiciliu.....	19
Tabel 4 Vânzările nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu în trimestrul I 2023	20
Tabel 5 Activele nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în funcție de țările de domiciliu.....	20
Tabel 6 Vânzările nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în trimestrul I 2023 în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu	21
Tabel 7 Oferte publice de vânzare primare în perioada 01.01.2023 - 31.03.2023 (conform documentelor aprobate de ASF).....	52
Tabel 8 Oferte publice de cumpărare derulate în perioada 01.01.2023 – 31.03.2023 (conform documentelor aprobate de ASF)	53
Tabel 9 Numărul de Certificate de Înregistrare a Valorilor Mobiliare pe tipuri de operațiuni, emise în perioada 01.01.2023 –31.03.2023	54
Tabel 10 Situația emisiunilor cu venit fix în perioada 01.01.2023 –31.03.2023	55
Tabel 11 Structura tranzacțiilor derulate la BVB (Piața Reglementată și SMT), după valoarea corespunzătoare fiecărui tip de instrument	57
Tabel 12 Top 20 emitenți după valoarea tranzacționată la 31 martie 2023 pe piața Reglementată (doar acțiuni) ...	60
Tabel 13 Evoluția trimestrială a tranzacțiilor derulate pe SMT în perioada T1 2019-T1 2023	62
Tabel 14 Top emitenți după valoarea tranzacționată pe SMT (doar acțiuni), la 31 martie 2023	63
Tabel 15 Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare, structurată pe tipuri de instrumente financiare .	64
Tabel 16 Distribuția numărului de tranzacții decontate și a valorii decontate nete	65
Tabel 17 Distribuția numărului de tranzacții decontate pe bază brută și a valorii corespunzătoare a acestora	66
Tabel 18 Categoriile de intermediari pe piața reglementată administrată de BVB.....	67
Tabel 19 Categoriile de intermediari pe sistemul multilateral de tranzacționare administrat de BVB	67
Tabel 20 Clasamentul intermediarilor pe piețele la vedere administrate de BVB la 31 martie 2023	68
Tabel 21 Numărul de OPC-uri și Administratori	71
Tabel 22 Depozitarii activelor OPC	71
Tabel 23 Principalele societăți de administrare a investițiilor și activele administrate.....	71
Tabel 24 Numărul conturilor individuale de investiții și activele administrate de SAI-uri la 31 martie 2023	72
Tabel 25 Activele totale (milioane lei) pe categorii de OPC.....	73
Tabel 26 Structura portofoliilor investiționale pe categorii de OPC și pe clase de active (lei)	74
Tabel 27 Evoluția numărului de OPCVM, pe categorii.....	75
Tabel 28 Distribuția investitorilor pe categorii de OPCVM.....	75
Tabel 29 Structura activelor nete pe categorii de OPCVM	76
Tabel 30 Evoluția alocării strategice a activelor OPCVM	77
Tabel 31 Structura activelor nete pe categorii de FIA	77
Tabel 32 Evoluția alocării strategice a activelor FIA	78
Tabel 33 Evoluția sintetică a celor cinci societăți de investiții financiare	78
Tabel 34 Structura cumulată a portofoliilor SIF-urilor la 31.03.2023, respectiv 30.12.2022	78
Tabel 35 Evoluția sintetică a Fondului Proprietatea	79
Tabel 36 Top 5 dețineri Fondul Proprietatea la data de 31.03.2023.....	80
Tabel 37 Evoluția alocării strategice a activelor Fondului Proprietatea	80
Tabel 38 Structura acționariatului Fondului Proprietatea (% din capitalul social subscris și vărsat) - la data de 31.03.2023.....	80

Listă grafice

Grafic 1 Creștere economică trimestrială (nivel – Indice 2015 – 100).....	8
Grafic 2 Creștere economică trimestrială (ca modificare procentuală față de perioada anterioară)	9
Grafic 3 Rata inflației	10
Grafic 4 Indicator de sentiment economic (ESI)	11
Grafic 5 Rata lunară a șomajului.....	12
Grafic 6 Rata trimestrială a ocupării forței de muncă (ca procent din populația cuprinsă între 20 și 64 de ani).....	13
Grafic 7 Obligațiuni suverane la 10 ani.....	14
Grafic 8 Indicatorul CISS pentru riscul sistemic	15
Grafic 9 Indicele BET: fluctuații în jurul nivelului de echilibru	17
Grafic 10 Activele nete (miliarde EUR) ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare din Europa la 31 martie 2023	19
Grafic 11 Activele nete (miliarde EUR) ale fondurilor de investiții alternative din Europa la 31 martie 2023	20
Grafic 12 Durata modificată pentru fondurile de obligațiuni	22
Grafic 13 Durata modificată (histogramă) pentru fondurile de obligațiuni (ianuarie - martie 2023)	25
Grafic 14 Rezultate pentru specificația CaViaR	30
Grafic 15 Rezultate pentru specificația CoVaR	33
Grafic 16 Rezultate pentru specificația Delta CoVaR.....	36
Grafic 17 Rezultate pentru specificația MES	38
Grafic 18 Valori medii pentru măsurile de risc	42
Grafic 19 Indicatorii Sharpe calculați trimestrial pe strategie investițională în anul 2020	46
Grafic 20 Indicatorii Sharpe calculați trimestrial pe strategie investițională în anul 2021	46
Grafic 21 Indicatorii Sharpe calculați trimestrial pe strategie investițională în anul 2022.....	47
Grafic 22 Indicatorul Sharpe calculat pe strategie investițională în trimestrul I 2023	47
Grafic 23 Indicatorii Sortino calculați trimestrial pe strategie investițională pentru 2021 și 2020	48
Grafic 24 Indicatorii Sortino calculați trimestrial pe strategie investițională 2022	49
Grafic 25 Indicatorul Sortino calculat pe strategie investițională în trimestrul I 2023	49
Grafic 26 Indicatorii Treynor calculați trimestrial pe strategie investițională pentru 2021 și 2020	50
Grafic 27 Indicatorii Treynor calculați trimestrial pe strategie investițională 2022	50
Grafic 28 Indicatorul Treynor calculat pe strategie investițională în trimestrul I 2023	51
Grafic 29 Evoluția indicilor BVB în perioada 01.01.2020 - 31.03.2023 (31.12.2019 = 1)	57
Grafic 30 Structura trimestrială a tranzacțiilor derulate pe piața Reglementată în perioada T1 2020 – T1 2023	58
Grafic 31 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu acțiuni*, derulate pe piața Reglementată a BVB	58
Grafic 32 Evoluția capitalizării BVB (acțiuni).....	59
Grafic 33 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix derulate pe piața Reglementată	61
Grafic 34 Evoluția lunară a tranzacțiilor cu produse structurate în perioada martie 2020 – martie 2023.....	62
Grafic 35 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor derulate pe SMT	64
Grafic 36 Alocarea decontărilor pe bază netă în T1 2023, pe tipuri de instrumente financiare	66
Grafic 37 Valoarea intermediată pe piețe la vedere pe categorii de intermediari la 31 martie 2023.....	68
Grafic 38 Valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF.....	69
Grafic 39 Valoarea activelor în custodie raportată la nivelul fondurilor proprii.....	69
Grafic 40 Valoarea activelor în custodie raportată la numărul de conturi active.....	69
Grafic 41 Rezultatele financiare ale SSIF-urilor	70
Grafic 42 Distribuția SSIF în funcție de nivelul fondurilor proprii și de rezultatul net în T1 2023	70
Grafic 43 Gradul de concentrare pe piața fondurilor de investiții din România (după activul net la 31.03.2023).....	72
Grafic 44 Evoluția activelor totale pe categorii de OPC.....	73
Grafic 45 Modificarea (%) activelor totale pe categorii de OPC la 31.03.2023 față de 31.12.2022	73

Grafic 46 Evoluția alocării strategice a portofoliilor OPC	75
Grafic 47 Cota de piață a OPCVM în funcție de politica investițională și de activul net (31.03.2023)	76
Grafic 48 Cota de piață a FIA în funcție de politica investițională și de activul net (31.03.2023).....	77
Grafic 49 Tipuri de active din portofoliul Fondului Proprietatea la data de 31.03.2023 (% din Total Activ)	79
Grafic 50 Evoluția prețului de referință pentru acțiunile Fondului Proprietatea	81

Listă abrevieri

Abrevieri

AOPC	=	Alte Organisme de Plasament Colectiv
ARIS	=	Absolute Return Innovative Strategies
ASF	=	Autoritatea de Supraveghere Financiară
BCE	=	Banca Centrală Europeană
BERD	=	Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare
BET	=	Bucharest Exchange Trading
BNR	=	Banca Națională a României
BoE	=	Banca Angliei
BVB	=	Bursa de Valori București
CE	=	Comisia Europeană
CISS	=	Indicatorul Compozit pentru Riscurile Sistemice (Composite Indicator of Systemic Stress)
CNSP	=	Comisia Națională de Strategie și Prognoză
CR	=	Concentration Rate
DvP	=	Delivery vs. Payment, principiul livrare contra plată
EFAMA	=	European Fund and Asset Management Association
ESAs	=	European Supervisory Authorities
ESI	=	Indicatorul Sentimentului Economic (Economic Sentiment Indicator)
ESG	=	Environmental, social, and governance
ESMA	=	European Securities and Markets Authority
ETF	=	Exchange-Traded Fund
FDI	=	Fonduri Deschise de Investiții
FeD	=	Banca Centrală a SUA
FIA	=	Fonduri de Investiții Alternative
FMI	=	Fondul Monetar Internațional
IAPC	=	Indicele Armonizat al Prețurilor de Consum
ILLIQ	=	Indicatorul ce măsoară lipsa de lichiditate
INS	=	Institutul Național de Statistică
IPC	=	Indicele prețurilor de consum
MF	=	Ministerul Finanțelor
OECD	=	Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică
OPC	=	Organisme de Plasament Colectiv
OPCVM	=	Organisme de Plasament Colectiv în Valori Mobiliare
PIB	=	Produsul Intern Brut
RvP	=	Receive versus payment, principiul primire contra plată
SAI	=	Societate de Administrare a Investițiilor
SIF	=	Societate de Investiții Financiare
SMT	=	Sistem Multilateral de Tranzacționare
SSIF	=	Societate de Servicii de Investiții Financiare
T2S	=	Target2-Securities
UE	=	Uniunea Europeană

VAN	=	Valoarea Activului Net
VaR	=	Value at risk
VUAN	=	Valoarea Unitară a Activului Net

Simbol societăți

ABN	=	ABN Systems International
AROBS	=	AROBS TRANSILVANIA SOFTWARE
AG	=	AGROLAND BUSINESS SYSTEM
AQ	=	AQUILA PART PROD COM
AST	=	ARCTIC STREAM
BRD	=	BRD - Groupe Societe Generale SA
BRK	=	SSIF BRK FINANCIAL GROUP SA
CODE	=	Softbinator Technologies
COTE	=	CONPET SA
CBKN	=	Commerzbank A.G.
DBK	=	Deutsche Bank A.G.
DIGI	=	Digi Communications N.V.
DN	=	DN Agrar Group
EBS	=	Erste Group Bank A.G.
EL	=	Societatea Energetica Electrica SA
EVER	=	EVERGENT INVESTMENTS S.A.
FP	=	Fondul Proprietatea
GAOY	=	GASTRONOM SA BUZAU
HAI	=	Holde Agri Invest S.A. - Clasa A
HUNT	=	IHUNT TECHNOLOGY IMPORT-EXPORT S.A.
LHA	=	DEUTSCHE LUFTHANSA A.G.
M	=	MedLife SA
MILK	=	AGROSERV MARIUTA
NRF	=	Norofert SA
ROC1	=	ROCA INDUSTRY HOLDINGROCK1 S.A.
ONE	=	ONE UNITED PROPERTIES
SAFE	=	SAFETECH INNOVATIONS
SAP	=	SAP SE
SEVE	=	SEVERNAV SA DR. TR. SEVERIN
SIF1	=	SIF Banat Crișana SA
SIF4	=	SIF Muntenia SA
SIF5	=	SIF Oltenia SA
SMTL	=	SIMTEL TEAM
SNG	=	S.N.G.N. Romgaz SA
SNN	=	S.N. Nuclearelectrica S.A
SNP	=	OMV Petrom SA
SPX	=	SIPEX COMPANY
TGN	=	S.N.T.G.N. Transgaz SA

TLV = Banca Transilvania SA
TRP = Teraplast SA
TTS = TTS (TRANSPORT TRADE SERVICES)
WINE = Purcari Wineries Public Company Limited