

# EVOLUȚIA PIETEI DE CAPITAL ÎN ANUL 2022



# EVOLUȚIA PIEȚEI DE CAPITAL

## ÎN ANUL 2022

### Notă

Acest raport prezintă evoluția pieței de capital în anul 2022. 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](mailto:office@asfromania.ro)

## Cuprins

SINTEZĂ.....	4
1. Contextul macroeconomic intern și internațional.....	8
<b>1.1. Contextul macroeconomic</b> .....	8
<b>1.2. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale</b> .....	11
<b>1.3. Evoluții macroeconomice și financiare locale</b> .....	17
<b>1.4. Statistici privind organismele de plasament colectiv și fondurile de investiții alternative din Europa</b> .....	25
2. Tendințe și riscuri pe piața de capital .....	29
<b>2.1. Tendințe, riscuri și vulnerabilități în UE</b> .....	29
<b>2.1. Analiza riscurilor – Fonduri de obligațiuni</b> .....	33
<b>2.3. Analiza evoluției riscului sistemic pentru companiile incluse în indicele BET</b> .....	37
<b>2.4. Metode de evaluare a performanței ajustate la risc pentru fondurile de investiții</b> .....	57
3. Piața primară și emitenți.....	63
<b>3.1. Oferte publice</b> .....	63
<b>3.2. Alte operațiuni speciale/ Alte evenimente corporative</b> .....	65
<b>3.3. Operațiuni transfrontaliere</b> .....	66
<b>3.4. Noi emitenți listați/admiși la tranzacționare pe Piața Reglementată sau pe Segmentul SMT al BVB</b> .....	67
<b>3.5. Instrumente financiare verzi emise în România</b> .....	69
4. Statisticile BVB .....	71
<b>4.1. Piața Reglementată</b> .....	73
<b>4.2. Sistemul Multilateral de Tranzacționare (SMT)</b> .....	79
<b>4.3. Sisteme de decontare a titlurilor de valoare</b> .....	81
5. Intermediarii .....	84
6. Organismele de plasament colectiv .....	88
<b>6.1. Societăți de administrare a investițiilor</b> .....	88
<b>Administrarea portofoliilor individuale</b> .....	89
<b>Administrarea organismelor de plasament colectiv (OPC)</b> .....	90
<b>6.2. Organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM)</b> .....	92
<b>6.3. Fonduri de investiții alternative (FIA)</b> .....	94
<b>6.4. Societățile de investiții financiare (SIF)</b> .....	95
<b>6.5. Fondul Proprietatea SA</b> .....	96

Listă tabele.....	100
Listă grafice .....	101
Listă abrevieri.....	103

## SINTEZĂ

În anul 2022, evoluțiile piețelor financiare internaționale au fost influențate de gradul ridicat de incertitudine ce a caracterizat contextul geopolitic și macroeconomic, ca urmare a războiului din Ucraina, a creșterii ratelor inflației, dar și a situației din China.

În contextul actual, ritmul decelerat al activității economice, inflația ascendentă, înrăutățirea condițiilor financiare la nivel global, practicile financiare de pe piața criptoactivelor, precum și dinamica geopolitică reprezintă factorii de risc fundamentali pentru piețele financiare din UE. În acest mediu volatil, piețele financiare și-au menținut tendința de stabilitate în a doua jumătate a anului 2022, fapt ce a condus la un sentiment economic pozitiv la începutul anului 2023. În ciuda acestor aspecte, binomul incertitudine – lichiditate fragilă limitează rezistența sistemului financiar la șocuri externe. Astfel, evaluarea ESMA asupra riscurilor globale se menține la cel mai înalt nivel. Nivelul de risc de lichiditate, de piață, operațional și nivelul de contagiune sunt considerate foarte ridicate. De asemenea, se observă riscuri la niveluri ridicate atât asupra infrastructurilor cât și a investitorilor, existând de asemenea îngrijorări în ceea ce ține de riscurile de mediu. Mai mult, taxonomia surselor de risc indică prezența unui mediu de piață caracterizat de fragilitate în care investitorii trebuie să se aștepte la corecții ale pieței.

În ceea ce privește contextul macroeconomic, în anul 2022, PIB-ul în zona euro și în UE a crescut cu 3,5%, după ce în anul 2021 creșterea a fost de 5,3%, respectiv de 5,4%. Comparativ cu același trimestru al anului precedent, PIB-ul din trimestrul IV 2022 a crescut cu 1,8% în euro zonă și cu 1,7% în UE, după o creștere de 2,4% în zona euro și de 2,6% în UE în trimestrul III 2022.

În România, conform estimărilor INS, creșterea PIB în anul 2022, comparativ cu anul 2021 a fost de 4,8%. Totodată, PIB-ul în trimestrul IV 2022 (date ajustate sezonier) a fost, în termeni reali, mai mare cu 1,1% comparativ cu trimestrul III 2022.

În România, în luna februarie 2023, comparativ cu luna februarie 2022, rata anuală a inflației (măsurată prin indicii prețurilor de consum - IPC) a fost de 15,5%. Totodată, rata inflației de la începutul anului (februarie 2023 comparativ cu decembrie 2022) a fost de 1,3%.

În „Raportul asupra inflației” publicat în luna februarie 2023 de către Banca Națională a României (BNR) rata anuală a inflației IPC este proiectată pe o traiectorie continuu descendentă. Pentru sfârșitul anului 2023, BNR prognozează valoarea de 7% (revizuită în jos substanțial, ca urmare a prelungirii și, respectiv, a recalibrării măsurilor de plafonare a prețurilor la energia electrică și gazele naturale), iar în decembrie 2024 este anticipat un nivel de 4,2%.

Contrația indicilor bursieri din România s-a datorat ciclului de întărire cantitativa (*Quantitative Tightening*). Băncile centrale atât la nivel european cât și internațional au operat majorări succesive ale ratelor dobânzii pe parcursul anului 2022 pentru a reduce nivelul așteptărilor 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. Având în vedere faptul că prognozele de creștere macroeconomică pentru economiile europene pentru 2023 sunt la un nivel redus, și în contextul existenței de riscuri de recesiune potrivit avertismentului

CERS, evoluția indicilor a scăzut sub nivelul de echilibru. În ciuda acestui fapt, în ultimul trimestru din 2022 indicele BET a revenit către nivelul de echilibru.

Indicii bursei românești au înregistrat evoluții negative la finalul anului 2022 comparativ cu finalul anului 2021. Indicele de referință BET (care include evoluțiile celor mai tranzacționate companii de pe piața reglementată a BVB) a avut o scădere de 10,70% la 31 decembrie 2022 comparativ cu finalul anului 2021. 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 scădere, de 22,23%.

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 CoVaR, Delta CoVaR, Marginal Expected Shortfall (MES) și CAViaR. Independent de măsura de risc sistemic utilizată au fost detectate momente de creștere a riscului sistemic independent 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 indicele BET, episoade care sunt vizibile în jurul perioadelor mai 2018, decembrie 2018 – februarie 2019, mai 2019, februarie – iunie 2020, noiembrie 2021 și februarie 2022. Per ansamblu, riscul sistemic a crescut în 2022 față de anul anterior, dar a fost semnificativ mai mic decât în 2020.

Valoarea totală tranzacționată pe piața reglementată și SMT a depășit nivelul de 24 miliarde lei în anul 2022, în creștere cu 11% comparativ cu anul 2021. Numărul de tranzacții derulate la BVB s-a majorat cu 9% în anul 2022, comparativ cu anul precedent. Aproximativ 97% din valoarea totală a tranzacțiilor a avut loc pe piața reglementată a BVB, restul fiind derulate pe SMT.

În anul 2022, valoarea tranzacțiilor cu titluri de stat a fost de 3,65 miliarde lei, în creștere cu 12% față de anul 2021. Acțiunile rămân clasa dominantă de active financiare, cu o pondere de 57% din totalul valorii tranzacționate la BVB în 2022.

Piața obligațiunilor suverane și-a continuat tendința de creștere a randamentelor începută în anul 2021, având în vedere inflația ridicată și prognozele de creștere ulterioare. Această dinamică a condus la excederea nivelelor existente la debutul pandemiei. Dacă la finalul anului 2021, randamentul pentru titlurile naționale de stat cu o maturitate de 10 ani era de 5,27%, la finalul anului 2022 acesta a ajuns la un punct de 8,37%. Simulările realizate indică faptul că în absența altor șocuri exogene determinate de intensificarea riscurilor macroeconomice, randamentele titlurilor de stat ar putea crește până la un maxim de 9%-10% în funcție de dinamica endogenă a acestora. Mai mult creșterea inflației cu 0,7% (1 deviație standard) conduce la o creștere a randamentelor titlurilor de stat (maturitate 6 luni) cu 1,7% în decurs de 10 luni și cu 1,83 pentru titlurile de stat cu maturitate de 1 an. A fost construit un interval de încredere pentru prognoza la un grad de încredere de 95%.

Se remarcă faptul că sunt puține fonduri de obligațiuni sunt expuse la riscul de rată de dobândă, respectiv cele care au o durată modificată mai mare de 4 ani.

Capitalizarea bursieră de pe piața reglementată a atins nivelul de 197,18 miliarde lei, în scădere cu aproximativ 14% comparativ cu finalul anului 2021, pe fondul contextului geopolitic și macroeconomic deteriorat.

La finele anului 2022, pe piața reglementată administrată de BVB își desfășurau activitatea un număr total de 27 de intermediari, dintre care 17 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și 7 entități autorizate în alte state membre UE. Totodată, în cadrul SMT își desfășurau activitatea un număr total de 20 de intermediari, din care 16 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și o firmă de investiții autorizată într-un alt stat membru UE.

Cei mai activi intermediari pe BVB (piața reglementată și SMT) au fost SSIF-urile, valoarea intermediată de acestea fiind de aproximativ 25,8 miliarde lei. Intermediarii locali (SSIF și instituțiile de credit) au realizat aproximativ 91% 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 5,98%.

Valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România la data de 31 decembrie 2022 a fost de aproximativ 42,47 miliarde lei, în scădere cu circa 15% comparativ cu finalul anului anterior. La finalul anului 2022, în România își desfășurau activitatea 17 administratori, din care 6 autorizați exclusiv 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, erau autorizate 89 organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), 36 fonduri de investiții alternative (FIA) care includ cele 6 societăți de investiții (SI)<sup>1</sup> și Fondul Proprietatea. Totodată, la finalul lunii decembrie 2022, un număr de 296 de conturi individuale de investiții erau administrate de 2 SAI-uri, valoarea totală a activelor fiind de aproximativ 634 milioane lei, în scădere cu 11% față de valoarea de la sfârșitul anului 2021.

Categoria dominantă din totalul administratorilor continuă să fie grupurile bancare, controlând cea mai mare parte din totalul cumulativ al activelor administrate de SAI.

În trimestrul IV fondurile de investiții au înregistrat cea mai bună rentabilitate din anul 2022 raportată la riscul asumat. Cu excepția categoriei alte fonduri (AR), celelalte categorii au înregistrat o rată Sharpe pozitivă, iar pentru categoriile MAF (Multi-active flexibile) și FA (Fond de acțiuni) valoarea indicatorului a fost peste 2. Riscul de piață s-a diminuat pe fondul atenuării riscurilor exogene macrofinanciare.

Gradul de concentrare pe piața serviciilor de depozitare a activelor fondurilor de investiții este ridicat, BRD deținând o cotă de piață de aproximativ 67%, iar în cazul administratorilor fondurilor de investiții alternative, gradul de concentrare este mediu.

La 30 decembrie 2022, primele trei SAI/AFIA administrau aproximativ 73% din activele OPCVM și 62% din totalul activelor FIA.

---

<sup>1</sup> În data de 07.07.2022 a fost autorizată societatea de investiții alternative cu capital privat Sparking Capital SA, pentru care la data întocmirii raportului nu existau date disponibile cu privire la activele deținute de aceasta.

Activele nete aferente celor cinci SIF-uri au cumulat aproximativ 10,69 miliarde lei, în scădere cu circa 5% față de finalul anului 2021 (11,27 miliarde lei). Cele mai mari active nete aparțin SIF Banat-Crișana (SIF1), urmat de EVERGENT Investments și de SIF Oltenia (SIF5).

Valoarea totală a activelor nete aferente Fondului Proprietatea se situa la aproximativ 14,60 miliarde lei la finalul lunii decembrie 2022, în creștere cu 10% față de luna decembrie 2021. Activele FP erau concentrate preponderent în România.



# 1. Contextul macroeconomic intern și internațional

## 1.1. Contextul macroeconomic

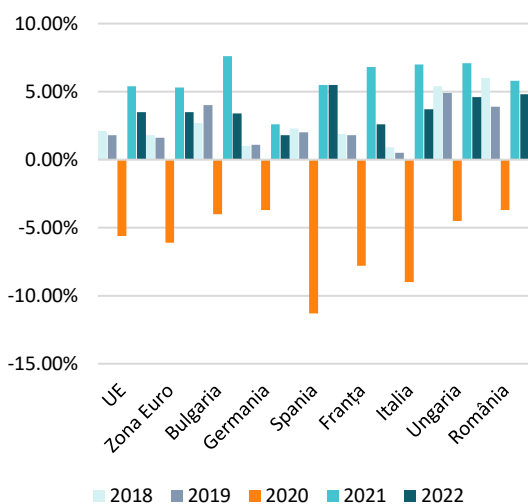
În anul 2022, PIB-ul în zona euro și în UE a crescut cu 3,5%, după ce în anul 2021 creșterea a fost de 5,3%, respectiv 5,4%. În ceea ce privește PIB-ul din trimestrul IV 2022, comparativ cu trimestrul precedent<sup>2</sup>, acesta a rămas stabil în zona euro și a scăzut cu 0,1% în UE, conform estimării publicate de Eurostat (date ajustate sezonier).

Comparativ cu același trimestru al anului precedent, PIB-ul din trimestrul IV 2022 a crescut cu 1,8% în zona euro zonă și cu 1,7% în UE, după o creștere de 2,4% în zona euro și de 2,6% în UE în trimestrul III 2022.

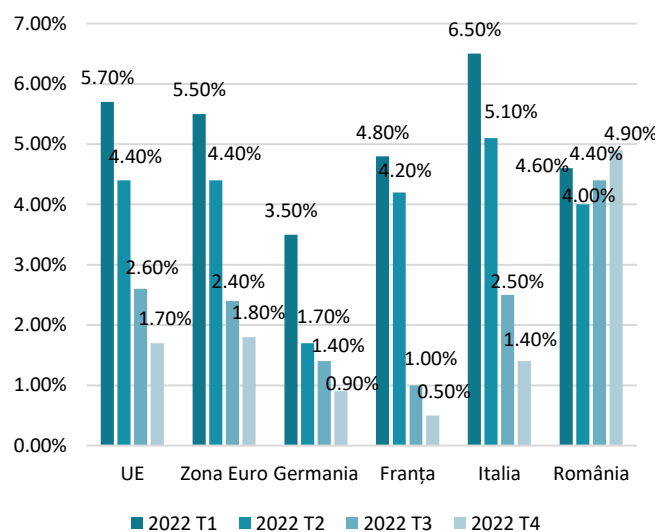
Cele mai mari economii din zona euro, Germania și Franța, au înregistrat în anul 2022 o creștere a PIB-ului de 1,8%, respectiv 2,6%, iar în trimestrul IV, comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, creșterea economică a fost de 0,9%, respectiv 0,5%. În anul 2021, creșterea PIB-ului a fost de 2,6% pentru Germania și de 6,8% pentru Franța.

În România, conform estimărilor INS, creșterea PIB în anul 2022, comparativ cu anul 2021 a fost de 4,8%. Totodată, PIB-ul în trimestrul IV 2022 (seria ajustată sezonier) a fost, în termeni reali, mai mare cu 1,1% comparativ cu trimestrul III 2022. Față de același trimestru din anul 2021, PIB-ul a înregistrat o creștere cu 4,6% la nivelul seriei brute și cu 5% la nivelul seriei ajustate sezonier.

Grafic 1 Evoluție PIB anual (2018-2022) pe țări



Grafic 2 Evoluție PIB în anul 2022 pe trimestre și țări, variație procentuală față de aceeași perioadă a anului anterior, date ajustate sezonier



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor Eurostat

Conform raportului *World Economic Outlook* publicat de FMI în luna ianuarie, dinamica PIB în zona euro a fost ajustată în creștere pentru anul 2023, la 0,7% (față de estimarea de 0,5% din octombrie). Pentru

<sup>2</sup> În trimestrul III 2022, PIB-ul a crescut cu 0,4% atât în zona euro, cât și în UE.

anul 2024, creșterea economică este estimată la 1,6%. Pentru România, ultima prognoză publicată de FMI indica o creșterea economică de 4,8% în 2022 nemodificată față de proiecția efectuată în septembrie în conformitate cu articolul IV3 și de 3,1% în 2023.

Potrivit prognozei interimare de iarnă a Comisiei Europene, perspectivele de creștere economică atât pentru zona euro, cât și pentru UE au fost îmbunătățite, ambele zone fiind orientate să evite recesiunea tehnică care a fost anticipată pentru începutul anului 2023. Pentru anul 2023, se estimează că PIB-ul va crește cu 0,8% în UE și cu 0,9% în zona euro, iar în anul 2024, acesta va crește cu 1,6% în UE și 1,5% în zona euro.

Pentru România, creșterea economică prognozată de către Comisia Europeană este de 2,5% în 2023 și de 3% în 2024. De asemenea, Comisia Națională de Strategie și Prognoză (CNSP) a prognozat pentru anul 2023 și pe termen mediu o decelerare a creșterii economice la 2,8%, nemodificată față de prognoza din toamnă, dar cu 0,9 p.p. sub nivelul prognozei de vară (3,7%).

Tabel 1 Previziuni ale creșterii economice pentru România

	FMI		CE		CNSP	
	2022	2023	2023	2024	2023	2024
Prognoză PIB real %	4,8	3,1	2,5	3	2,8	4,8

Sursa: FMI - World Economic Outlook – octombrie 2022, CE – prognoza de iarnă 2022, CNSP – prognoza de toamnă 2022

## Inflația și politica monetară

În luna februarie 2023, conform estimărilor publicate de Eurostat, **rata inflației în zona euro este așteptată să fie 8,5%**, în ușoară scădere comparativ cu luna ianuarie 2023 (8,6%).

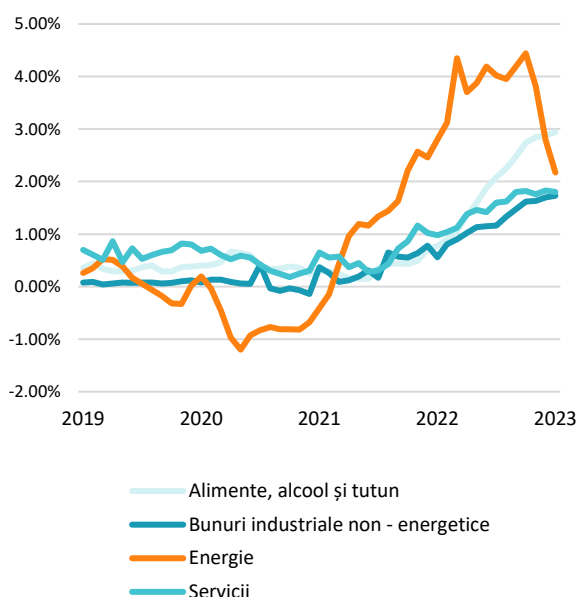
Urmărind principalele componente ale inflației din zona euro pentru luna februarie, componenta de alimente, alcool și tutun este de așteptat să aibă cea mai mare rată anuală (15% comparativ cu 14,1% în ianuarie), urmată de energie (13,7% comparativ cu 18,9% în ianuarie), bunuri industriale neenergetice (6,8% comparativ cu 6,7% în ianuarie) și servicii (4,8% comparativ cu 4,4% în ianuarie).

În ceea ce privește contribuția la rata anuală a inflației din zona euro, conform ultimelor date disponibile (ianuarie 2023), componenta de alimente, alcool și tutun (2,94 pp) deține cea mai mare pondere, urmată de energie (2,17 pp), servicii (1,82 pp) și bunuri industriale neenergetice (1,73 pp). Începând cu luna ianuarie 2023, componenta de energie nu mai reprezintă contribuția principală la rata anuală a inflației.

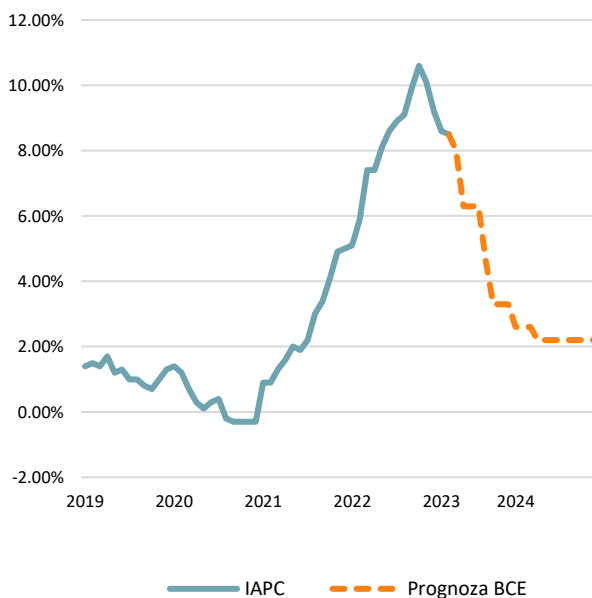
În ultima ședință de politică monetară de la jumătatea lunii martie 2023, Banca Centrală Europeană (BCE) a majorat cu 50 puncte de bază cele trei rate de dobânzi reprezentative. Astfel, începând cu data de 22 martie 2023, rata dobânzii de politică monetară a crescut la 3,5%. De asemenea, ratele dobânzilor la facilitatea de creditare marginală și la facilitatea de depozit au crescut la 3,75%, respectiv 3%.

<sup>3</sup> În conformitate cu articolul IV din Statutul FMI, de obicei anual, FMI poartă discuții bilaterale cu membrii acestuia. O delegație vizitează țara, colectează informații economice și financiare și discută cu oficialii țării respective evoluțiile și politicile economice ale țării. La întoarcerea la sediu, personalul întocmește un raport, care constituie baza pentru discuții de către Comitetul executiv.

Grafic 3 Contribuții la IAPC în Zona Euro



Grafic 4 Inflația (IAPC) în zona euro și prognoza BCE



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor Eurostat, BCE

În România, în luna februarie 2023, comparativ cu luna februarie 2022, rata anuală a inflației (măsurată prin indicele prețurilor de consum - IPC) a fost de 15,5%. Totodată, rata inflației de la începutul anului (februarie 2023 comparativ cu decembrie 2022) a fost de 1,3%.

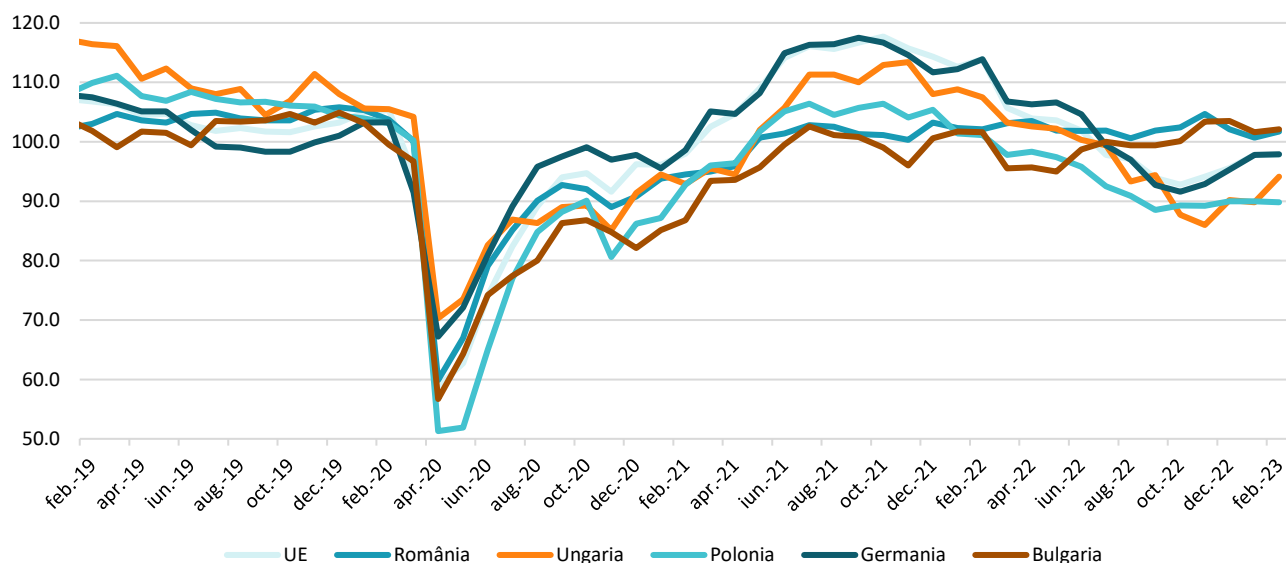
În „Raportul asupra inflației” publicat în luna februarie 2023 de către Banca Națională a României (BNR) rata anuală a inflației IPC este proiectată pe o traiectorie continuu descendentă. Pentru sfârșitul anului 2023, BNR prognozează valoarea de 7% (revizuită în jos substanțial, ca urmare a prelungirii și, respectiv, a recalibrării măsurilor de plafonare a prețurilor la energia electrică și gazele naturale), iar în decembrie 2024 este anticipat un nivel de 4,2%.

Pentru a tempera anticipațiile inflaționiste, BNR a decis majorarea ratei dobânzii de politică monetară la 7,00%/an, de la 6,75%/an, începând cu data de 11 ianuarie 2023. Totodată, BNR a decis majorarea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (Lombard) la 8%/an, de la 7,75%/an, și creșterea ratei dobânzii la facilitatea de depozit la 6,00%/an, de la 5,75%/an.

### Indicatorul sentimentului economic (ESI)

În luna februarie 2023, indicatorul ESI (Graficul 5) în Uniunea Europeană s-a menținut la valoarea înregistrată în luna ianuarie (97,8 puncte), fiind în ușoară creștere față de valoarea de la sfârșitul anului 2022. Față de luna decembrie 2022, încrederea în sectorul de consum a scăzut ușor (-20,6 puncte, de la -23,5 puncte), la fel în sectorul industrial (-0,6 puncte, de la -1,5 puncte) și în cel al construcțiilor (-1,5 puncte, de la 0,7 puncte), iar încrederea în servicii a crescut (7,3 puncte, de la 6,7 puncte).

Grafic 5 Evoluția indicatorului sentimentului economic (ESI) în perioada februarie 2019-februarie 2022



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor de la Comisia Europeană

În România, indicatorul sentimentului economic înregistrează o valoare ridicată față de media UE, situându-se în luna februarie 2022 la un nivel de 101,7 puncte, în creștere ușoară față de valoarea înregistrată la finalul anului 2022 (102,1 puncte).

## 1.2. Evoluții macroeconomice și financiare internaționale

Indicatorul compozit CLI (Composite leading indicator) este proiectat de către OECD cu scopul de a oferi semnale despre dinamica ciclurilor de afaceri pentru a observa fluctuațiile activității economice în jurul nivelului său potențial. Conform construcției sale metodologice, indicatorul CLI are rolul de a arăta mișcările economice pe termen scurt în termeni calitativi. Acesta face parte dintr-un pachet de indicatori construiți pentru prognoza ciclurilor economice. Fluctuațiile din activitatea economică sunt măsurate ca variația de producție în raport cu potențialul său pe termen lung. Diferența dintre producția potențială și cea observată este definită adesea drept “output gap”, în timp ce fluctuația acestuia determină ciclul de afaceri.

Selecția seriilor ce intră în compoziția indicatorilor<sup>4</sup> se face pe bază de relevanță economică și considerații practice. Relevanța economică este determinată de semnificația economică și dimensiunea de acoperire

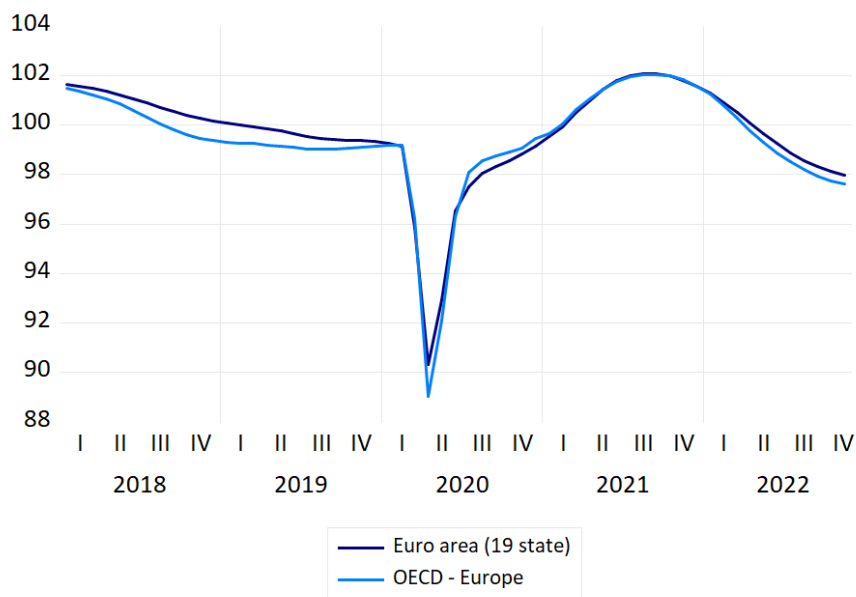
<sup>4</sup> Punctul de origine al seriilor economice folosite de OECD este baza de date MEI ce cuprinde indicatori macroeconomici în următoarele zone: PIB și componentele sale, precum și producția industrială; Variabile selectate pentru producția de mărfuri; Anchete asupra tendințelor de afaceri și consum; Variabile specifice proceselor industriale; Construcții; Comerț intern; Servicii specifice pieței muncii; Prețuri pentru producție și consum; Agregate monetare; Rate de dobândă; Variabile financiare; Rate de schimb; Elemente de comerț extern; Date specifice balanței de plăți. Vezi OECD (2023), Composite leading indicator (CLI) (indicator). doi: 10.1787/4a174487-en

a seriilor economice, în timp ce considerațiile practice gravitează în jurul reperelor ca: frecvența datelor (sunt preferate serii lunare), nivel de revizuire, disponibilitate în timp și disponibilitate istorică.

Indicatorul are capacitatea de a reacționa la fluctuații ce apar din diferite sectoare ale economiei și în același timp poate fi rezilient la perturbările specifice doar unei componente.

Pentru o interpretare justă a indicatorului, remarcăm faptul că o valoare CLI peste (sub) 100 reprezintă o indicație a faptului că există anticipații ca nivelul PIB să se afle deasupra (sub) tendința sa pe termen lung<sup>5</sup>.

Grafic 6 Indicator CLI



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor OECD

Dinamica lunară a CLI ce manifestă creșteri (scăderi) implică în general o accelerare (decelerare) în ritmul anticipat de creștere al PIB, deasupra (sub) nivelul său de creștere pe termen lung.

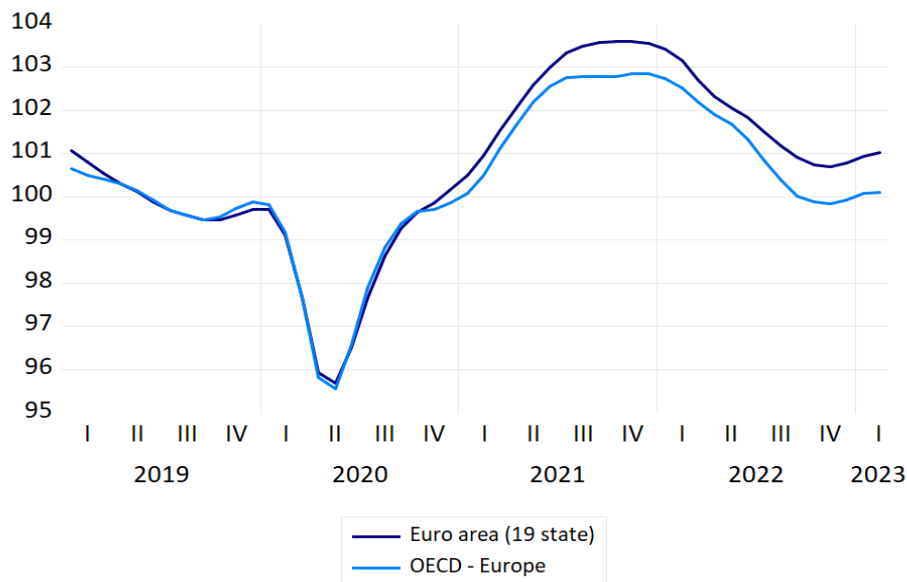
Graficul 6 prezintă dinamica indicatorului CLI pentru OECD – Europa și zona Euro pentru perioada cuprinsă între ianuarie 2018 – decembrie 2022. Indicatorul CLI este analizat în forma sa ajustată la amplitudine, iar selecția eșantionului de date a fost determinată de disponibilitatea valorilor. La nivelul anului 2022 și în special în trimestrul patru se remarcă o pantă descendentă pentru valorile CLI. Acestea se situează în jurul valorii de 98 ceea ce indică faptul că valorile PIB se vor afla sub nivelul dat de evoluția pe termen lung pentru un interval de 6-9 luni ulterioare.

Graficul 7 prezintă indicatorul BCI (Business Confidence Index) ce este proiectat cu scopul de a oferi informații despre dinamica ulterioară pe baza anchetelor și sondajelor ce țintesc evoluțiile din producție, comenzi și stocuri din sectorul industrial. Acesta poate fi utilizat pentru monitorizarea creșterii producției și pentru anticiparea punctelor de schimbare în direcția activității economice. Din punct de vedere al

<sup>5</sup> Estimările sunt realizate cu ajutorul filtrului Hodrick-Prescott.

interpretării, valorile superioare pragului de 100 sugerează un nivel sporit de încredere în performanța viitoare a sectorului de afaceri, în timp ce valorile sub pragul de 100 indică pesimism<sup>6</sup>.

Grafic 7 Indicator BCI



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor OECD

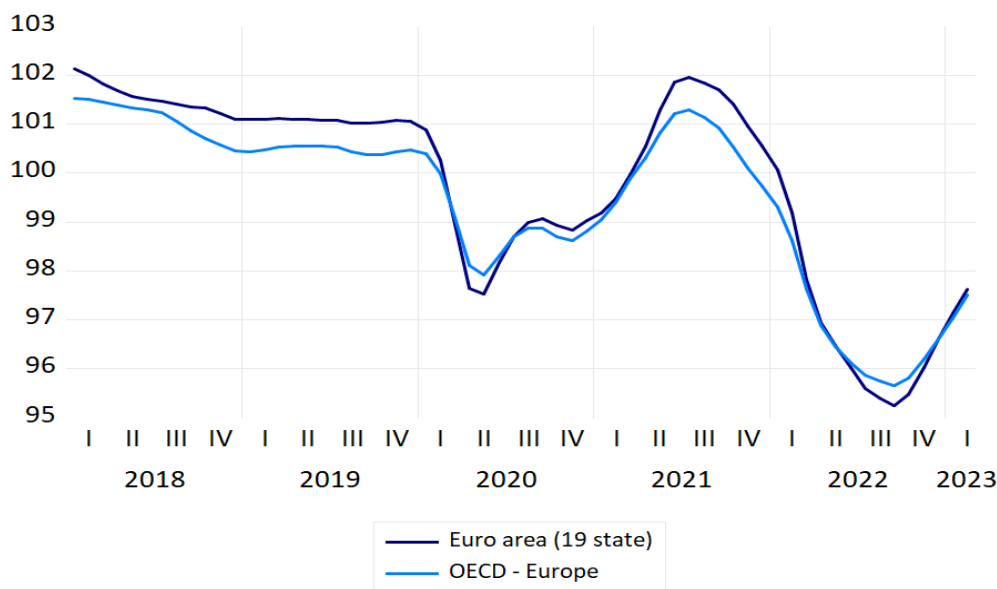
Indicatorul BCI este urmărit pentru intervalul ianuarie 2018 – februarie 2023 având în vedere o disponibilitate superioară a datelor comparativ cu indicatorul CLI. Anul 2022 a fost caracterizat de o evoluție descendentă, în ciuda faptului că pe parcursul său valorile obținute au fost superioare pragului de 100. Pentru zona Euro acestea s-au menținut peste 100 inclusiv în trimestrul patru, în timp ce indicatorul pentru statele OECD europene a scăzut sub acest nivel. La începutul anului 2023 se remarcă un reviriment în tendințele indicatorului. În ciuda acestei dinamici oscilante se poate concluziona ca există un nivel consistent de încredere în evoluțiile ulterioare ale sectorului european de afaceri.

Indicele CCI (Consumer confidence index) oferă informații despre evoluțiile viitoare ale consumului și economisirii menajelor pe baza unor sondaje ce vizează elemente ca: Situația financiară așteptată, Perspectivele asupra situației economice generale, Șomaj, Capacitate de economisire.

În măsura în care indicatorul returnează valori superioare pragului de 100, se poate afirma faptul că la nivelul consumatorilor există un puseu de încredere asupra viitorului situației economice. Pe cale de consecință, aceștia vor manifesta o înclinație mai mică spre economisire și o înclinație superioară către achizițiile majore în viitoarele 12 luni. Valorile inferioare pragului de 100 sugerează o atitudine pesimistă asupra dinamicii viitoare a economiei, ceea ce se traduce într-o tendință de a economisi mai mult și a consuma mai puțin.

<sup>6</sup> Vezi OECD (2023), "Business confidence index (BCI)" (indicator), <https://doi.org/10.1787/3092dc4f-en>

Grafic 8 Indicator CCI



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor OECD

Prezenta analiză observă indicatorul CCI în intervalul ianuarie 2018 – februarie 2023. Remarcăm faptul că acesta a manifestat o tendință profund descendentă pe parcursul anului 2022 pentru ambele serii de date urmărite. Mai mult, se observă un punct de minim la nivelul eşantionului pentru trimestrul patru al anului 2022. În ciuda unei dinamici de apreciere pentru începutul anului 2023, în tot acest interval indicatorul se află sub nivelul de referință de 100 de puncte fapt ce indică o potențială contracție a creditului pentru intervalul următor.

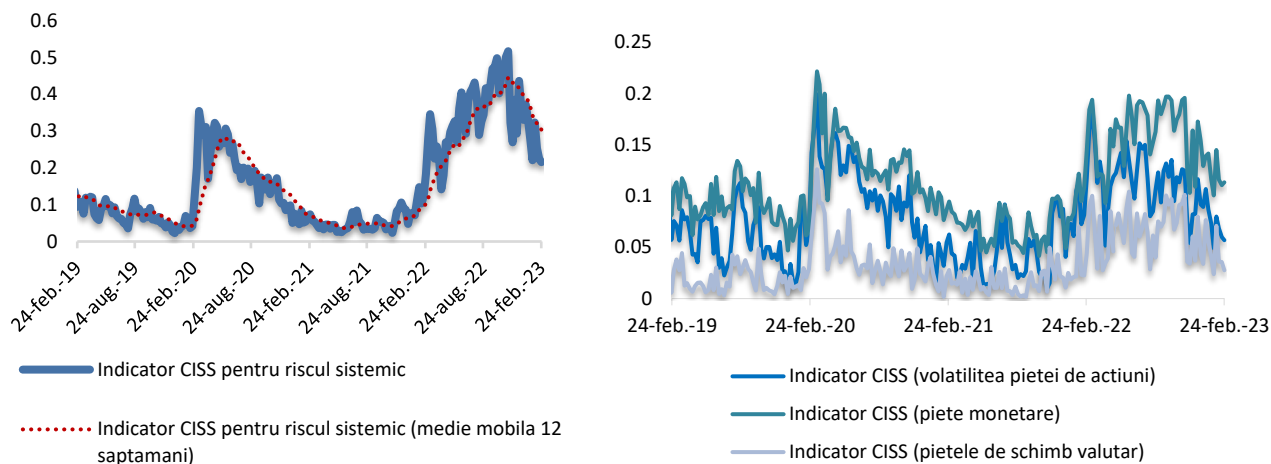
În anul 2022, pe fondul aprecierii sub-indicatorilor compoziți, indicatorul CISS pentru riscul sistemic<sup>7</sup> s-a aflat într-o continuă creștere, depășind nivelurile înregistrate la începutul pandemiei. Începând cu a doua jumătate a lunii noiembrie se observă o scădere care a continuat și la începutul anului 2023. Volatilitatea crescută a indicatorului CISS arată tensiuni la adresa stabilității financiare.

---

<sup>7</sup> **Indicatorul compozit pentru riscurile sistemice CISS** include mai mulți sub-indicatori dedicați diferitelor sectoare ale sistemului financiar: piețele de acțiuni și obligațiuni, schimb valutar și piețele monetare, etc.. **Contribuțiile fiecărei piețe financiare** sunt combinate pentru a crea un singur indicator. Indicatorul compozit este construit pentru a arăta măsura în care stresul financiar sistemic contribuie la instabilitatea financiară și cum se răspândește în întregul sistem financiar. Indicatorul ia în considerare corelațiile variabile în timp dintre subcomponentele sale și pune în greutate mai mult pe situațiile în care stresul predomină în mai multe segmente de piață în același timp. **Valoarea acestui indicator este constrânsă să fie între 0 și 1**, astfel încât valorile mai mari indică perioadele de dificultăți financiare mari și măsoară și preferințele mai mici pentru deținerea activelor riscante sau nelichide.

**Tendința de creștere a sub-indicatorilor CISS** din anul 2022, care măsoară volatilitatea pieței de acțiuni și obligațiuni, a început odată cu declanșarea războiului din Ucraina, iar contextul macroeconomic creat de acesta a potențat creșterea.

Grafic 9 Indicatorul CISS pentru riscul sistemic



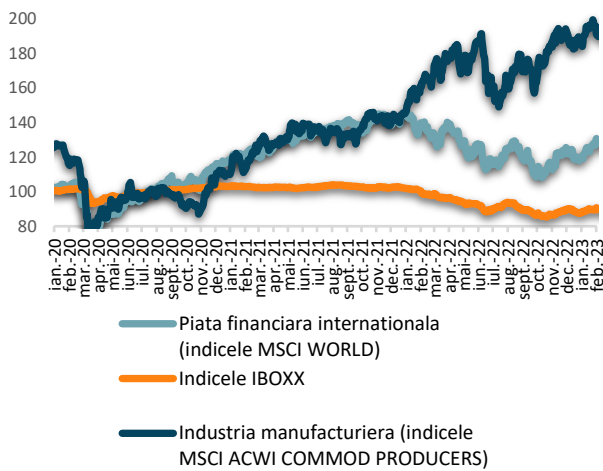
Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor Refinitiv

În anul 2022, indicele MSCI WORLD, un proxy pentru piețele de capital la nivel internațional, a înregistrat o ușoară scădere care a continuat până în luna octombrie. De asemenea, nivelul riscurilor asociate finanțării sectorului corporativ (indicele IBOXX) a scăzut ușor, fiind dependent de prognozele de creștere redusă pentru PIB-ul global. Industria manufacturieră s-a situat pe o tendință de creștere (indicele MSCI COMMODITIES PRODUCERS) datorită majorării inflației, în special creșterii prețurilor materiilor prime din sectorul energetic.

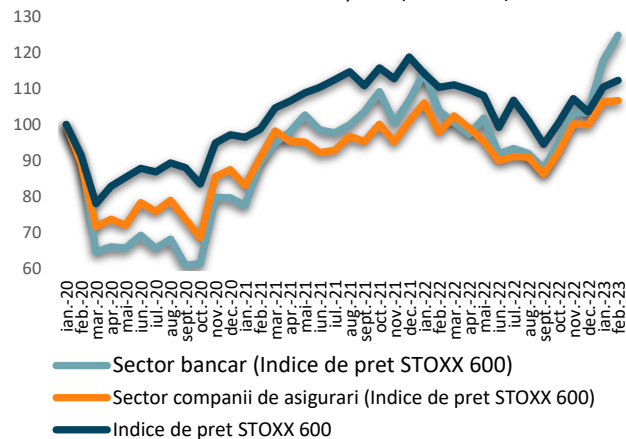
De la începutul anului 2022 și până în trimestrul III, profitabilitatea sectorului bancar, sectorului de asigurări și a pieței de capital s-a aflat într-o continuă scădere. Cu toate acestea, începând cu trimestrul IV 2022, profitabilitatea celor trei sectoare a început să crească.



Grafic 10 Evoluția volatilității pe piețele de acțiuni obligațiuni și mărfuri (medie 2020=100)



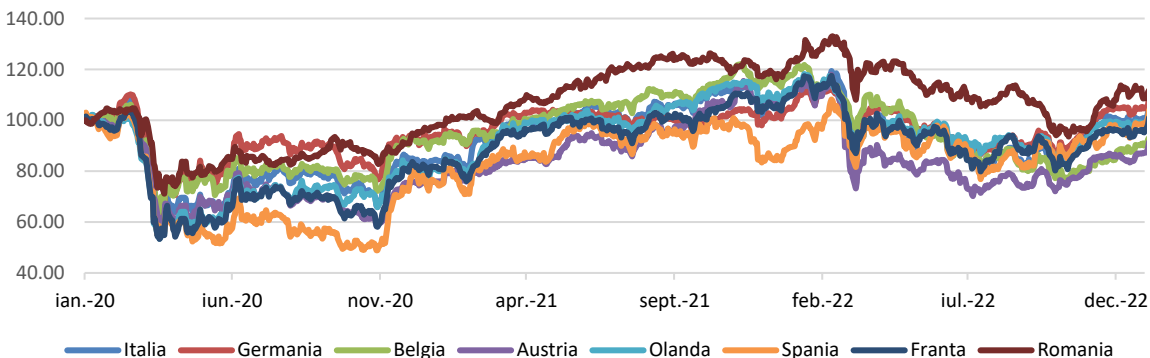
Grafic 11 Evoluția profitabilității sectoarelor bancare și nebancare la nivel European (2020=100)



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor Refinitiv

În raport cu începutul anului 2020, la sfârșitul anului 2022, sectoarele financiare din Austria (-12,82%), Belgia (-9,97%), Franța (-4,79%), Olanda (-2,68%), Spania (-1,91%) și Italia (-0,16%) au înregistrat scăderi. Pe de altă parte, sectorul financiar din România a înregistrat o creștere de 8,71%, iar cel din Germania de 4,63%.

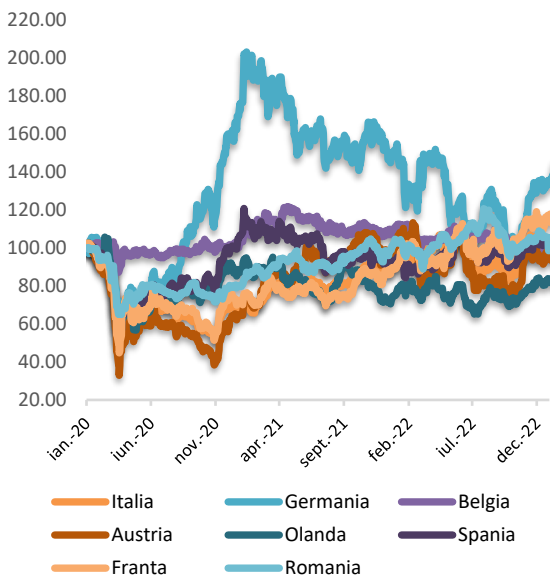
Grafic 12 Evoluția sectorului financiar pe țări (2020=100)



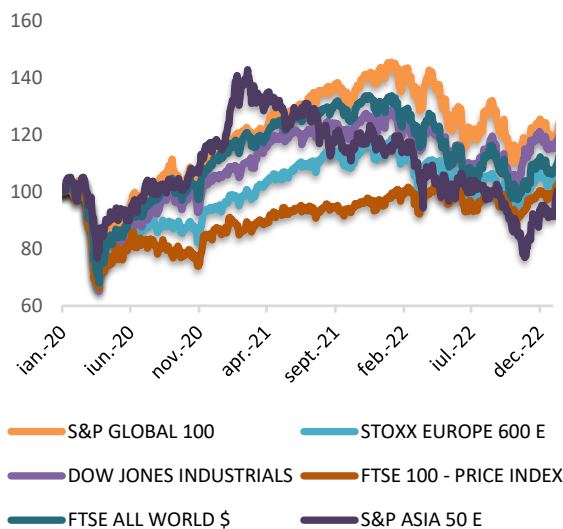
Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor Refinitiv Datastream

Luând în calcul datele la sfârșitul lunii decembrie 2022, în raport cu începutul anului 2020, evoluțiile companiilor din sectorul energetic au variat de la o țară la alta, sectorul energetic din Olanda înregistrând cele mai mari scăderi (-18,27%). Scăderi la un nivel mai mic au fost înregistrate în Austria (-4,61%), Belgia (-2,52%) și România (-1,33%). Creșteri ale sectorului energetic au fost înregistrate în Germania (35,67%), Franța (15,14%), Spania (3,62%) și Italia (0,11%). Cu excepția indicilor FTSE 100 (-1,20%) și S&P Asia 50 E (-8,26%), indicii bursieri s-au apreciat la sfârșitul lunii decembrie 2022 în raport cu începutul anului 2020. S&P GLOBAL 100 a crescut cu 19,05%, DOW JONES INDUSTRIAL cu 16,15%, FTSE ALL WORLD cu 7,15%, iar STOXX EUROPE 600 E s-a apreciat cu 2,18%.

Grafic 13 Evoluția sectorului energetic pe țări (2020=100)



Grafic 14 Principalii indici bursieri internaționali (2020=100)



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor Refinitiv Datastream

### 1.3. 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. Estimarea nivelului de echilibru este importantă pentru analiza stabilității pieței de capital, pentru că oferă un nivel de referință pentru analiza pieței de capital în ansamblu.

Gradul ridicat de risc înregistrat pe piețele europene de capital, riscul ridicat de stagflație pentru economia europeană, 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 intermedierei financiare nebankare.

Depășirea nivelului de echilibru poate indica o perioadă de creștere nesustenabilă a pieței financiare sau o modificare a nivelului de echilibru pe fondul modificării factorilor fundamentali care afectează economia (ex: progresul tehnologic). 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.

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

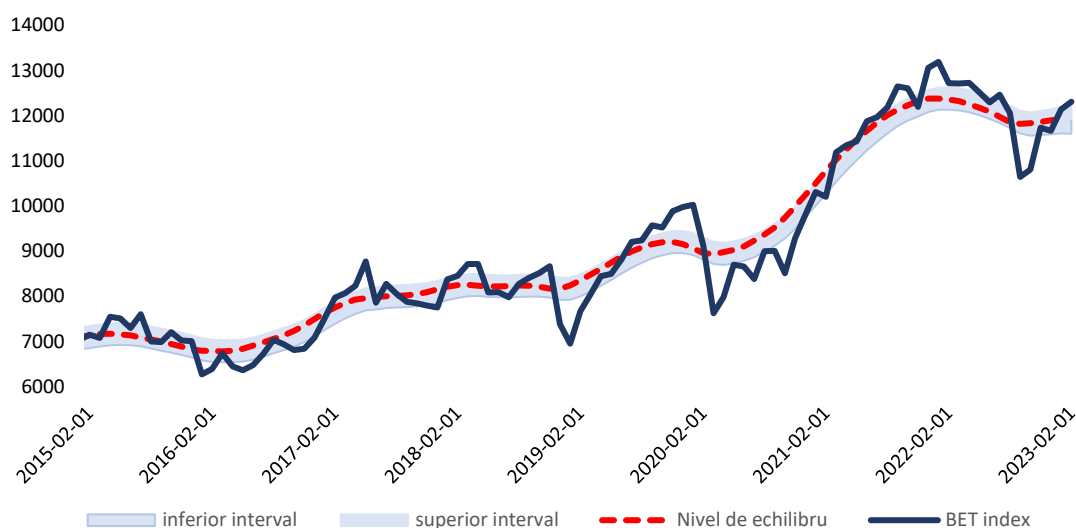
$$Medie_{t+1} = medie_t + erori_t, erori_t \sim NID(0, \sigma_\epsilon^2)$$

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.

Contractia 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 2022, indicele BET s-a situat în jurul nivelului de echilibru și indică faptul că șocurile negative de pe piețele internaționale de capital au fost preluate și la nivel local.

Grafic 15 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 decembrie 2022 față de luna septembrie 2022, cu excepția indicelui BETAeRO (-1,36%). Cea mai semnificativă creștere a fost înregistrată de indicele BETPlus (+10,06%), urmat de indicele BET-BK (+9,90%). De asemenea, indicii europeni analizați au prezentat dinamici pozitive, cea mai semnificativă creștere fiind înregistrată de indicele ASE (GR: +17,26%). Principalii indici americani și asiatici au prezentat evoluții similare, creșterile înregistrate fiind între +0,61% (indicele N225) și +15,39% (indicele DJIA).

Tabel 2 Randamentele burselor de acțiuni

Indici internaționali	3 luni	6 luni	12 luni	Indici BVB	3 luni	6 luni	12 luni
EA (EUROSTOXX)	12,44%	7,18%	-14,38%	BET	9,63%	-5,13%	-10,70%
FR (CAC 40)	12,35%	9,30%	-9,50%	BET-BK	9,90%	-2,13%	-12,40%
DE (DAX)	14,93%	8,92%	-12,35%	BET-FI	6,50%	-0,24%	-3,59%
IT (FTSE MIB)	14,81%	11,33%	-13,31%	BET-NG	3,25%	-8,97%	-4,98%
GR (ASE)	17,26%	14,73%	4,08%	BET-TR	9,67%	-2,66%	-1,85%
IE (ISEQ)	12,63%	13,23%	-15,82%	BET-TRN	9,67%	-2,79%	-2,34%
ES (IBEX)	11,71%	1,61%	-5,56%	BET-XT	8,05%	-5,10%	-10,85%
UK (FTSE 100)	8,09%	3,94%	0,91%	BET-XT-TR	8,12%	-2,58%	-2,59%
US (DJIA)	15,39%	7,71%	-8,78%	BET-XT-TRN	8,12%	-2,71%	-3,04%
IN (NIFTY 50)	5,91%	14,73%	4,33%	BETAeRO	-1,36%	-10,78%	-22,23%
SHG (SSEA)	2,16%	-9,09%	-15,10%	BETPlus	10,06%	-4,73%	-10,25%
JPN (N225)	0,61%	-1,13%	-9,37%	ROTX	7,72%	-5,34%	-7,32%

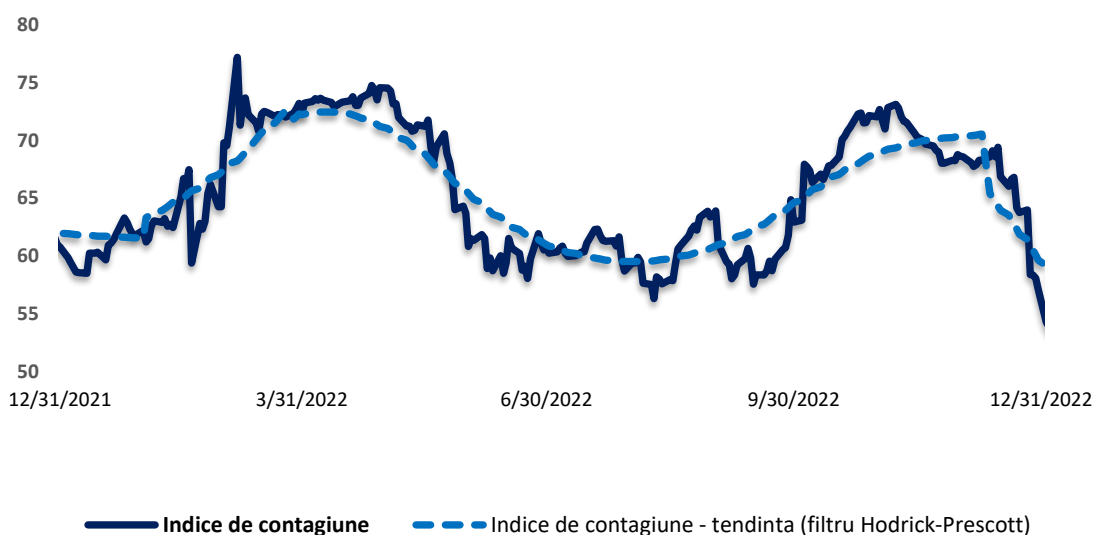
Sursa: Calcule ASF pe baza datelor Refinitiv Datastream, Notă: 3 luni=30 decembrie 2022/30 septembrie 2022; 6 luni=30 decembrie 2022/30 iunie 2022; 12 luni=30 decembrie 2022/30 decembrie 2021; Max (verde) și min (roșu) sunt fixate la  $\pm 4\%$  (3 luni),  $\pm 8\%$  (6 luni) și  $\pm 15\%$  (12 luni)

Conform Fondului Monetar Internațional, contagiunea este definită ca impactul modificărilor în prețul activelor dintr-o regiune (piață bursieră) asupra prețurilor din altă regiune.

Contagiunea crește atunci când mișcările piețelor bursiere înregistrează o dinamică comună, fie că este de creștere sau de scădere. Creșterea sau scăderea rapidă a prețurilor se poate transmite ușor prin contagiune în piețele de capital. Indicele de contagiune pentru piața de capital din România este calculat pe baza randamentelor celor mai importante burse europene.

Analiza contagiunii arată faptul că piața de capital din România este sensibilă la factorii de risc care influențează piețele de capital învecinate (Polonia, Austria și Ungaria).

Grafic 16 Contagiunea în randamente

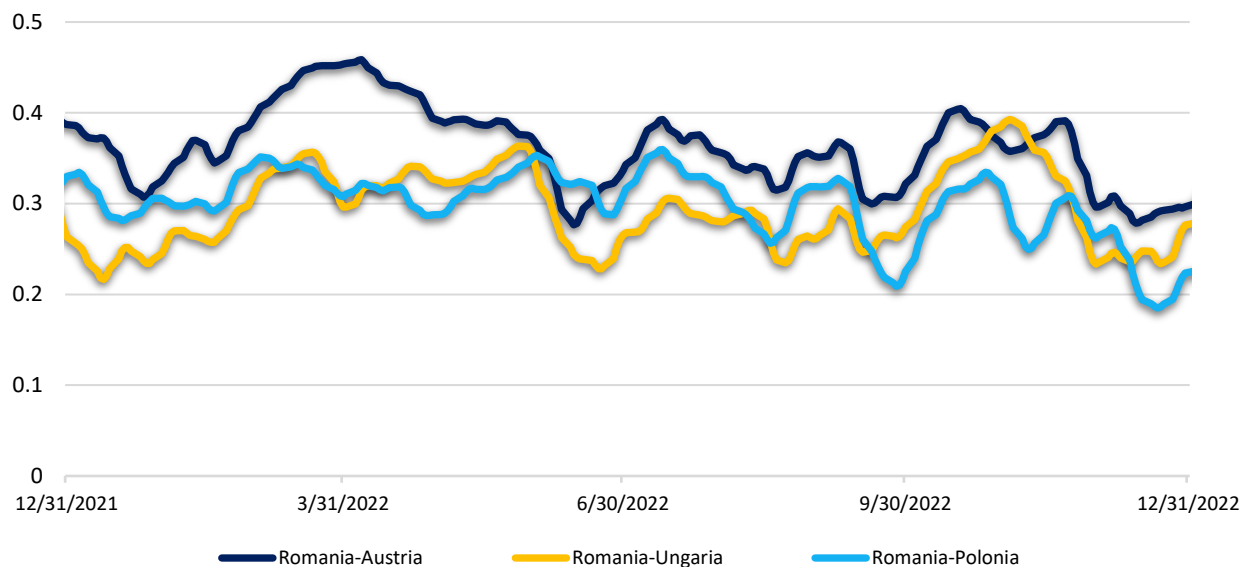


Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor din Refinitiv

Corelațiile condiționate surprind dependențele dintre fluctuațiile indicilor bursieri analizați și indică transmisia riscului de piață dintre mai multe piețe de active.

Există evidențe empirice care arată creșterea corelațiilor în timpul crizelor financiare deci creșterea riscului de piață. Modelarea corelației condiționate a randamentelor indicilor bursieri este echivalentă cu modelarea covarianței condiționate a randamentelor standardizate. Estimarea corelației condiționate dintre indicii bursieri pentru România, Austria, Ungaria și Polonia a fost realizată cu un model multivariat GARCH-DCC (Dynamic Conditional Correlation).

Grafic 17 Corelații condiționate dintre indicii bursieri din România, Austria, Ungaria și Polonia

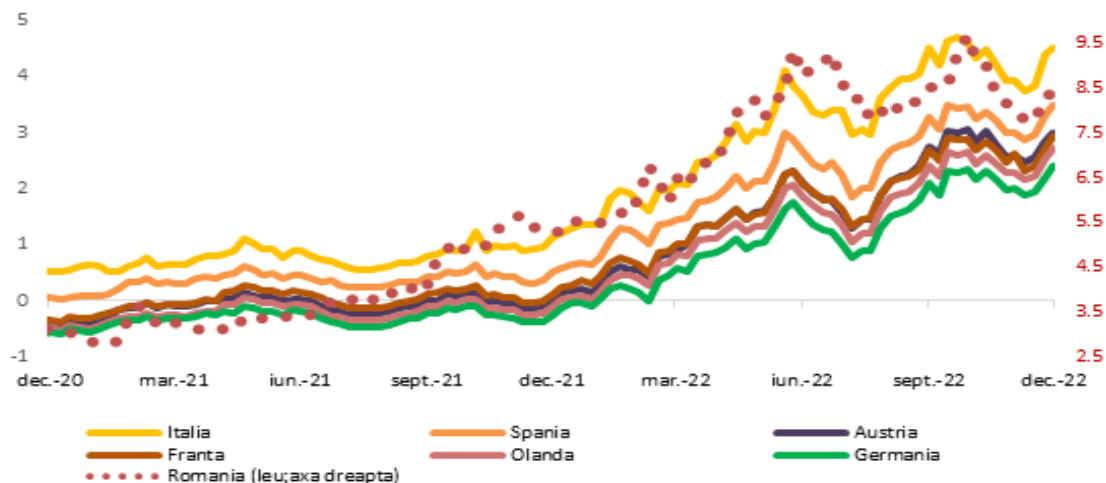


Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor din Refinitiv

Pe fondul inflației ridicate și a previziunilor de creștere în perioada următoare, piața obligațiunilor suverane și-a continuat tendința de creștere a randamentelor începută în anul 2021, depășind nivelurile înregistrate la debutul pandemiei.

Astfel, dacă la finalul anului 2021 randamentul titlurilor de stat cu maturitate la 10 ani pentru România era de 5,27%, la finalul anului 2022, acesta a fost la un nivel de 8,37%/an. În Austria, creșterea înregistrată a fost de la 0,03% la 3,01%, în Germania, de la -0,24% la 2,39%, iar în Franța de la 0,13% la 2,93%.

Grafic 18 Evoluția randamentelor obligațiunilor suverane cu maturitatea de 10 ani



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor din Refinitiv

Corelația este o măsură a modului în care două variabile evoluează în tandem în timp. Spre deosebire de corelație, cointegrarea nu măsoară cât de bine evoluează împreună două variabile, ci mai degrabă dacă diferența dintre mediile lor rămâne constantă.

Seriile cointegrate pot avea o corelație scăzută, iar seriile foarte corelate pot să nu fie deloc cointegrate. În timp ce corelația descrie o relație pe termen scurt între randamente, cointegrarea descrie o relație pe termen lung între variabilele economice. Modelele VEC surprind echilibre pe termen lung între variabile. O estimare exactă a modelelor cointegrate poate necesita cantități mari de date cu frecvență redusă (anuală, trimestrială, lunară). Modelarea cointegrării este utilizată pentru surprinderea legăturilor pe termen lung dintre variabilele economice.

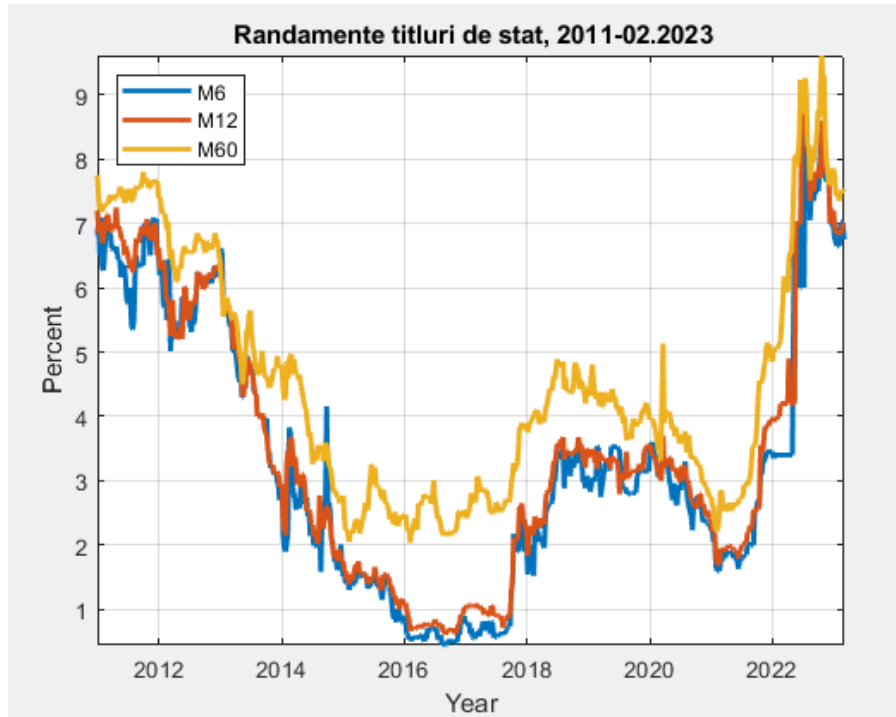
Tendința variabilelor cointegrate de a reveni la tendințe stocastice comune se exprimă în termeni de corecție a erorilor. În cazul în care  $y_t$  este o serie temporală n-dimensională și  $\beta$  este un vector de cointegrare, atunci combinația  $\beta'y_{t-1}$  măsoară "eroarea" din date (abaterea de la media staționară) la momentul  $t-1$ . Rata cu care seriile se "corectează" din dezechilibru este reprezentată de un vector  $\alpha$  de ajustare a vitezei, care sunt încorporate în modelul VAR la momentul  $t$  prin intermediul unei mecanisme de corecții de erori multiplicative  $\alpha\beta'y_{t-1}$ . În general, pot exista mai multe relații de cointegrare între variabilele din  $y_t$ , caz în care vectorii  $\alpha$  și  $\beta$  devin matrici A și B, fiecare coloană din B reprezentând o relație specifică. Termenul de corecție a erorilor devine  $AB'y_{t-1} = Cy_{t-1}$ . Adăugarea termenului de corecție a erorilor la un model VAR în diferențe produce modelul vectorial de corecție a erorilor (VEC):

$$\Delta y_t = Cy_{t-1} + \sum_{i=1}^q B_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t.$$

Ratele dobânzilor cu scadențe diferite pot fi analizate cu modele VAR cointegrate (VEC) potrivit ipoteza teoriei economice referitoare la structura pe termen a instrumentelor cu venit fix.

Analiza titlurilor de stat cu maturități de 6 luni, 1 an și 5 ani emise de Ministerul de Finanțe a fost realizată cu un model VEC pentru a evidenția legătura pe termen lung dintre acestea.

Grafic 19 Randamente titluri de stat cu maturitati de 6 luni, 1 an si 5 ani



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Modelul a fost estimat pe date săptămânale pentru randamentele titlurilor de stat cu maturități de 6 luni, 1 an și 5 ani pentru perioada 2010-februarie 2023. Procedura de selecție a modelului a indicat optimă estimarea unui model VEC cu 2 lag-uri și cu 2 relații de cointegrare.

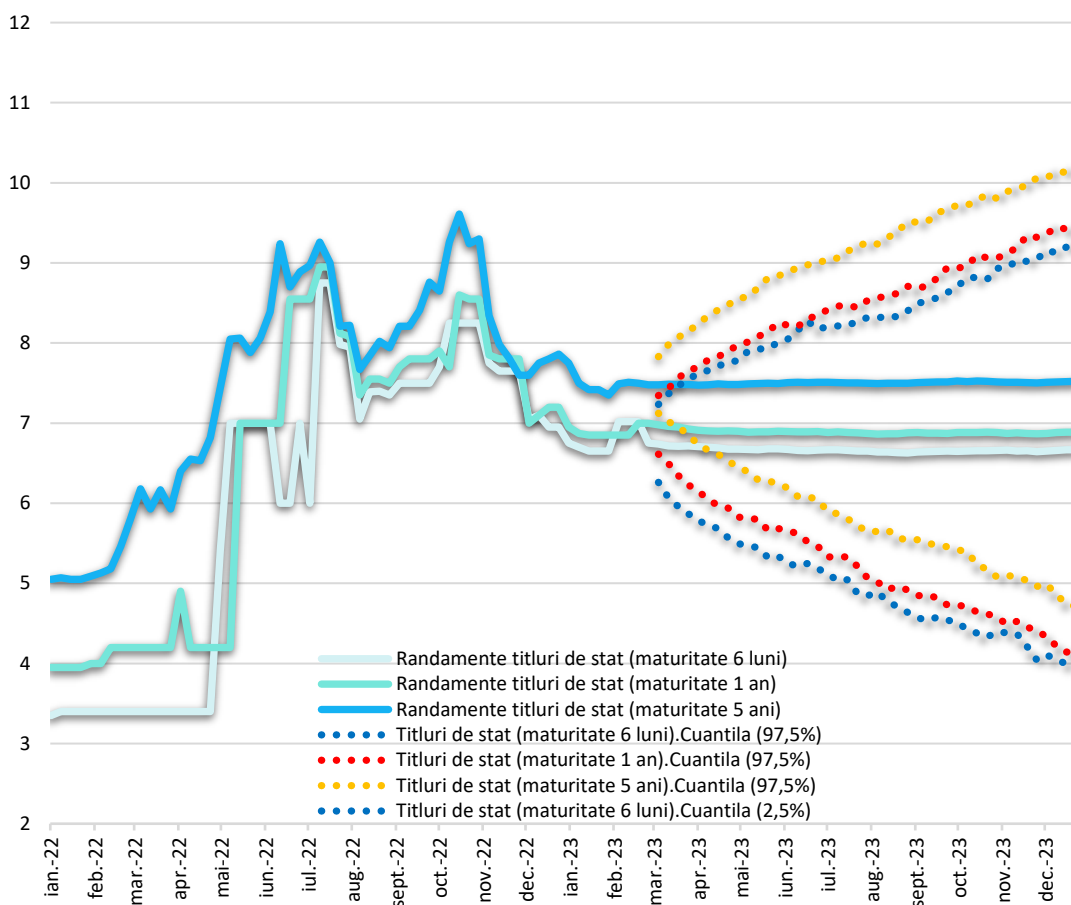
$$\Delta y_t = \alpha(\beta' y_t - 1 + c_0) + \sum_{i=1}^2 B_i \Delta y_{t-i} + c_1 + \varepsilon_t$$

$$\begin{bmatrix} d(M_6(t)) \\ d(M_{12}(t)) \\ d(M_{60}(t)) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} -0.315 & 0.268 \\ 0.136 & -0.241 \\ -0.046 & 0.027 \end{bmatrix} \left[ \begin{bmatrix} 1.000 & --- & -1.113 \\ --- & 1.000 & -1.128 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} M_6(t-1) \\ M_{12}(t-1) \\ M_{60}(t-1) \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} 1.712 \\ 1.602 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \text{CONST} \end{bmatrix} \right] +$$

$$\begin{bmatrix} -0.038 & -0.096 & 0.168 \\ -0.033 & -0.133 & 0.273 \\ 0.033 & -0.073 & -0.003 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} d(M_6(t-1)) \\ d(M_{12}(t-1)) \\ d(M_{60}(t-1)) \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} 0.028 & -0.037 & 0.235 \\ 0.040 & -0.033 & 0.180 \\ -0.008 & 0.037 & 0.032 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} d(M_6(t-2)) \\ d(M_{12}(t-2)) \\ d(M_{60}(t-2)) \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} u1(t) \\ u2(t) \\ u3(t) \end{bmatrix}$$

Pe baza modelului estimat VEC au fost simulate prognoze Monte Carlo pentru un orizont de 43 de săptămâni până la sfârșitul anului 2023.

Grafic 20 Model VEC (Vector Error Correction). Simulări pentru randamentele titlurilor de stat



Sursa: Refinitiv, calcule ASF

Pentru fiecare săptămână au fost estimate medii pentru fiecare serie de interes. A fost construit un interval de încredere pentru prognoza la un grad de încredere de 95% pentru cele trei serii de titluri de stat.

Rezultatele obținute indică că în absența altor șocuri exogene determinate de intensificarea riscurilor macroeconomice, randamentele titlurilor de stat ar putea crește până la un maxim de 9%-10% în funcție de dinamica endogenă a acestora.

Înțelegerea mecanismului și a relației dintre ratele dobânzilor și inflație este de o importanță crucială pentru decizii economice eficiente și oportune pentru actorii care instituie politica monetară (Prašević și Ješić, 2019). Irving Fisher a testat această relație pentru Marea Britanie și SUA în studiul său din 1930 și a constatat corelații puternice care merg de la modificările în rata inflației la modificările ratelor nominale ale dobânzii. Ecuația Fisher (1930) presupune că există o relație pozitivă de unu la unu între rata nominală a dobânzii și rata așteptată a inflației, presupunând constanța ratelor reale ale dobânzii în timp.

Din punct de vedere empiric, există o relație solidă între ratele nominale ale dobânzii și inflație: rate ridicate ale inflației sunt însoțite de rate ridicate ale dobânzilor nominale (Williamson, 2019). Interpretarea convențională a acestei relații este că inflația ridicată determină rate ale dobânzii nominale ridicate deoarece atât debitorilor, cât și creditorilor le pasă de rata reală a dobânzilor.



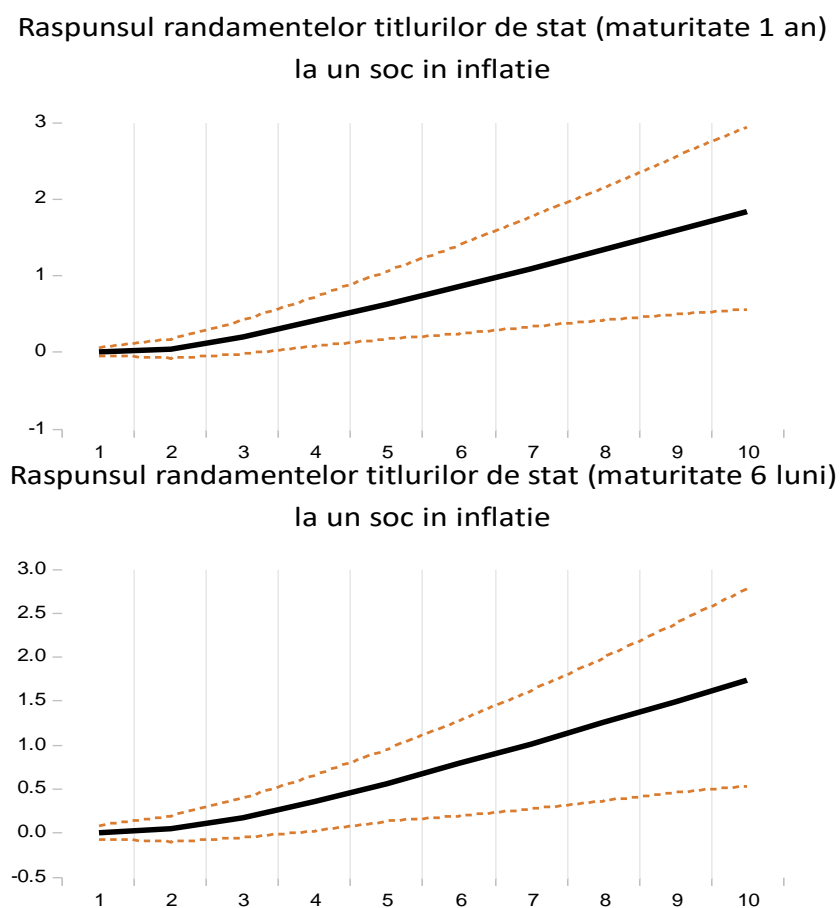
Pentru a cuantifica relația dintre inflație și randamentele titlurilor de stat a fost utilizat un model VEC pentru a analiza relația pe termen lung dintre variabilele de interes.

A fost estimat un model VEC cu 2 lag-uri și cu o relație de cointegrare. Au fost introduse restricții pentru rata inflației care intra în vectorul de cointegrare pe termen lung. Modelul a fost estimat pe date lunare pentru randamentele titlurilor de stat cu maturități de 6 luni, 1 an și 5 ani pentru perioada 2010-februarie 2023.

Pentru a cuantifica efectul creșterii inflației asupra randamentelor titlurilor de stat a fost aplicat un șoc de 1 deviație standard în rata inflației.

Rezultatele obținute indică că, în absența altor șocuri exogene determinate de intensificarea riscurilor macroeconomice, creșterea inflației cu 0,7% (1 deviație standard) conduce la o creștere a randamentelor titlurilor de stat (maturitate 6 luni) cu 1,7% în decurs de 10 luni și cu 1,83 pentru titlurile de stat cu maturitate de 1 an. A fost construit un interval de încredere pentru prognoza la un grad de încredere de 95%.

Grafic 21 Model VEC (Vector Error Correction). Simulari pentru randamentele titlurilor de stat la un șoc inflationist



Legenda: linia albastră reprezintă răspunsul variabilei la un șoc generalizat de 1 deviație standard  
Linia roșie reprezintă erorile standard pentru funcția de răspuns (simulari Monte Carlo)

## 1.4. 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 și aferente fondurilor de investiții alternative au scăzut cu 13,96%, respectiv cu 10,82% în trimestrul IV 2022 comparativ cu finalul anului 2021. Acest declin s-a datorat scăderii piețelor bursiere de acțiuni și de obligațiuni și retragerilor realizate de investitori.

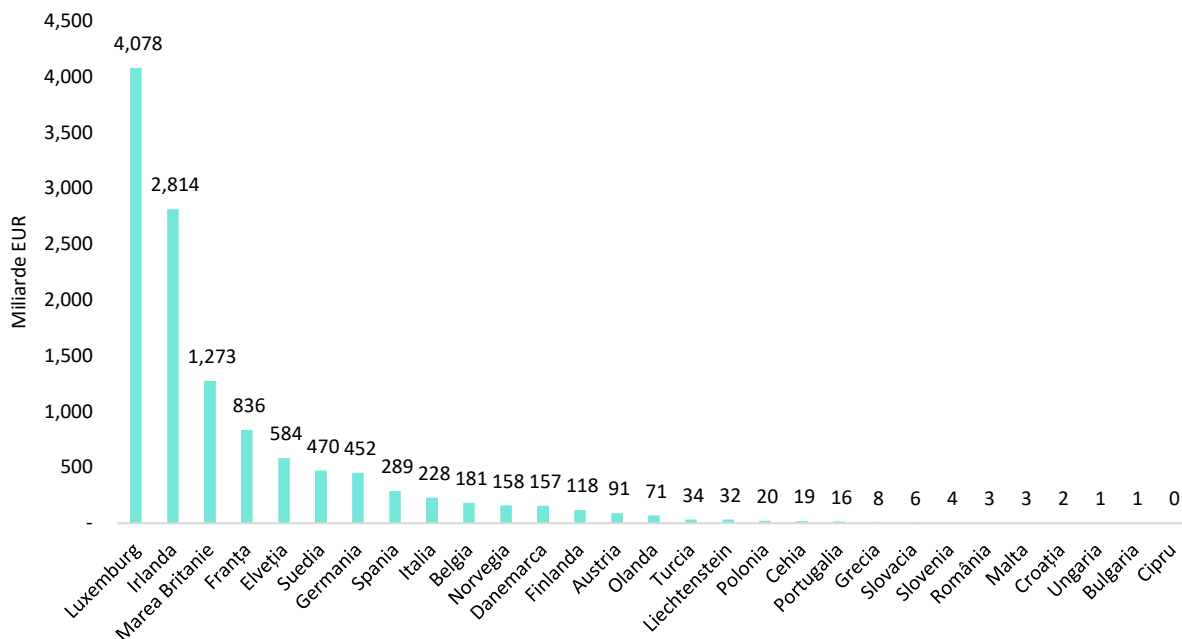
Conform statisticilor EFAMA, în trimestrul IV 2022, **valoarea cumulată a intrărilor nete ale OPCVM-urilor a fost de circa 128 miliarde EUR, valoare mai mare decât cea înregistrată în trimestrul III 2022 (ieșiri nete de 123 miliarde EUR). Fondurile de investiții alternative din Europa au înregistrat ieșiri nete de aproximativ 53 miliarde EUR** pe parcursul trimestrului IV al anului 2022, în creștere cu 39 miliarde EUR, față de trimestrul III 2022. Cele mai mari creșteri ale ieșirilor nete au fost înregistrate în cazul OPCVM-urilor diversificate, acestea consemnând în trimestrul IV 2022 ieșiri nete în valoare de 31 miliarde EUR, în timp ce la polul opus se află fondurile monetare, cu intrări nete în valoare de aproximativ 164 milioane EUR. În cazul FIA, cea mai mare valoare a intrărilor nete s-a constatat în cazul fondurilor diversificate (+31,96 miliarde EUR), în timp ce fondurile de acțiuni au înregistrat ieșiri nete în valoare de 104,52 miliarde EUR, ca urmare a deciziei unui mare fond de pensii olandez de a nu mai investi în FIA.

În trimestrul IV 2022, 17 dintre cele 29 de state europene au înregistrat intrări nete în OPCVM-uri, dintre acestea remarcându-se Irlanda (78,97 miliarde EUR), Franța (35,14 miliarde EUR) și Turcia (7,28 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 scădere semnificativă, de 13,96%, la finalul trimestrului IV 2022 comparativ cu trimestrul IV 2021.

La finalul trimestrului IV 2022, 13 țări au înregistrat intrări nete în FIA, dintre acestea cele mai mari constatându-se în cazul Luxemburgului (+12,48 miliarde EUR), Germaniei (+8,73 miliarde EUR) și Irlandei (+8,70 miliarde EUR). Activele nete ale fondurilor de investiții alternative se situau la o valoare de 7.142 miliarde EUR la 31 decembrie 2022, în scădere cu 10,82% comparativ cu finalul trimestrului IV 2021.

La 31 decembrie 2022, piața fondurilor de investiții din Europa cuprindea 66.363 de fonduri de investiții (în creștere cu 1,8% față de numărul de la finele anului 2021: 65.212), dintre care 35.991 de organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), respectiv 30.372 de fonduri de investiții alternative (FIA).

Grafic 22 Activele nete (miliarde EUR) ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare din Europa la 31 decembrie 2022



Sursa: EFAMA

Activele nete ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) s-au situat la o valoare de aproximativ 11.951 miliarde EUR la finalul lunii decembrie 2022, în scădere cu 13,96% față de finalul anului 2021.

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

Țara	31.12.2021			31.12.2022		Modificare Trim. IV 2022 față de Trim. IV 2021 (%)
	Număr OPCVM	Activ net	Cotă de piață*	Număr OPCVM	Activ net	
Austria	898	105.957	0,76%	869	90.758	-14,34%
Cehia	179	16.176	0,12%	197	18.777	16,08%
Franța	2.984	936.043	6,74%	3.075	836.188	-10,67%
Germania	2.606	527.629	3,80%	2.606	451.950	-14,34%
Ungaria	34	1.548	0,01%	34	1.252	-19,09%
Polonia	303	27.296	0,20%	273	20.475	-24,99%
România	<b>86</b>	<b>4.546</b>	<b>0,03%</b>	<b>89</b>	<b>3.015</b>	<b>-33,67%</b>
<b>Total țări analizate</b>	<b>7.090</b>	<b>1.619.195</b>	<b>11,66%</b>	<b>7.143</b>	<b>1.422.415</b>	<b>-12,15%</b>
<b>Total OPCVM</b>	<b>35.040</b>	<b>13.890.285</b>	<b>100,00%</b>	<b>35.991</b>	<b>11.951.234</b>	<b>-13,96%</b>

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

Sursa: EFAMA

Conform statisticilor EFAMA, în trimestrul IV 2022, intrările nete cumulate ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) s-au situat la o valoare de circa 128 miliarde EUR. La nivelul pieței europene de OPCVM, în cazul fondurilor monetare au fost înregistrate intrări nete (+164 miliarde EUR). Cea mai mare valoare a ieșirilor nete a fost înregistrată de fondurile diversificate (-30,54 miliarde EUR).

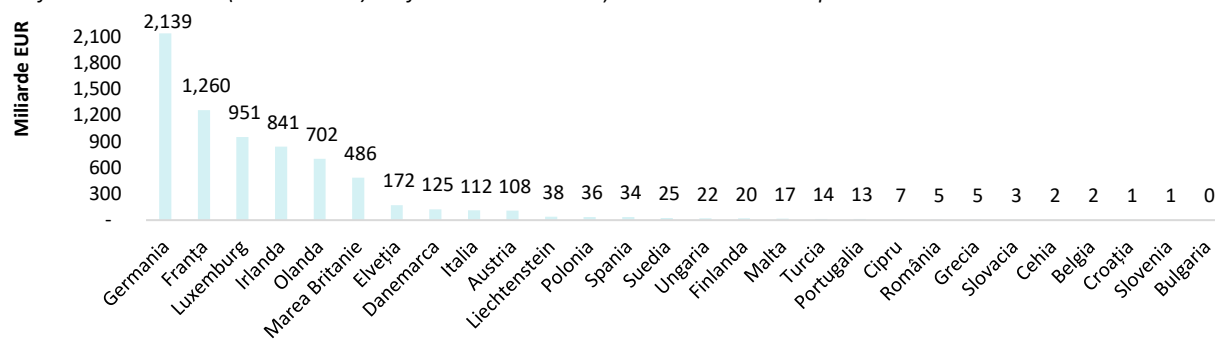
Tabel 4 Vânzările nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu în trimestrul IV 2022

Țara	Fonduri de acțiuni	Fonduri de obligațiuni	Fonduri diversificate	Fonduri monetare	Garantate	Fonduri ARIS	Alte fonduri	Total
Austria	755	(665)	(58)		(2)	(1)	(14)	15
Cehia	31	791	(68)	82	>-0,1			836
Franța	(2.146)	(1.326)	(1.468)	40.552	(471)			35.141
Germania	939	(587)	(936)	225			(93)	(452)
Ungaria	10	(10)	(21)	2		(11)	(1)	(31)
Polonia	(38)	(445)	(59)			(0)	(4)	(547)
România	(6)	(141)	(19)			(0)	(79)	(245)
Total țări analizate	(456)	(2.383)	(2.629)	40.861	(473)	(12)	(191)	34.716
Total OPCVM	(7.603)	5.111	(30.544)	163.602	381	869	(3.899)	127.918

Sursa: EFAMA

Activele nete ale fondurilor de investiții alternative (FIA) din Europa se situau la o valoare de 7.142 miliarde EUR la finalul trimestrului IV 2022, în scădere cu 10,82% comparativ cu sfârșitul anului 2021. Germania este țara cu cele mai mari active nete ale FIA (2.139 miliarde EUR), la polul opus situându-se Bulgaria (129 milioane EUR).

Grafic 23 Activele nete (miliarde EUR) ale fondurilor de investiții alternative din Europa la 31 decembrie 2022



Sursa: EFAMA

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

Țara	31.12.2021			31.12.2022		Modificare Trim. IV 2022 față de Trim. IV 2021 (%)
	Număr FIA	Activ net	Cotă de piață	Număr FIA	Activ net	
Austria	1.081	123.543	1,54%	1.112	107.951	-12,62%
Cehia	11	2.102	0,03%	14	2.485	18,23%
Franța	7.931	1.295.444	16,18%	7.922	1.260.199	-2,72%
Germania	4.832	2.384.982	29,78%	4.832	2.139.033	-10,31%
Ungaria	525	19.741	0,25%	534	21.955	11,22%
Polonia	818	38.333	0,48%	776	36.430	-4,97%
România	<b>34</b>	<b>5.307</b>	<b>0,07%</b>	<b>36</b>	<b>5.421</b>	<b>2,15%</b>
Total țări analizate	15.232	3.869.453	48,32%	15.226	3.573.475	-7,65%
Total FIA	30.172	8.008.578	100,00%	30.372	7.141.919	-10,82%

Sursa: EFAMA

La nivel european, ieșirile nete ale FIA s-au situat la o valoare de circa 53 miliarde EUR în trimestrul IV 2022. Cele mai mari valori ale intrărilor nete au fost înregistrate în cazul fondurilor diversificate (circa 32 miliarde EUR), în timp ce fondurile de acțiuni au înregistrat cele mai mari valori ale ieșirilor nete cumulate (105 miliarde EUR).

Tabel 6 Vânzările nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în trimestrul IV 2022 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	143	255	(702)		(6)	34	(157)	9	(425)
Cehia							15		15
Franța	(583)	(1.093)	(963)	1.594	(196)				(1.241)
Germania	(7.899)	6.686	24.084				(1.296)	(12.849)	8.726
Ungaria	(18)	1.336	(107)	341	262	(81)	88	(33)	1.788
Polonia	6	34	517		>-0,1	(32)	(3)	(136)	387
România	1		1			(0)		(15)	(13)
<b>Total FIA</b>	<b>(104.519)</b>	<b>4.689</b>	<b>31.955</b>	<b>5.966</b>	<b>1.303</b>	<b>(1.592)</b>	<b>6.775</b>	<b>2.081</b>	<b>(53.342)</b>

Sursa: EFAMA

## 2. Tendințe și riscuri pe piața de capital

### 2.1. Tendințe, riscuri și vulnerabilități în UE

#### Raportul ESMA privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile, ediția nr. 1/2023

În contextul actual, încetinirea activității economice, inflația ridicată, înăsprirea condițiilor financiare la nivel mondial, mediul geopolitic sunt factorii de risc definitorii pentru piețele financiare din UE, agravate de preocupările tot mai mari legate de practicile comerciale de pe piața criptoactivelor. Pe fondul acestui mediu volatil, piețele financiare au rămas stabile în a doua jumătate a anului 2022 (S2 2022), iar sentimentul economic a avut un trend pozitiv la începutul anului 2023. Cu toate acestea, nivelurile ridicate de incertitudine și lichiditatea fragilă a pieței limitează rezistența sistemului financiar împotriva unor noi șocuri externe. Prin urmare, riscurile globale evaluate de ESMA rămân la cel mai înalt nivel. Nivelurile de contagiune și de risc operațional sunt considerate foarte ridicate, la fel ca și nivelurile de risc de lichiditate și de piață. Nivelurile de risc de credit au rămas ridicate și se preconizează că vor crește, reflectând preocupările tot mai mari legate de îndatorarea publică și a companiilor. Nivelurile de risc rămân foarte ridicate pe piețele de valori mobiliare și administrarea activelor. Atât riscurile la adresa infrastructurilor, cât și cele la adresa investitorilor se mențin la niveluri ridicate cu o tendință de înrăutățire a perspectivelor, în timp ce riscurile de mediu rămân ridicate. În plus, mixul surselor de risc continuă să conducă către un mediu de piață extrem de fragil, iar investitorii trebuie să fie pregătiți pentru noi corecții ale pieței.

Înăsprirea condițiilor financiare la nivel mondial a influențat activitatea economică, iar rata inflației rămâne ridicată, deși ultimele date macroeconomice indică îmbunătățiri. Volatilitatea pe piețele energetice a rămas ridicată, în ciuda unei scăderi generale a prețurilor. Vulnerabilitățile structurale continuă să expună piețele și participanții la riscul ca șocurile de pe piețe să fie amplificate de dezechilibrele cererii și ofertei de lichidități.

Prețurile acțiunilor au fost volatile în semestrul II 2022, piețele recuperând parțial pierderile din trimestrul al treilea (T3 2022) pe baza fluxului de știri privind inflația relativ stabilă și a rezultatelor pozitive ale companiilor. Raporturile preț-venit (PE) în UE au scăzut sub media din ultimii zece ani, ceea ce sugerează că incertitudinea privind perspectivele economice începe să fie luată în calcul de către participanții pe piață. Politica monetară mai restrictivă a influențat evaluările de pe piețele de titluri cu venit fix, contribuind la creșterea presiunilor asupra randamentelor și a spread-urilor. Lichiditatea titlurilor cu venit fix s-a deteriorat în general, observându-se diferențe mai mari între ofertele de cumpărare și vânzare pentru toate tipurile de obligațiuni, pe măsură ce volatilitatea a crescut.

Sectorul fondurilor de investiții din UE a înregistrat niveluri scăzute de performanță și de retrageri la nivelul principalelor tipuri de fonduri în semestrul II 2022, cu excepția fondurilor de investiții monetare, care au înregistrat intrări foarte mari în trimestrul IV 2022. Activele administrate au înregistrat cel mai puternic declin de la criza financiară mondială. Sectorul a rezistat în mare măsură, cu răscumpărări ordonate, dar deteriorarea condițiilor macroeconomice a amplificat vulnerabilitățile, inclusiv expunerile la riscul de credit pentru fondurile de obligațiuni. Necorerările scadențelor din portofoliile fondurilor de investiții în proprietăți imobiliare comerciale (CRE) persistă, iar impactul turbulențelor de pe piața

britanică a titlurilor de stat asupra fondurilor de investiții cu efect de levier axate pe pasiv în semestrul II 2022 a confirmat preocupările existente cu privire la gestionarea riscului de lichiditate al fondurilor și la efectul de levier excesiv, precum și la riscurile de contagiune, având în vedere interconexiunile sistemice puternice. Limitarea riscului sistemic presupune consolidarea rezilienței sectorului, pe care autoritățile o pot sprijini prin îmbunătățirea monitorizării existente și a utilizării instrumentelor de supraveghere.

Încrederea investitorilor rămâne slabă, pe fondul incertitudinii economice. Inflația acționează ca o piedică asupra randamentelor reale ale investițiilor și contribuie la scăderea economiilor gospodăriilor.

În semestrul II 2022, volumele tranzacționate pe piețele de acțiuni din UE au rămas stabile. Volumele intermediare de Contrapartile Centrale au crescut, deoarece marjele colectate de contrapărțile centrale din UE pentru instrumentele derivate pe rata dobânzii și pe mărfuri au crescut odată cu creșterea prețurilor și a volatilității instrumentelor suport, în timp ce s-a observat o oarecare migrare de la instrumentele financiare derivate tranzacționate la bursă (ETD) la instrumentele financiare derivate pe energie extrabursiere (OTC).

Finanțarea de pe piața de capital a scăzut brusc în 2022, devenind negativă pentru prima dată de la stresul de pe piață legat de COVID-19 la începutul anului 2020. Acest lucru este legat de activitatea scăzută de pe piețele primare de acțiuni și obligațiuni în contextul unei incertitudini generalizate a investitorilor. Înăsprirea standardelor de creditare pentru firme, nivelurile ridicate ale datoriei corporative și o creștere rapidă a costului global al finanțării externe în zona euro au jucat, de asemenea, un rol importat în scăderea finanțării de pe piața de capital.

În ceea ce privesc finanțele sustenabile, angajamentele de zero emisii nete au fost supuse unui control din ce în ce mai atent, în contextul în care criza energetică pune în pericol obiectivele de decarbonizare. Accentul pus pe ecologizare ("greenwashing") a crescut, în timp ce investitorii par să facă din ce în ce mai mult diferența între produse în funcție de acreditările lor în materie de sustenabilitate, după cum reiese din fluxurile nete constante către fondurile prevăzute la articolul 9 din Regulamentul privind publicarea informațiilor privind finanțarea sustenabilă (SFDR). În ciuda acestui fapt, piețele ESG au continuat să crească, această tendință demonstrând rezistență la evoluțiile mai ample ale pieței.

Evaluările criptoactivelor au prezentat o scădere anuală de aproximativ 70%, din cauza factorilor macroeconomici și a mai multor prăbușiri semnificative în 2022. Falimentul recent al FTX, care a fost una dintre cele mai mari burse de criptomonede centralizate, a declanșat câteva corecții mari ale pieței pentru toate criptoactivele. Contagiunea în piața de criptoactive a fost substanțială, reflectându-se în noi scăderi de preț ale principalelor criptomonede și în falimente în lanț în rândul furnizorilor de servicii. Managementul defectuos de la FTX a alimentat și mai mult îndoielile cu privire la modelele și practicile de afaceri de pe piața de criptoactive, subliniind întrebări de lungă durată cu privire la viabilitatea piețelor pentru active fără valoare intrinsecă, anonimatul și lipsa de transparență ca aspecte esențiale ale pieței și nerespectarea pe scară largă a principiilor fundamentale ale bunei guvernante și ale integrității pieței, protecția clienților și gestionarea riscurilor. Având în vedere expunerile reduse ale participanților pe piața UE, până în prezent, nu au fost înregistrate efecte semnificative de propagare ale crizei crypto în sectorul financiar al UE și în economia reală.

## Tabloul riscurilor<sup>8</sup>

Categoriile de risc	Categoriile de risc		Factori de risc	
	Nivel	Perspectivă		Perspectivă
Misiunea generală ESMA (consolidarea protecției investitorilor și promovarea unei piețe financiare stabile și ordonate)			Riscuri geopolitice	
Riscuri de lichiditate			Mediul macroeconomic	
Riscuri de piață			Contextul inflației și al ratelor dobânzilor	
Riscuri de credit <sup>9</sup>			Datoria suverană și privată	
Riscuri de contagiune			Înteruperi ale infrastructurii	
Riscuri operaționale			Alte riscuri politice și evenimente	
Riscuri de mediu				

### Piețe de valori mobiliare

Nivel	Perspectivă	Factori
		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Incertitudinea continuă cauzată de războiul din Ucraina, riscurile de volatilitate a pieței și de schimbare a pieței.</li> <li>- Provocările macrofinanciare legate de înăsprirea condițiilor financiare la nivel mondial și de riscurile de recesiune.</li> <li>- Creșterea redusă a economiei a sporit gradul de îndatorare deja ridicat din cauza pandemiei, iar costurile mai mari de refinanțare a datoriilor au slăbit bilanțurile publice și private.</li> <li>- COVID-19 incertitudine reziduală și impacturi continue.</li> <li>- Volatilitate și pierderi masive pe piețele de cryptoactive.</li> </ul>

### Gestionarea activelor

Nivel	Perspectivă	Factori
		- Presiuni continue asupra randamentelor reale ale portofoliilor din cauza deteriorării puternice a perspectivelor economice pe termen mediu și a presiunilor din partea ofertei și a inflației.

<sup>8</sup> Evaluarea principalelor riscuri în funcție de categoriile și sursele de risc pentru piețele care intră în sfera de competență ESMA de la ultima evaluare și perspectivele pentru următorul trimestru. Evaluarea riscului a fost realizată pe baza clasificării Comitetului comun al autorităților europene de supraveghere. Codificare: verde = risc potențial; galben = risc semnificativ; potrocaliu = risc ridicat; roșu = risc foarte ridicat. Săgețile orientate în sus = creșterea intensității riscului; săgețile orientate în jos = scăderea intensității riscului; săgeți orizontale = nicio schimbare. Variația este măsurată în raport cu trimestrul precedent; perspectivele se referă la trimestrul următor. Evaluarea riscurilor de către ESMA se bazează pe pe indicatori cantitativi și pe aprecieri ale analiștilor.

<sup>9</sup> Riscul de credit este riscul ca emitentul produsului sau o societate cu care acesta are legături să intre în incapacitate de plată și să nu fie în măsură să își îndeplinească obligațiile contractuale pentru a rambursa investiția.



- Șocurile care afectează atât lichiditatea activelor, cât și cererea de lichiditate ar putea pune în dificultate fondurile expuse la necorelări de lichiditate.
- Schimbarea apetitului pentru risc ar putea îndepărta fluxurile de la tipurile mai riscante de fonduri de obligațiuni (de exemplu, corporative, piețe emergente).

## Investitori

### Nivel



### Perspectivă



### Factori

- Volatilitatea crescută a pieței și inflația mai mare sporesc riscurile pe termen scurt pentru investitori, în special pierderile cauzate de randamente reale negative.
- Riscurile unei comercializări agresive, în special a produselor structurate cu risc ridicat și a criptoactivelor.
- Digitalizarea și lipsa de competență a investitorilor în ceea ce privește tranzacționarea bazată pe social media și tranzacționarea prin copiere<sup>10</sup>.
- Costuri ridicate insuficient comunicate; conflicte de interese legate de fluxul de plată pentru comenzi.

## Infrastructuri și servicii

### Nivel



### Perspectivă



### Factori

- Riscul operațional ridicat și continuu pe termen scurt al atacurilor cibernetice, în special din partea Rusiei.
- Volatilitatea ridicată a pieței crește riscurile pe termen scurt de încălcare a marjelor și de întrerupere a tranzacțiilor.
- Risc operațional semnificativ și continuu pentru infrastructuri în general, inclusiv expunerea din cauza digitalizării în creștere rapidă și a utilizării serviciilor cloud în procesele principale de producție.

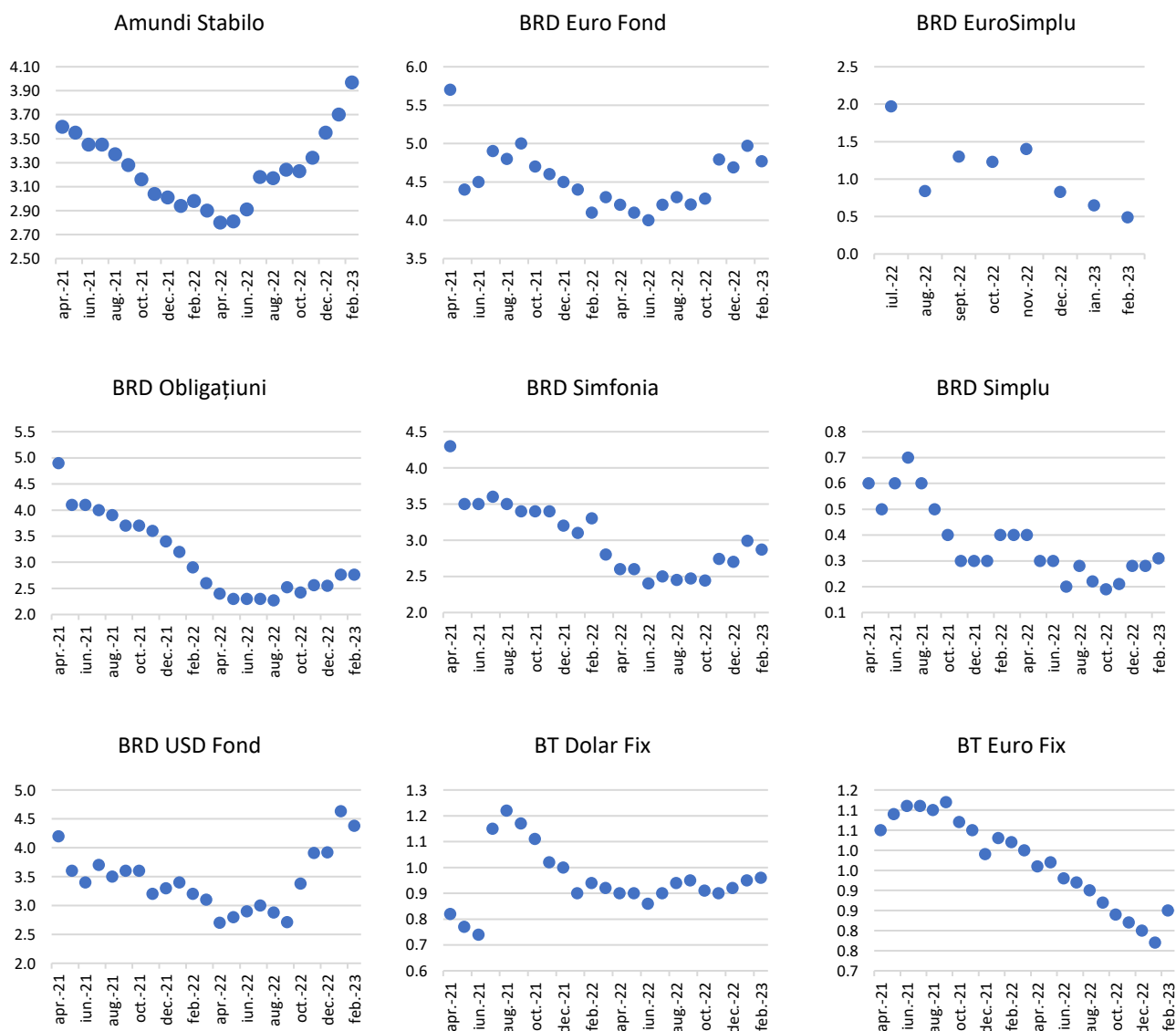
<sup>10</sup> Copy trading permite persoanelor de pe piețele financiare să copieze automat pozițiile deschise și gestionate de alte persoane selectate. Spre deosebire de tranzacționarea în oglindă, o metodă care permite traderilor să copieze strategii specifice, tranzacționarea prin copiere leagă o parte din fondurile traderului care copiază de contul investitorului copiat.

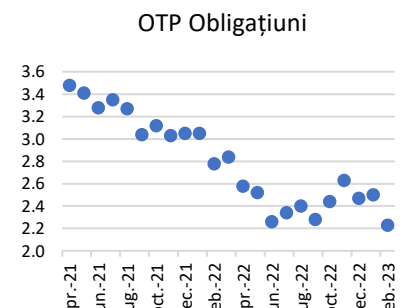
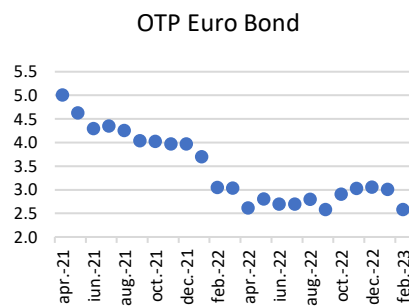
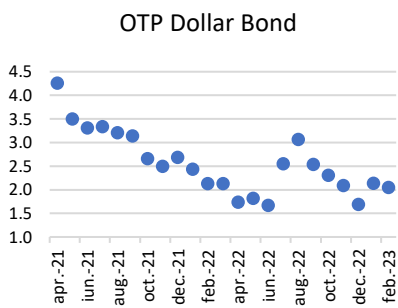
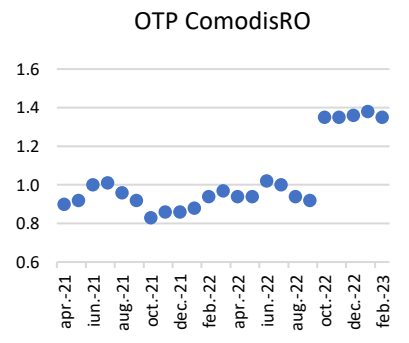
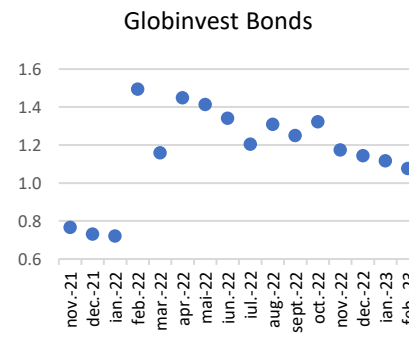
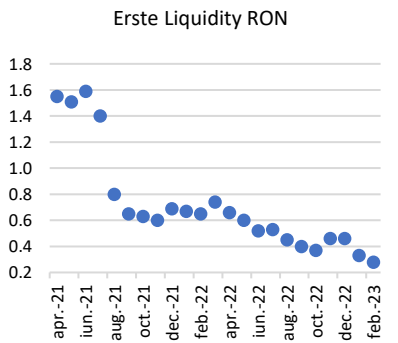
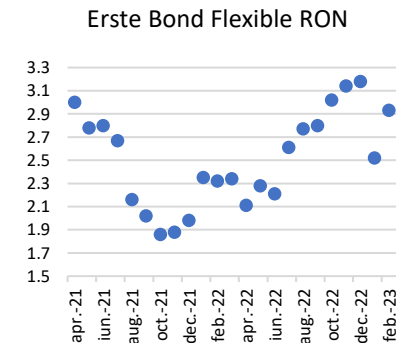
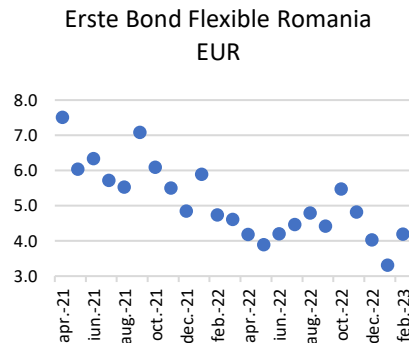
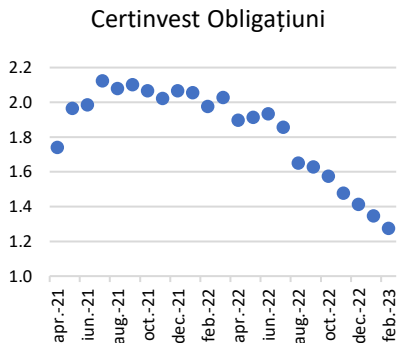
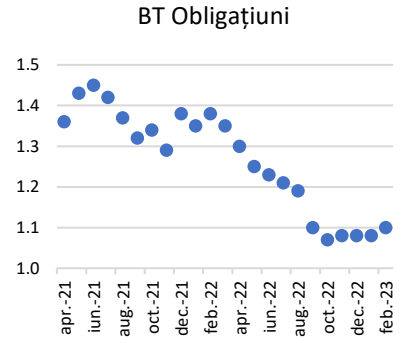
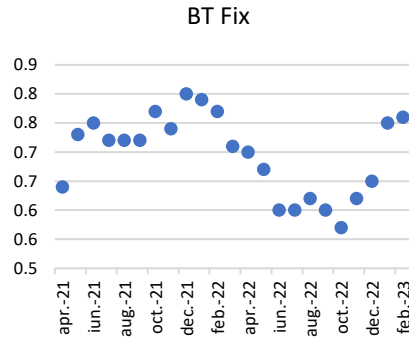
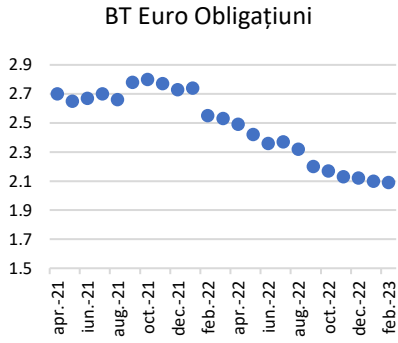
## 2.1. Analiza riscurilor – Fonduri de obligațiuni

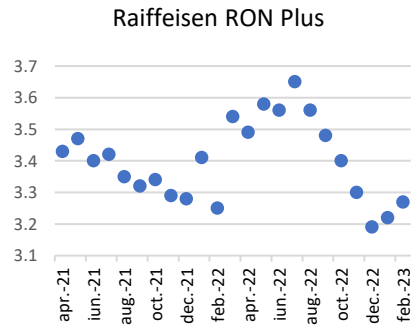
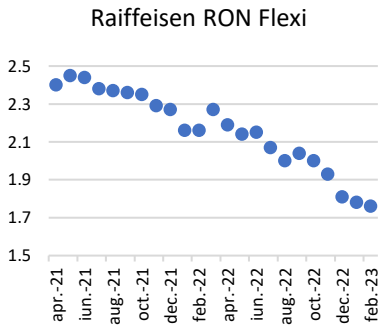
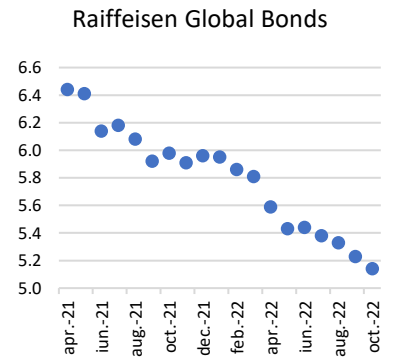
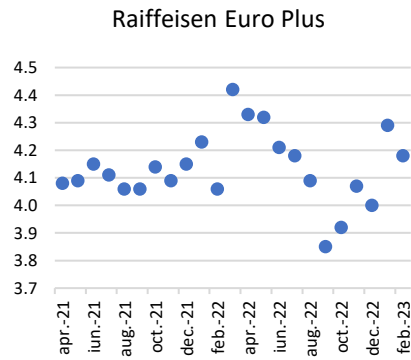
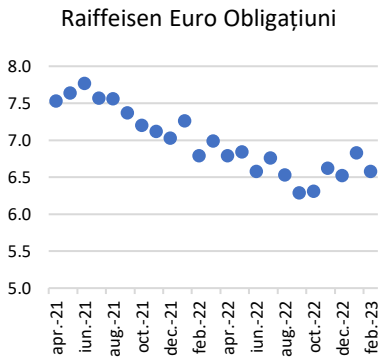
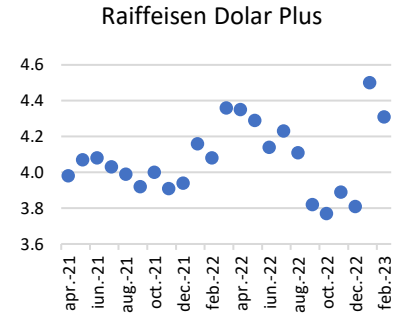
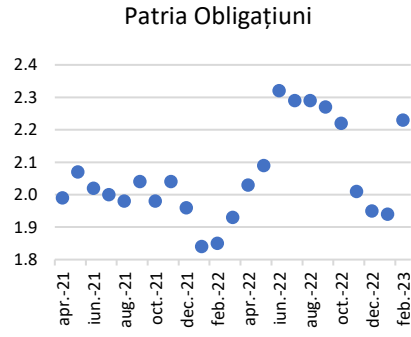
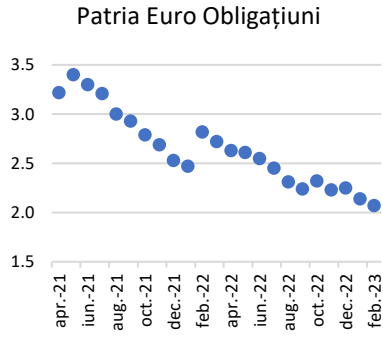
### Durata modificată

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 aceluiași 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 24 Durata modificată pentru fondurile de obligațiuni

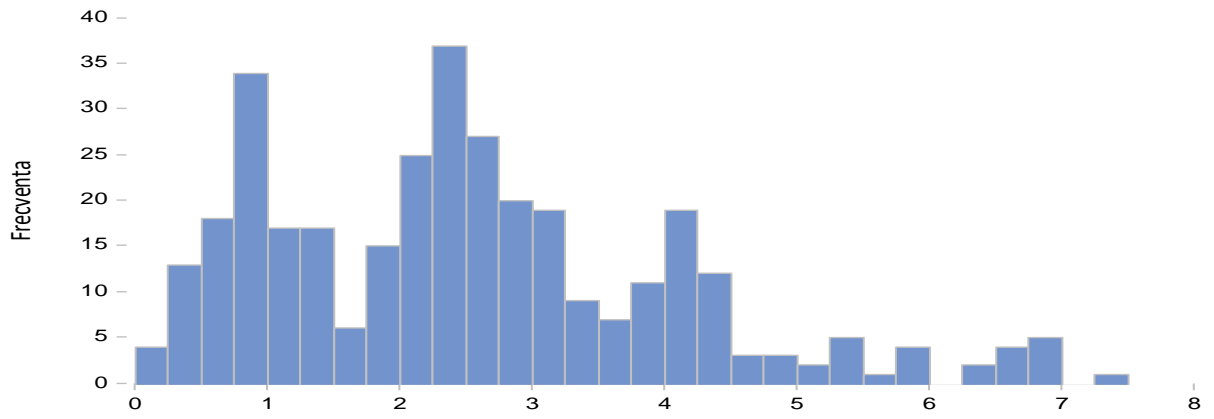






Sursa: Calcule ASF

Grafic 25 Durata modificată (histogramă) pentru fondurile de obligațiuni în anul 2022



Sursa: Calcule ASF

Histograma duratei modificate pentru fondurile de obligațiuni în anul 2022 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 (din 340 de valori înregistrate pentru cele 28 de fonduri de obligațiuni, doar 63 au valoare peste 4).

### 2.3. Analiza evoluției riscului sistemic pentru companiile incluse în indicii 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. Răspândirea externalităților negative la nivel global au constituit un factor catalizator pentru alte dinamici macroeconomice precum *Criza datoriilor suverane europene* care au avut efecte extreme atât pe latura financiară, cât și pe cea reală a economiei.

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).

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). *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)

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).

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, au fost utilizate o serie de modele capabile să 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 – 28.02.2023. În prezent, măsurile de risc sistemic existente aparțin a două

categorii principale: modele ce derivă din Valoarea-la-Risc (*VaR*) și modele ce derivă din conceptul de pierderea așteptată (*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)<sup>11</sup> și au la bază valoarea la risc pentru o instituție  $X^i$  și o cuantilă specificată  $\alpha$ . În mod similar cu Adrian și Brunnermeier (2016) pornim de la estimarea măsurilor VaR, CoVaR, and  $\Delta\text{CoVaR}$ . 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  $\beta$  specifică  $X_{2,t}$

Estimăm de asemenea statistica Delta CoVaR ( $\Delta\text{CoVaR}$ ) 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  $\Delta\text{CoVaR}$  de forma:

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

unde:

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

satisface

$$Pr(X_{1,t} \leq CoVaR_{\alpha,50,t}^{1|2} | X_{2,t} \leq VaR_{50,t}^2) = \alpha\%$$

---

<sup>11</sup> Pentru o discuție exhaustivă asupra construcției măsurilor vezi Adrian T.; Brunnermeier M.K. CoVaR. American Economic Review 2016, 106(7), 1705–1741.

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:

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

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

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 „risc extrem”.

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 pieței<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> 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



Graficele prezente în figura 26 prezintă dinamica riscului sistemic capturat cu ajutorul măsurii CaViaR. Companiile sunt identificate printr-o versiune prescurtată a denumirii existente în platforma Refinitiv. După cum notam și la nivelul raportului anterior, 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 indicii 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<sup>13</sup>.

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 simultaneitate pe valori ridicate de risc sunt vizibile pentru lunile februarie și septembrie.

Graficele prezente în figura 27 prezintă 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 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, fapt ce motivează o viitoare analiză orientată către acest sector economic în particular.

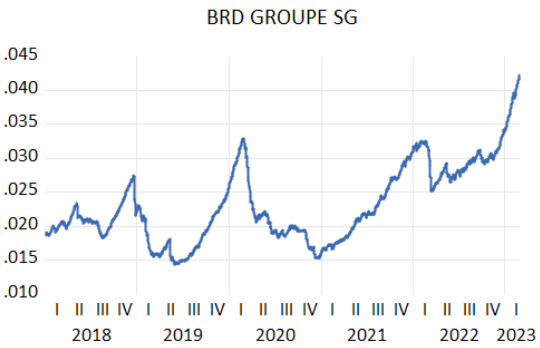
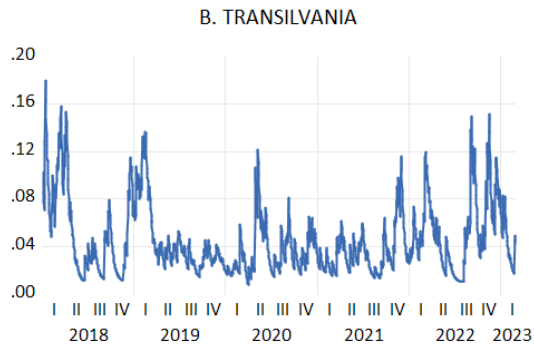
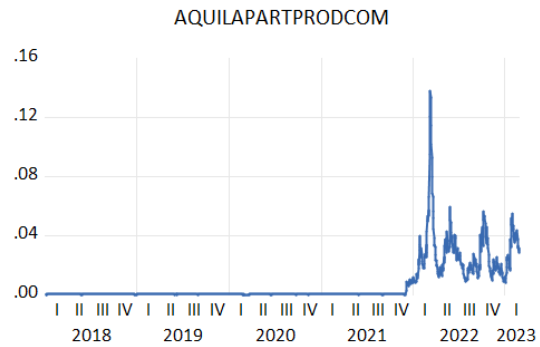
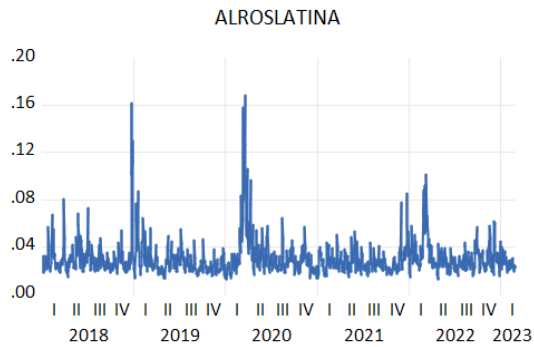
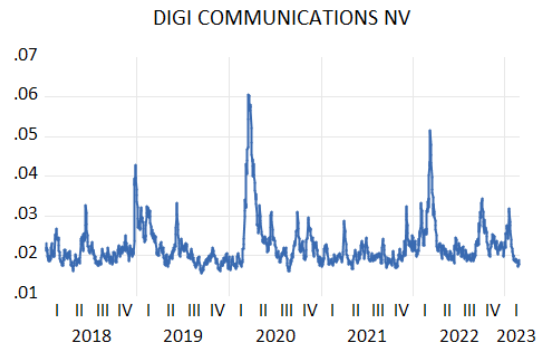
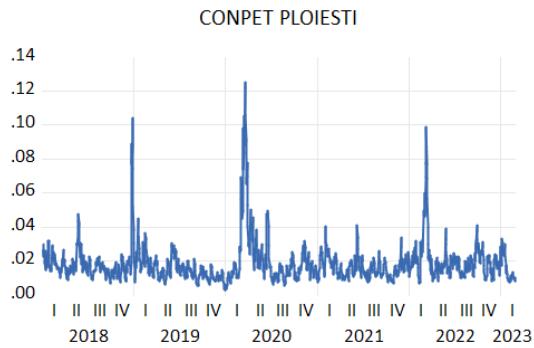
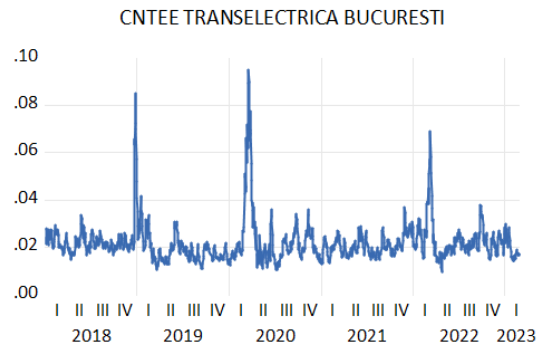
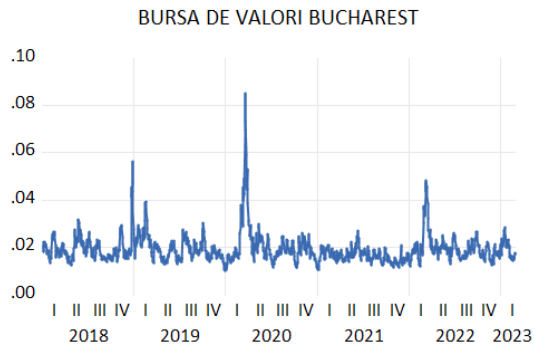
În plus, rezultatele obținute cu ajutorul măsurii CoVaR indică valori superioare pentru riscul sistemic celor raportate cu ajutorul măsurii CaViaR pentru trimestrul patru al anului 2022. Și în acest caz, acestea sunt inferioare celor remarcate pentru luna septembrie 2022.

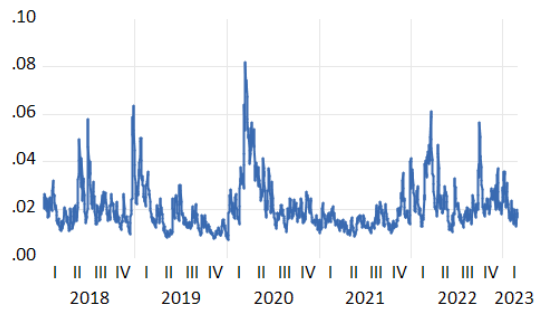
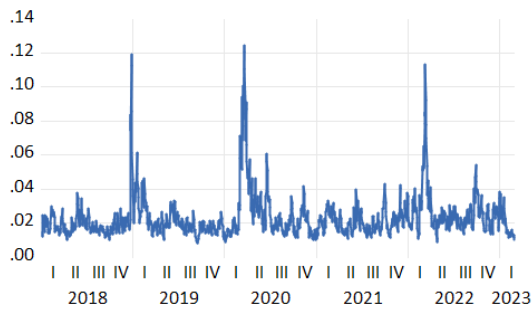
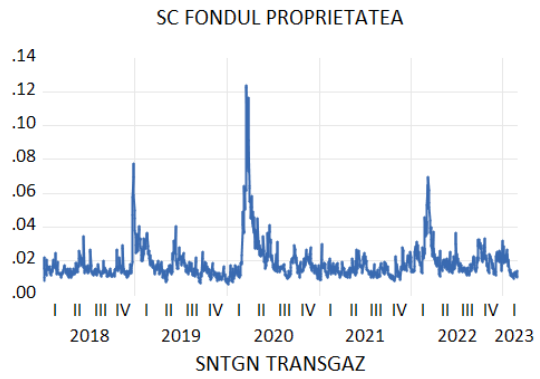
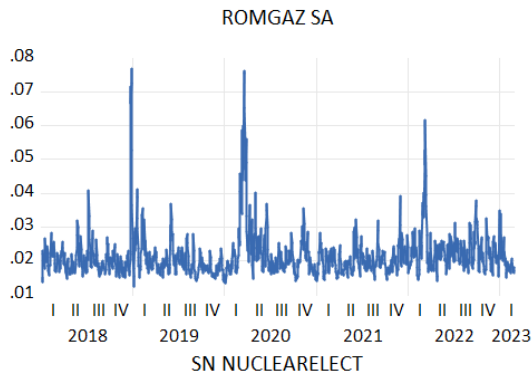
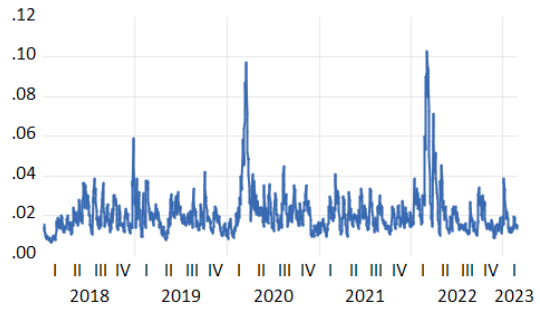
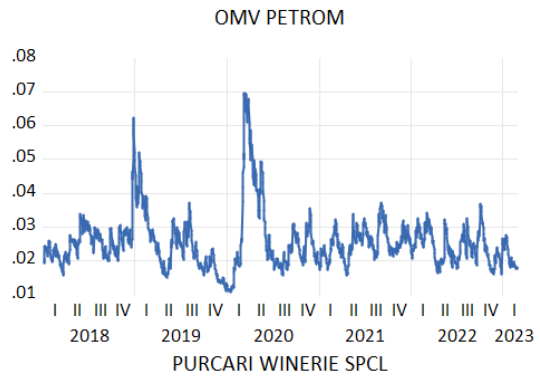
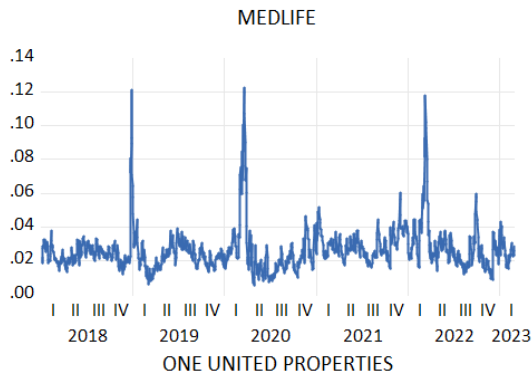
Cele mai mici contribuții în termeni de risc sunt observate pentru companii care figurează în sectorul imobiliar sau de transport. Aceste contribuții limitate sunt vizibile aproximativ pe tot parcursul intervalului de analiză.

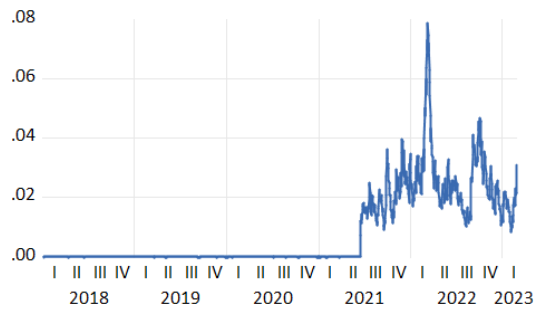
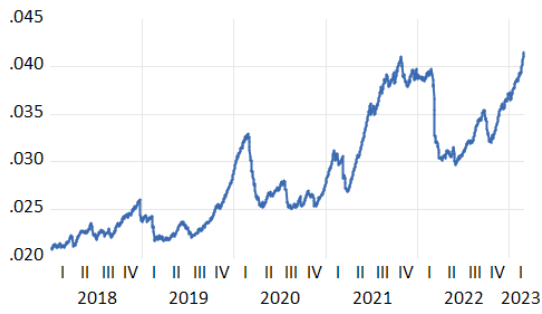
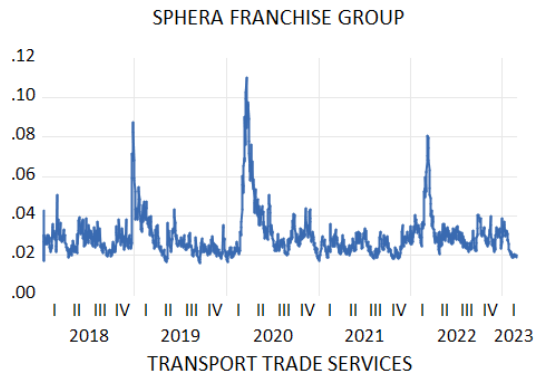
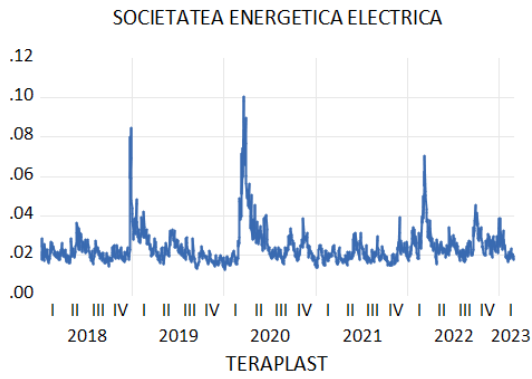
---

<sup>13</sup> 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.

Grafic 26 Rezultate pentru specificatia CaViaR

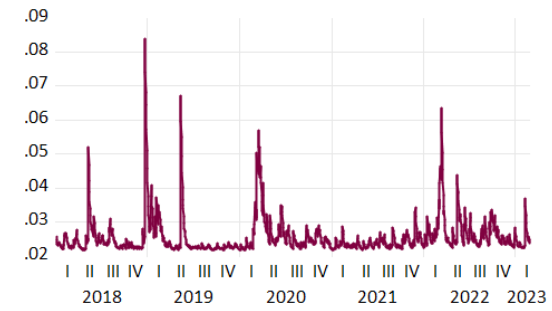
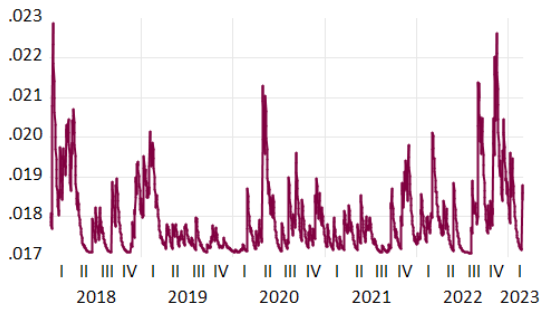
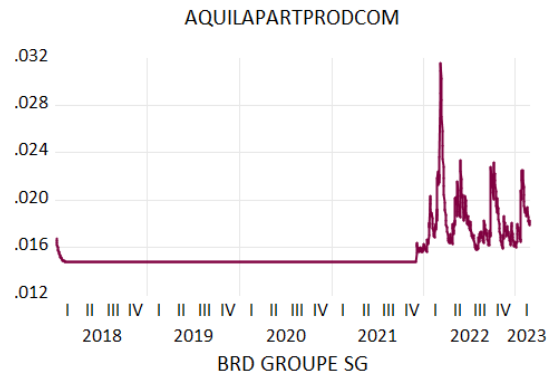
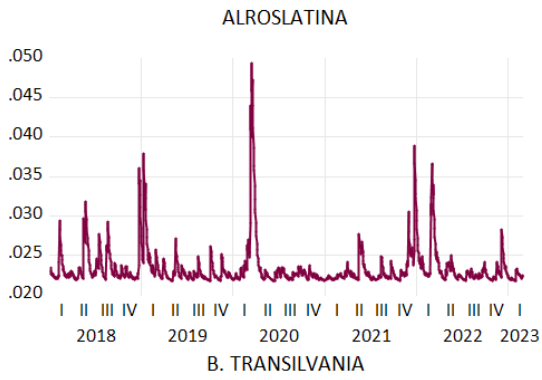




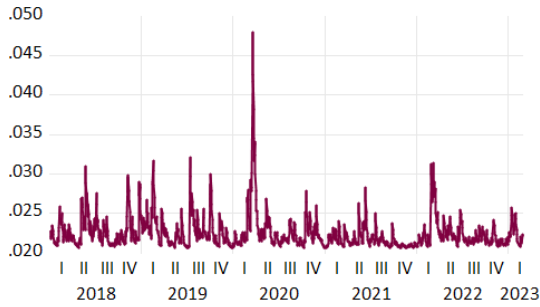


Sursa: Prelucrare ASF

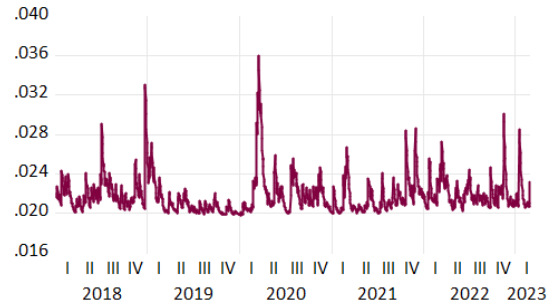
Grafic 27 Rezultate pentru specificatia CaViaR



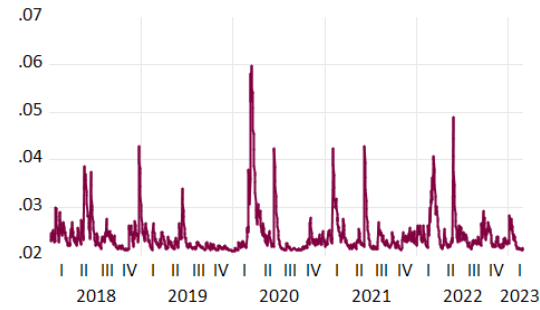
BURSA DE VALORI BUCHAREST



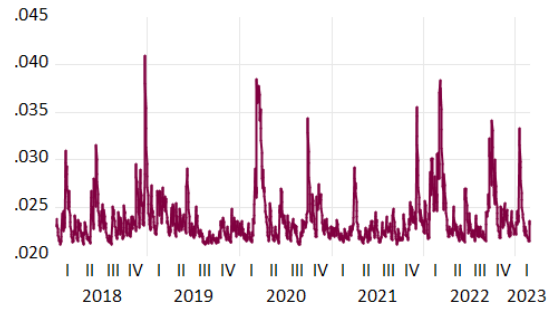
CNTEE TRANSELECTRICA BUCURESTI



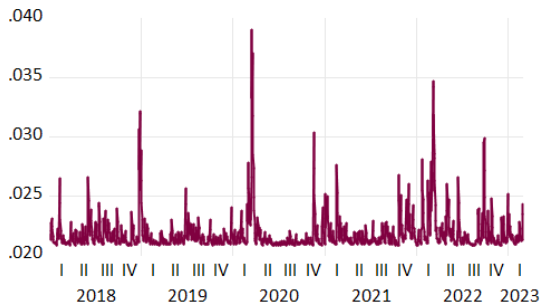
CONPET PLOIESTI



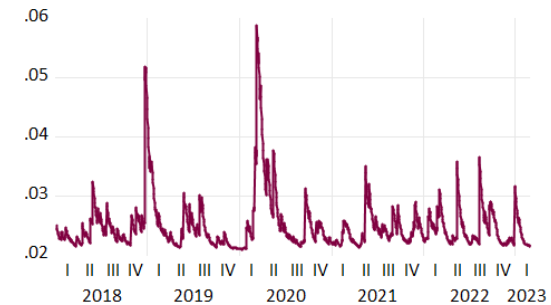
DIGI COMMUNICATIONS NV



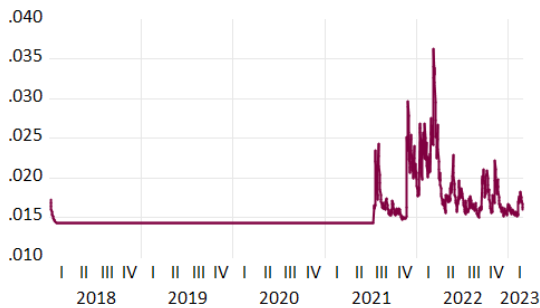
MEDLIFE



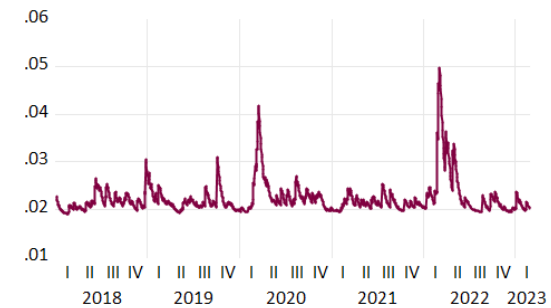
OMV PETROM

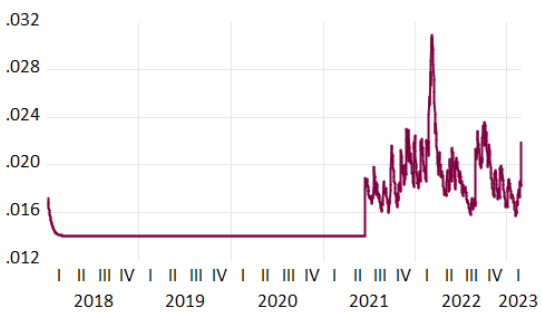
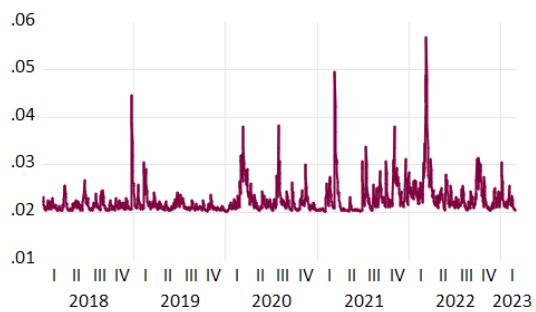
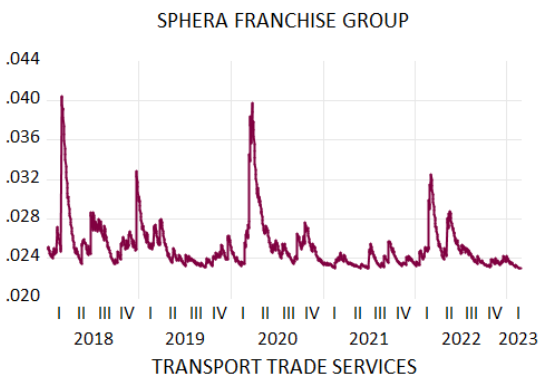
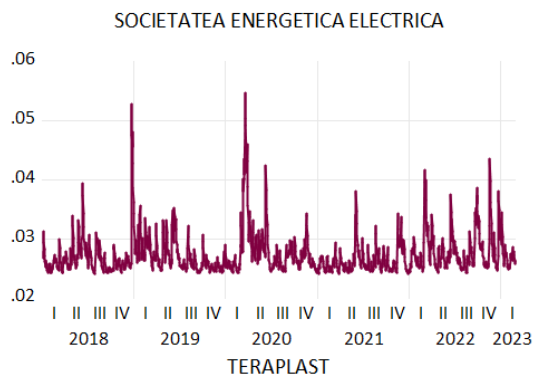
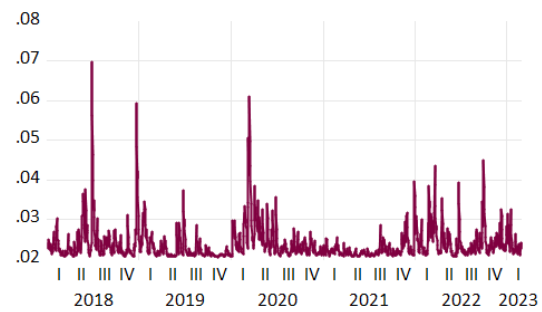
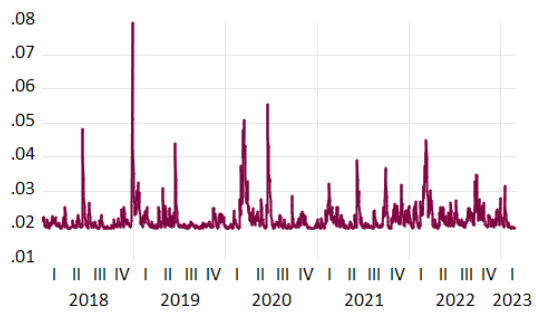
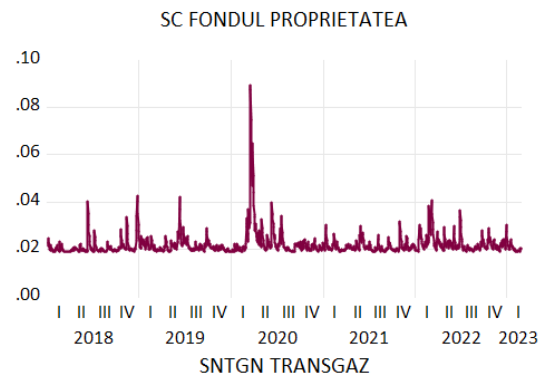
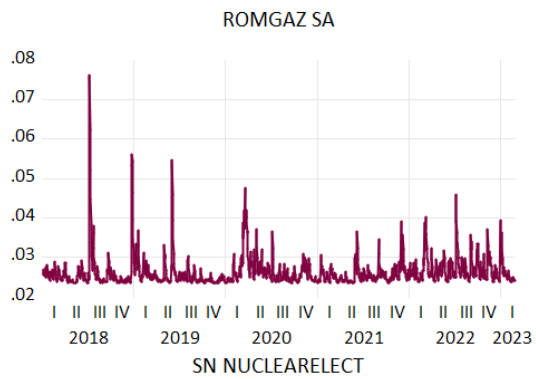


ONE UNITED PROPERTIES



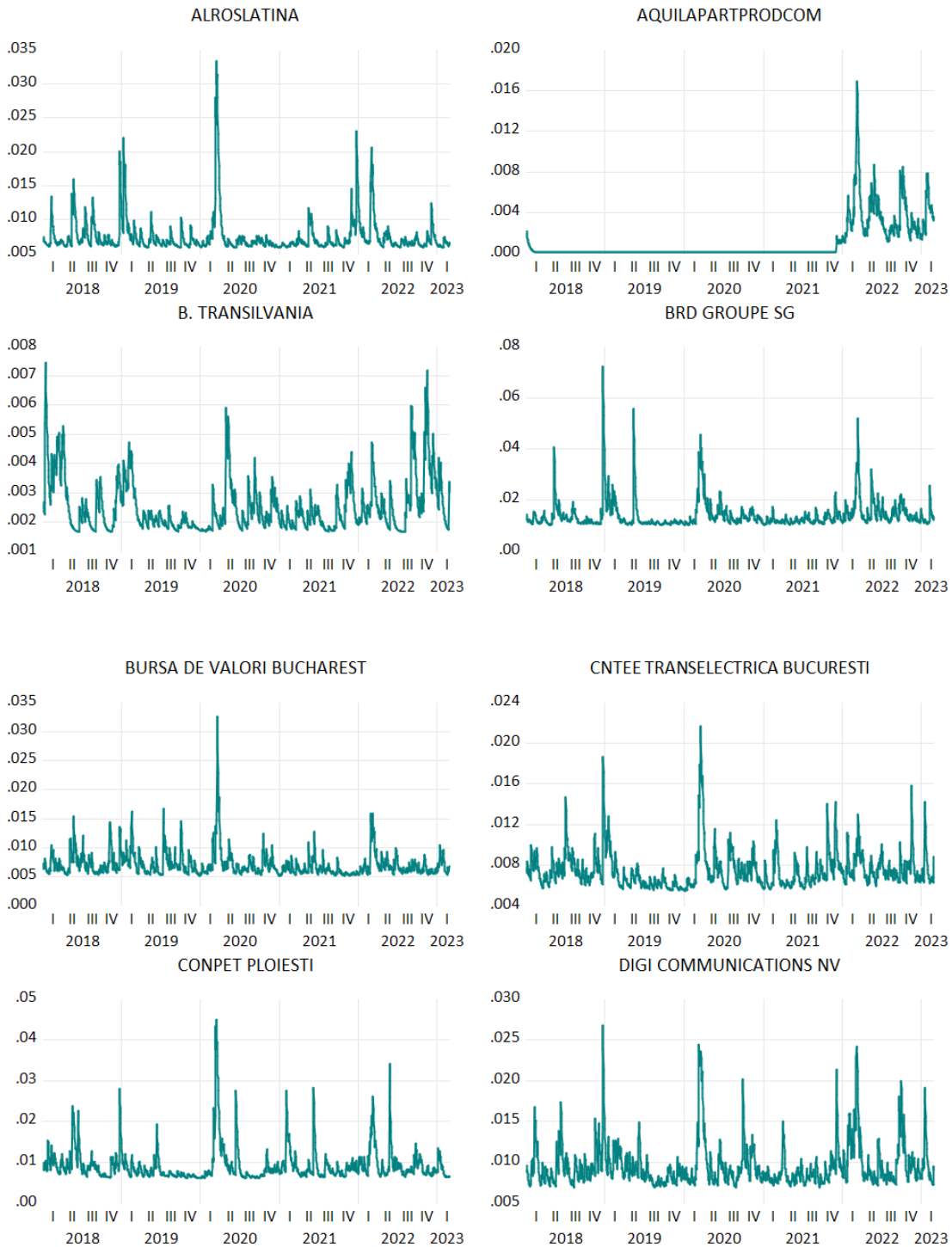
PURCARI WINERIE SPCL



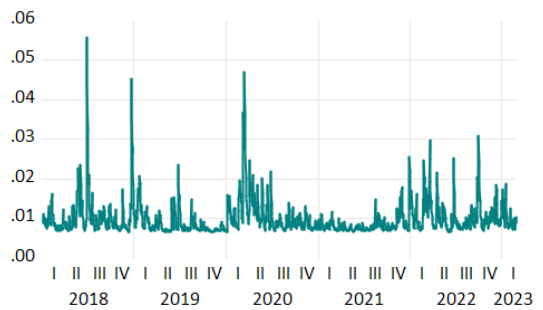
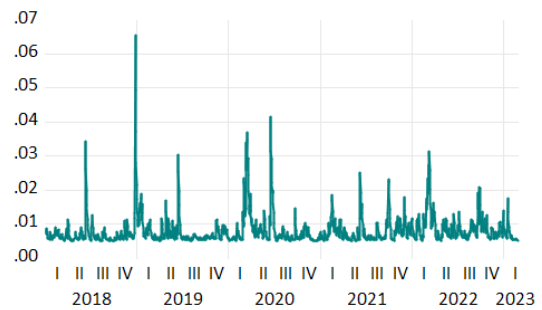
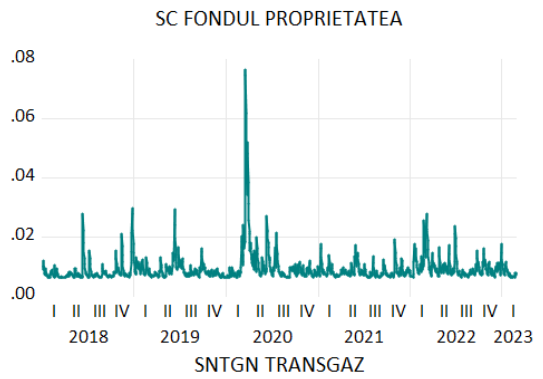
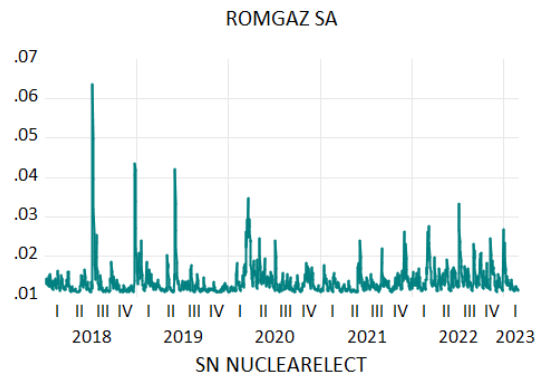
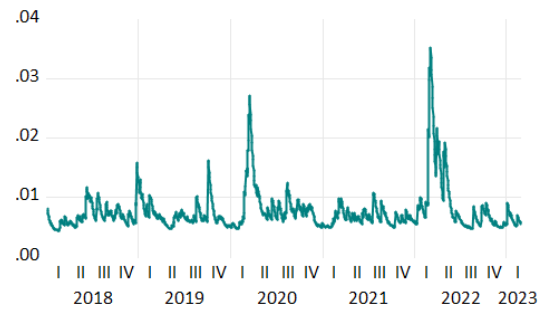
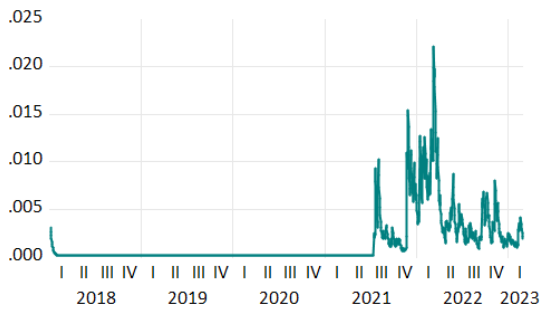
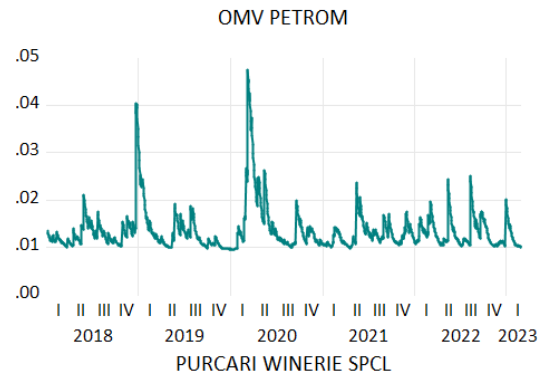
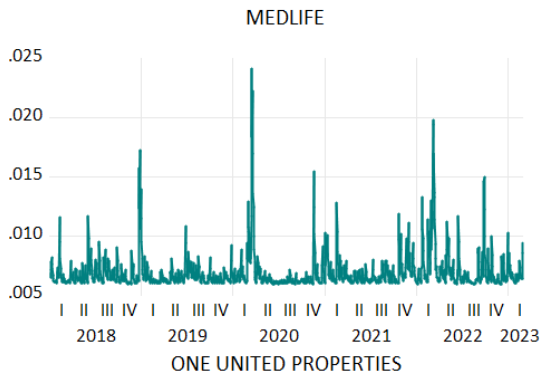


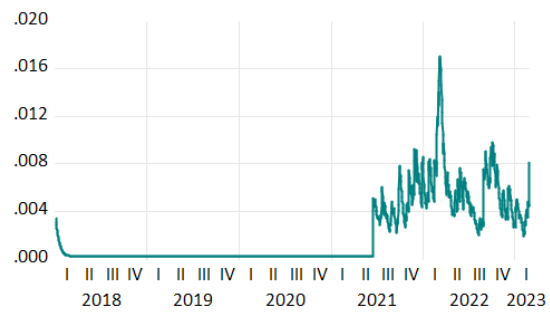
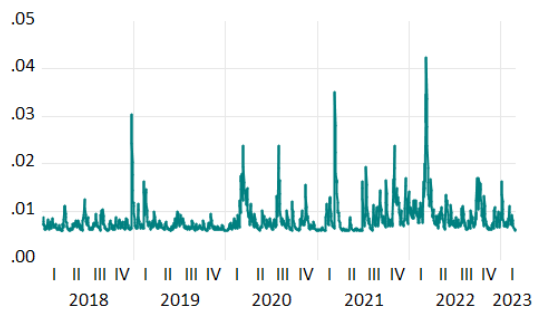
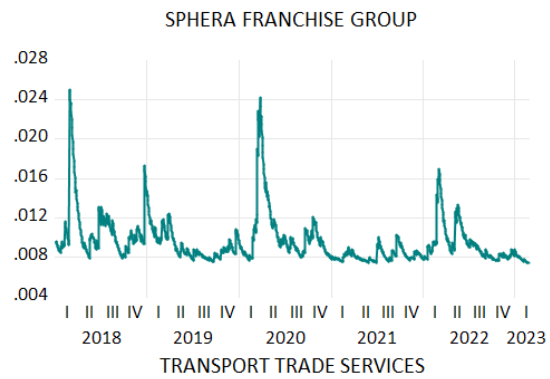
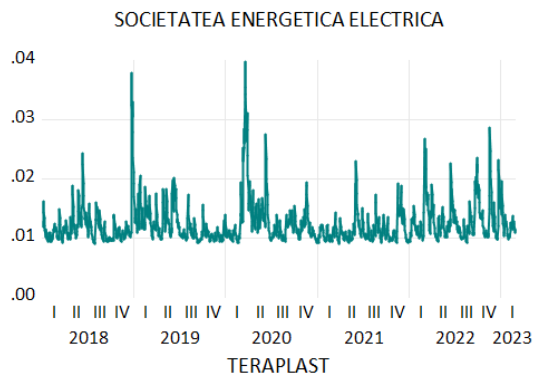
Sursa: Prelucrare ASF

Grafic 28 Rezultate pentru specificatia delta CoVaR



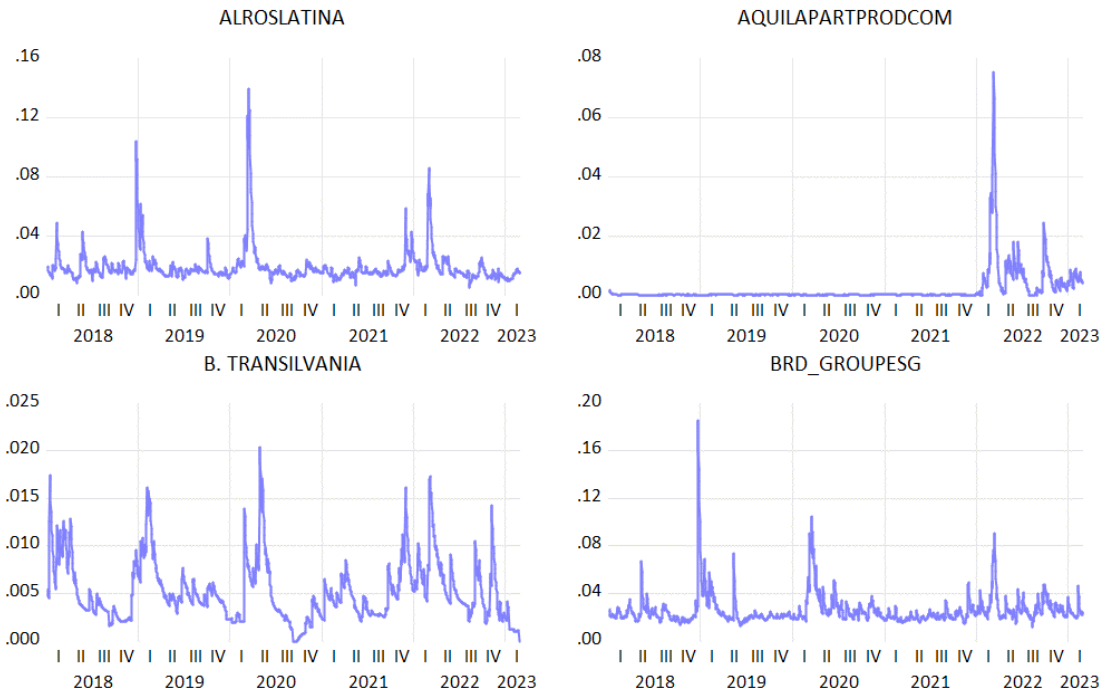




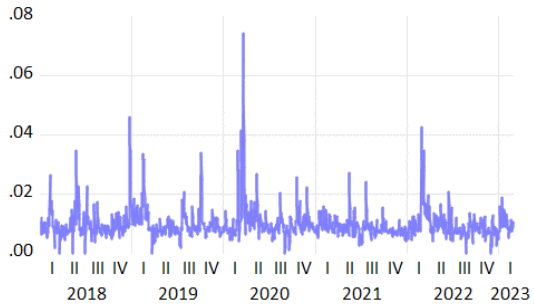


Sursa: Prelucrare ASF

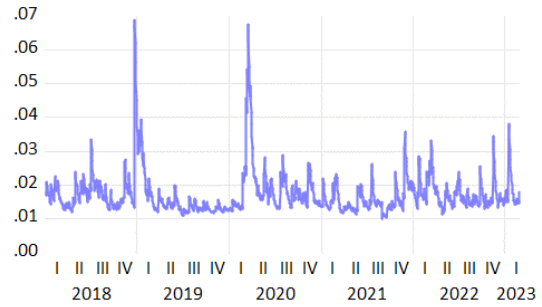
Grafic 29 Rezultate pentru specificatia MES



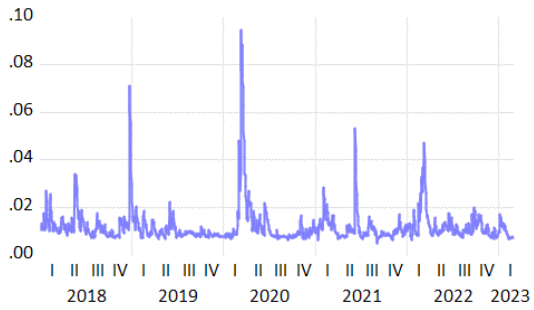
BURSA DE VALORI BUCHAREST



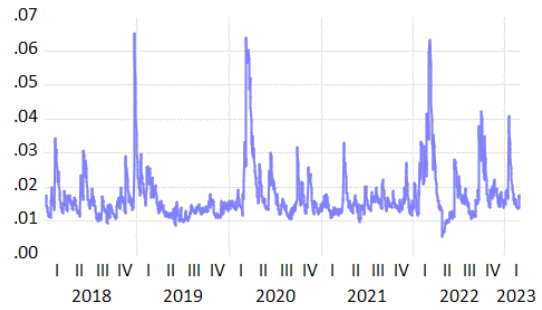
CNTEE TRANSELECTRICA BUCURESTI



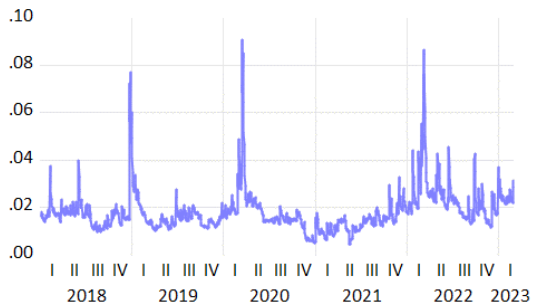
CONPET PLOIESTI



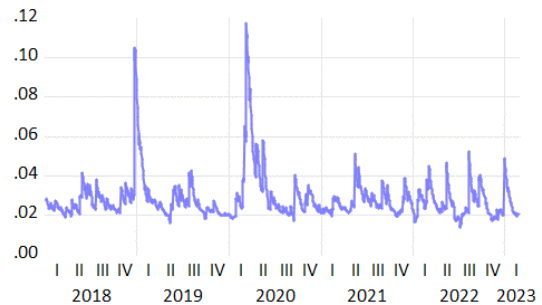
DIGI COMMUNICATIONS NV



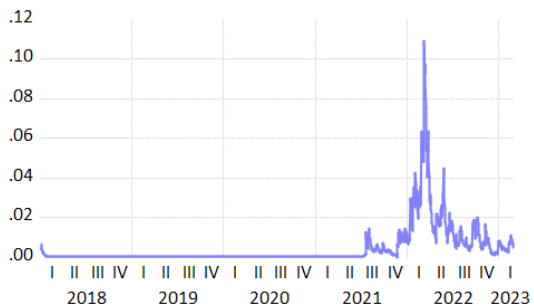
MEDLIFE



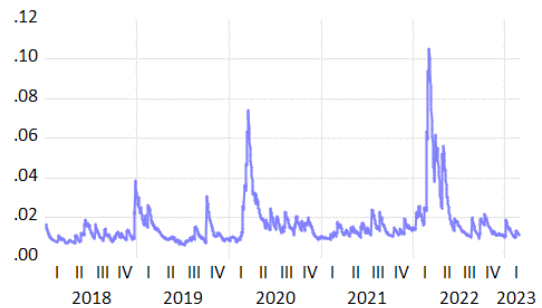
OMV PETROM

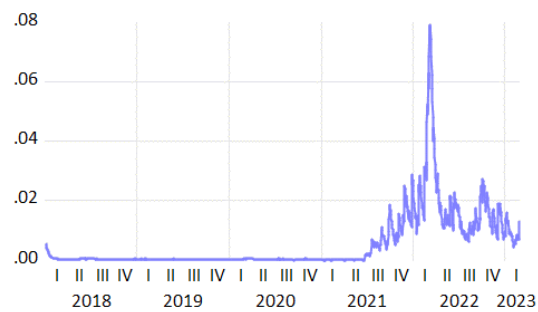
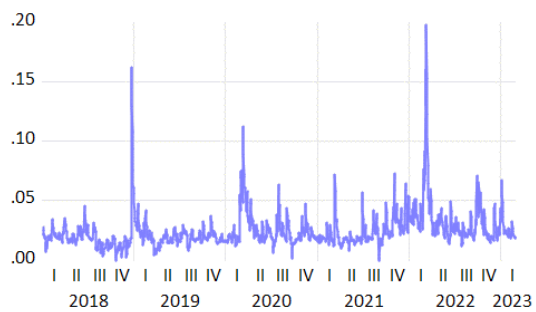
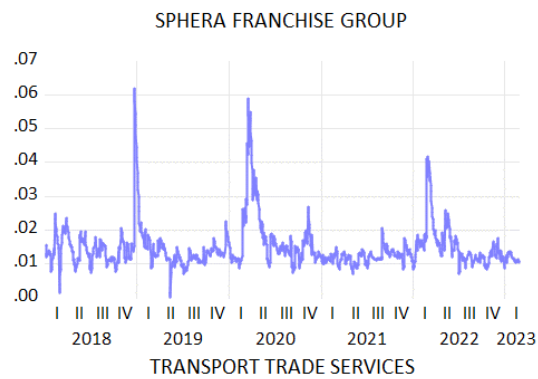
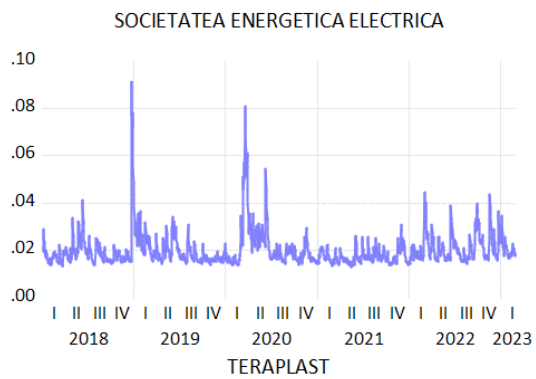
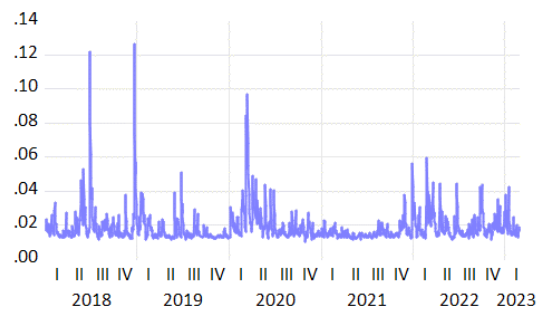
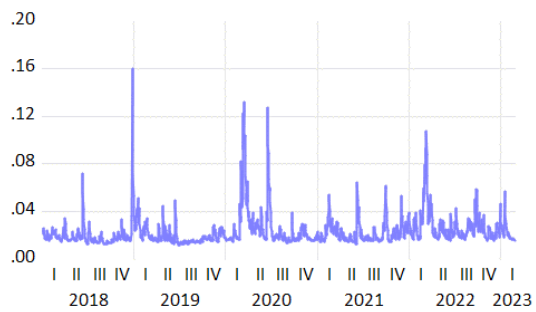
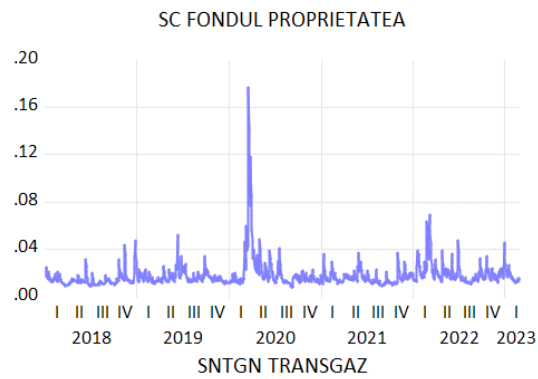
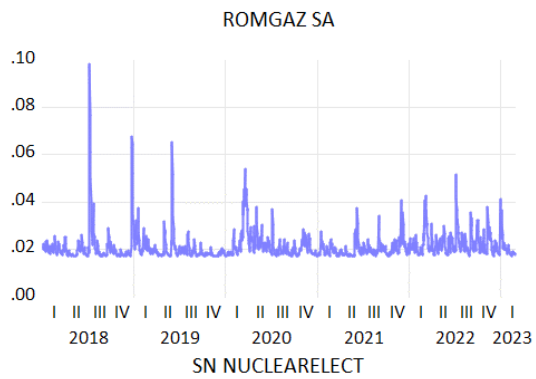


ONE UNITED PROPERTIES



PURCARI WINERIE SPCL





Sursa: Prelucrare ASF

Graficele 28 și 29 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 figurile din graficul 28. 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.

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 figurile furnizate în graficul 29) 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 29 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 dinamici 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 simultaneitate 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.

Astfel, 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*, atât pentru luna septembrie 2022, cât și pentru restul trimestrului patru, în ciuda faptului că acestea nu sunt prezentate grafic la acest punct.

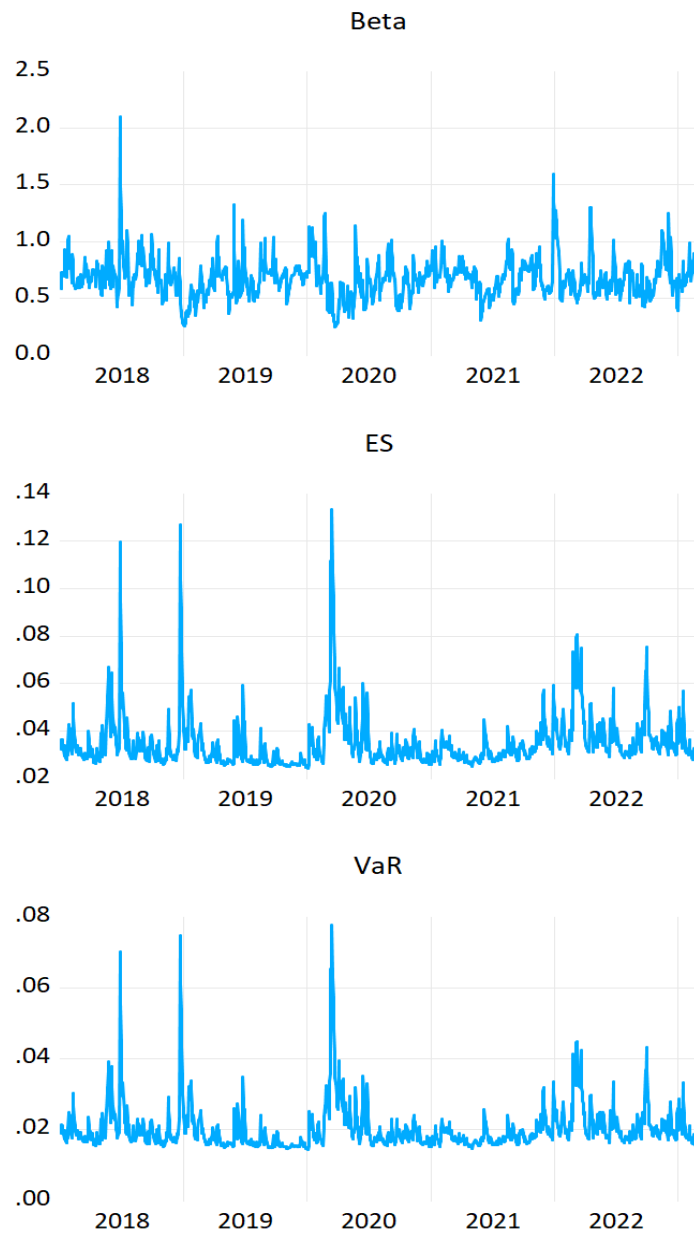
În continuare, graficul 30 prezintă sintetic valorile medii obținute pentru fiecare măsură de risc și are rolul de a concluziona rezultatele obținute anterior. Aceasta prezintă atât principalele măsuri de risc sistemic folosite ca specificații de bază, cât și măsurile de risc utilizate ca teste de robustețe 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).

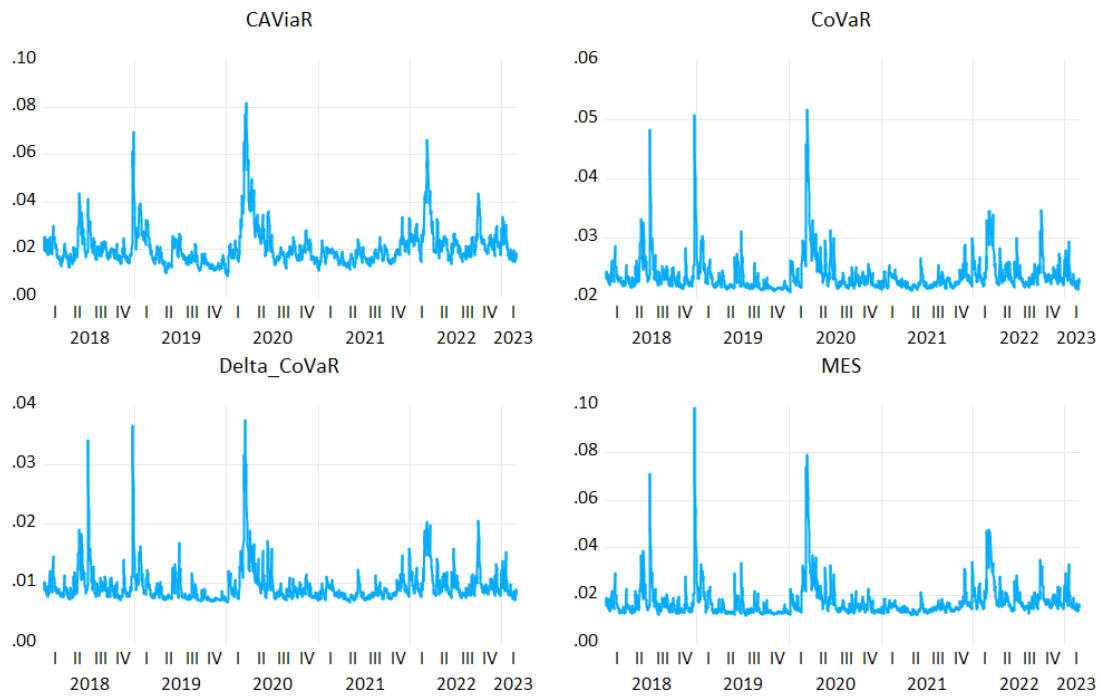
În medie, pentru măsura CaViaR obținem cele mai mari valori în perioadele: decembrie 2018, martie – aprilie 2020, decembrie – martie 2022 și finalul lunii septembrie 2022. Pentru măsura CoVaR, momentele de referință sunt mai 2018, decembrie 2018, martie – aprilie 2020, februarie 2022 și septembrie 2022. Pentru specificația Delta CoVaR, cele mai mari rezultate sunt prezente la nivelul lunilor: mai 2018, decembrie - ianuarie 2018, martie – aprilie 2020, februarie – martie 2022, și septembrie 2022. În cele din urmă, pentru modelul MES, observăm aceeași dinamică ce indică pentru trimestrul patru al anului 2022, concentrări de risc la nivelul lunii septembrie. Astfel, putem concluziona două aspecte principale. În primul rând, independent de măsura de risc sistemic utilizată se observă momente de creștere a riscului 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 2022, se remarcă faptul că dinamica riscului sistemic prezintă tipare consistente de expansiune.

Grafic 30 Valorile medii pentru masurile de risc







Sursa: Prelucrare ASF

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 30 este vizibil faptul că pentru trimestrul patru al anului 2022 obținem o dinamică similară și cu ajutorul măsurilor de risc utilizate pentru testarea robusteții, în special pentru *Expected Shortfall*.

## 2.4. 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 – decembrie 2022**. 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 investiții<sup>14</sup> din care fac parte, astfel:

Număr fonduri de investiții parte din strategia investițională		
Titluri de credit (Fond Obligațiuni) <sup>15</sup>	FO	21
Titluri de capital (Fond Acțiuni) <sup>16</sup>	FA	16
Absolute return <sup>17</sup>	AR	1
Multi-active defensive <sup>18</sup>	MAD	3
Multi-active echilibrate <sup>19</sup>	MAE	7
Multi-active agresive <sup>20</sup>	MAA	4
Multi-active flexible <sup>21</sup>	MAF	23
Alte fonduri <sup>22</sup>	AF	9

Pentru măsurarea indicatorilor Sharpe și Sortino se vor urmări următoarele praguri:

- Între 0 – 1 - investiția este considerată slabă;
- Între 1 – 1,99 - investiția este considerată acceptabilă spre bună;
- Între 2 – 2,99 - investiția este considerată foarte bună;
- Mai mare de 3 - investiția este considerată excelent.

<sup>14</sup> Conform clasificării EFC (European Fund Classification), sistem paneuropean de clasificare a fondurilor de investiții dezvoltat de EFCF (European Fund Categorization Forum) - grup de lucru al EFAMA.

<sup>15</sup> Expunere >80% pe obligațiuni. Maximum 20% expunere în numerar în casierie, iar investițiile în alte active nu trebuie să depășească 10%.

<sup>16</sup> Expunere >85% pe acțiuni.

<sup>17</sup> Fondurile care sunt astfel clasificate conform prospectului.

<sup>18</sup> Expunere <35% pe instrumente cu venit variabil.

<sup>19</sup> Expunere între 35% și 65% pe instrumente cu venit variabil.

<sup>20</sup> Expunere >65% pe instrumente cu venit variabil.

<sup>21</sup> Fără limite pe categorii de active.

<sup>22</sup> Nu se încadrează în nicio categorie de mai sus.

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 anul 2022, cele mai bune randamente raportate la riscul asumat au fost înregistrate în trimestrul IV.**

### Indicatorul Sharpe

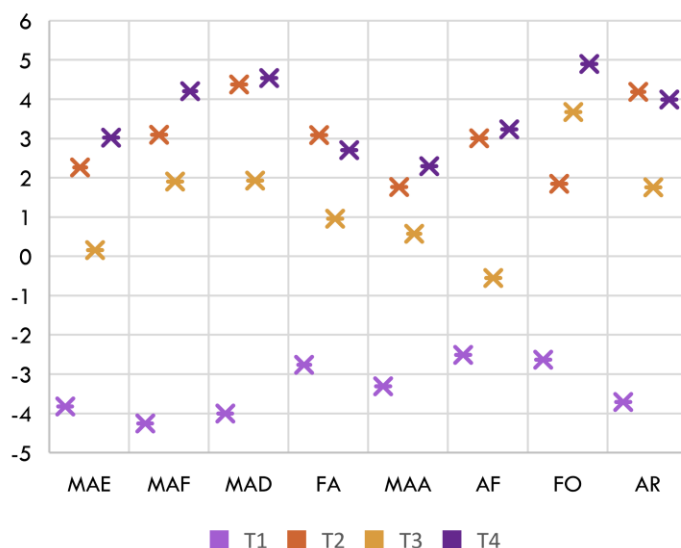
**Indicatorul Sharpe** este definit ca prima de risc<sup>23</sup> a activului/portofoliului împărțită la riscul acestuia. Mai exact, Sharpe măsoară performanța netă la riscul total asumat. Cu cât este mai mare valoarea Sharpe, cu atât este mai atractiv randamentul ajustat la risc.

Formula de calcul:

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

unde **R<sub>x</sub>** reprezintă rentabilitatea așteptată a portofoliului, **R<sub>f</sub>** reprezintă rata de rentabilitate a activului fără risc și **StdDev R<sub>x</sub>** este abaterea standard a randamentului portofoliului (sau volatilitatea).

Grafic 31 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

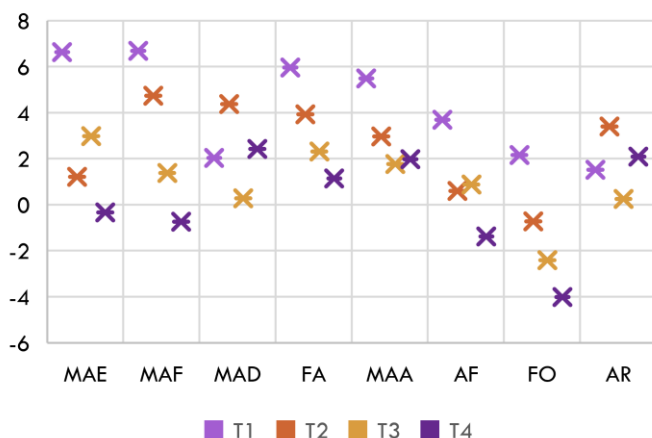
<sup>23</sup> Prima de risc reprezintă o compensație pentru riscul sistematic, care nu poate fi eliminat prin diversificare.

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.

Sursa: Calcule ASF

Grafic 32 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 33 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.

*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.

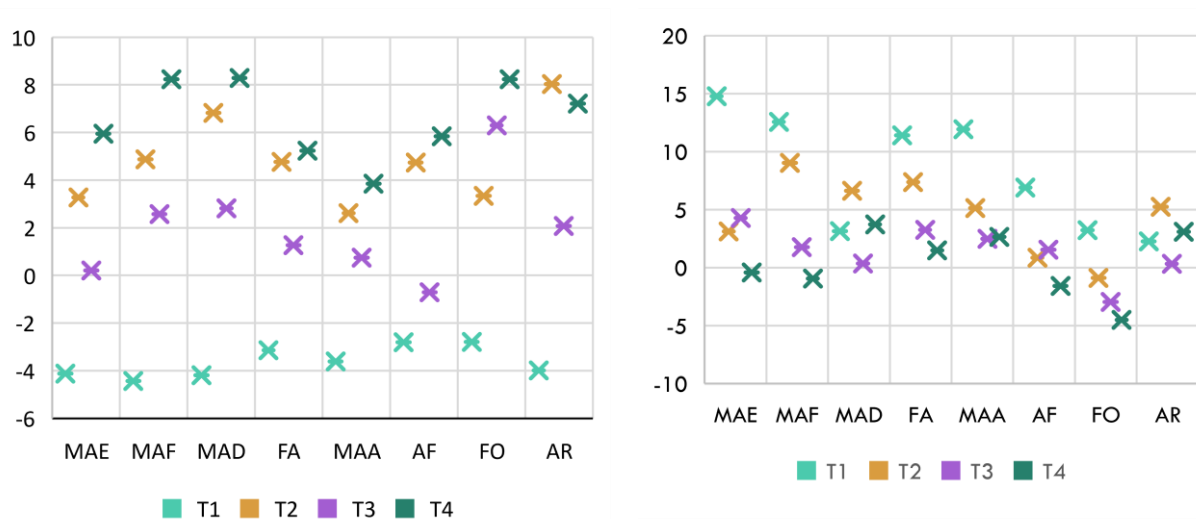
Pentru investitori, un indicator Sortino ridicat evidențiază fondurile care au avut performanțe bune, rămânând în același timp reziliente în timpul scăderilor pieței.

Formula de calcul:

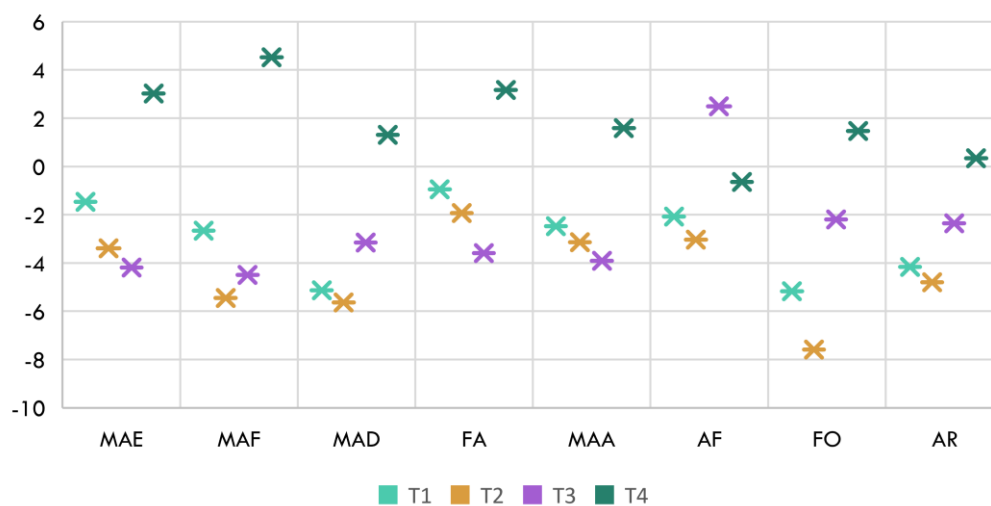
$$\text{Indicatorul Sortino} = \frac{(R_p - R_f)}{\sigma_d}$$

unde **R<sub>p</sub>** reprezintă randamentul portofoliului, **R<sub>f</sub>** reprezintă rata fără risc și **σ<sub>d</sub>** este deviația standard negativă.

Grafic 34 Indicatorii Sortino calculați trimestrial pe strategie investițională pentru 2020 și 2021



Grafic 35 Indicatorii Sortino calculați trimestrial pe strategie investițională 2022



Sursa: Calcule ASF

Se observă o îmbunătățire a indicatorului Sortino pentru trimestrul IV ca urmare a atenuării riscurilor externe și a temperării volatilității pieței de capital.

### 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:

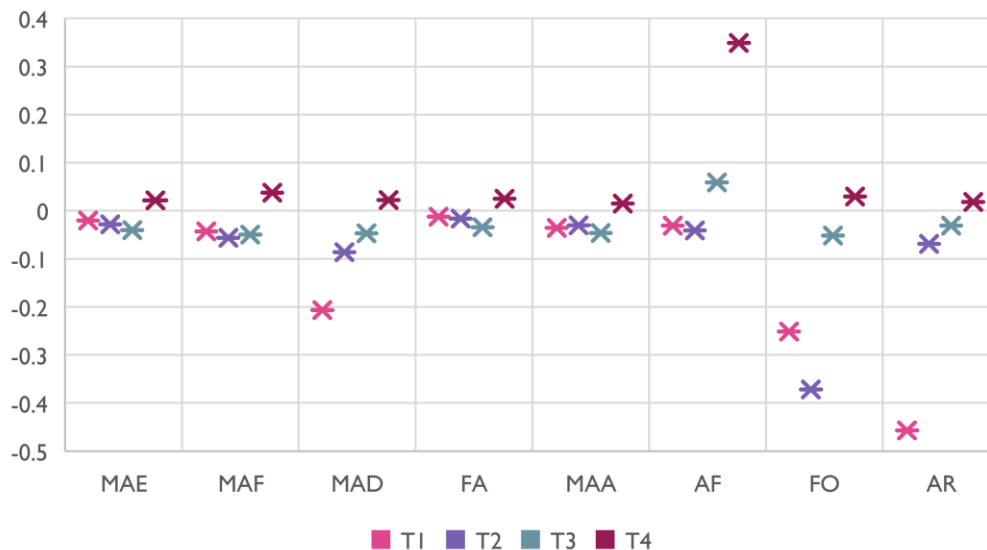
$$\text{Indicatorul Treynor} = \frac{(R_p - R_f)}{\beta_p}$$

unde **R<sub>p</sub>** reprezintă randamentul portofoliului, **R<sub>f</sub>** reprezintă rata fără risc și **β<sub>p</sub>** este beta portofoliu.

Grafic 36 Indicatorii Treynor calculați trimestrial pe strategie investițională pentru 2020 și 2021



Grafic 37 Indicatorii Treynor calculați trimestrial pe strategie investițională 2022



Sursa: Calcule ASF

Se observă o îmbunătățire a indicatorului Treynor pentru trimestrul IV ca urmare a atenuării riscurilor externe și a temperării volatilității pieței de capital.

### 3. Piața primară și emitenți

Conform documentelor aprobate de ASF, ofertele publice de vânzare primare din perioada ianuarie – decembrie 2022 au fost în valoare totală de aproximativ 832 milioane lei. Ofertele publice de cumpărare derulate în aceeași perioadă au însumat 864,6 milioane lei.

În anul 2022, un număr de 11 companii noi au listat pachete de acțiuni la BVB pe piața SMT. Dintre acestea, 9 au fost listări tehnice, fără ofertă inițială, și 2 prin ofertă publică, oferte a căror valoare a fost de aproximativ 3,9 milioane EUR. De asemenea, au avut loc 31 emisiuni de obligațiuni și titluri de stat listate la BVB în valoare totală de aproximativ 2,025 miliarde EUR.

#### 3.1. Oferte publice

##### Oferte publice primare de vânzare

Valorile mobiliare sunt oferite publicului sau admise la tranzacționare numai după publicarea unui prospect aprobat de 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 anul 2022, au fost aprobate următoarele prospecte aferente ofertelor publice primare de vânzare de acțiuni:

Tabel 7 Oferte publice de vânzare primare în perioada 01.01.2022 - 30.12.2022 (conform documentelor aprobate de ASF)

Emitent	Volum (acțiuni vândute)	Valoare (lei)	Piața acțiunilor/ Segment
ALDANI MASTER CAPITAL S.A. Cluj - Napoca	65.361	163.402,5	SMT
IPROEB S.A. Bistrița	77.668.606	23.300.581,8	SMT
TRANSCOM S.A. București	28.450.806	2.845.080,6	SMT
SIMTEL TEAM S.A. București	686.267	12.489.647,6	SMT
HOLDE AGRI INVEST S.A. București	10.288.970	16.976.800,5	SMT
SOMETRA S.A. Copșa Mică	32.000.608	80.001.520	SMT
ONE UNITED PROPERTIES S.A. București	50.021.464	62.526.830	Principal
IOR S.A. București	60.504.364	6.050.436,4	SMT
Lactate Natura S.A. Târgoviște	8.000.000	10.002.692,7	SMT
CEMACON S.A. Cluj - Napoca	429.656.885	64.448.532,75	Principal
ELECTROCONSTRUCȚIA ELCO S.A. Alba-Iulia	1.454.806	247.317,02	SMT
CONTACTOARE S.A. Buzău	10.421.559	26.053.897,5	SMT
OMV Petrom S.A.	4.460.956.331	446.095.633,1	Principal
Romcab S.A. Cluj - Napoca	619.601.147	61.960.114,7	Principal
Transporturi Auto Giulești S.A.	2.118.800	5.297.000	SMT



Emitent	Volum (acțiuni vândute)	Valoare (lei)	Piața acțiunilor/ Segment
București Sinterom S.A. Cluj - Napoca	1.867.819	14.008.642,5	SMT
TOTAL	-	832.468.129,67	-

Sursa: ASF

Pentru aceste prospecte s-a realizat procedura impusă de dispozițiile art. 21 alin. (5) teza I și teza II<sup>24</sup> 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 autorității<sup>25</sup> și au 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.

Un număr de 7 emitenți au ales să deruleze astfel de oferte, scopul achiziției propriilor acțiuni fiind răscumpărarea în vederea diminuării capitalului social, iar o a 8-a ofertă fiind derulată de un investitor care dorea să achiziționeze 7% din capitalul social al emitentului.

Tabel 8 Oferte publice de cumpărare derulate în perioada 01.01.2022 – 30.12.2022 (conform documentelor aprobate de ASF)

Emitent/Ofertant	Volum (acțiuni cumpărate)	Valoare (lei)
SIF OLTENIA S.A. Craiova/ Behboud Madadi	958.119	1.916.238
CHIMCOMPLEX S.A. Borzești/ CHIMCOMPLEX S.A. Borzești	900.000	20.880.000
FONDUL PROPRIETATEA S.A. București/ FONDUL PROPRIETATEA S.A. București	325.000.000	711.750.000
SIF OLTENIA S.A. Craiova/ SIF OLTENIA S.A. Craiova	25.000.000	62.500.000
SIF MUNTENIA S.A. București/SIF MUNTENIA S.A. București	23.539.356	37.662.969,6
PREBET S.A. Aiud/PREBET S.A. Aiud	3.644.243	6.741.849,55
CHIMCOMPLEX S.A. Borzești/ CHIMCOMPLEX S.A. Borzești	1.000.000	23.200.000
Evergent Investments S.A./Evergent Investments S.A.	19.625.000	27.671.250

<sup>24</sup> „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>

<sup>25</sup> <https://www.asfomania.ro/ro/a/2374/prospectele/amendamentele/certIFICATELE-PENTRU-OFERTELE-DE-VANZARE-APROBATE-DE-A.S.F.-IN-2022>

Emitent/Ofertant	Volum (acțiuni cumpărate)	Valoare (lei)
<b>TOTAL</b>	-	<b>892.322.307,15</b>

Sursa: ASF

Totodată, pe parcursul anului 2022, a fost aprobată și oferta publică de preluare obligatorie a emitentului Prebet SA, a cărei valoare a fost de 14.412.286 lei.

### 3.2. Alte operațiuni speciale/ Alte evenimente corporative

Pe parcursul anului au fost aprobate următoarele demersuri privind alte evenimente corporative:

- un prospect de admitere a 8.524 obligațiuni emise de Libra Internet Bank S.A., valoare împrumutului fiind de 4.262.000 euro;
- un prospect de bază aferent programului de emisiune de obligațiuni al societății UniCredit Bank S.A.;
- un anunț aferent inițierii procedurii de retragere a acționarilor societății Trameco SA Oradea în baza dispozițiilor art. 44 din Legea nr. 24/2017.

Potrivit legislației, ca urmare a derulării unei oferte publice de cumpărare adresate tuturor acționarilor și pentru toate deținerile acestora, în termen de 3 luni de la data închiderii ofertei publice, ofertantul are dreptul să solicite acționarilor care nu au subscris în cadrul ofertei să îi vândă respectivele acțiuni, la un preț echitabil, în situația în care acesta se află în una dintre următoarele situații:

a) deține acțiuni reprezentând cel puțin 95% din numărul total de acțiuni din capitalul social care conferă drept de vot și cel puțin 95% din drepturile de vot ce pot fi efectiv exercitate;

b) a achiziționat, în cadrul ofertei publice de cumpărare adresate tuturor acționarilor și pentru toate deținerile acestora, acțiuni reprezentând cel puțin 90% din numărul total de acțiuni din capitalul social care conferă drept de vot și cel puțin 90% din drepturile de vot vizate în cadrul ofertei.

- retrageri de la tranzacționare de pe sistemul multilateral de tranzacționare administrat de BVB având în vedere declanșarea falimentului/finalizarea procedurii instituite în baza dispozițiilor art. 44 din Legea nr. 24/2017/ca urmare a hotărârii acționarilor, după răscumpărarea acțiunilor deținute de acționarii care nu au fost de acord cu adoptarea acestei hotărâri pentru următoarele societăți:

Tabel 9 Retrageri de la tranzacționare

Emitent	Temeiul retragerii de la tranzacționare
NAPOCHIM S.A. Cluj - Napoca	Hotărâre AGEA
AMPLO S.A. Ploiești	Hotărâre AGEA
PARC S.A. Caracal	Hotărâre AGEA
CONSTRUCTII MONTAJ S.A. Crișeni	Declanșarea falimentului
ATLAS S.A. GALAȚI	Declanșarea falimentului
ICSIM S.A. București	Finalizarea procedurii instituite în baza art. 44
SCTB S.A.	Declanșarea falimentului
IFMA S.A. București	Finalizarea procedurii instituite în baza art. 44

Emitent	Temeiul retragerii de la tranzacționare
ICMRS S.A. Galați	Declanșarea falimentului
REGAL S.A. Galați	Hotărâre AGEA
DAN STEEL GROUP BECLEAN S.A. Bistrița - Năsăud	Declanșarea falimentului
MECANOENERGETICA S.A. Dr. Turnu Severin	Declanșarea falimentului
AURORA S.A. Tg. Frumos	Hotărâre AGEA
TRAMECO S.A. Oradea	Finalizarea procedurii instituite în baza art. 44
LACTAG S.A. Costești	Declanșarea falimentului
CONSTRUCȚII BIHOR S.A. Oradea	Hotărâre AGEA
PRAHOVA ESTIVAL S.A. Neptun	Declanșarea falimentului
FIRM RECOM S.A. București	Hotărâre AGEA

Sursa: ASF

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 emis 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 122 certificate după cum urmează:

Tabel 10 Numărul de Certificate de Înregistrare a Valorilor Mobiliare pe tipuri de operațiuni, emise în perioada 01.01.2022 – 31.12.2022

Tip operațiune	Număr Certificate de Înregistrare a Instrumentelor Financiare
Majorarea capitalului social	56
Diminuarea capitalului social	14
Obligațiuni	16
Societăți (acțiuni) nou admise la tranzacționare pe SMT	11
Titluri de stat	15
Fuziune/divizare	2
Drepturi de preferință	2
Altele	6
<b>Total</b>	<b>122</b>

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 anul 2022, ASF a fost notificată cu privire la aprobarea a 44 astfel de prospecte (document unic sau documente separate) și a 101 de suplimente (amendamente) la prospectele deja aprobate, CSSF - Commission de Surveillance du Secteur Financier (Luxembourg) fiind autoritatea care a pașaportat cele mai multe documente.

La rândul ei, ASF, a notificat trei autorități din state membre (Austria, Ungaria și Polonia) în legătură cu aprobarea prospectului de bază întocmit de SSIF BRK Financial Group S.A. Cluj Napoca.

Pentru produsele structurate, în baza prospectelor notificate de Autoritatea statului membru de origine - FMA Austria și a termenilor finali comunicați, au fost emise:

- I. 69 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.

- II. 21 certificate de înregistrare a produselor structurate emise de Raiffeisen Centrobank AG Viena.

Certificatele emise de Raiffeisen Centrobank AG Viena sunt de tip Turbo Long cu active suport acțiuni (ex. SNGN Romgaz SA, OMV Petrom SA, Banca Transilvania SA, One United Properties, Evergent Investments SA, Erste Group Bank AG).

Totodată, Raiffeisen Centrobank AG Viena a emis și Warrante de tip Call cu active suport acțiuni (ex. Fondul Proprietatea SA, BRD Groupe Societe Generale SA, Electrica SA, Evergent Investments SA, Banca Transilvania SA, Societatea Națională de Gaze Naturale Romgaz SA, OMV Petrom SA).

### 3.4. Noi emitenți 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 sistem care administrează respectivul sistem multilateral de tranzacționare, aprobate de ASF.

Comparativ cu anul 2021, numărul societăților pentru care autoritatea a emis certificatele de înregistrare în vederea admiterii la tranzacționare pe sistemul multilateral de tranzacționare s-a diminuat (20 certificate în 2021 și 11 certificate în 2022).

Certificatele din 2022 au fost emise pentru următoarele societăți:

- I. Holdingrock1 SA (actuala Roca Industry Holdingrock1 SA) – simbol ROC1, obiect de activitate: activități ale holdingurilor;

- II. ABN INTERNATIONAL SYSTEMS - simbol ABN, obiect de activitate: comerț cu ridicata de componente și echipamente electronice și de telecomunicații;
- III. DN AGRAR GROUP SA – simbol DN, obiect de activitate: activități de consultanță pentru afaceri și management;
- IV. DR. FISCHER DENTAL SA – simbol DENT, obiect de activitate: fabricarea de dispozitive, aparate și instrumente medicale stomatologice;
- V. GRUP SERBAN HOLDING SA – simbol GSH, obiect de activitate: activități ale holdingurilor;
- VI. 2B INTELLIGENT SOFT SA – simbol BENTO, obiect de activitate: activități de realizare a soft-ului la comanda (software orientat client);
- VII. BRIKSTON CONSTRUCTION SOLUTIONS SA – simbol BKS, obiect de activitate: fabricarea cărămizilor, țiglelor și altor produse pentru construcții, din argilă;
- VIII. CHROMOSOME DYNAMICS SA – simbol CHR, obiect de activitate: comerț cu amănuntul prin intermediul caselor de comenzi sau prin Internet;
- IX. SIPEX COMPANY SA – simbol SPX, obiect de activitate: comerț cu ridicata al materialului lemnos și a materialelor de construcție și echipamentelor sanitare;
- X. STK PROPERTIES SA - simbol STKP, obiect de activitate: dezvoltare (promovare);
- XI. META ESTATE TRUST SA – simbol MET, obiect de activitate: activități ale holdingurilor.

Exceptând societățile ABN International System SA și META ESTATE TRUST SA, care au derulat în perioada 2021-2022 și, respectiv, 2022 o ofertă publică inițială de vânzare de acțiuni, niciuna dintre celelalte societăți nu a derulat o oferta de vânzare în baza unui prospect de ofertă aprobat de ASF, admiterea fiind una tehnică, precedată de desfășurarea de plasamente private.

### Emitenții de instrumente cu venit fix

În cursul anului, pe cele două piețe administrate de BVB (piața principală și SMT), au avut loc următoarele emisiuni de instrumente cu venit fix (15 corporative, una municipală și 15 titluri de stat):

Tabel 11 Situația emisiunilor cu venit fix

Emitent	Valoare EUR *	Moneda	Dobândă	Scadența	Segment
Elefant Online S.A.	3,56 mil.	RON	9%	26.11.2026	SMT
INOX S.A.	1 mil.	EUR	8%	08.09.2024	SMT
LIFE IS HARD SA	918 mii	RON	8%	23.12.2025	SMT
OMRO IFN	2 mil.	RON	9,5%	01.02.2027	SMT
Banca Comercială Română SA	71,7 mil.	RON	6,76%	31.03.2027	Principal
Municipiul București	113,265 mil.	RON	7,33%	19.04.2032	Principal
Ministerul Finanțelor Publice	188 mil.	RON	4,75%	06.04.2023	Principal
Ministerul Finanțelor Publice	40,5 mil.	RON	5,50%	06.04.2025	Principal
Ministerul Finanțelor Publice	110,6 mil.	EUR	1,20%	06.04.2023	Principal
Ministerul Finanțelor Publice	60,9 mil.	EUR	1,60%	06.04.2024	Principal
CRAMA LA SALINA SA	2 mil.	EUR	8%	10.12.2026	SMT
Banca Comercială Română SA	143,3 mil.	RON	9,079%	14.06.2027	Principal
Raiffeisen Bank SA	107,14 mil.	RON	8,927%	15.06.2027	Principal
Ministerul Finanțelor Publice	152,8 mil.	RON	7,20%	24.06.2023	Principal
Ministerul Finanțelor Publice	36,6 mil.	RON	7,80%	24.06.2025	Principal
Ministerul Finanțelor Publice	38,5 mil.	EUR	1,40%	24.06.2023	Principal
Ministerul Finanțelor Publice	65,4 mil.	EUR	2,30%	24.06.2024	Principal
Raiffeisen Bank SA	102 mil.	RON	8,92%	17.08.2027	Principal

Ministerul Finanțelor Publice	86,3 mil.	RON	8%	21.09.2025	Principal
Ministerul Finanțelor Publice	44,2 mil.	EUR	1,85%	21.09.2023	Principal
Ministerul Finanțelor Publice	76,3 mil.	EUR	2,65%	21.09.2024	Principal
UniCredit Bank SA	99,7 mil.	RON	9,07%	21.12.2027	Principal
Ministerul Finanțelor Publice	131,3 mil.	RON	7,65%	22.12.2023	Principal
Ministerul Finanțelor Publice	43 mil.	RON	8%	22.12.2025	Principal
Ministerul Finanțelor Publice	65,4 mil.	EUR	2,70%	22.12.2023	Principal
Ministerul Finanțelor Publice	97,3 mil.	EUR	3,70%	22.12.2024	Principal
GOLDEN FOODS SNACKS SA	1,1 mil.	EUR	9,5%	29.06.2025	SMT
Banca Comercială Română SA	68,16 mil.	RON	9,57%	06.10.2028	Principal
Ascendia SA	0,916 mil.	RON	10%	02.09.2027	SMT
Libra Internet Bank SA	4,262 mil.	EUR	6,50%	29.07.2032	Principal
Raiffeisen Bank SA	66,4 mil.	RON	9,404%	18.10.2027	Principal

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

### Emitenții de produse structurate

Începând cu 2012, în fiecare an, în primul semestru este aprobat prospectul de bază valabil 12 luni, aferent emisiunii de produse structurate, pentru emitentul SSIF BRK Financial Group. Prospectul de bază în legătură cu programul de emisiune de produse structurate a fost încărcat în platforma ESMA și notificat către autoritățile din Austria, Ungaria și Polonia. Ulterior, s-au încărcat în aceeași platformă, termenii finali cu privire la produsele individuale emise, în vederea tranzacționării pe piața reglementată din Viena.

În baza prospectului de bază, 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.

În baza prospectului și a termenilor finali, în cursul anului, au fost emise 101 certificate de înregistrare a produselor structurate emise de BRK FINANCIAL GROUP S.A., în vederea admiterii la tranzacționare la BVB (71 certificate) și pe piața reglementată din Viena (30 certificate).

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 anul 2021 au fost listate o serie de emisiuni de obligațiuni verzi pe piața reglementată a BVB, dintre care amintim: listarea emisiunii obligațiunilor verzi aferente **Raiffeisen Bank**, din data de 27 mai 2021, prin care compania a atras peste 400 milioane de lei; cea de a doua emisiune de obligațiuni verzi a **Raiffeisen Bank** a intrat la tranzacționare pe piața reglementată a BVB în data de 2 iulie 2021, prin care au fost atrase peste 1,2 miliarde lei; pe data de 19 octombrie 2021, **Banca Comercială Română** a debutat cu primele sale obligațiuni verzi pe piața reglementată a BVB, în valoare de 500 milioane de lei, iar în luna decembrie 2021, **Autonom Services** a listat emisiunea de obligațiuni corelate cu obiective de sustenabilitate pe piața reglementată a BVB în valoare de peste 48 de milioane de euro.

În cursul anului 2022, au fost înregistrate două noi emisiuni de obligațiuni verzi și două emisiuni de obligațiuni sustenabile:

**BCR a listat pe 22 iunie 2022 o a doua sa emisiune de obligațiuni verzi**, în valoare de 702 milioane lei, având simbolul bursier BCR27A. Obligațiunile de tip senior nepreferențiale ce urmează a fi listate, au o maturitate de 5 ani și o dobândă fixă anuală de 9,079%. De asemenea, acestea au primit un rating pe termen lung de BBB+ din partea agenției de rating Fitch. Această nouă emisiune de obligațiuni verzi se înscrie în demersurile băncii de aliniere la criteriile ESG.

**Raiffeisen Bank a listat pe 24 iunie 2022 o nouă emisiune de obligațiuni verzi la BVB** în valoare de 525 milioane de lei, reprezentând a treia emisiune de obligațiuni verzi a băncii. Obligațiunile sunt tranzacționate sub simbolul bursier RBRO27. Valoarea totală a celor trei emisiuni listate depășește 2 miliarde de lei. Obligațiunile verzi de tip senior nepreferențiale au o maturitate de 5 ani și o dobândă fixă anuală de 8,927%. Au fost vândute 1.000 de obligațiuni corporative, cu o valoare nominală de 525.000 lei.

Pe data de **31 august 2022, Raiffeisen Bank a listat prima sa emisiune de obligațiuni sustenabile la BVB**, în valoare de 500,85 milioane de lei. Obligațiunile sunt tranzacționate sub simbolul bursier RBRO27A pe Piața Reglementată a BVB. Obligațiunile sustenabile, de tip senior, eligibile, nepreferențiale, denumite în lei au o maturitate de 5 ani și o dobândă fixă anuală de 8,92%. Această listare de obligațiuni sustenabile a reprezentat o premieră la bursa românească, demonstrând faptul că piața locală de capital devine o sursă importantă de finanțare pentru companiile ce țintesc implementarea de proiecte sustenabile.

Pe data de **2 noiembrie 2022, Raiffeisen Bank a listat la BVB a doua emisiune de obligațiuni sustenabile**, în valoare de 325,5 milioane de lei.

Obligațiunile sunt tranzacționate sub simbolul bursier RBRO27B pe Piața Reglementată a BVB. Obligațiunile sustenabile, de tip senior, eligibile, denumite în lei au o maturitate de 5 ani și o dobândă fixă anuală de 9,404%.

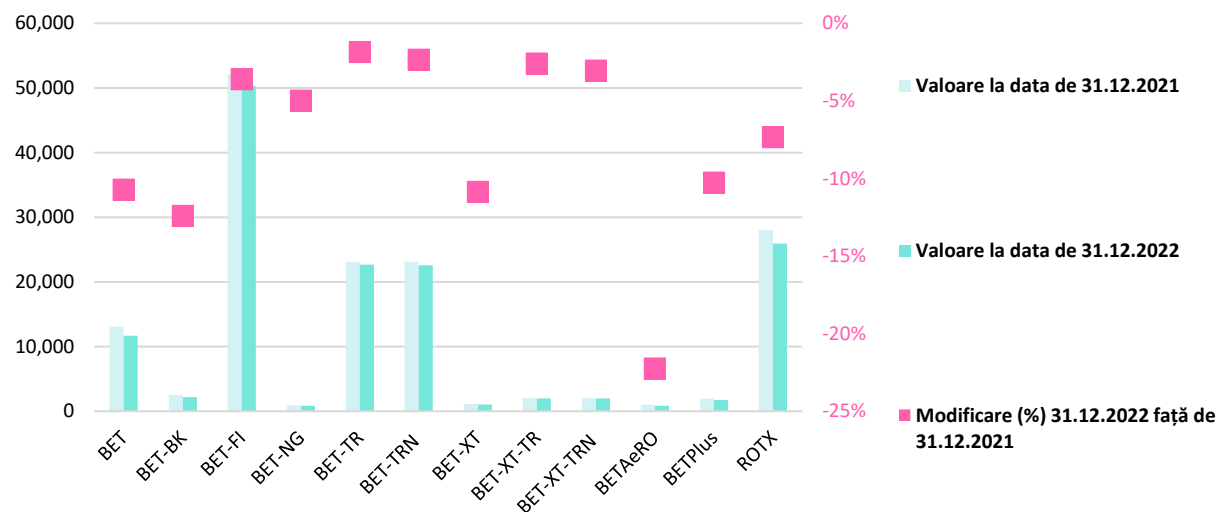
Interesul ridicat al investitorilor pentru aceste emisiuni demonstrează faptul că bursele de valori reprezintă un jucător important în promovarea tranziției către o economie verde prin stimularea și dezvoltarea finanțărilor responsabile și a produselor financiare sustenabile.

## 4. Statisticile BVB

Indicii bursei românești au înregistrat evoluții negative la finalul anului 2022 comparativ cu finalul anului 2021. Indicele de referință BET (care include evoluțiile celor mai tranzacționate companii de pe piața reglementată a BVB) a avut o scădere de 10,70% la 31 decembrie 2022 comparativ cu finalul anului 2021.

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 scădere, de 22,23%. 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 decembrie 2022 o evoluție slabă, de aproximativ 4,98%.

Grafic 38 Evoluția indicilor Bursei de Valori București la 31.12.2022



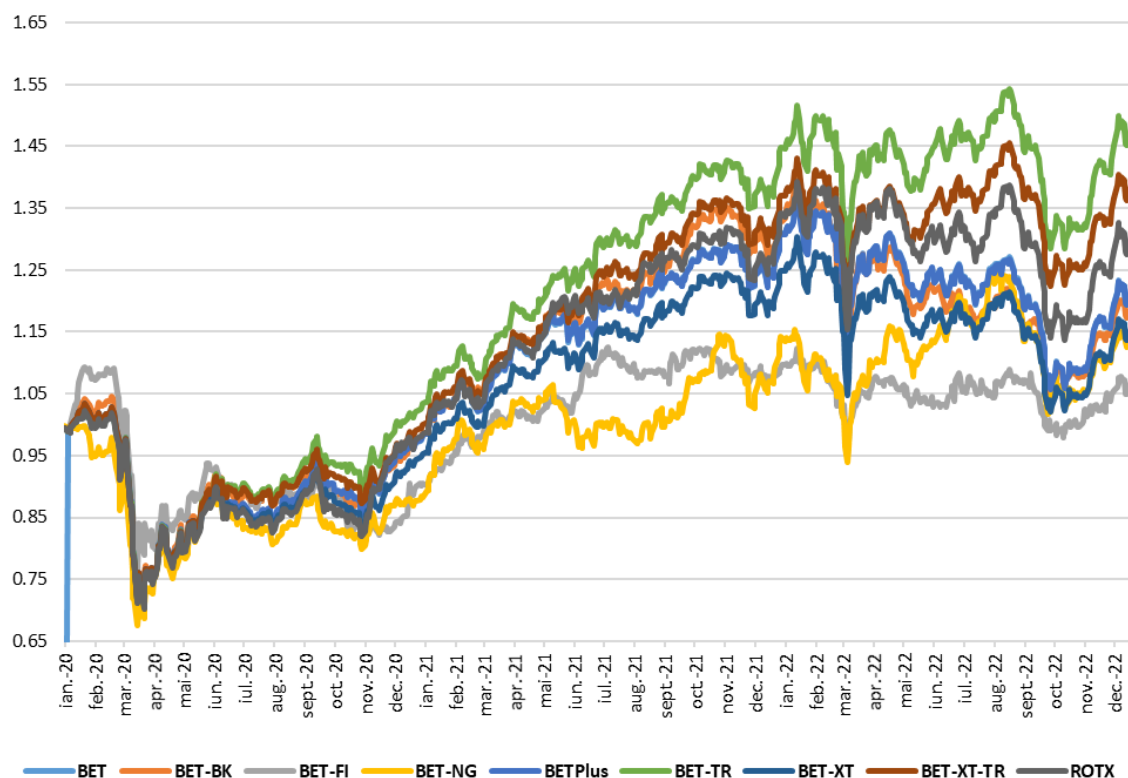
Sursa: Calcule ASF pe baza datelor BVB

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 anului 2022, izbucnirea conflictului militar dintre Rusia și Ucraina a determinat fluctuații semnificative pe piața locală de capital, cele mai considerabile scăderi fiind înregistrate în luna septembrie 2022.



Grafic 39 Evoluția indicilor BVB în perioada 01.01.2020 - 31.12.2022 (31.12.2019 = 1)



Sursa: Calcule ASF pe baza datelor BVB

Valoarea totală tranzacționată pe piața reglementată și SMT a depășit nivelul de 24 miliarde lei în anul 2022, în creștere cu 11% comparativ cu anul 2021. Numărul de tranzacții derulate la BVB s-a majorat cu 9% în anul 2022, comparativ cu anul precedent. Aproximativ 97% din valoarea totală a tranzacțiilor a avut loc pe piața reglementată a BVB, restul fiind derulate pe SMT.

În anul 2022, valoarea tranzacțiilor cu titluri de stat a fost de 3,65 miliarde lei, în creștere cu 12% față de anul 2021. Acțiunile rămân clasa dominantă de active financiare, cu o pondere de 57% din totalul valorii tranzacționate la BVB în 2022.

Tabel 12 Structura tranzacțiilor derulate la BVB (Piața Reglementată și SMT), după valoarea corespunzătoare fiecărui tip de instrument

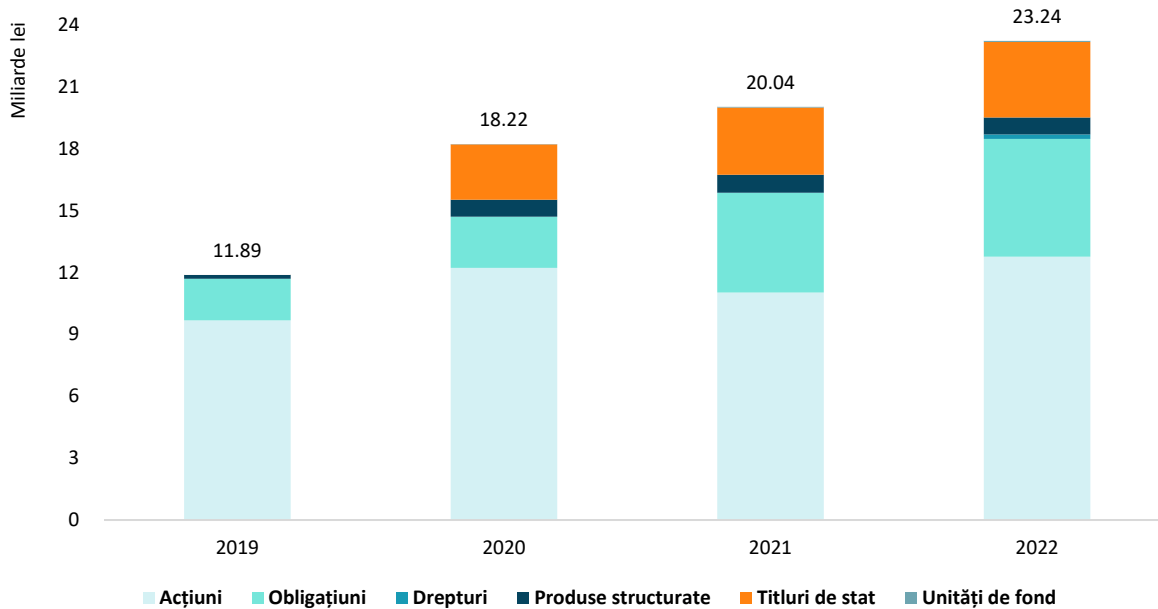
Tip de instrument	Nr. tranzacții	31.12.2021		Nr. tranzacții	31.12.2022	
		Valoare (lei)	%		Valoare (lei)	%
Acțiuni, inclusiv drepturi	1.333.986	12.279.089.682	56,76%	1.403.806	13.641.061.253	56,81%
Alte obligațiuni, inclusiv EUR-BOND, EUR-TBILLS și EUR-TBONDS	35.437	5.174.540.866	23,92%	42.661	5.836.501.846	24,31%
Produse structurate	107.295	870.785.681	4,03%	135.599	821.439.796	3,42%
Titluri de stat	35.094	3.262.144.134	15,08%	54.143	3.653.116.935	15,21%
Unități de fond	19.875	46.204.978	0,21%	36.521	61.457.313	0,26%
<b>Total</b>	<b>1.531.687</b>	<b>21.632.765.341</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.672.730</b>	<b>24.013.577.142</b>	<b>100,00%</b>

Sursa: BVB

## 4.1. Piața Reglementată

Valoarea totală tranzacționată pe piața reglementată a BVB a fost de circa 23,2 miliarde lei în anul 2022, în creștere cu 16% comparativ cu anul anterior. Pe lângă acțiuni, tranzacțiile cu obligațiuni și titluri de stat au avut ponderi semnificative în valoarea tranzacționată pe piața reglementată a BVB.

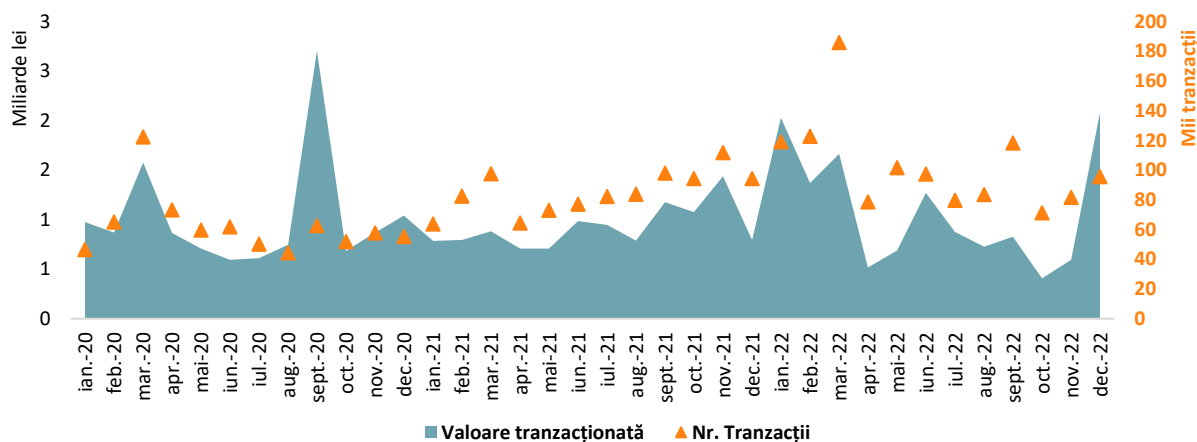
Grafic 40 Structura trimestrială a tranzacțiilor derulate pe piața Reglementată în perioada 2019 – 2022



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

Valoarea totală tranzacționată cu acțiuni a fost de 13 miliarde lei în anul 2022, în creștere cu aproximativ 18%, numărul tranzacțiilor crescând cu circa 21%.

Grafic 41 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu acțiuni\*, derulate pe piața Reglementată a BVB

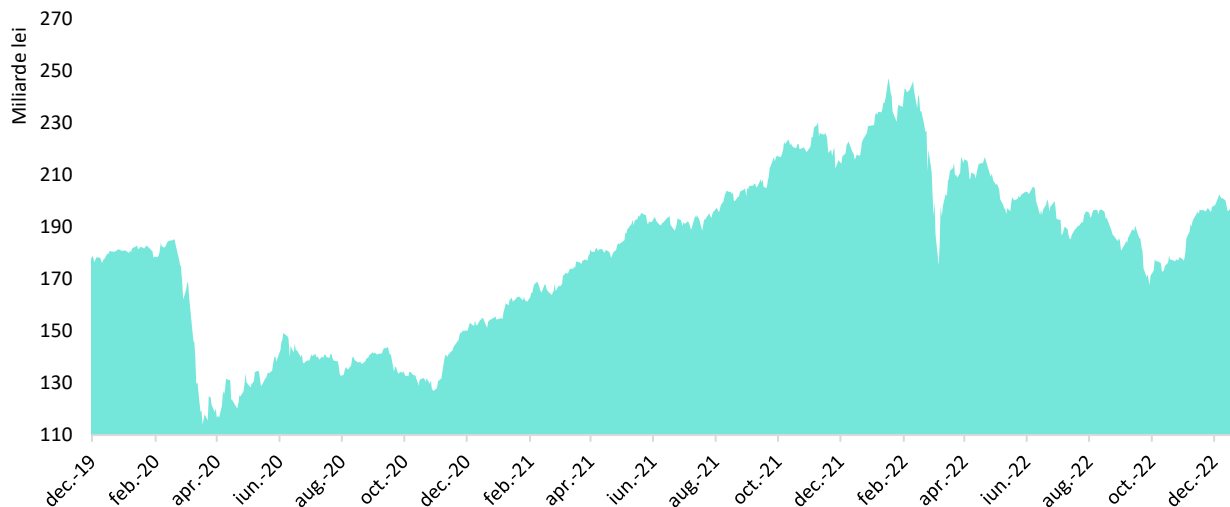


Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

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

La finalul anului 2022, capitalizarea bursieră de pe piața reglementată a atins nivelul de 197,18 miliarde lei, în scădere cu aproximativ 14% comparativ cu finalul anului 2021, pe fondul contextului geopolitic și macroeconomic deteriorat.

Grafic 42 Evoluția capitalizării BVB (acțiuni)



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

La finalul anului 2022, pe primul loc în clasamentul celor mai lichide companii ale căror acțiuni au fost tranzacționate la BVB pe piața reglementată se situează **Banca Transilvania (TLV)**, care deține o pondere de circa 21% din valoarea totală tranzacționată. Pe următoarele poziții din acest top s-au clasat OMV Petrom (SNP), Fondul Proprietatea (FP), BRD - Groupe Société Générale (BRD) și Romgaz (SNG).

Prin Rezoluția Consiliului de Administrație al Băncii Transilvania, adoptată în data de 24.02.2022, s-a decis răscumpărarea a 35 de milioane de acțiuni cu valoarea nominală de 1 leu per acțiune, la un preț minim egal cu prețul de piață de la BVB din momentul achiziției și un preț maxim de 3,5 lei. Acțiunea de răscumpărare a fost derulată în intervalul 25 februarie – 31 mai 2022.

O altă operațiune de răscumpărare a acțiunilor s-a aprobat în urma adoptării Rezoluției Consiliului de Administrație al Băncii Transilvania din data de 16.05.2022. Acționarii au decis răscumpărarea unui număr de maxim 5 milioane de acțiuni cu valoarea nominală de 1 leu per acțiune, la un preț minim egal cu prețul de piață de la BVB din momentul achiziției și un preț maxim de 4 lei. În data de 25 mai 2022, membrii Consiliului de Administrație au decis suplimentarea numărului de acțiuni răscumpărate cu maxim 4.000.000 de acțiuni cu valoarea nominală de 1 leu/acțiune, la un preț minim egal cu prețul de piață de la BVB din momentul efectuării achiziției și un preț maxim de 4 lei. Perioada acțiunii de răscumpărare a fost derulată în intervalul 17 mai – 31 mai 2022.

Compania a plătit dividende acționarilor în data de 16 iunie 2022. Valoarea brută a dividendului pe acțiune fiind de 0,1267533618 lei.

În luna iulie, ASF a emis Certificatul de Înregistrare a Instrumentelor Financiare nr. AC-3474-24/04.07.2022, aferent majorării de capital aprobate prin Hotărârea Adunării Generale Extraordinare din data de 28.04.2022, cu suma de 765.112.650 lei prin emisiunea a 765.112.650 noi acțiuni cu valoare nominală de 1 leu/acțiune. În urma majorării, capitalul social al băncii are valoarea de 7.076.582.330 lei,

divizat în 7.076.582.330 de acțiuni, având fiecare o valoare nominală de 1 leu. Fondurile astfel obținute din majorarea de capital social vor fi utilizate pentru susținerea activității curente a societății.

Prin Rezoluția Consiliului de Administrație al Băncii Transilvania, adoptată în data de 19.07.2022 a fost decisă răscumpărarea de acțiuni, în condițiile legii și în cadrul limitelor Hotărârii AGEA din data de 28.04.2022, respectiv cumpărarea un număr de maxim 10.000.000 acțiuni (din totalul celor 40 de milioane aprobate a fi răscumpărate de către AGEA) cu valoarea nominală de 1 leu/acțiune, la un preț minim egal cu prețul de piață de la BVB din momentul efectuării achiziției și un preț maxim de 4 lei, conform prețurilor zilnice de tranzacționare la BVB, valabile în perioada de răscumpărare. Acțiunea de răscumpărare este derulată în intervalul 20.07.2022 – 31.12.2022.

În august, ASF a emis Certificatul de Înregistrare a Instrumentelor Financiare nr. AC-5606-1/01.08.2022, aferent consolidării valorii nominale a acțiunilor TLV ale emitentului, aprobate prin Hotărârea Adunării Generale Extraordinare din data de 28.04.2022, de la 1 leu/acțiune la 10 lei/acțiune, prin creșterea valorii nominale a acțiunilor concomitent cu reducerea numărului total de acțiuni (10 acțiuni cu valoare nominală de 1 leu/acțiune = 1 acțiune cu valoare nominală de 10 lei/acțiune). În urma consolidării valorii nominale a acțiunilor TLV ale emitentului, capitalul social în valoare de 7.076.582.330 lei va deveni compus dintr-un număr de 707.658.233 de acțiuni, având fiecare o valoare nominală de 10 lei.

Prin Rezoluția Consiliului de Administrație al Băncii Transilvania, adoptată în data de 11.11.2022, a fost decisă răscumpărarea de acțiuni BT (TLV), în condițiile legii și în cadrul limitelor Hotărârii AGEA din data de 28.04.2022, respectiv cumpărarea unui număr de maxim 1.500.000 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. Acțiunea de răscumpărare este derulată în intervalul 14.11.2022 – 31.12.2022.

**OMV Petrom SA (SNP)** este cea mai mare companie de energie din Europa de Sud-Est și reprezintă compania românească listată la BVB cu cea mai mare capitalizare bursieră, de 5,4 miliarde de euro la finalul primului trimestru al anului 2022. Începând cu 6 iunie 2022, SNP a plătit acționarilor săi un dividend brut de 0,0341 lei pentru o acțiune (dividend aferent exercițiului financiar 2021).

Compania a anunțat că în baza autorizării acordate de către Adunarea Generală Extraordinară a Acționarilor din data de 27 aprilie 2022, Directoratul a aprobat majorarea de capital social prin aport în natură și în numerar, cu până la 584,6 milioane de lei, de la 5,6 miliarde de lei, la maximum 6,2 miliarde de lei, prin emiterea unui număr de maximum 5,85 de miliarde de acțiuni noi, comune, nominative, în formă dematerializată.

În conformitate cu Hotărârea Adunării Generale Ordinare a Acționarilor OMV Petrom SA din data de 26 iulie 2022, OMV Petrom a anunțat plata dividendelor speciale începând cu data de 2 septembrie 2022, către acționarii săi înscrși în Registrul Acționarilor ținut de către Depozitarul Central SA la data de înregistrare 11 august 2022. Dividendul special brut a fost de 0,0450 lei pentru o acțiune.

În data de 7 septembrie 2022, Autoritatea de Supraveghere Financiară din România a emis Decizia nr. 1225/07.09.2022 prin care a aprobat prospectul simplificat privind aportul în numerar al acționarilor

existenți ai OMV Petrom în cadrul majorării de capital social aprobate de Adunarea Generală Extraordinară a Acționarilor în 27 aprilie 2022, de Directorat în 14 iunie 2022 și de Consiliul de Supraveghere în 21 iunie 2022.

OMV Petrom a anunțat finalizarea majorării capitalului social în data de 3 noiembrie 2022 ca urmare a înregistrării acesteia la Registrul Comerțului de pe lângă Tribunalul București (în data de 25 octombrie 2022), la Autoritatea de Supraveghere Financiară din România (în data de 1 noiembrie 2022) și la Depozitarul Central din România (în data de 3 noiembrie 2022). Capitalul social al OMV Petrom a fost majorat prin aport în natură și în numerar, cu suma de 566.755.872,30 RON, de la 5.664.410.833,50 RON la 6.231.166.705,80 RON, prin emisiunea unui număr de 5.667.558.723 acțiuni noi, ordinare, nominative, în formă dematerializată, fiecare având o valoare nominală de 0,1 RON.

**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 cadrul Adunării Generale Ordinare a Acționarilor Fondului din data de 20 aprilie 2022, a fost aprobată plata dividendului având valoare brută de 0,125 RON per acțiune.

**În data de 24 iunie 2022**, s-a finalizat oferta publică de cumpărare în legătură cu accelerarea programului de răscumpărare. Au fost subscrise 1,36 miliarde de acțiuni (sub formă de acțiuni și/sau certificate globale de depozit, având la bază acțiuni), fiind răscumpărate 325 de milioane de acțiuni.

Franklin Templeton International Services, în calitate de administrator de fond de investiții alternative și administrator unic al Fondul Proprietatea, în continuarea anunțului de lansare publicat în data de 13 decembrie 2022, a anunțat acordul de a vinde un număr de 1.777.067.726 acțiuni ordinare, reprezentând întreaga deținere a Fondului Proprietatea la OMV Petrom, urmare a finalizării ofertei de plasament privat accelerat. Prețul de vânzare al acțiunilor a fost stabilit la 0,43 RON/acțiune.

Programul de răscumpărare (se referă la achiziționarea unui număr maxim de 800.000.000 acțiuni ordinare și/sau echivalentul în certificate de depozit globale având la bază acțiuni suport ale Fondului ("GDR-uri")) aprobat prin Hotărârea Adunării Generale Extraordinare a Acționarilor Fondului Proprietatea nr. 5/15 decembrie 2021, publicată în Monitorul Oficial al României, s-a încheiat în data de 31 decembrie 2022 ("al treisprezecelea program de rascumparare"). Reducerea capitalului social prin anularea acțiunilor proprii achiziționate în cadrul celui de-al treisprezecelea program de răscumpărare va face obiectul aprobării acționarilor în cursul anului 2023.

Potrivit Hotărârii AGEA nr. 2/15 noiembrie 2022, publicată în Monitorul Oficial al României, următorul program de răscumpărare se referă la achiziționarea unui număr maxim de 3.500.000.000 acțiuni ordinare și/sau echivalentul în certificate de depozit globale având la bază acțiuni suport ale Fondului ("GDR-uri"). Perioada de derulare a celui de-al paisprezecelea program de răscumpărare este 1 ianuarie 2023 - 31 decembrie 2023. Acțiunile achiziționate în cadrul acestui program de răscumpărare vor fi anulate. Limitele prețului de tranzacționare în cadrul programului se situează în intervalul 0,2 RON/acțiune-3 RON/acțiune.

Implementarea acestui program de răscumpărare se va face numai din surse proprii (“programul de răscumpărare aferent 2023”). Auerbach Grayson și Swiss Capital au fost selectați să presteze servicii de intermediere pentru programul de răscumpărare care se va derula în cursul anului 2023.

**BRD Groupe Société Générale (BRD)** este a doua bancă din România după valoarea activelor și se află în topul primelor zece companii listate la BVB în funcție de capitalizarea bursieră. În prima parte a anului 2022, BRD a plătit acționarilor dividende din rezultatul reportat aferent anilor 2019 și 2020. Adunarea Generală a Acționarilor BRD - Groupe Societe Generale, din data de 24 februarie 2022, a stabilit un dividend brut de 2,4164 lei pe acțiune. Pentru exercițiul financiar 2021, plata dividendelor, în valoare brută de 1,285 lei per acțiune, a avut loc pe 7 iunie 2022.

**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. Plata dividendelor aferente exercițiului financiar 2021 s-a efectuat începând cu data de 27 iulie 2022. Valoarea dividendului brut este de 3,8 lei per acțiune.

Tabel 13 Top 20 emitenți după valoarea tranzacționată la 31 decembrie 2022 pe piața Reglementată (doar acțiuni)

Simboluri	Valoare lei	% din valoare totală	Nr. tranzacții	% din nr. total de tranzacții
TLV	1.899.986.741	20,99%	153.505	12,84%
SNP	1.647.099.480	18,20%	154.122	12,89%
FP	1.341.462.930	14,82%	82.054	6,86%
BRD	756.187.141	8,36%	99.707	8,34%
SNG	614.657.805	6,79%	81.884	6,85%
SNN	426.659.349	4,71%	81.142	6,79%
M	353.925.155	3,91%	49.291	4,12%
TRP	216.157.782	2,39%	73.220	6,13%
ONE	202.745.078	2,24%	32.030	2,68%
EBS	188.890.254	2,09%	22.968	1,92%
EL	144.111.720	1,59%	34.423	2,88%
DIGI	130.116.615	1,44%	17.317	1,45%
WINE	120.308.825	1,33%	37.760	3,16%
TGN	111.545.499	1,23%	24.059	2,01%
SIF5	92.152.022	1,02%	11.180	0,94%
EVER	91.852.731	1,01%	7.250	0,61%
TTS	76.703.006	0,85%	14.308	1,20%
COTE	72.984.779	0,81%	19.971	1,67%
AQ	53.601.284	0,59%	9.297	0,78%
SIF1	44.630.583	0,49%	5.152	0,43%
<b>TOTAL cumulat</b>	<b>8.585.778.778</b>	<b>94,87%</b>	<b>1.010.640</b>	<b>84,54%</b>
<b>TOTAL tranzacționat</b>	<b>9.050.248.555</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.195.393</b>	<b>100,00%</b>

Sursa: BVB

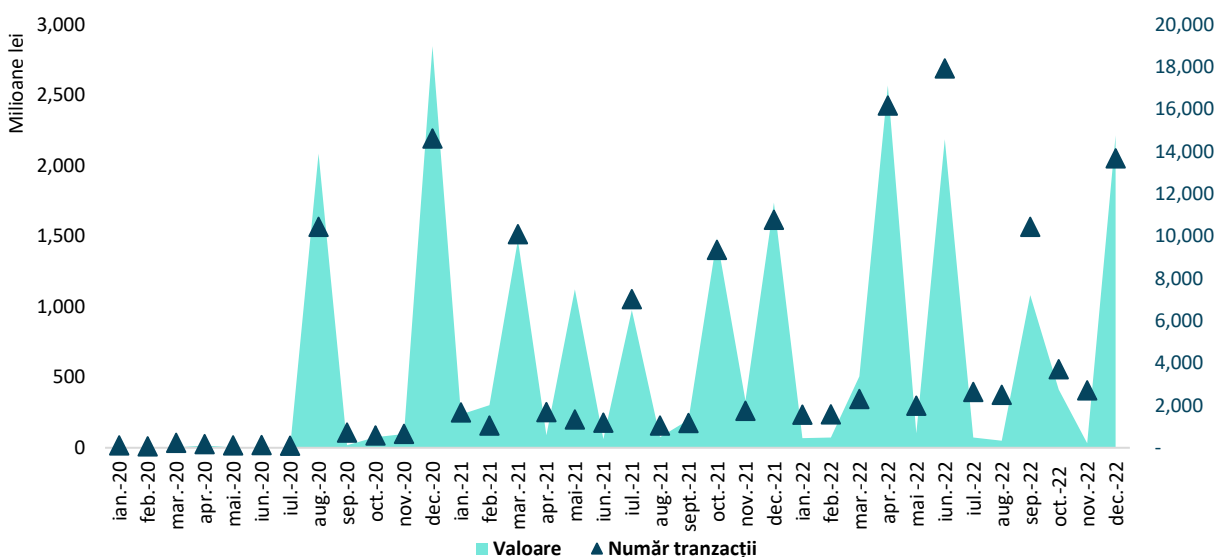
Un număr de 20 din cei 84 emitenți care au realizat tranzacții pe piața principală în anul 2022 au cumulat un total de 95% din valoarea tranzacțiilor efectuate (doar acțiuni).

Pe parcursul anului 2022, pe piața reglementată, s-au derulat 77.164 de tranzacții cu instrumente cu venit fix (alte obligațiuni, EUR-BOND, EUR-TBILLS, EUR-TBONDS și titluri de stat) în valoare de circa 9,37 miliarde

lei, în creștere față de anul 2021. Și numărul tranzacțiilor cu titluri de credit a fost în creștere în anul 2022 comparativ cu anul anterior. Valoarea medie tranzacționată în anul 2022 (121 mii lei) s-a diminuat față de nivelul din anul precedent (168 mii lei).

Cea mai ridicată valoare a tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix pe piața reglementată administrată de BVB din perioada analizată a fost de aproximativ 922 milioane lei, fiind înregistrată pe 4 aprilie (tranzacție aferentă obligațiunilor emise de Ministerul Finanțelor - R2304A). Toate obligațiunile de tip EUR-BOND tranzacționate pe BVB în anul 2022 au avut ca emitenți Autonom Services, Bittnet Systems, BT Leasing Transilvania IFN, International Development Solutions, Impact Developer & Contractor, Libra Internet Bank și Patria Bank.

Grafic 43 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix derulate pe piața Reglementată

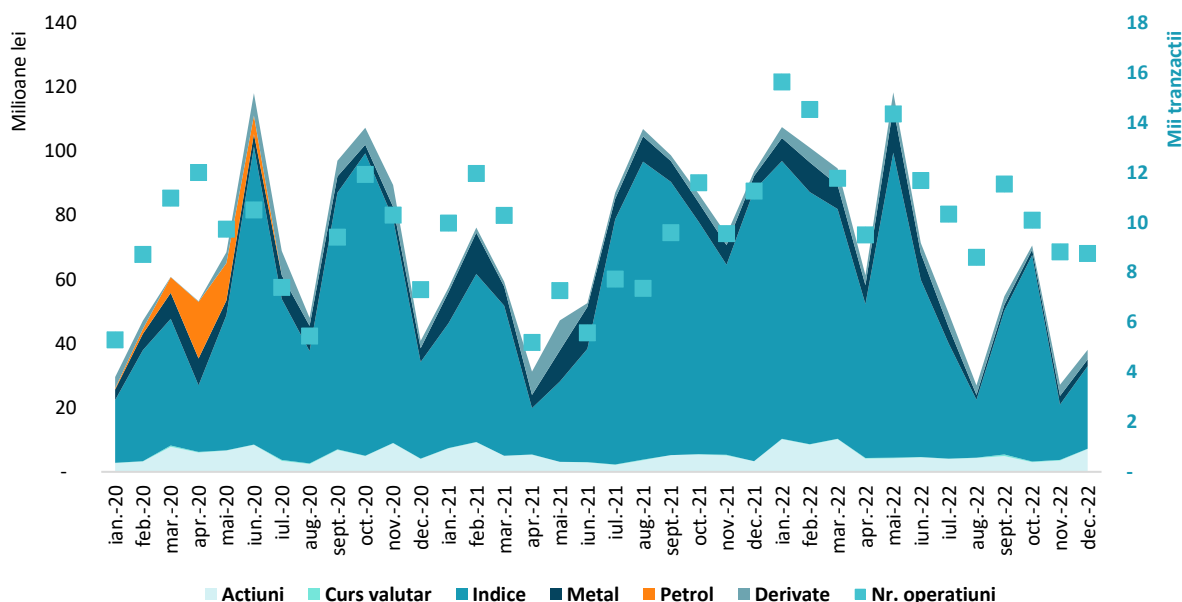


Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

În anul 2022, valoarea tranzacțiilor cu produse structurate a scăzut cu 6% comparativ cu anul anterior. Numărul tranzacțiilor cu produse structurate a crescut cu 26%. Valoarea medie tranzacționată cu astfel de active financiare a înregistrat un nivel de 6.058 lei/tranzacție în anul 2022, în scădere de la 8.116 lei per tranzacție în anul 2021.

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 642 milioane lei, reprezentând 78% din totalul tranzacțiilor.

Grafic 44 Evoluția lunară a tranzacțiilor cu produse structurate în perioada ianuarie 2020 – decembrie 2022



Sursa: ASF

## 4.2. Sistemul Multilateral de Tranzacționare (SMT)

Pe parcursul anului 2022, au fost derulate 225 mii de tranzacții pe SMT în valoare totală de circa 777 milioane lei, în scădere cu 51% comparativ cu valoarea înregistrată în anul anterior.

În anul 2022, instrumentele preferate de către investitori pe SMT au fost acțiunile, a căror valoare reprezintă circa 82% din valoarea totală tranzacționată.

Tabel 14 Evoluția trimestrială a tranzacțiilor derulate pe SMT în perioada T1 2019-T4 2022

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
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

\*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



Anul 2022 s-a remarcat prin derularea a 203 mii de tranzacții cu acțiuni pe SMT în valoare de aproximativ 638 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 16% din valoarea totală tranzacționată pe SMT, iar pe locul doi și trei se află Grand Hotel Bucharest SA (RCHI) și Deutsche Bank AG (DBK) cu ponderi de 6,42%, respectiv 4,86% din valoarea totală a tranzacțiilor cu acțiuni pe SMT. Astfel, primii trei emitenți cumulează un procent de 27% din valoarea tranzacționată pe SMT și aproximativ 14% din numărul tranzacțiilor realizate în anul 2022.

Din totalul celor 255 de companii care au efectuat tranzacții pe SMT în anul 2022, primele 20 au înregistrat tranzacții cumulând 73% din valoarea totală tranzacționată.

Tabel 15 Top emitenți după valoarea tranzacționată pe SMT (doar acțiuni), la 31 decembrie 2022

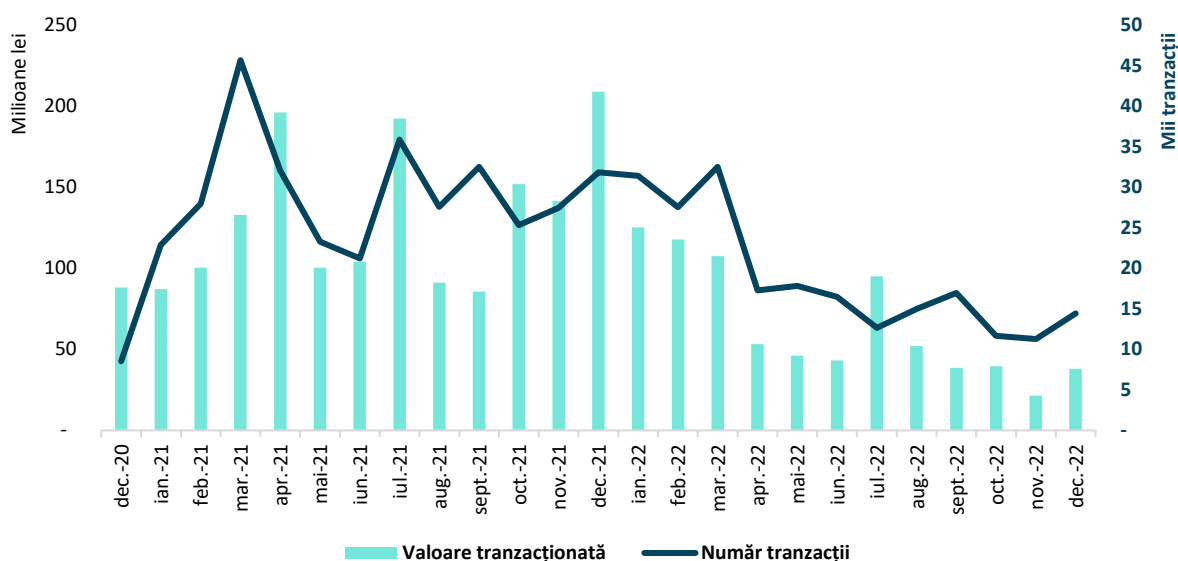
Simboluri	Valoare lei	% din valoare totală	Nr. tranzacții	% din nr. total de tranzacții
AROBS	103.513.795	16,22%	24.242	11,92%
RCHI	41.006.594	6,42%	153	0,08%
DBK*	30.990.615	4,86%	3.422	1,68%
ROC1	30.154.368	4,72%	4.598	2,26%
SAFE	29.100.059	4,56%	16.330	8,03%
HAI	26.525.102	4,16%	8.433	4,15%
LHA	26.468.034	4,15%	4.134	2,03%
DN	19.326.164	3,03%	5.705	2,80%
NRF	17.376.590	2,72%	11.280	5,55%
SMTL	16.724.441	2,62%	8.380	4,12%
AG	16.258.654	2,55%	11.382	5,60%
HUNT	15.797.543	2,47%	10.347	5,09%
GAOY	15.694.321	2,46%	56	0,03%
MET	15.232.810	2,39%	781	0,38%
SPX	12.034.921	1,89%	789	0,39%
CBKN	11.072.142	1,73%	1.773	0,87%
MILK	10.379.126	1,63%	5.636	2,77%
CODE	10.070.158	1,58%	2.793	1,37%
AST	9.765.551	1,53%	2.910	1,43%
UNP	8.564.143	1,34%	2.423	1,19%
<b>TOTAL cumulat</b>	<b>466.055.131</b>	<b>73,01%</b>	<b>125.567</b>	<b>61,74%</b>
<b>TOTAL tranzacționat</b>	<b>638.313.501</b>	<b>100,00%</b>	<b>203.390</b>	<b>100,00%</b>

\* Din cadrul SMT International

Sursa: ASF

Anul 2022 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 anului 2022.

Grafic 45 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor derulate pe SMT



Sursa: ASF

### 4.3. Sisteme de decontare a titlurilor de valoare

În anul 2022, Depozitarul Central S.A., entitate autorizată în baza reglementărilor Uniunii Europene, a desfășurat 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 anului 2022, 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 156,7 mld. lei (31,7 mld. euro), din care acțiunile reprezentau 167,87 mld. lei (33,94 mld. euro).

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

Tabel 16 Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare, structurată pe tipuri de instrumente financiare

Tip instrument financiar	Număr emisiuni la data de 30.12.2022 pentru care DC este depozitar al emitentului	Valoare la data de 30.09.2022 (miliarde lei)	Valoare la data de 30.09.2022 (miliarde euro)
Acțiuni comune	357	145.724.806.781	29.464.354.964
Obligațiuni corporative	65	7.745.584.647	1.566.093.382
Obligațiuni municipale	34	2.053.051.149	415.110.022
Titluri de stat	27	11.867.741.251	2.399.559.475
Unități de fond	5	60.161.168	12.164.092
Produse structurate	42	347.620.000	70.285.899
Unități de fond ETF	1	72.127.080	14.583.501

Tip instrument financiar	Număr emisiuni la data de 30.12.2022 pentru care DC este depozitar al emitentului	Valoare la data de 30.09.2022 (miliarde lei)	Valoare la data de 30.09.2022 (miliarde euro)
Drepturi de alocare	2	0	0
Drepturi de preferință	12	234.652	47.445
<b>TOTAL</b>	<b>545</b>	<b>167,87</b>	<b>33,94</b>

Sursa: ASF

Instrumentele financiare au fost evaluate la prețul de referință comunicat de BVB în data de 30.12.2022, 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 4,9458. Unitățile de fond netranzaționabile au fost evaluate la valoarea unitară a activului net furnizată de emitent.

Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare pentru care Depozitarul Central nu este depozitarul emitentului a fost de 421,52 mil. lei (85,23 mil. euro).

La data de 30.12.2022, erau înregistrate în Depozitarul Central 7 emisiuni de titluri de stat pentru care Depozitarul Central nu este depozitar emitent, în valoare de 54,73 mil. lei (11,06 mil. euro).

În anul 2022, numărul total al tranzacțiilor decontate pe bază netă a fost de 1.667.398, în creștere cu 8,81% față de aceeași perioadă a anului 2021. În același timp, valoarea acestora a crescut într-un ritm mai alert, la 38.263.779 mii lei (+19,95%).

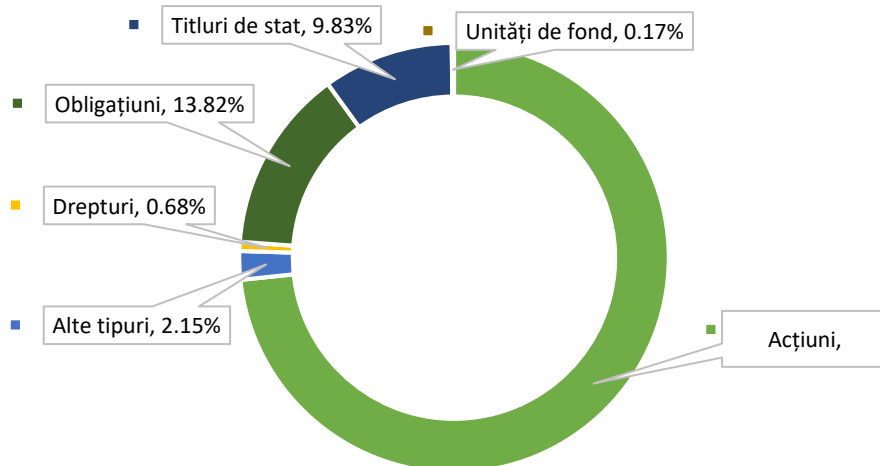
Tabel 17 Distribuția numărului de tranzacții decontate și a valorii decontate nete

Luna	Valoare decontare pe bază netă 2021		Valoare decontare pe bază netă 2022		Variație (%)	
	Nr. tranzacții decontate	Valoare decontată (mii lei)	Nr. tranzacții decontate	Valoare decontată (mii lei)	Nr. tranzacții decontate	Valoare decontată
Ianuarie	96.716	1.641.244	170.998	5.098.748	76,80%	210,66%
Februarie	124.192	1.815.636	159.367	2.945.008	28,32%	62,20%
Martie	163.730	2.629.571	241.857	4.488.968	47,72%	70,71%
Aprilie	105.273	1.829.936	119.595	3.189.456	13,60%	74,29%
Mai	106.786	3.694.458	139.265	1.522.924	30,42%	-58,78%
Iunie	106.171	2.007.457	138.214	5.426.906	30,18%	170,34%
Iulie	132.140	2.573.687	106.506	1.969.205	-19,40%	-23,49%
August	116.280	1.807.709	112.632	1.487.580	-3,14%	-17,71%
Septembrie	144.023	2.579.726	151.891	2.296.404	5,46%	-10,98%
Octombrie	135.490	4.144.419	101.277	1.609.669	-25,25%	-61,16%
Noiembrie	142.116	2.938.292	105.983	1.198.731	-25,43%	-59,20%
Decembrie	159.418	4.238.354	119.813	7.030.180	-24,84%	65,87%
<b>TOTAL</b>	<b>1.532.335</b>	<b>31.900.489</b>	<b>1.667.398</b>	<b>38.263.779</b>	<b>8,81%</b>	<b>19,95%</b>

Sursa: ASF

Din valoarea totală decontată pe bază netă, 53,19% au provenit din decontarea tranzacțiilor în piețele administrate de BVB (20.352.902 mii lei) și 46,81% (17.910.875 mii lei) din decontarea tranzacțiilor de alocare.

Grafic 46 Valoarea decontărilor pe bază netă în anul 2022, pe tipuri de instrumente financiare



Sursa: ASF

În anul 2022, numărul total al tranzacțiilor decontate pe bază brută a fost de 3.306, în valoare totală de 3.052.610 mii lei, în creștere cu 41,46%, în timp ce valoarea acestora a crescut cu 28,65%. În anul 2022, 11,41% din valoare totală a tranzacțiilor decontate pe bază brută a fost decontată pentru tranzacții încheiate în locuri de tranzacționare (348.319 mii lei), iar 88,59% (2.704.290 mii lei) pentru tranzacții în afara locurilor de tranzacționare.

Tabel 18 Distribuția numărului de tranzacții decontate pe bază brută și a valorii corespunzătoare a acestora

Luna	Valoare decontare pe bază brută 2021		Valoare decontare pe bază brută 2022		Variație (%)	
	Nr. tranzacții	Valoare decontată (mii lei)	Nr. tranzacții	Valoare decontată din (mii lei)	Nr. tranzacții decontate	Valoare decontată
Ianuarie	191	211.076	107	230.364	-43,98%	9,14%
Februarie	246	143.303	114	71.255	-53,66%	-50,28%
Martie	196	154.751	359	440.531	83,16%	184,67%
Aprilie	235	169.467	291	156.938	23,83%	-7,39%
Mai	176	180.324	301	175.456	71,02%	-2,70%
Iunie	175	120.289	204	222.301	16,57%	84,81%
Iulie	197	176.503	208	319.390	5,58%	80,95%
August	139	177.570	161	106.791	15,83%	-39,86%
Septembrie	161	284.744	418	431.188	159,63%	51,43%
Octombrie	256	281.407	168	97.201	-34,38%	-65,46%
Noiembrie	240	271.949	390	116.190	62,50%	-57,28%
Decembrie	125	201.425	585	685.005	368,00%	240,08%
<b>TOTAL</b>	<b>2.337</b>	<b>2.372.808</b>	<b>3.306</b>	<b>3.052.610</b>	<b>41,46%</b>	<b>28,65%</b>

Sursa: ASF

În ceea ce privește decontarea pe bază brută pe Platforma T2S, valoarea totală a tranzacțiilor decontate a fost de 725.183 mii euro, din care 90,75% (658.069 mii euro) au fost tranzacții cu titluri de stat denumite în euro.

Referitor la activitatea transfrontalieră, în perioada analizată s-au decontat 1.000 instrucțiuni DvP și RvP pentru instrumente financiare de tipul acțiunilor, unităților de fond și a certificatelor, valoarea totală a acestora fiind de 245.696 mii lei. Sumele reprezintă echivalentul în lei, la cursul BNR valabil la data decontării instrucțiunii de decontare.

## 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 finele anului 2022 pe piața reglementată administrată de BVB își desfășurau activitatea un număr total de 27 de intermediari, dintre care 17 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și 7 entități autorizate în alte state membre UE.

Tabel 19 Categoriile de intermediari pe piața reglementată administrată de BVB

Categorie	BVB-piața la vedere
Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF)	17
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
<b>TOTAL</b>	<b>27</b>

Sursa: BVB, calcule ASF

În cadrul SMT, la finalul anului 2022 erau activi un număr total de 20 de intermediari, din care 16 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale și o firmă de investiții autorizată într-un alt stat membru UE.

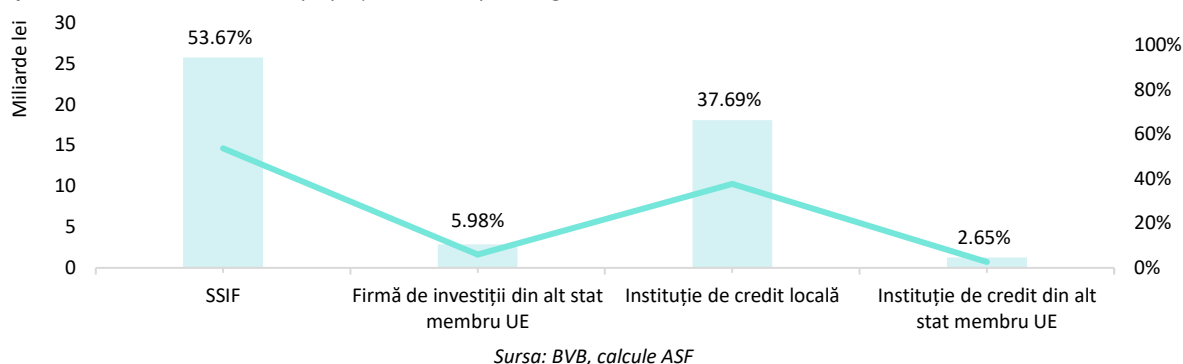
Tabel 20 Categoriile de intermediari pe sistemul multilateral de tranzacționare administrat de BVB

Categorie	BVB - SMT
Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF)	16
Instituții de credit locale	3
Firme de investiții din alte state membre UE	1
<b>TOTAL</b>	<b>20</b>

Sursa: BVB, calcule ASF

La finalul lunii decembrie 2022, cei mai activi intermediari pe BVB (piața reglementată și SMT) au fost SSIF-urile, valoarea intermediată de acestea fiind de aproximativ 25,8 miliarde lei. Intermediarii locali (SSIF și instituțiile de credit) au realizat aproximativ 91% 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 5,98%.

Grafic 47 Valoarea intermediată pe piețe la vedere pe categorii de intermediari la 31 decembrie 2022



La finalul lunii decembrie 2022, Banca Comercială Română s-a clasat pe primul loc în clasamentul participanților pe piețele reglementate, cu o valoare intermediată de 9,9 miliarde lei și o cotă de piață de 20,66%. BT CAPITAL PARTNERS ocupă următoarea poziție, aceasta deținând o pondere de 17,34% în totalul valorii intermediatate.

Primele 10 societăți dețin aproximativ 92% din valoarea totală intermediată în anul 2022. Dintre acestea, 4 sunt Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale, 2 firme de investiții autorizate într-un alt stat membru UE și o instituție de credit din alt stat membru UE.

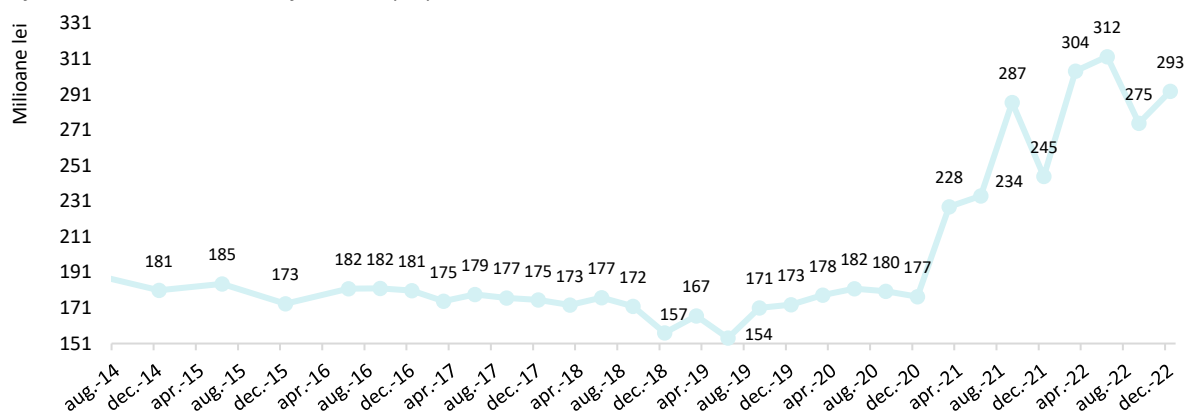
Tabel 21 Clasamentul intermediarilor pe piețele la vedere administrate de BVB la 31 decembrie 2022

Poziție (an)	Nume intermediar	Valoare intermediată (lei)	Pondere
1	BANCA COMERCIALA ROMANA	9.920.732.643	20,66%
2	BT CAPITAL PARTNERS	8.329.437.298	17,34%
3	SWISS CAPITAL S.A.	7.711.672.859	16,06%
4	BRD Groupe Societe Generale	6.312.302.385	13,14%
5	TRADEVILLE	3.571.505.705	7,44%
6	SSIF BRK FINANCIAL GROUP S.A.	2.711.241.634	5,65%
7	WOOD & COMPANY FINANCIAL SERVICES, a.s. PRAGA	1.939.782.411	4,04%
8	Alpha Bank Romania SA	1.870.344.606	3,89%
9	Raiffeisen Bank International	1.025.771.375	2,14%
10	CONCORDE SECURITIES LTD	932.240.850	1,94%
11	GOLDRING	926.776.823	1,93%
12	IFB FINWEST	656.796.333	1,37%
13	PRIME TRANSACTION	628.609.874	1,31%
14	ESTINVEST	602.770.917	1,26%
15	S.S.I.F. BLUE ROCK FINANCIAL SERVICES S.A	266.394.039	0,55%
16	ERSTE GROUP BANK AG	247.605.906	0,52%
17	INTERFINBROK CORPORATION	229.942.828	0,48%
18	MUNTENIA GLOBAL INVEST	55.593.795	0,12%
19	VOLTINVEST	46.079.309	0,10%
20	Bursa Romana de Marfuri (BRM)	22.338.127	0,05%
21	S.S.I.F. VIENNA INVESTMENT TRUST	15.484.922	0,03%
22	INTERDEALER CAPITAL INVEST	3.126.166	0,01%
23	Share Invest S.A.	455.298	0,00%
24	FINACO SECURITIES	148.181	0,00%
<b>Total valoare intermediată la 31 decembrie 2022</b>		<b>48.027.154.284</b>	<b>100,00%</b>

Sursa: BVB

În luna decembrie 2022, valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF-urilor a crescut cu aproximativ 20% față de luna decembrie 2021, atingând nivelul de 293 milioane lei.

Grafic 48 Valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF

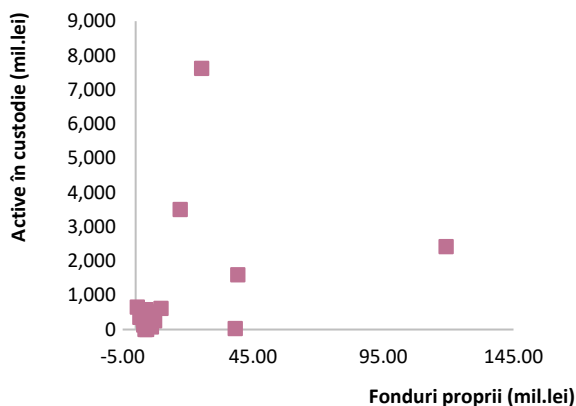


Sursa: ASF

La sfârșitul lunii decembrie 2022, SSIF-urile aveau în custodie o valoare cumulată a activelor de 18,78 miliarde de lei (aproximativ 3,82 miliarde de euro), reprezentând atât disponibilități ale clienților, cât și titluri financiare deținute de aceștia.

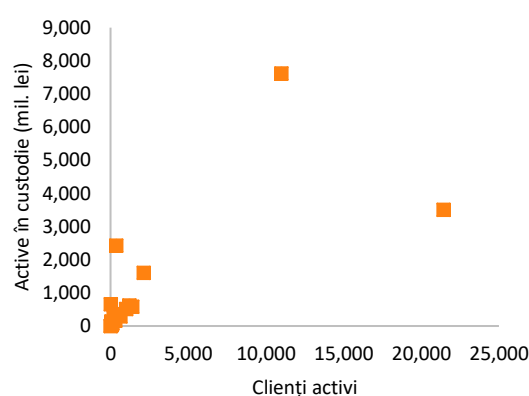
Numărul cumulativ al conturilor de clienți activi ai SSIF-urilor la finalul anului 2022 a fost de 40.124 (un investitor poate avea simultan conturi deschise la mai mulți intermediari). Din graficele prezentate mai jos se observă că valoarea activelor în custodie este în general corelată cu numărul de conturi active.

Grafic 49 Valoarea activelor în custodie raportată la nivelul fondurilor proprii



Sursa: ASF

Grafic 50 Valoarea activelor în custodie raportată la numărul de conturi active

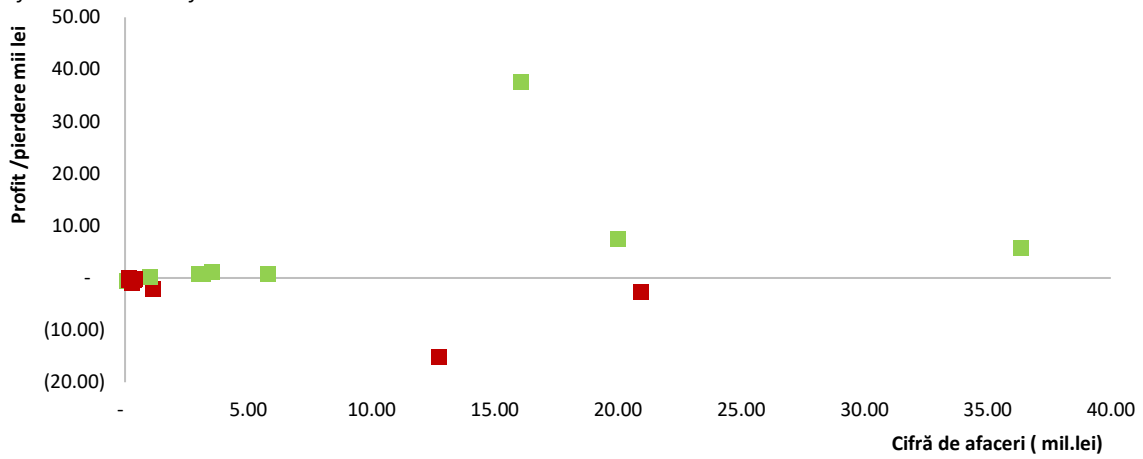


Sursa: ASF

Dintre cele 17 SSIF-uri, un număr de 8 SSIF-uri au obținut profit<sup>26</sup> în anul 2022, valoarea cumulată a profiturilor acestora fiind de circa 54,46 milioane lei. Pierdere cumulată a celor 9 SSIF-uri care au avut rezultate negative a fost de aproximativ 22,54 milioane lei.

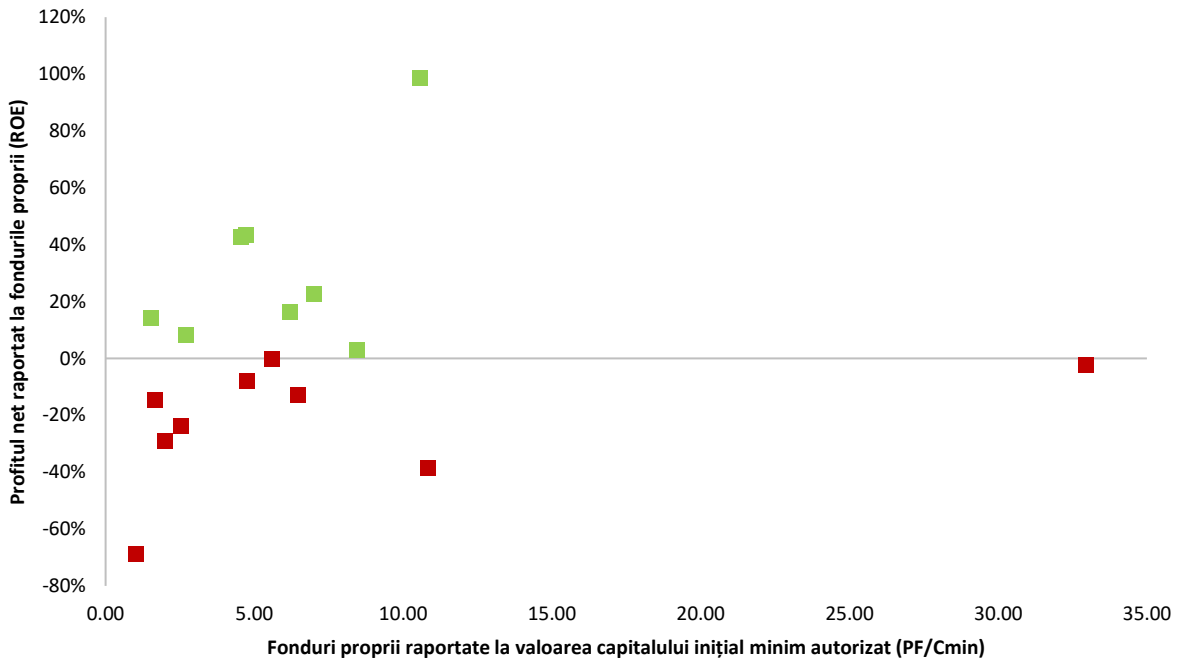
<sup>26</sup> Rezultatele prezentate sunt conform bilanțelor contabile preliminare aferente lunii decembrie 2022, rezultatele financiare auditate nefiind disponibile la data realizării raportului.

Grafic 51 Rezultatele financiare ale SSIF-urilor



Sursa: ASF

Grafic 52 Distribuția SSIF în funcție de nivelul fondurilor proprii și de rezultatul net în 2022



Sursa: ASF

Valoarea fondurilor proprii în anul 2022 a înregistrat o creștere de 20% comparativ cu finalul anului 2021.



## 6. Organismele de plasament colectiv

Valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România la data de 31 decembrie 2022 a fost de aproximativ 42,47 miliarde lei, în scădere cu circa 15% comparativ cu finalul anului anterior. La finalul lunii decembrie 2022, 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 30 decembrie 2022, erau autorizate 89 organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), 36 fonduri de investiții alternative (FIA) care includ cele 6 societăți de investiții (SI)<sup>27</sup> și Fondul Proprietatea. Serviciile de depozitare pentru cele 125 de OPC-uri erau asigurate de 4 depozitari.

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

Tabel 22 Numărul de OPC-uri și Administratori

Categorie entitate	31.12.2021	30.12.2022
	Nr. entități	Nr. entități
Administratori	17	17
SAI exclusiv	6	6
AFIA exclusiv	2	2
SAI și AFIA	9	9
OPCVM (FDI)	82	89
FIA din care:	31	36
• Societăți de investiții	5	6
• Fondul Proprietatea	1	1
Depozitari	4	4

Tabel 23 Depozitarii activelor OPC

Depozitar	Total active 31.12.2022 (lei)
BRD – Groupe Société Générale SA	28.681.644.704
Banca Comercială Română SA	7.962.369.673
Raiffeisen Bank SA	5.537.277.512
Unicredit Țiriac Bank SA	285.842.390
<b>TOTAL ACTIVE</b>	<b>42.467.134.281</b>

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 cumulativ 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 30 decembrie 2022, însumau aproximativ 15,02 miliarde lei, respectiv circa 91% din activul total aferent industriei fondurilor de investiții, excluzând SIF-urile și FP.

Tabel 24 Principalele societăți de administrare a investițiilor și activele administrate

SAI	Activ total (lei) 31.12.2021	% din total active	SAI	Activ total (lei) 30.12.2022	% din total active
SAI ERSTE ASSET MANAGEMENT SA	5.771.427.100	23,82%	SAI BT ASSET MANAGEMENT SA	4.187.897.915	25,38%
SAI RAIFFEISEN ASSET MANAGEMENT SA	5.742.219.540	23,70%	SAI ERSTE ASSET MANAGEMENT SA	3.907.381.724	23,68%

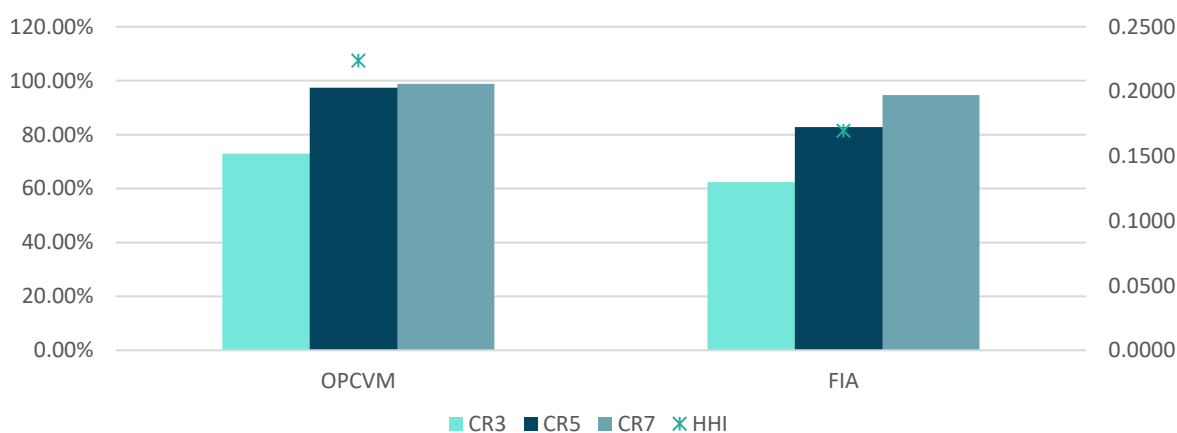
<sup>27</sup> În data de 07.07.2022 a fost autorizată societatea de investiții alternative cu capital privat Sparking Capital SA, pentru care la data întocmirii raportului nu existau date disponibile cu privire la activele deținute de aceasta.

SAI	Activ total (lei) 31.12.2021	% din total active	SAI	Activ total (lei) 30.12.2022	% din total active
SAI BRD ASSET MANAGEMENT SA	5.260.791.978	21,71%	SAI RAIFFEISEN ASSET MANAGEMENT SA	3.270.388.327	19.82%
SAI BT ASSET MANAGEMENT SA	4.939.628.070	20,39%	SAI BRD ASSET MANAGEMENT SA	3.135.820.728	19.00%
SAI OTP ASSET MANAGEMENT ROMANIA SA	794.175.246	3,28%	SAI OTP ASSET MANAGEMENT ROMANIA SA	515.981.863	3.13%
<b>Total active gestionate de cele 5 SAI-uri</b>	<b>22.508.241.935</b>	<b>92,91%</b>	<b>Total active gestionate de cele 5 SAI-uri</b>	<b>15.017.470.560</b>	<b>90.99%</b>
<b>Total active celelalte SAI-uri</b>	<b>1.718.811.593</b>	<b>7,09%</b>	<b>Total active celelalte SAI-uri</b>	<b>1.486.498.688</b>	<b>9.01%</b>
<b>Total active administrate de SAI- urile locale<sup>28</sup></b>	<b>24.227.053.528</b>	<b>100%</b>	<b>Total active administrate de SAI- urile locale<sup>29</sup></b>	<b>16.503.969.248</b>	<b>100.00%</b>

Sursa: ASF

Graficul 53 prezintă gradul de concentrare pe piața serviciilor de depozitare a activelor fondurilor de investiții este ridicat, iar în cazul administratorilor fondurilor de investiții alternative, gradul de concentrare este mediu.

Grafic 53 Gradul de concentrare pe piața fondurilor de investiții din România (după activul net la 30.12.2022)



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 0,2239, ceea ce indică un grad ridicat de concentrare. Acest lucru este confirmat și de indicatorii CR („concentration ratio”). La 30 decembrie 2022, primele trei SAI administrau aproximativ 73% din activele OPCVM și 62% din activele FIA.

### Administrarea portofoliilor individuale

La finalul lunii decembrie 2022, un număr de 296 de conturi individuale de investiții erau administrate de 2 SAI-uri, valoarea totală a activelor fiind de aproximativ 634 milioane lei, în scădere cu 11% față de valoarea de la sfârșitul anului 2021.

<sup>28</sup> Nu include activele SIF-urilor și ale Fondului Proprietatea.

<sup>29</sup> Nu include activele SIF-urilor și ale Fondului Proprietatea.

Tabel 25 Numărul conturilor individuale de investiții și activele administrate de SAI-uri la 30 decembrie 2022

SAI	31.12.2021		30.12.2022	
	Nr. conturi individuale	Active administrate (lei)	Nr. conturi individuale	Active administrate (lei)
<b>TOTAL SAI</b>	<b>317</b>	<b>712.348.962</b>	<b>296</b>	<b>610,664,255</b>

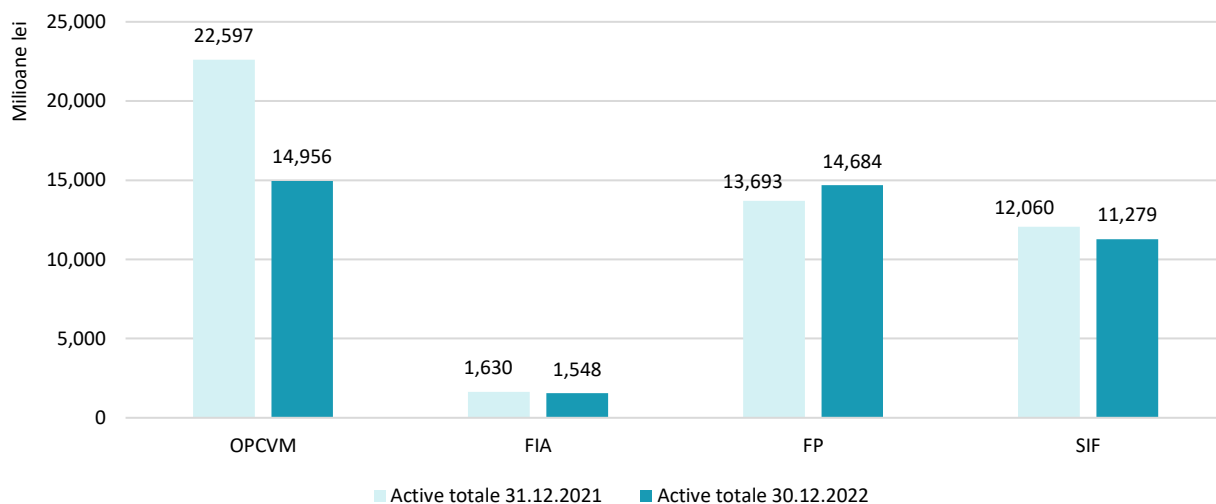
Sursa: ASF

### Administrarea organismelor de plasament colectiv (OPC)

La finalul anului 2022, valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România a fost de 42,47 miliarde lei, în scădere cu aproximativ 15% față de finalul anului 2021.

O analiză pe categorii de organisme de plasament colectiv arată că, față de finalul anului 2021, la finalul anului 2022, Fondul Proprietatea a avut cea mai mare creștere a activelor totale (+7,2%), iar OPCVM-urile au înregistrat cea mai semnificativă diminuare a activului total (-33,8%).

Grafic 54 Evoluția activelor totale pe categorii de OPC



Sursa: ASF

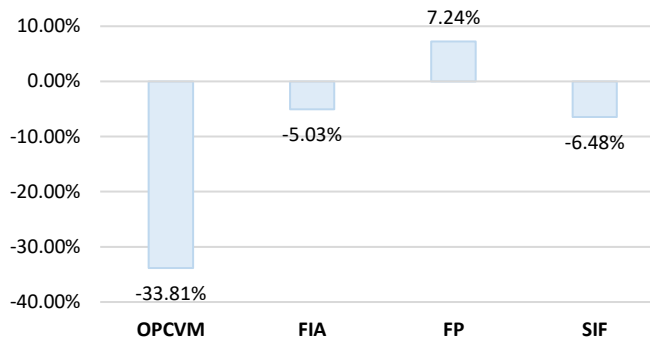
Valoarea activului total al Fondului Proprietatea a fost de aproximativ 14,68 miliarde lei la finalul anului 2022 și înregistrează o majorare a activelor totale de circa 7% față de sfârșitul anului 2021.

Tabel 26 Activele totale (milioane lei) pe categorii de OPC

Categorie fond	Active totale	Active totale
	31.12.2021	30.12.2022
<b>OPCVM</b>	22.597	14.956
<b>FIA</b>	1.630	1.548
<b>FP</b>	13.693	14.684
<b>SIF-uri</b>	12.060	11.279
<b>TOTAL OPC</b>	<b>49.981</b>	<b>42.467</b>

Sursa: ASF

Grafic 55 Modificarea (%) activelor totale pe categorii de OPC la 30.12.2022 față de 31.12.2021



Sursa: ASF

La finalul anului 2022, din totalul OPC-urilor locale (inclusiv SIF-uri și FIA), activele cumulate ale OPCVM reprezentau, o pondere de circa 35%, iar activele FIA reprezentau circa 4%.

Tabel 27 Structura portofoliilor investiționale pe categorii de OPC și pe clase de active (lei)

Active totale - 30.12.2022	OPCVM	FIA	SIF-uri	FP	TOTAL
<b>Ațiuni</b>	1.819.321.614	1.124.876.596	9.362.576.554	13.696.591.939	26.003.366.702
<b>Obligațiuni</b>	3.152.900.248	14.100.531	144.040.257	-	3.311.041.036
<b>Titluri de stat</b>	5.924.005.235	159.728	9.560.805	-	5.933.725.768
<b>Depozite și disponibil</b>	2.991.639.755	122.001.751	334.268.572	986.449.541	4.434.359.619
<b>Titluri OPCVM/FIA</b>	1.024.170.598	134.860.105	1.214.428.022	-	2.373.458.725
<b>Altele</b>	43.989.640	151.943.448	214.380.127	869.214	411.182.429

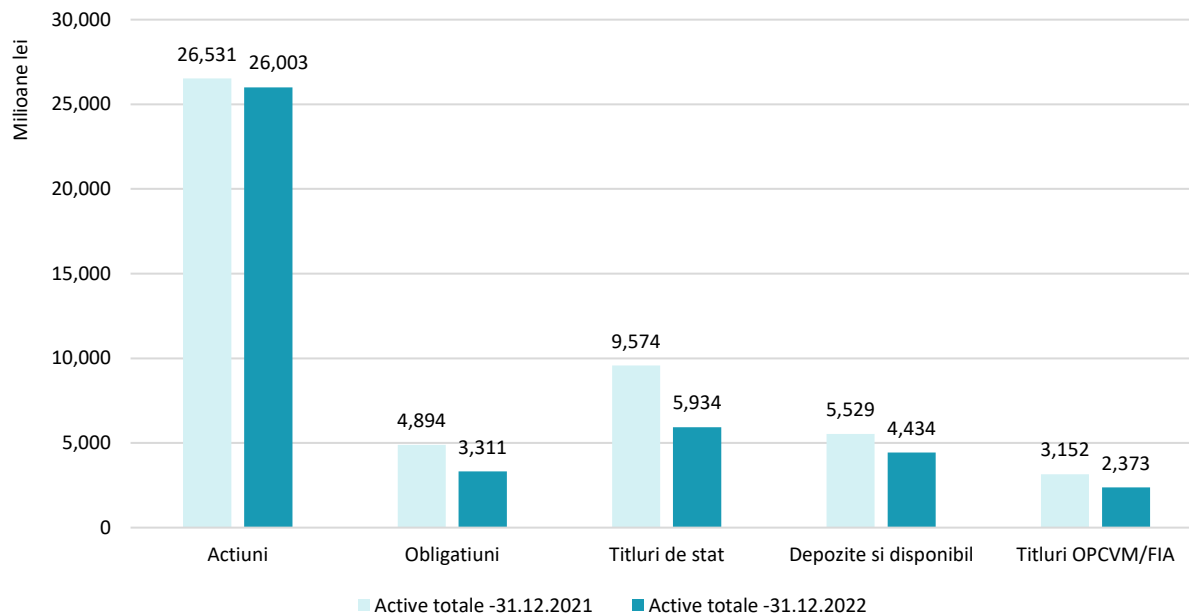
Sursa: ASF

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 miliarde lei, consemnând o pondere de circa 61% din activul total al OPC. Investițiile în instrumente financiare cu venit fix la nivelul întregii piețe sunt în valoare de 13,68 miliarde lei, reprezentând aproximativ 32% din activul total al OPC.

La 30 decembrie 2022 față de finalul anului 2021, se constată o ușoară diminuare a investițiilor efectuate în acțiuni (-2%) și o diminuare accentuată în titluri de stat (-38%), obligațiuni (-32,35%), titluri OPCVM/FIA (-24,71%) și depozite și disponibilități (-19,79%).

Grafic 56 Evoluția alocării strategice a portofoliilor OPC



Sursa: ASF

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

La sfârșitul lunii decembrie 2022, își desfășurau activitatea 89 de organisme de plasament colectiv în valori mobiliare, structurate pe opt categorii: titluri de credit (23), titluri de capital (21), multi-active flexible (17), alte fonduri (11), multi-active echilibrate (7), multi-active agresive (4), multi-active defensive (3) și absolute return (3).

Tabel 28 Evoluția numărului de OPCVM, pe categorii

OPCVM în funcție de politica investițională*	30.12.2022
Titluri de credit	23
Titluri de capital	21
Multi-active flexible	17
Alte fonduri	11
Multi-active echilibrate	7
Multi-active agresive	4
Multi-active defensive	3
Absolute return	3
<b>TOTAL</b>	<b>89</b>

\* conform noii clasificări

Sursa: ASF

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.

Tabel 29 Distribuția investitorilor pe categorii de OPCVM

Categorii de fonduri	31.12.2022		
	PJ	PF	Total
Titluri de capital	575	41.253	41.828
Titluri de credit	7.250	216.393	223.643
Multi-active defensive	17	1.498	1.515
Multi-active flexible	929	57.341	58.270
Multi-active echilibrate	308	44.937	45.245
Absolute return	17	1.550	1.567
Alte fonduri	891	73.247	74.138
Multi-active agresive	43	2.336	2.379
<b>Total</b>	<b>10.030</b>	<b>438.555</b>	<b>448.585</b>

La finalul anului 2022, numărul investitorilor în OPCVM-uri s-a situat la 448.585, în creștere cu 4.233 investitori față de finalul anului 2021.

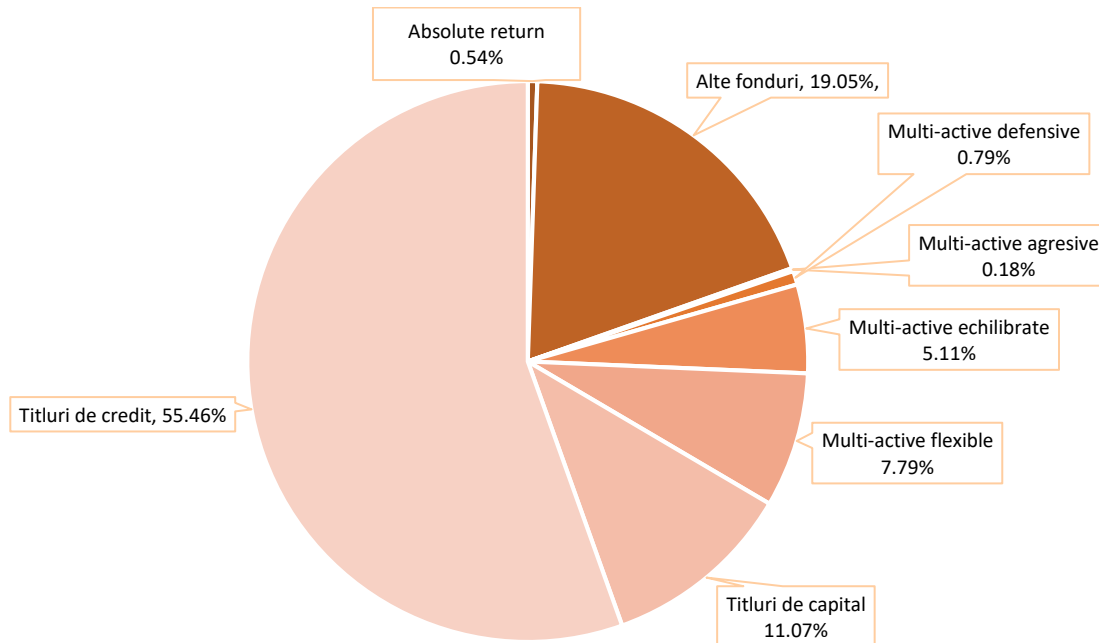
Tabel 30 Structura activelor nete pe categorii de OPCVM

OPCVM în funcție de politica investițională	Activ net 30.12.2022 (lei)
Titluri de capital	1.652.185.873,04
Titluri de credit	8.276.309.487,17
Multi-active defensive	118.144.453,67
Multi-active flexible	1.162.454.170,82
Multi-active echilibrate	762.742.215,41
Absolute return	81.135.526,35
Alte fonduri	2.842.957.976,32
Multi-active agresive	26.657.903,24
<b>Total</b>	<b>14.922.587.606,02</b>

Cea mai ridicată pondere în activul net cumulat al OPCVM este deținută de fondurile de titluri de credit, aproximativ 55,5%.

Sursa: ASF

Grafic 57 Cota de piață a OPCVM în funcție de politica investițională și de activul net (30.12.2022)



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 (39,6%), fiind urmate de obligațiunile corporative cotate (20%).

Tabel 31 Evoluția alocării strategice a activelor OPCVM

Elemente de portofoliu OPCVM	31.12.2021	% din AT	30.12.2022	% din AT
Acțiuni cotate	2.109.593.550	9,34%	1.803.922.806	12,06%
Acțiuni necotate	635.260	0,00%	15.398.808	0,10%
Acțiuni tranzacționate în afara piețelor reglementate	4.295.523	0,02%	-	0,00%
Obligațiuni corporative cotate	4.361.996.113	19,30%	2.991.464.912	20,00%
Obligațiuni corporative necotate	42.787.433	0,19%	1.033.875	0,01%
Obligațiuni municipale cotate	271.819.661	1,20%	160.401.461	1,07%
Conturi curente și numerar	631.366.988	2,79%	166.810.404	1,12%
Depozite bancare	3.689.869.465	16,33%	2.824.829.351	18,89%
Titluri de stat >1 an	6.322.588.952	27,98%	5.160.655.172	34,51%
Titluri de stat <1 an	3.154.561.744	13,96%	763.350.063	5,10%
Titluri OPCVM / AOPC cotate	184.246.153	0,82%	94.093.604	0,63%
Titluri OPCVM / AOPC necotate	1.688.029.044	7,47%	930.076.994	6,22%
Instrumente financiare derivate	19.422.406	0,09%	48.248.364	0,32%
Produse structurate	476.338	0,00%	377.306	0,00%
Dividende și alte drepturi de încasat	329.554	0,00%	395.748	0,00%
Alte active	115.037.083	0,51%	-5.031.777	-0,03%
<b>Total activ (lei)</b>	<b>22.597.055.266</b>	<b>100%</b>	<b>14.956.027.090</b>	<b>100%</b>

Sursa: ASF

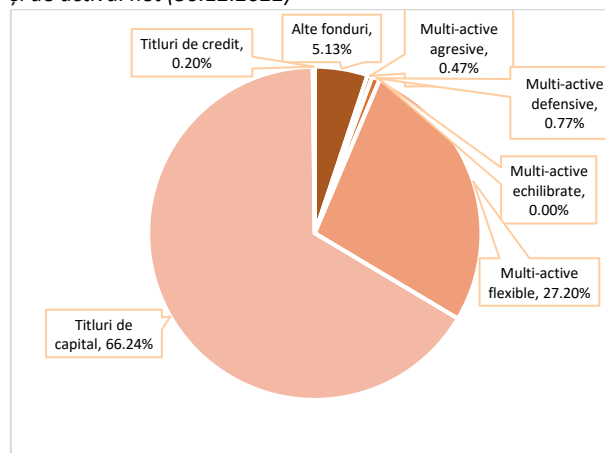
### 6.3. Fonduri de investiții alternative (FIA)

Tabel 32 Structura activelor nete pe categorii de FIA

FIA în funcție de politica investițională	Activ net 30.12.2022 (lei)
Titluri de capital	1.023.288.441
Titluri de credit	3.064.293
Multi-active defensive	11.853.186
Multi-active flexible	420.201.163
Alte fonduri	79.238.754
Multi-active agresive	7.271.081
<b>Total</b>	<b>1.544.916.918</b>

Sursa: ASF

Grafic 58 Cota de piață a FIA în funcție de politica investițională și de activul net (30.12.2022)



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 27%. Astfel, la finalul lunii decembrie 2022, circa 93% 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 33 Evoluția alocării strategice a activelor FIA

Elemente de portofoliu FIA	31.12.2021	% din AT	30.12.2022	% din AT
Acțiuni cotate	1.141.631.642	70,04%	1.068.363.329	69,02%
Acțiuni necotate	73.258.112	4,49%	56.513.267	3,65%
Acțiuni tranzacționate în afara piețelor reglementate	-	0,00%	-	0,00%
Obligațiuni corporative cotate	30.844.426	1,89%	13.325.252	0,86%
Obligațiuni corporative necotate	11.135.729	0,68%	753.413	0,05%
Obligațiuni municipale cotate	27.322	0,00%	21.866	0,00%
Obligațiuni municipale necotate	-	0,00%	-	0,00%
Conturi curente și numerar	15.653.398	0,96%	17.985.828	1,16%
Depozite bancare	117.827.861	7,23%	104.015.924	6,72%
Titluri de stat >1 an	-	0,00%	159.728	0,01%
Titluri OPCVM / AOPC cotate	50.725.739	3,11%	98.617.096	6,37%
Titluri OPCVM/AOPC necotate	121.607.985	7,46%	36.243.009	2,34%
Instrumente financiare derivate	-288.812	-0,02%	- 1.204.218	-0,08%
Produse structurate	61.022.004	3,74%	71.468.805	4,62%
Dividende și alte drepturi de încasat	33.231	0,00%	5.642	0,00%
Alte active	6.410.583	0,39%	81.673.219	5,28%
<b>Total activ (lei)</b>	<b>1.629.889.220</b>	<b>100%</b>	<b>1.547.942.159</b>	<b>100%</b>

Sursa: ASF

## 6.4. Societățile de investiții financiare (SIF)

La 30 decembrie 2022, activele nete aferente celor cinci SIF-uri au cumulat aproximativ 10,69 miliarde lei, în scădere cu circa 5% față de finalul anului 2021 (11,28 miliarde lei). Cele mai mari active nete aparțin SIF Banat-Crișana (SIF1), urmat de EVERGENT Investments și de SIF Oltenia (SIF5).

Tabel 34 Evoluția sintetică a celor cinci societăți de investiții financiare

Data	Indicatori	SIF1	EVERGENT	SIF5	SIF4	Transilvania
		Banat-Crișana	Investments	Oltenia	Muntenia	Investments Alliance
31.12.2021	VUAN (lei)	6,6268	2,4888	4,3953	2,5268	0,6424
	Preț de piață	2,5400	1,2250	1,6860	1,5650	0,3450
	Discount (%)	61,67%	50,78%	61,64%	38,06%	46,30%
	Activ Net (lei)	3.363.153.702	2.347.051.191	2.199.826.336	1.982.613.439	1.382.377.871
	Nr. acțiuni emise	507.510.056	957.563.544	500.000.000	784.645.201	2.152.000.000
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

Sursa: ASF, BVB, Rapoarte SIF

La sfârșitul anului 2022, investițiile în acțiuni dețin cea mai ridicată pondere în activul total cumulat al SIF-urilor (aproximativ 83%).

Tabel 35 Structura cumulată a portofoliilor SIF-urilor la 30.12.2022, respectiv 31.12.2021

Elemente de portofoliu SIF-uri	31.12.2021	% din AT	30.12.2022	% din AT
Acțiuni cotate	8.947.179.634	74,19%	8.283.675.397	73,44%



Acțiuni necotate	1.054.391.443	8,74%	1.078.901.157	9,57%
Obligațiuni corporative cotate	134.226.205	1,11%	123.458.420	1,09%
Obligațiuni corporative necotate	41.202.643	0,34%	20.534.144	0,18%
Obligațiuni municipale cotate	59.032	0,00%	47.694	0,00%
Conturi curente și numerar	180.734.870	1,50%	33.430.151	0,30%
Depozite bancare	477.678.916	3,96%	300.838.422	2,67%
Titluri de stat >1 an	-	0,00%	-	0,00%
Titluri de stat <1 an	-	0,00%	9.560.805	0,08%
Titluri OPCVM/AOPC cotate	181.472.646	1,50%	310.094.202	2,75%
Titluri OPCVM/AOPC necotate	926.277.567	7,68%	904.333.821	8,02%
Dividende și alte drepturi de încasat	3.357.259	0,03%	-	0,00%
Alte active	113.860.711	0,94%	214.380.127	1,90%
<b>Total activ (lei)</b>	<b>12.060.440.928</b>	<b>100%</b>	<b>11.279.254.339</b>	<b>100%</b>

Sursa: ASF

## 6.5. Fondul Proprietatea SA

Valoarea totală a activelor nete aferente Fondului Proprietatea se situa la aproximativ 14,57 miliarde lei la finalul lunii decembrie 2022, în creștere cu 10% față de luna decembrie 2021. Activele FP erau concentrate preponderent în România. Această creștere a derivat dintr-o dinamica favorabilă a unui element din portofoliu (expunerea pe societatea Hidroelectrică).

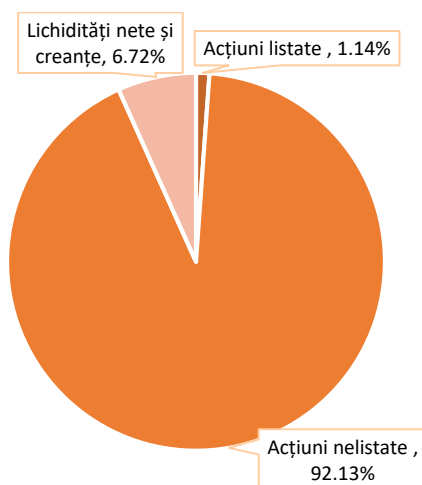
Tabel 36 Evoluția sintetică a Fondului Proprietatea

Elemente de portofoliu	31.12.2021	30.12.2022
Număr de acțiuni emise	6.412.196.967	5.668.806.128
Activ Net (lei)	13.244.639.868	14.569.538.085
VUAN (lei)	2,2624	2,5701
Preț de închidere (lei)	1,9900	2,0400
Discount (%)	12,04%	20,63%

Sursa: Fondul Proprietatea

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

Grafic 59 Tipuri de active din portofoliul Fondului Proprietatea la data de 30.12.2022 (% din Total Activ)



Sursa: Fondul Proprietatea, calcule ASF

\*Lichidități nete și creanțe includ depozite bancare, conturi bancare curente, titluri de stat pe termen scurt, creanțe privind dividendele, precum și alte creanțe și active din care se scade valoarea datoriilor (inclusiv valoarea datoriilor către acționari în legătură cu returnările de capital și distribuția de dividende) și a provizioanelor.

Dintre societățile listate, cea mai mare pondere din activul net al fondului o deține societatea Alro SA (0,79% din VAN la 30 decembrie 2022), iar din categoria societăților nelistate, cea mai mare pondere este deținută de Hidroelectrică (76,52% din VAN la 30 decembrie 2022), urmată de CN Aeroporturi București SA, Engie România și CN Administrația Porturilor Maritime SA.

Tabel 37 Top 5 dețineri Fondul Proprietatea la data de 30.12.2022

Denumire societate	% din VAN la 30.12.2022
Hidroelectrică SA	76,52%
CN Aeroporturi Bucuresti SA	4,89%
Engie Romania SA	3,02%
CN Administratia Porturilor Maritime SA	1,94%
Societatea Națională a Sării SA	1,88%
<b>TOTAL</b>	<b>88,25%</b>

Sursa: Fondul Proprietatea

Tabel 38 Evoluția alocării strategice a activelor Fondului Proprietatea

Elemente de portofoliu FP	31.12.2021	% din AT	30.12.2022	% din AT
Acțiuni cotate	2.160.966.986	15,78%	167,608,857.01	1,14%
Acțiuni necotate	11.039.028.581	80,62%	13,528,983,081.84	92,13%
Conturi curente și numerar	68.224.970	0,50%	73,833,144.34	0,50%
Dividende și alte drepturi de încasat	-	-	-	0,00%
Depozite bancare	347.387.604	2,54%	912,616,396.35	6,22%
Titluri de stat >1 an	-	0,00%	-	0,00%
Titluri de stat <1 an	77.106.529	0,56%	-	0,00%
Alte active	298.725	0,00%	869,214.03	0,01%
<b>Total Activ (LEI)</b>	<b>13.693.013.395</b>	<b>100%</b>	<b>14,683,910,693.57</b>	<b>100%</b>

Sursa: ASF

Tabel 39 Structura acționariatului Fondului Proprietatea - la data de 30.12.2022

Acționari instituționali români	37,31%
Persoane fizice române	21,17%
Acționari instituționali străini	11,25%
The Bank of New York Mellon*	12,52%
Persoane fizice nerezidente	3,13%
Ministerul Finanțelor Publice	5,96%
Acțiuni proprii**	8,66%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>
<b>Număr total de acționari la data de 30.12.2022 – 16.585</b>	

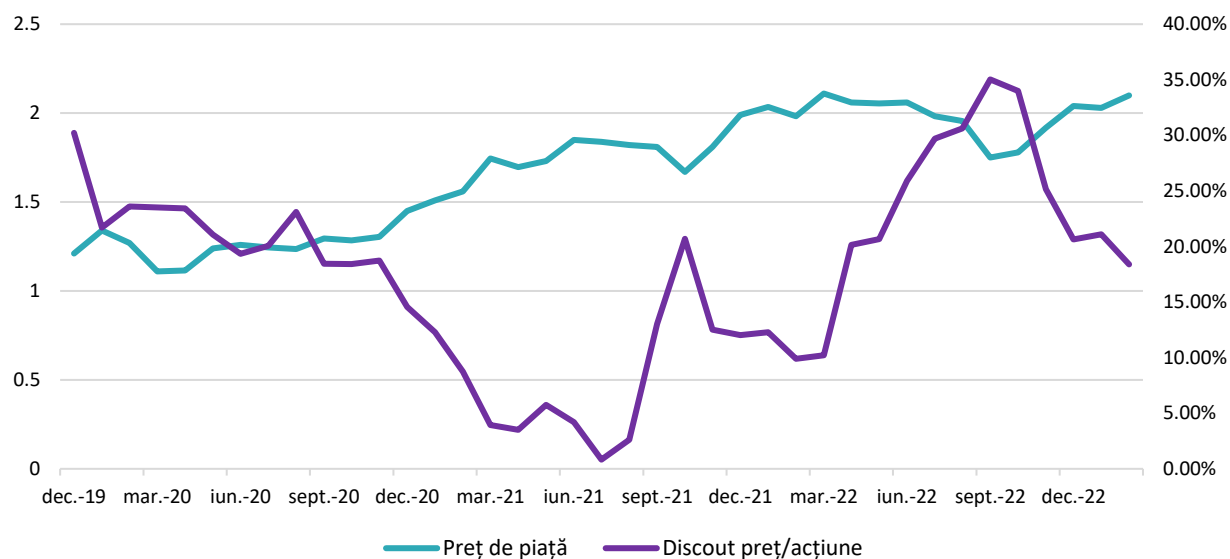
Sursa: Fondul Proprietatea

\*Din care Fondul Proprietatea deține 79.602 GDR-uri (echivalentul a 3.980.100 acțiuni).

\*\* 538.720.318 acțiuni proprii achiziționate de Fond în cadrul celui de-al 13-lea program de răscumpărare.

La sfârșitul anului 2022, numărul total al acționarilor a crescut cu 5.333 față de finalul anului 2021 (11.252 acționari).

Grafic 60 Evoluția prețului de referință pentru acțiunile Fondului Proprietatea



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

Graficul 57 indică evoluția prețului de referință pentru acțiunile Fondului Proprietatea în perioada de analiză (decembrie 2019 – decembrie 2022).

## **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 Previziuni ale creșterii economice pentru România .....	9
Tabel 2 Randamentele burselor de acțiuni .....	19
Tabel 3 Activele nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de țările de domiciliu.....	26
Tabel 4 Vânzările nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu în trimestrul IV 2022 .....	27
Tabel 5 Activele nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în funcție de țările de domiciliu .....	27
Tabel 6 Vânzările nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în trimestrul IV 2022 în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu .....	28
Tabel 7 Oferte publice de vânzare primare în perioada 01.01.2022 - 30.12.2022 (conform documentelor aprobate de ASF).....	63
Tabel 8 Oferte publice de cumpărare derulate în perioada 01.01.2022 – 30.12.2022 (conform documentelor aprobate de ASF) .....	64
Tabel 9 Retrageri de la tranzacționare .....	65
Tabel 10 Numărul de Certificate de Înregistrare a Valorilor Mobiliare pe tipuri de operațiuni, emise în perioada 01.01.2022 –31.12.2022 .....	66
Tabel 11 Situația emisiunilor cu venit fix .....	68
Tabel 12 Structura tranzacțiilor derulate la BVB (Piața Reglementată și SMT), după valoarea corespunzătoare fiecărui tip de instrument .....	72
Tabel 13 Top 20 emitenți după valoarea tranzacționată la 31 decembrie 2022 pe piața Reglementată (doar acțiuni) .....	77
Tabel 14 Evoluția trimestrială a tranzacțiilor derulate pe SMT în perioada T1 2019-T4 2022 .....	79
Tabel 15 Top emitenți după valoarea tranzacționată pe SMT (doar acțiuni), la 31 decembrie 2022 .....	80
Tabel 16 Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare, structurată pe tipuri de instrumente financiare ..	81
Tabel 17 Distribuția numărului de tranzacții decontate și a valorii decontate nete .....	82
Tabel 18 Distribuția numărului de tranzacții decontate pe bază brută și a valorii corespunzătoare a acestora .....	83
Tabel 19 Categoriile de intermediari pe piața reglementată administrată de BVB.....	84
Tabel 20 Categoriile de intermediari pe sistemul multilateral de tranzacționare administrat de BVB .....	84
Tabel 21 Clasamentul intermediarilor pe piețele la vedere administrate de BVB la 31 decembrie 2022 .....	85
Tabel 22 Numărul de OPC-uri și Administratori .....	88
Tabel 23 Depozitarii activelor OPC .....	88
Tabel 24 Principalele societăți de administrare a investițiilor și activele administrate .....	88
Tabel 25 Numărul conturilor individuale de investiții și activele administrate de SAI-uri la 30 decembrie 2022 .....	90
Tabel 26 Activele totale (milioane lei) pe categorii de OPC .....	91
Tabel 27 Structura portofoliilor investiționale pe categorii de OPC și pe clase de active (lei) .....	91
Tabel 28 Evoluția numărului de OPCVM, pe categorii .....	92
Tabel 29 Distribuția investitorilor pe categorii de OPCVM .....	93
Tabel 30 Structura activelor nete pe categorii de OPCVM .....	93
Tabel 31 Evoluția alocării strategice a activelor OPCVM.....	94
Tabel 32 Structura activelor nete pe categorii de FIA.....	94
Tabel 33 Evoluția alocării strategice a activelor FIA .....	95
Tabel 34 Evoluția sintetică a celor cinci societăți de investiții financiare .....	95
Tabel 35 Structura cumulată a portofoliilor SIF-urilor la 30.12.2022, respectiv 31.12.2021 .....	95
Tabel 36 Evoluția sintetică a Fondului Proprietatea .....	96
Tabel 37 Top 5 dețineri Fondul Proprietatea la data de 30.12.2022 .....	97
Tabel 38 Evoluția alocării strategice a activelor Fondului Proprietatea .....	97
Tabel 39 Structura acționariatului Fondului Proprietatea - la data de 30.12.2022 .....	98

## Listă grafice

Grafic 1 Evoluție PIB anual (2018-2022) pe țări.....	8
Grafic 2 Evoluție PIB în anul 2022 pe trimestre și țări, variație procentuală față de aceeași perioadă a anului anterior, date ajustate sezonier.....	8
Grafic 3 Contribuții la IAPC în Zona Euro .....	10
Grafic 4 Inflația (IAPC) în zona euro și prognoza BCE .....	10
Grafic 5 Evoluția indicatorului sentimentului economic (ESI) în perioada februarie 2019-februarie 2022.....	11
Grafic 6 Indicator CLI .....	12
Grafic 7 Indicator BCI.....	13
Grafic 8 Indicator CCI .....	14
Grafic 9 Indicatorul CISS pentru riscul sistemic .....	15
Grafic 10 Evoluția volatilității pe piețele de acțiuni obligațiuni și mărfuri (medie 2020=100) .....	16
Grafic 11 Evoluția profitabilității sectoarelor bancare și nebancare la nivel European (2020=100) .....	16
Grafic 12 Evoluția sectorului financiar pe țări (2020=100) .....	16
Grafic 13 Evoluția sectorul energetic pe țări (2020=100) .....	17
Grafic 14 Principalii indici bursieri internaționali (2020=100) .....	17
Grafic 15 Indicele BET: fluctuații în jurul nivelului de echilibru .....	18
Grafic 16 Contagiunea în randamente .....	19
Grafic 17 Corelații conditionate dintre indicii bursieri din România, Austria, Ungaria și Polonia .....	20
Grafic 18 Evoluția randamentelor obligațiunilor suverane cu maturitatea de 10 ani .....	21
Grafic 19 Randamente titluri de stat cu maturitati de 6 luni, 1 an și 5 ani.....	22
Grafic 20 Model VEC (Vector Error Correction). Simulări pentru randamentele titlurilor de stat.....	23
Grafic 21 Model VEC (Vector Error Correction). Simulari pentru randamentele titlurilor de stat la un șoc inflationist .....	24
Grafic 22 Activele nete (miliarde EUR) ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare din Europa la 31 decembrie 2022 .....	26
Grafic 23 Activele nete (miliarde EUR) ale fondurilor de investiții alternative din Europa la 31 decembrie 2022 .....	27
Grafic 24 Durata modificată pentru fondurile de obligațiuni .....	33
Grafic 25 Durata modificată (histogramă) pentru fondurile de obligațiuni în anul 2022.....	36
Grafic 26 Rezultate pentru specificatia CaViaR .....	41
Grafic 27 Rezultate pentru specificatia CaViaR .....	44
Grafic 28 Rezultate pentru specificatia delta CoVaR .....	47
Grafic 29 Rezultate pentru specificatia MES.....	50
Grafic 30 Valorile medii pentru masurile de risc.....	55
Grafic 31 Indicatorii Sharpe calculați trimestrial pe strategie investițională în anul 2020.....	58
Grafic 32 Indicatorii Sharpe calculați trimestrial pe strategie investițională în anul 2021.....	59
Grafic 33 Indicatorii Sharpe calculați trimestrial pe strategie investițională în anul 2022.....	59
Grafic 34 Indicatorii Sortino calculați trimestrial pe strategie investițională pentru 2020 și 2021 .....	61
Grafic 35 Indicatorii Sortino calculați trimestrial pe strategie investițională 2022 .....	61
Grafic 36 Indicatorii Treynor calculați trimestrial pe strategie investițională pentru 2020 și 2021.....	62
Grafic 37 Indicatorii Treynor calculați trimestrial pe strategie investițională 2022 .....	62
Grafic 38 Evoluția indicilor Bursei de Valori București la 31.12.2022 .....	71
Grafic 39 Evoluția indicilor BVB în perioada 01.01.2020 - 31.12.2022 (31.12.2019 = 1) .....	72
Grafic 40 Structura trimestrială a tranzacțiilor derulate pe piața Reglementată în perioada 2019 – 2022.....	73
Grafic 41 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu acțiuni*, derulate pe piața Reglementată a BVB .....	73

<i>Grafic 42 Evoluția capitalizării BVB (acțiuni) .....</i>	<i>74</i>
<i>Grafic 43 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix derulate pe piața Reglementată .....</i>	<i>78</i>
<i>Grafic 44 Evoluția lunară a tranzacțiilor cu produse structurate în perioada ianuarie 2020 – decembrie 2022 .....</i>	<i>79</i>
<i>Grafic 45 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor derulate pe SMT .....</i>	<i>81</i>
<i>Grafic 46 Valoarea decontărilor pe bază netă în anul 2022, pe tipuri de instrumente financiare .....</i>	<i>83</i>
<i>Grafic 47 Valoarea intermediată pe piețe la vedere pe categorii de intermediari la 31 decembrie 2022 .....</i>	<i>85</i>
<i>Grafic 48 Valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF .....</i>	<i>86</i>
<i>Grafic 49 Valoarea activelor în custodie raportată la nivelul fondurilor proprii .....</i>	<i>86</i>
<i>Grafic 50 Valoarea activelor în custodie raportată la numărul de conturi active .....</i>	<i>86</i>
<i>Grafic 51 Rezultatele financiare ale SSIF-urilor .....</i>	<i>87</i>
<i>Grafic 52 Distribuția SSIF în funcție de nivelul fondurilor proprii și de rezultatul net în 2022 .....</i>	<i>87</i>
<i>Grafic 53 Gradul de concentrare pe piața fondurilor de investiții din România (după activul net la 30.12.2022) .....</i>	<i>89</i>
<i>Grafic 54 Evoluția activelor totale pe categorii de OPC .....</i>	<i>90</i>
<i>Grafic 55 Modificarea (%) activelor totale pe categorii de OPC la 30.12.2022 față de 31.12.2021 .....</i>	<i>91</i>
<i>Grafic 56 Evoluția alocării strategice a portofoliilor OPC .....</i>	<i>92</i>
<i>Grafic 57 Cota de piață a OPCVM în funcție de politica investițională și de activul net (30.12.2022) .....</i>	<i>93</i>
<i>Grafic 58 Cota de piață a FIA în funcție de politica investițională și de activul net (30.12.2022) .....</i>	<i>94</i>
<i>Grafic 59 Tipuri de active din portofoliul Fondului Proprietatea la data de 30.12.2022 (% din Total Activ) .....</i>	<i>97</i>
<i>Grafic 60 Evoluția prețului de referință pentru acțiunile Fondului Proprietatea .....</i>	<i>98</i>

## 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
AROB	=	AROB 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