



AUTORITATEA
DE SUPRAVEGHERE
FINANCIARĂ

EVOLUȚIA PIEȚEI DE CAPITAL

2025

EVOLUȚIA PIEȚEI DE CAPITAL ÎN ANUL 2025

Notă

Acest raport prezintă evoluția pieței de capital în anul 2025. Ca urmare a rotunjirilor este posibil ca totalurile să nu corespundă exact sumei componentelor sau să apară mici diferențe față de variațiile procentuale indicate în grafice sau tabele.

Toate drepturile rezervate.

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

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

TELVÉRDE: 0800.825.627

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

E-mail: office@asfromania.ro

CUPRINS

SINTEZĂ.....	4
1. Contextul macroeconomic intern și internațional	7
1.1. Evoluții macroeconomice și financiare la nivel european.....	9
1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale	10
1.3. Evoluții bursiere locale.....	16
1.4. Statistici privind organismele de plasament colectiv și fondurile de investiții alternative din Europa	19
2. Tendințe și riscuri pe piața de capital	23
2.1. Analiza riscurilor – Fonduri de obligațiuni.....	23
2.2. Interdependente regionale: corelații condiționate și sincronizarea piețelor bursiere pe termen scurt și lung ..	27
2.3. Indicele de Sentiment al Investitorilor.....	33
2.4. Performanța fondurilor de investiții locale	39
2.5. Analiza inferenței statistice a ratei Sharpe. Portofolii de Fonduri Mutuale Românești.....	40
3. Piața primară și emitenți	47
3.1. Oferte publice	47
3.2. Alte operațiuni speciale/ Alte evenimente corporative.....	49
3.3. Operațiuni transfrontaliere	50
3.4. Noi emitenți listați/admiși la tranzacționare pe Piața Reglementată sau pe Segmentul SMT al BVB	51
3.5. Instrumente financiare verzi emise în România.....	54
4. Statisticile BVB.....	55
4.1. Piața Reglementată.....	57
4.2. Sistemul Multilateral de Tranzacționare (SMT).....	63
4.3. Sisteme de decontare a titlurilor de valoare.....	65
5. Intermediari.....	68
6. Organismele de plasament colectiv	73
6.1. Societăți de administrare a investițiilor	74
Administrarea portofoliilor individuale	75
6.2. Organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM).....	78
6.3. Fonduri de investiții alternative (FIA)	80
6.4. Societățile de investiții (SI).....	82
7. Actele legislative publicate de către ASF în trimestrul IV 2025	84
Anexa 1. Raportul Sharpe și inferența statistică asupra performanței	87
Bibliografie selectivă	94
Listă tabele	95
Listă grafice.....	96



ANUL 2025

SUMARUL PIEȚEI DE CAPITAL DIN ROMÂNIA

Anul 2025 s-a distins printr-un grad accentuat de fluiditate și o volatilitate ridicată, generate în principal de reconfigurarea priorităților politice în Statele Unite și de ajustarea politicilor economice ale celorlalte state la noile condiții globale.

Indici bursieri



Evoluții pozitive în 2025
comparativ cu 2024
regim de volatilitate mixtă
BET: +46%

Capitalizare bursieră

579 miliarde de lei
creștere de 65% față de
2024

Intermediari

Piața reglementată:
27 intermediari
din care: 16 SSIF,
4 instituții de credit locale,
7 entități autorizate UE

Valoarea tranzacțiilor

Piața reglementată + SMT:
44 miliarde de lei
creștere cu 18% față de 2024
98% pe piața reglementată, restul
pe SMT

Top companii lichide

Banca Transilvania (TLV):
32% din valoarea tranzacțiilor,
urmată de OMV Petrom (SNP),
Hidroelectrică (H2O), Romgaz
(SNG) și Fondul Proprietatea
(FP)

Instrumente cu venit fix

Valoare totală:
25,3 miliarde de lei
creștere de 37% față de 2024

Fonduri de investiții

Valoare totală active:
58 miliarde de lei
creștere cu 31% față de
2024

Entități

94 OPCVM, 39 FIA
20 administratori
4 depozitari



SINTEZĂ

Anul 2025 s-a distins printr-un nivel ridicat de incertitudine și o volatilitate ridicată, generate în principal de reconfigurarea priorităților politice în Statele Unite și de ajustarea politicilor economice ale celorlalte state la noile condiții globale. Escaladarea tensiunilor regionale sau măsuri protecționiste suplimentare pot genera în anul 2026 volatilitate crescută pe piețele financiare, re poziționări de portofolii sau creșterea primelor de risc.

La nivel global, piețele de capital au evoluat într-un context caracterizat de recalibrare graduală a politicilor monetare, pe fondul temperării presiunilor inflaționiste și al unei dinamici economice moderate în economiile dezvoltate. Indicii bursieri majori, inclusiv indicele S&P 500, au fost susținuți de reziliența rezultatelor corporative și de interesul persistent pentru sectoarele cu creștere structurală, în timp ce volatilitatea a fost influențată de incertitudinile geopolitice și de ajustările privind perspectivele de dobândă.

Pe piața locală, Bursa de Valori București a continuat procesul de consolidare instituțională și de creștere a lichidității, susținut de menținerea statutului de piață emergentă și de interesul investitorilor pentru emisiuni de acțiuni și obligațiuni.

Conform proiecțiilor IMF, PIB-ul global va crește cu aproximativ 3,3% în anul 2026 și cu 3,2% în anul 2027. Economia globală continuă să prezinte un ritm moderat de creștere. Pentru economiile avansate, se preconizează o creștere de circa 1,8% în anul 2026 și 1,7% pentru anul 2027, cu o ușoară îmbunătățire față de prognoza anterioară. În Statele Unite, creșterea este estimată la aproximativ 2,4% în 2026, fiind susținută de politica fiscală și de o rată a dobânzii de politică monetară mai mică, dar și de diminuarea treptată a impactului barierelor comerciale. În zona euro, ritmul rămâne modest, la 1,3% pentru anul 2026 și la 1,4% pentru anul 2027. Impactul creșterii cheltuielilor pentru apărare este de așteptat să se materializeze abia în anii următori, având în vedere angajamentele de atingere graduală a nivelurilor-țintă până în 2035. În comparație cu alte regiuni, zona euro beneficiază într-o măsură relativ limitată de impulsul investițional recent determinat de progresele tehnologice.

În Europa emergentă și în curs de dezvoltare, se anticipează o încetinire accentuată a creșterii economice, până la un nivel de 2% pentru anul 2025. Această evoluție este de așteptat să se inverseze, economiile din regiune, urmând să revină pe o traiectorie de creștere moderată, cu un avans mediu de 2,3% în 2026 și de 2,4% în 2027.

Inflația globală este anticipată să scadă de la un nivel estimat de 4,1% în anul 2025, la 3,8% în anul 2026 și, ulterior, la 3,4% în 2027. Proiecțiile privind inflația rămân, în mare măsură, neschimbate față de cele din octombrie 2025. Inflația în Statele Unite este așteptată să revină mai lent către ținta de politică monetară decât în alte economii mari.

Volumul comerțului mondial este prognozat să își tempereze ritmul de creștere, de la 4,1% în anul 2025, la 2,6% în anul 2026, urmând să se redreseze moderat la 3,1% în 2027. Această dinamică este determinată de efecte de anticipare a fluxurilor comerciale (front-loading), precum și de reconfigurări ale fluxurilor de comerț ca urmare a introducerii unor noi politici. Pe termen mediu, măsurile fiscale cu caracter expansionist

implementate în economiile cu excedente de cont curent sunt de natură să contribuie la diminuarea dezechilibrelor globale.

Consiliul Guvernatorilor a decis menținerea ratelor dobânzilor cheie neschimbate: facilitatea de depozit la 2%, operațiunile principale de refinanțare la 2,15% și facilitatea de creditare marginală la 2,4%, conform Buletinului Economic al Băncii Centrale din decembrie 2025. Această decizie reflectă așteptarea ca inflația să se stabilizeze la ținta de 2% pe termen mediu, într-un context de reziliență economică, dar cu riscuri persistente.

Pe plan local, Produsul Intern Brut (PIB) a crescut cu 0,6% în anul 2025 comparativ cu anul precedent. În trimestrul IV 2025, PIB a fost, în termeni reali, mai mic cu 1,9% comparativ cu trimestrul III 2025. În ultimul trimestru al anului 2025, față de același trimestru din anul 2024, PIB a înregistrat o creștere cu 0,1% pe seria brută și o scădere de 1,6% pe seria ajustată sezonier. La nivel european, evoluțiile PIB indică o eterogenitate moderată între economiile analizate. Creșterea economică trimestrială, la nivelul Uniunii Europene, ajunge de la +0,4% în trimestrul anterior, la +0,3% în trimestrul IV 2025, semnalând o scădere modestă, dar fără o schimbare structurală majoră a ritmului de evoluție.

România a încheiat anul 2025 cu o rată anuală a inflației de 8,6%, reprezentând cel mai ridicat nivel din Uniunea Europeană. Începând cu luna martie 2025, România s-a menținut pe prima poziție în topul Eurostat privind valoarea inflației anuale. Această evoluție a fost determinată de persistența așteptărilor inflaționiste ridicate, de expirarea schemei de plafonare a prețului energiei electrice și de majorarea, începând cu 1 august, a cotelor de TVA și a accizelor, în concordanță cu pachetul de măsuri fiscal-bugetare adoptat în luna iulie 2025.

Indicii pieței de capital din România au consemnat evoluții pozitive la sfârșitul lunii decembrie 2025, raportat la finalul anului anterior. Indicele principal BET, care surprinde dinamica celor mai lichide companii listate pe piața reglementată a BVB, a înregistrat o majorare de 46% la 31 decembrie 2025 comparativ cu 31 decembrie 2024.

Valoarea totală tranzacționată pe piața reglementată și SMT a atins nivelul de 43,8 miliarde lei la finalul lunii decembrie 2025, în creștere cu 18,33% comparativ cu aceeași perioadă a anului 2024. În același timp, numărul total de tranzacții derulate pe parcursul anului 2025 la BVB a scăzut cu 8,76% comparativ cu anul anterior. 98,49% din valoarea totală a tranzacțiilor a avut loc pe piața reglementată a BVB, restul fiind derulate pe SMT.

La 31 decembrie 2025, valoarea tranzacțiilor cu titluri de stat a înregistrat o creștere față de aceeași perioadă din 2024, atingând aproximativ 10,73 miliarde lei. Tranzacțiile cu acțiuni au totalizat 17,27 miliarde lei, acestea constituind clasa predominantă de active financiare, cu o pondere de 39,42% din valoarea totală tranzacționată la BVB în anul 2025. În același timp, capitalizarea bursieră aferentă pieței reglementate s-a situat la 579,46 miliarde lei, marcând o creștere de aproximativ 65,42% în raport cu sfârșitul lunii decembrie 2024.

La finalul anului 2025, prima poziție în clasamentul celor mai lichide companii tranzacționate pe piața reglementată a BVB a fost ocupată de Banca Transilvania (TLV), cu o pondere de aproximativ 31,73% din valoarea totală tranzacționată.

În anul 2025, pe piața reglementată au fost realizate 365 de mii de tranzacții cu instrumente cu venit fix (alte obligațiuni, EUR-BOND, EUR-TBILLS, EUR-TBONDS și titluri de stat) în valoare de circa 25,34 miliarde lei, ceea ce reprezintă o creștere de aproximativ 37% față de anul 2024. Numărul tranzacțiilor cu titluri de credit a crescut comparativ cu anul 2024. Valoarea medie raportată la numărul de tranzacții (69,33 mii lei) a scăzut față de cea tranzacționată în anul 2024 (92,74 mii lei).

La finalul trimestrului al IV-lea din 2025, pe piața reglementată administrată de BVB activau 27 de intermediari, dintre care 16 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 4 instituții de credit locale și 7 entități autorizate în alte state membre ale Uniunii Europene. În ceea ce privește Sistemul Multilateral de Tranzacționare (SMT), la aceeași dată erau activi 21 de intermediari, respectiv 15 SSIF, 4 instituții de credit locale și 2 entități autorizate în alte state membre ale UE.

Cei mai activi intermediari pe piețele administrate de BVB (piața reglementată și SMT) au fost Societățile de Servicii de Investiții Financiare, valoarea intermediată de acestea fiind de aproximativ 51,63 miliarde lei. Intermediarii locali (SSIF și instituțiile de credit) au realizat aproximativ 94% 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%.

La 31 decembrie 2025, valoarea totală a activelor aflate în administrarea organismelor de plasament colectiv (OPC) din România a atins aproximativ 58,28 miliarde lei, reprezentând o creștere de circa 31,32% față de sfârșitul anului 2024.

La data menționată anterior, în România activau 20 de administratori, dintre care 5 autorizați exclusiv ca Societăți de Administrare a Investițiilor (SAI), 6 autorizați exclusiv ca Administratori de Fonduri Alternative de Investiții (AFIA), iar 9 deținând dublă autorizație. Tot la 31 decembrie 2025 erau autorizate 94 organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) și 39 fonduri de investiții alternative (FIA), categorie ce include cele 7 societăți de investiții tranzacționate (SI) și Fondul Proprietatea. Serviciile de depozitare aferente celor 133 de OPC-uri erau furnizate de 4 depozitari.

La sfârșitul trimestrului al IV-lea din 2025, similar evoluțiilor din perioadele anterioare, grupurile bancare continuau să reprezinte categoria dominantă dintre administratori, controlând cea mai mare parte a activelor totale gestionate de SAI. Primele cinci SAI-uri ordonate după volumul activelor sunt toate societăți afiliate sistemului bancar, iar activele administrate de acestea la data de 31 decembrie 2025 totalizau aproximativ 32,81 miliarde lei ceea ce reprezintă 93,57% din activul total aferent industriei fondurilor de investiții, excluzând SI-urile și FP.

Pentru segmentul organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare, analizat din perspectiva activelor administrate de SAI, indicele Herfindahl–Hirschman înregistrează valoarea de 0,234, indicând un nivel ridicat de concentrare. Această structură este confirmată și de indicatorii de tip CR („concentration ratio”). Astfel, la 31 decembrie 2025, primele trei SAI gestionau aproximativ 76,29% din activele OPCVM și 66,18% din activele FIA.

La aceeași dată, activele nete aferente celor șapte societăți de investiții au totalizat circa 18,92 miliarde lei, reprezentând o creștere de aproximativ 23,28% față de sfârșitul anului 2024 (15,34 miliarde lei). Cele mai ridicate niveluri ale activelor nete au fost înregistrate de Lion Capital SA, Infinity Capital Investments SA și Evergent Investments SA.

1. Contextul macroeconomic intern și internațional

Creșterea economică globală a fost estimată la 3,3% pentru anul 2025 conform ediției din ianuarie 2026 a raportului World Economic Outlook (WEO)¹. Raportul arată că economia globală rămâne relativ rezilientă în anul 2026, evoluând într-un context caracterizat de forțe divergente: creșterea investițiilor în tehnologie, în special în inteligența artificială, continuă să compenseze efectele negative ale politicilor comerciale și ale incertitudinii macroeconomice. Conform proiecțiilor FMI, PIB-ul global va crește cu aproximativ 3,3% în anul 2026 și cu 3,2% în anul 2027.

Economia globală continuă să prezinte un ritm moderat de creștere. Pentru economiile avansate, se preconizează o creștere de circa 1,8% în anul 2026 și 1,7% pentru anul 2027, cu o ușoară îmbunătățire față de prognoza anterioară. În Statele Unite, creșterea este estimată la aproximativ 2,4% în 2026, fiind susținută de politica fiscală și de o rată a dobânzii de politică monetară mai mică, dar și de diminuarea treptată a impactului barierelor comerciale. Pentru anul 2027, FMI estimează o creștere economică de 2% pentru SUA.

În zona euro, ritmul rămâne modest, la 1,3% pentru anul 2026 și la 1,4% pentru anul 2027. Prognoza rămâne, în linii mari, neschimbată față de cea din octombrie, iar ritmul modest de creștere reflectă persistența unor constrângeri structurale nerezolvate. Impactul creșterii planificate a cheltuielilor pentru apărare este de așteptat să se materializeze abia în anii următori, având în vedere angajamentele de atingere graduală a nivelurilor-țintă până în 2035. În comparație cu alte regiuni, zona euro beneficiază într-o măsură relativ limitată de impulsul investițional recent determinat de progresele tehnologice. Efectele reziduale ale creșterii persistente a prețurilor la energie, survenită după invazia Rusiei în Ucraina, vor continua să exercite presiuni negative asupra sectorului manufacturier, presiuni amplificate de aprecierea reală a monedei euro față de monedele economiilor exportatoare de bunuri similare.

În Europa emergentă și în curs de dezvoltare, se anticipează o încetinire accentuată a creșterii economice, până la un nivel de 2% pentru anul 2025. Această evoluție este de așteptat să se inverseze, economiile din regiune urmând să revină pe o traiectorie de creștere moderată, cu un avans mediu de 2,3% în 2026 și de 2,4% în 2027. În majoritatea regiunilor, redresarea prognozată reflectă, de asemenea, estomparea efectelor generate de modificările politicilor comerciale.

Volumul comerțului mondial este prognozat să își tempereze ritmul de creștere, de la 4,1% în anul 2025, la 2,6% în anul 2026, urmând să se redreseze moderat la 3,1% în 2027. Această dinamică este determinată de efecte de anticipare a fluxurilor comerciale (*front-loading*), precum și de reconfigurări ale fluxurilor de comerț ca urmare a introducerii unor noi politici. Pe termen mediu, măsurile fiscale cu caracter expansionist implementate în economiile cu excedente de cont curent sunt de natură să contribuie la diminuarea dezechilibrelor globale. Această tendință este însă parțial contrabalansată de dinamica investițiilor în afaceri, stimulată de progresul tehnologic, care continuă să atragă fluxuri de capital către Statele Unite, chiar și în contextul unei moderări graduale a acestui impuls investițional.

¹ IMF (Jan. 2026) World Economic Outlook Update

Inflația globală este anticipată să scadă de la un nivel estimat de 4,1% în anul 2025, la 3,8% în anul 2026 și, ulterior, la 3,4% în 2027. Proiecțiile privind inflația rămân, în mare măsură, neschimbate față de cele din octombrie 2025. Inflația în Statele Unite este așteptată să revină mai lent către ținta de politică monetară decât în alte economii mari.

Riscurile la adresa perspectivei rămân preponderent descendente. Reevaluarea așteptărilor privind creșterea productivității generate de AI ar putea reduce investițiile și ar putea provoca corecții bruște pe piețele financiare, cu efecte asupra averii gospodăriilor. Tensiunile comerciale, tensiunile politice interne sau geopolitice amplifică incertitudinea și afectează activitatea economică, având impact asupra piețelor financiare, lanțurilor de aprovizionare și prețurilor materiilor prime. Deficitele fiscale mari și nivelul ridicat al datoriei publice pot exercita presiuni asupra ratelor de dobândă pe termen lung și, implicit, asupra condițiilor financiare generale.

Pe de altă parte, investițiile în AI și o eventuală reducere a tensiunilor comerciale ar putea stimula creșterea economică durabilă, dacă adoptarea tehnologiilor se traduce în câștiguri reale de productivitate și dinamism al afacerilor. Politicile menite să susțină stabilitatea și creșterea pe termen mediu trebuie să se concentreze pe restabilirea rezervelor fiscale, menținerea stabilității prețurilor și stabilității financiare, reducerea incertitudinii și implementarea promptă a reformelor structurale.

De menționat este faptul că prognozele FMI nu surprind și impactul conflictului din Orientul Mijlociu. În acest sens, directorul general al FMI a avertizat la începutul lunii martie² cu privire la riscurile inflaționiste generate de acest conflict. În cadrul discursului susținut de către directoarea generală a FMI la simpozionul Ministerului Finanțelor din Japonia, aceasta a avertizat cu privire la conflictul din Orientul Mijlociu care are un potențial clar de a afecta creșterea economică, inflația și sentimentul pieței, precum și de a impune noi cerințe factorilor de decizie politică. Estimările FMI arată că fiecare creștere de 10% a prețurilor petrolului - dacă persistă pe parcursul lui 2026 – ar conduce la o majorare de 40 de puncte de bază a inflației globale și la o scădere de 0,1-0,2% a producției globale.

Recomandările FMI adresate factorilor de decizie politică pentru a face față turbulențelor actuale și viitoare sunt îndreptate spre investiții în instituții și politici solide pentru a susține economii puternice și o creștere condusă de sectorul privat. Cea de-a doua recomandare este legată de menținerea unor rezerve financiare, care pot oferi guvernelor și companiilor private spațiul necesar de manevră pentru a gestiona potențiale crize. În sectorul privat, rezervele permit firmelor să își comprime marjele de profit pentru a absorbi șocurile, iar în sectorul public, rezervele permit factorilor de decizie să amortizeze anticiclic impactul șocurilor economice (răspunsul politic global la pandemie). Din acest motiv, FMI sfătuiește întotdeauna țările să mențină spațiul fiscal - astfel încât acesta să poată fi folosit ca o compensare politică atunci când apar șocuri și cererea privată scade.

² www.imf.org/en/news/articles/2026/03/09/sp030926-coping-and-thriving-in-a-fluid-world

1.1. Evoluții macroeconomice și financiare la nivel european

Conform Buletinului Economic al Băncii Centrale (BCE)³ din decembrie 2025, Consiliul Guvernatorilor a decis menținerea ratelor dobânzilor cheie neschimbate: facilitatea de depozit la 2%, operațiunile principale de refinanțare la 2,15% și facilitatea de creditare marginală la 2,4%. Această decizie reflectă așteptarea ca inflația să se stabilizeze la ținta de 2% pe termen mediu, într-un context de reziliență economică, dar cu riscuri persistente.

Economia zonei euro a arătat reziliență, cu o creștere a PIB-ului real de 0,3% în trimestrul al treilea al anului 2025, susținută în principal de consum și investiții. Creșterea este condusă de cererea internă, sprijinită de salarii reale în creștere, o rată a șomajului stabilă la 6,4% și investiții guvernamentale în infrastructură și apărare. Exporturile sunt așteptate să crească în 2026, odată cu redresarea cererii externe și reducerea incertitudinilor comerciale, deși provocări structurale precum competitivitatea redusă și tarifele persistă. Proiecțiile revizuite indică o creștere anuală a PIB-ului de 1,4% în anul 2025, 1,2% în 2026 și 1,4% în 2027 și 2028, mai optimiste decât estimările anterioare, datorită statisticilor pozitive, prețurilor mai scăzute la energie și relaxării tensiunilor comerciale.

BCE subliniază necesitatea reformelor structurale, consolidării finanțelor publice sustenabile, integrării pieței unice și adoptării rapide a monedei digitale euro pentru a spori reziliența și potențialul de creștere.

Inflația anuală din zona euro, măsurată prin Indicele Armonizat al Prețurilor de Consum (IAPC) a rămas stabilă la 2,1% în noiembrie 2025, fiind într-un interval îngust de la începutul primăverii. Prețurile energiei au scăzut cu 0,5% comparativ cu luna noiembrie a anului precedent. Inflația prețurilor alimentare a fost de 2,4%, în timp ce inflația de bază (excluzând energie și alimente) a stagnat la 2,4%. Inflația bunurilor a scăzut la 0,5% în noiembrie, de la 0,6% în octombrie și 0,8% în septembrie. Inflația serviciilor a crescut la 3,4% în octombrie și la 3,5% în noiembrie, de la 3,2% în septembrie.

³ BCE (Dec. 2025) Economic Bulletin

1.2. Evoluții macroeconomice și financiare locale

Creștere economică

Produsul Intern Brut (PIB) a crescut cu 0,6% în anul 2025 comparativ cu anul precedent. În trimestrul IV 2025, PIB a fost, în termeni reali, mai mic cu 1,9% comparativ cu trimestrul III 2025. În ultimul trimestru al anului 2025, față de același trimestru din anul 2024, PIB a înregistrat o creștere cu 0,1% pe seria brută și o scădere de 1,6% pe seria ajustată sezonier.

În trimestrul IV 2025, evoluțiile PIB indică o eterogenitate moderată între economiile analizate. Creșterea economică trimestrială, la nivelul Uniunii Europene, ajunge de la +0,4% în trimestrul anterior, la +0,3% în trimestrul IV 2025, semnaland o scădere modestă, dar fără o schimbare structurală majoră a ritmului de evoluție.

În condițiile în care atât Bulgaria, cât și Polonia consemnează evoluții peste media UE, România înregistrează în trimestrul al patrulea o diminuare de -1,9%, reprezentând cea mai slabă evoluție din eșantion.

Tabel 1 Evoluția trimestrială a produsului intern brut⁴

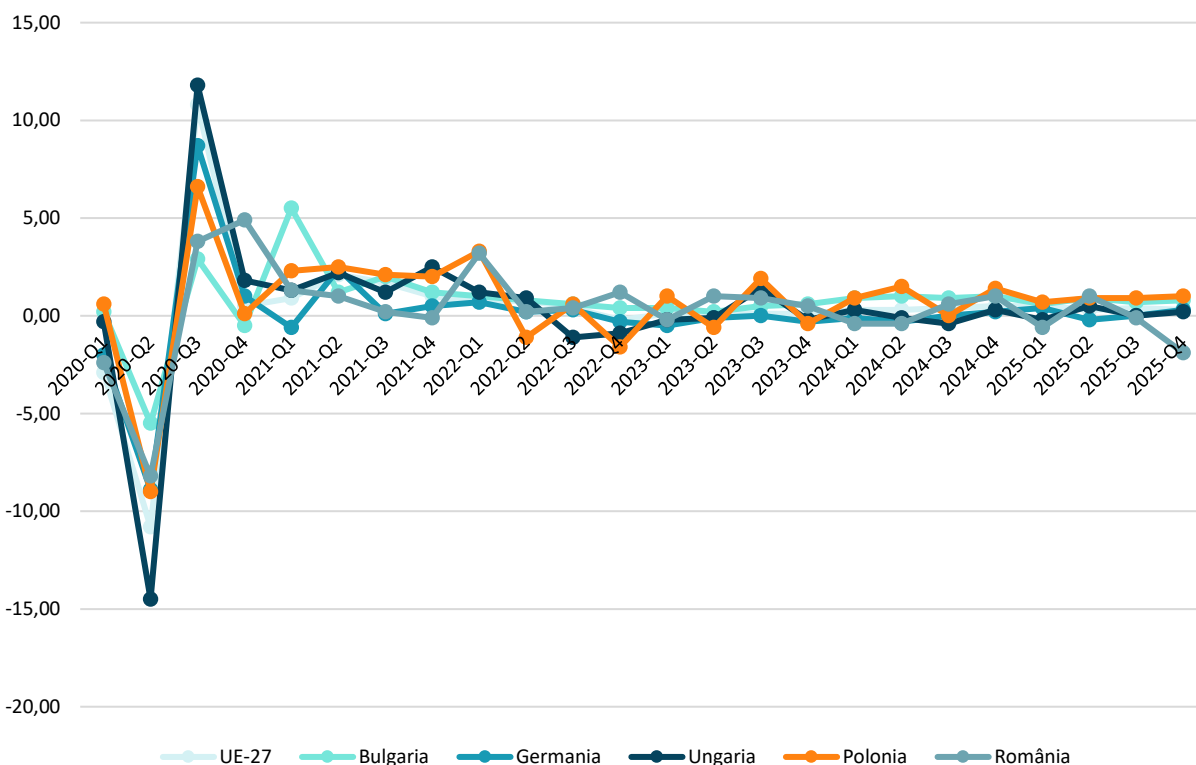
		Trim. I	Trim. II	Trim. III	Trim. IV	An
- în % față de perioada corespunzătoare din anul precedent -						
Serie brută	2023	102,7	101,0	102,0	103,2	102,3
	2024	100,6	100,9	101,7	100,5	100,9
	2025	100,3	100,3	101,7	100,1	100,6
Serie brută prin metoda	2023	101,6	102,8	102,6	102,0	102,3
volumelor înlănțuite cu	2024	102,3	100,8	100,2	100,8	100,9
an de referință 2020^{*)}	2025	100,6	102,5	101,3	98,6	100,6
Serie ajustată sezonier^{**)}	2023	101,6	102,4	102,9	102,2	-
	2024	102,0	100,5	100,3	100,8	-
	2025	100,6	102,1	101,4	98,4	-
- în % față de trimestrul precedent -						
Serie ajustată sezonier^{**)}	2023	99,8	101,0	100,9	100,5	-
	2024	99,6	99,6	100,6	101,0	-
	2025	99,4	101,0	99,9	98,1	-

Sursa: INS; *) a se vedea precizările metodologice pagina 4, punctul IV; **) ajustare sezonieră pe baza seriei brute de volume înlănțuite cu an de referință 2020

Contractia din ultimul trimestru plasează România în contrast cu ritmul pozitiv al regiunii și reflectă particularitățile ciclului economic intern.

⁴ Conform comunicatului de presă INS din 13.02.2026

Grafic 1 Creștere economică trimestrială (% modificare procentuală față de trimestrul anterior)



Sursa: Eurostat, date ajustate sezonier și calendaristic, prelucrare ASF

Dinamica inflației

România a încheiat anul 2025 cu o rată anuală a inflației de 8,6%, cel mai ridicat nivel din Uniunea Europeană. Valoarea a rămas constantă față de luna noiembrie 2025 și a consemnat o creștere de 0,2 puncte procentuale comparativ cu luna octombrie 2025. Începând cu martie 2025, România s-a menținut pe prima poziție în topul Eurostat privind valoarea inflației anuale. Această evoluție a fost determinată de persistența așteptărilor inflaționiste ridicate, de expirarea schemei de plafonare a prețului energiei electrice și de majorarea, începând cu 1 august, a cotelor de TVA și a accizelor, în concordanță cu pachetul de măsuri fiscal-bugetare adoptat în luna iulie 2025.

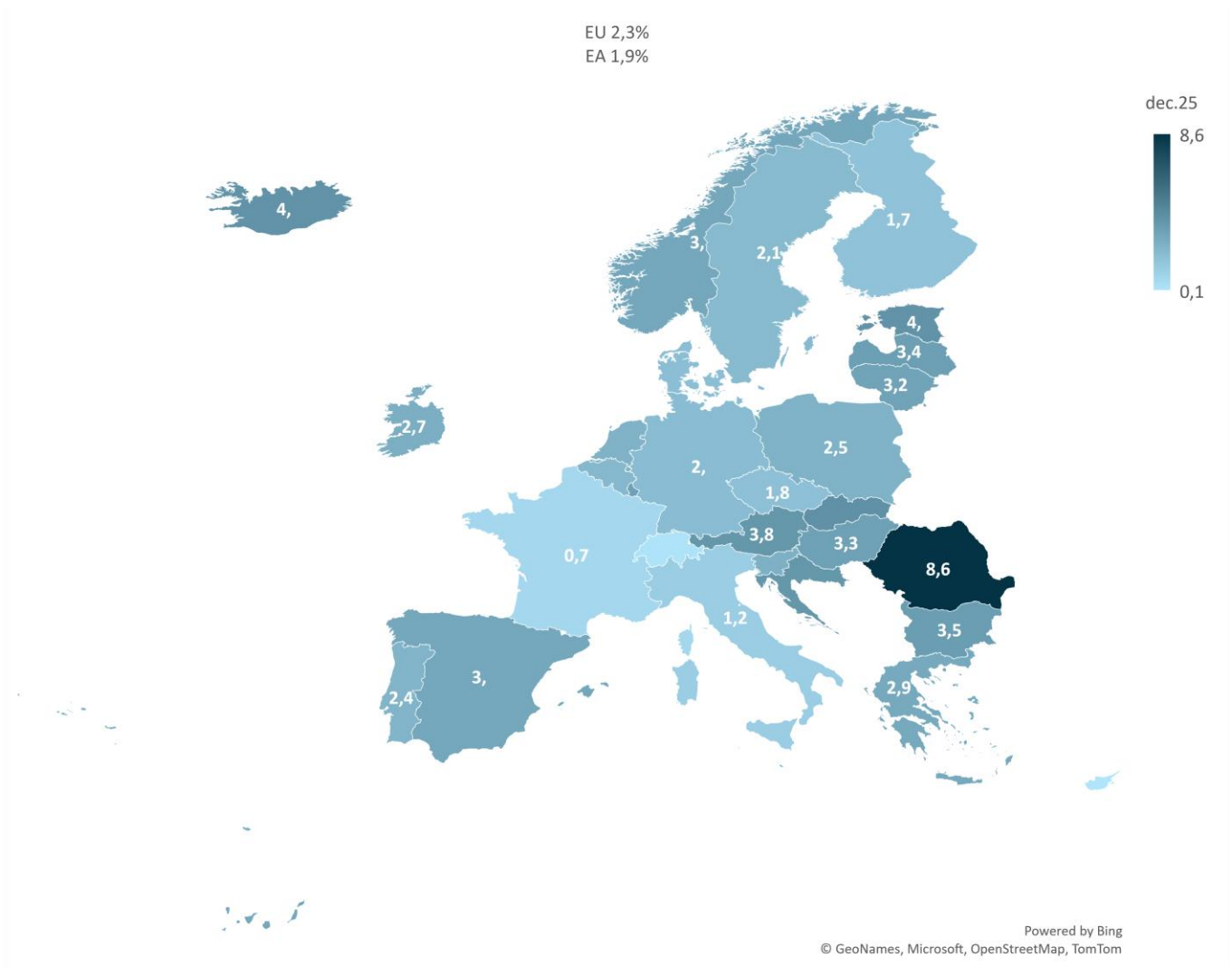
Rata anuală a inflației măsurată prin IPC a înregistrat o ușoară temperare în ultimele trei luni ale anului 2025, coborând la 9,69% în decembrie, de la 9,88% în septembrie. Această evoluție a avut loc în contextul unor decelerări semnificative ale dinamicii prețurilor la combustibili și la LFO⁵, care au fost însă, în mare măsură, compensate de accelerarea ratei anuale a inflației de bază.⁶

Graficul arată o divergență puternică a inflației României față de țările europene pentru luna decembrie 2025. Inflația anuală în UE a fost de 2,3%, iar în zona euro a fost 1,9%.

⁵ Liquid, fuels and other

⁶ Hotărârile CA al BNR pe probleme de politică monetară, ianuarie 2026

Grafic 2 Rata anuală a inflației (indicele armonizat al prețurilor de consum - IAPC)

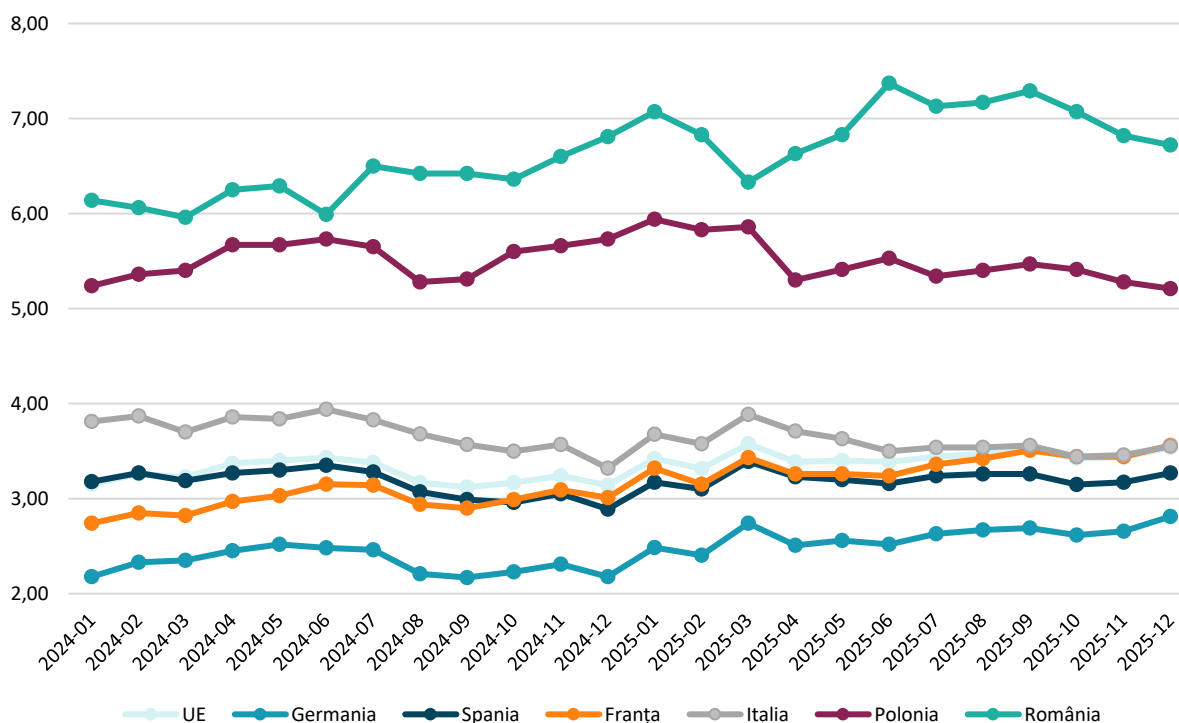


Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Rata dobânzii

Graficul prezintă dinamica randamentelor obligațiunilor suverane cu maturitate de 10 ani pentru un grup de economii europene în perioada 2024-2025, evidențiind diferențe structurale semnificative în ceea ce privește condițiile de finanțare și percepția de risc suveran. România se poziționează constant la nivelul superior al valorilor randamentelor, cu valori cuprinse între aproximativ 6% și peste 7%. Această traiectorie reflectă vulnerabilități macroeconomice interne, în special în sfera politicii fiscal-bugetare, precum și efectele persistente ale presiunilor inflaționiste asupra costurilor de finanțare ale statului.

Grafic 3 Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani)



Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

În contrast, statele din nucleul zonei euro - Germania și Franța - se mențin în zona randamentelor scăzute, în intervalul 2,2-2,8% pentru Germania și aproximativ 2,7-3,6% pentru Franța. Evoluția acestor randamente este relativ stabilă, cu variații moderate, sugerând un profil de risc suveran scăzut și condiții de finanțare favorabile.

În ansamblu, graficul conturează o ierarhizare clară a riscului suveran la nivel european. Economii din zona euro centrală (Germania, Franța) beneficiază de cele mai favorabile condiții de finanțare, reflectând un profil de risc scăzut și un grad ridicat de credibilitate fiscală. Statele din sudul zonei euro (Spania, Italia) se poziționează într-o zonă intermediară a distribuției randamentelor, cu niveluri moderate ce indică un risc perceput relativ stabil. În schimb, economii din afara zonei euro (Polonia, România) înregistrează cele mai ridicate prime de risc, România distingându-se printr-un nivel al randamentelor net superior celorlalte jurisdicții analizate.

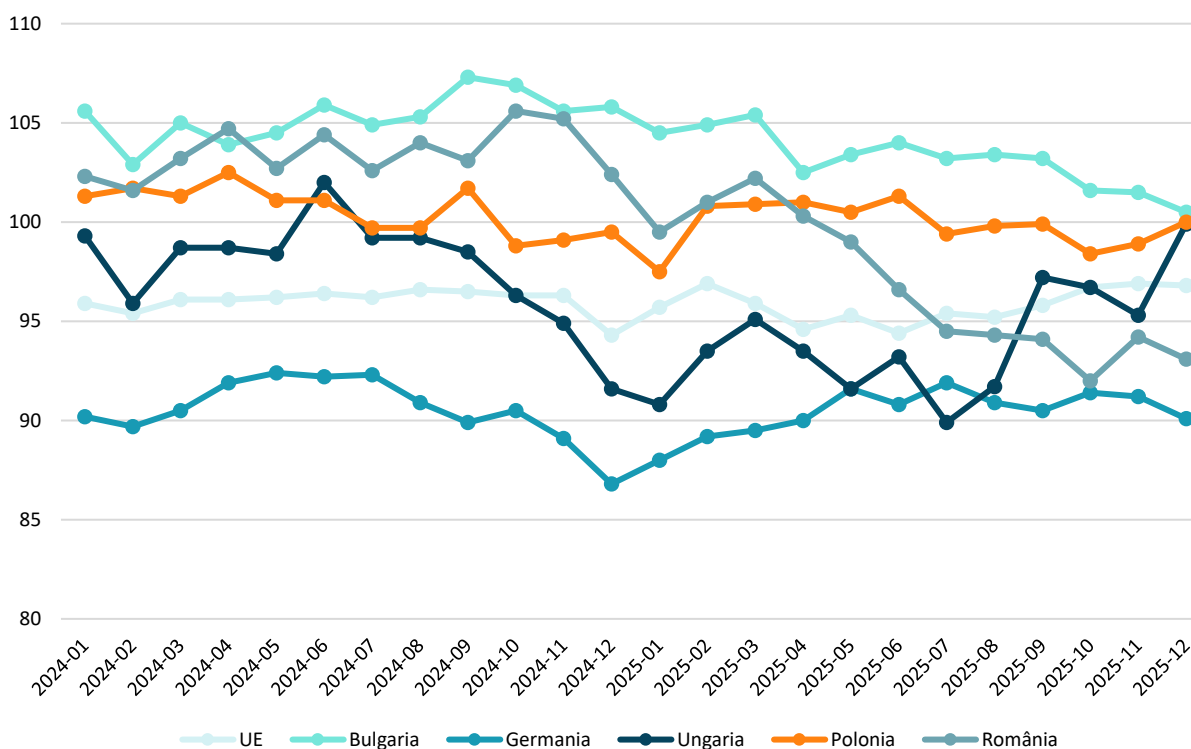
Sentiment economic

Indicatorul de sentiment economic (ESI) este un indicator compozit conceput pentru a surprinde evoluțiile activității economice, oferind o evaluare sintetică a încrederii mediului de afaceri și a consumatorilor în perspectivele economiei. Elaborat de Eurostat pentru economiile europene, ESI constituie un instrument esențial în anticiparea tendințelor macroeconomice. Un nivel ridicat al sentimentului economic este, în mod obișnuit, asociat cu așteptări favorabile privind creșterea economică, în timp ce diminuarea acestuia poate semnala riscul unei încetiniri sau contracții a activității. Figura următoare compară evoluția sentimentului economic în România cu cea din alte economii - Germania, Bulgaria, Polonia și Ungaria - pentru intervalul ianuarie 2024 – decembrie 2025.

În anul 2025, evoluția sentimentului economic a rămas sub pragul de 100 pentru Uniunea Europeană. Dispersia între economii rămâne ridicată: diferența dintre maxim (Bulgaria) și minim (Germania) este de 16,5 puncte în ianuarie 2025 (104,5 vs. 88,0) și încă 10,4 puncte la finalul anului 2025 (100,5 vs. 90,1), indicând eterogenitate persistentă a percepțiilor.

România trece de la un sentiment ușor pozitiv la început de an la o deteriorare graduală: de la 102,2 în martie 2025 la 93,1 în decembrie, coborând sub 100 începând cu luna aprilie și menținându-se în această zonă. Aceasta sugerează erodarea încrederii pe fondul intensificării incertitudinilor interne (fiscalitate, inflație, costuri de finanțare).

Grafic 4 Indicatorul de sentiment economic



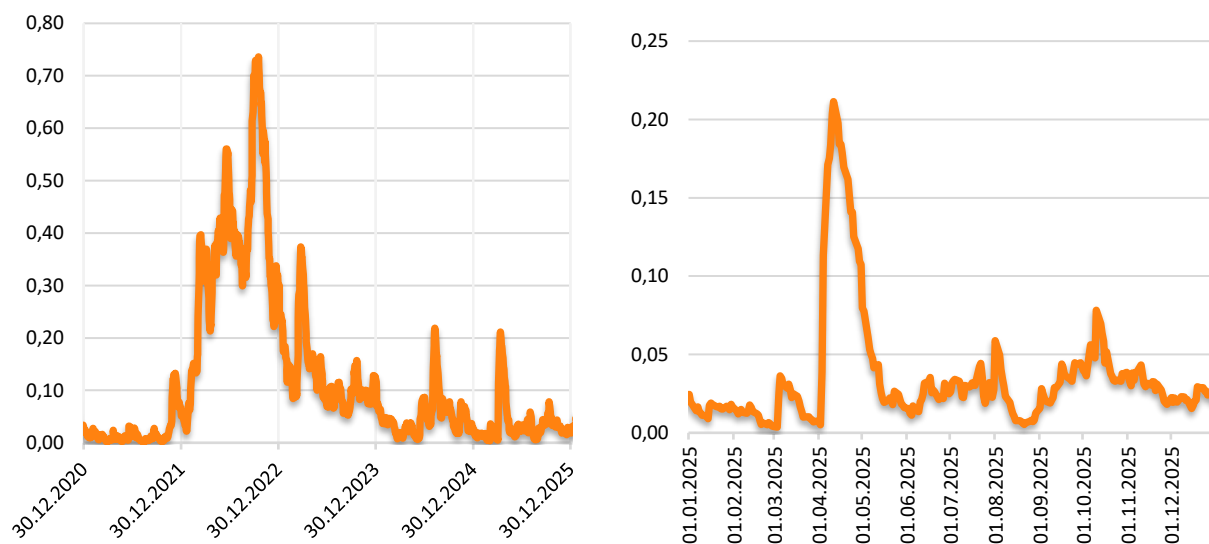
Sursa: Eurostat, prelucrare ASF

Creșterea bruscă a indicatorului CISS din martie-aprilie 2025 (0,21) a apărut pe un fundal de risc sistemic redus, iar amplitudinea sa relativă față de evoluția din 2025 este comparabilă cu episoadele majore din perioada 2020-2025. Creșterea riscului sistemic a fost generată de un salt major în incertitudinea referitoare la impunerea tarifelor comerciale, de corecția bursieră sincronizată la nivel global și de re poziționarea abruptă pe piețele de obligațiuni suverane. Revenirea rapidă spre 0,02-0,03 sugerează că piețele au absorbit șocul ca temporar, fără transmisie sistemică persistentă datorită ancorării credibile a politicii BCE și absenței unui stres de lichiditate bancară la nivel european. Revenirea rapidă la nivelul de fond (0,02-0,03) în mai-iunie indică reziliență structurală a sistemului financiar european și absența unui canal de amplificare endogenă indicând că stresul sistemic a rămas exogen și tranzitoriu.

Al doilea episod de creștere a riscului sistemic din octombrie-noiembrie 2025 (0,07-0,08) este un semnal de acumulare a vulnerabilităților reziduale, fără a avea o semnificație sistemică.

Cu toate acestea, evoluția indicelui în 2025 confirmă sensibilitatea ridicată a piețelor europene la șocuri de politică comercială externă, un factor de risc care trebuie incorporat explicit în scenariile de stres pentru fondurile de investiții și piața de capital românească.

Grafic 5 Indicatorul CISS pentru riscul sistemic pe termen lung (2020-2025) și pe termen scurt (2025)



Sursa: Banca Centrală Europeană, calcule ASF

1.3. Evoluții bursiere locale

La finalul anului 2025, toți indicii bursieri românești au înregistrat evoluții pozitive comparativ cu finalul anului 2024. Randamentele au avut valori cuprinse între -3%, nivelul minim fiind înregistrat de BETAeRO, și 55,21%, creșterea maximă fiind înregistrată de BET-TR.

Tabel 2 Randamentele burselor de acțiuni (data de referință - 31 decembrie 2025)

Indici internaționali	12M	9M	6M	3M
EA (EURO STOXX)	21,18%	12,86%	9,00%	4,92%
FR (CAC 40)	10,42%	4,61%	6,31%	3,21%
DE (DAX)	23,01%	10,50%	2,43%	2,55%
IT (FTSE MIB)	31,47%	18,11%	12,95%	5,19%
GR (ASE)	44,30%	25,84%	13,53%	4,25%
IE (ISEQ)	34,25%	28,57%	14,69%	12,69%
ES (IBEX)	49,27%	31,76%	23,70%	11,84%
UK (FTSE 100)	21,51%	15,71%	13,36%	6,21%
US (DJIA)	12,97%	14,43%	9,00%	3,59%
IN (NIFTY 50)	10,51%	11,10%	2,40%	6,17%
SHG (SSEA)	18,44%	19,05%	15,26%	2,24%
JPN (N225)	26,18%	41,33%	24,33%	12,03%

Indici BVB	12M	9M	6M	3M
BET	46,16%	39,55%	30,44%	14,54%
BETAeRO	5,56%	7,63%	7,27%	-2,99%
BET-BK	53,89%	48,50%	36,94%	17,35%
BET-EF	46,58%	39,30%	30,34%	14,74%
BET-FI	46,11%	49,42%	48,97%	20,04%
BET-NG	49,62%	41,64%	33,10%	14,75%
BETPlus	43,60%	37,46%	29,11%	13,82%
BET-TR	55,21%	48,19%	32,22%	15,56%
BET-TRN	54,25%	47,27%	32,03%	15,45%
BET-XT	45,94%	40,72%	32,17%	15,13%
BET-XT-TR	54,11%	48,60%	33,75%	15,97%
BET-XT-TRN	53,25%	47,77%	33,59%	15,89%
ROTX	47,85%	40,79%	32,24%	15,33%

Sursa: BVB, LSEG, Calcule ASF

Evoluția indicilor bursieri internaționali relevă o performanță robustă a piețelor bursiere, cu creșteri consistente pentru perioadele de 3 până la 12 luni, în special pentru indicii IBEX (+49,27% la 12 luni) și ASE (+44,30% la 12 luni). Cele mai moderate randamente la 12 luni s-au înregistrat în cazul indicilor CAC 40 (10,42%) și NIFTY 50 (10,51%).

Per ansamblu, tabelul subliniază o divergență globală, cu Europa depășind alte regiuni.

Volatilitatea reprezintă un indicator de măsurare a riscului și cuantifică incertitudinea pe care investitorii o iau în considerare atunci când tranzacționează active financiare. În momente de incertitudine, volatilitatea piețelor crește, concomitent cu efectele de contagiune la nivelul piețelor financiare, iar corelațiile dintre activele financiare devin mult mai ridicate. Graficul ilustrează evoluția volatilității zilnice estimate pentru indicele bursier BET în perioada 2023-2025 folosind un model GARCH(1,1) cu distribuție Student-t pentru erori.

Niveluri de volatilitate prezentate în grafic:

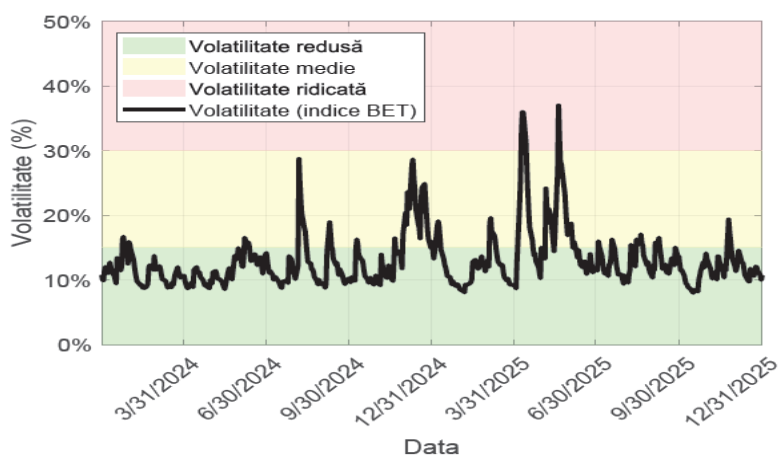
- Zona verde (sub 15%): indică o volatilitate redusă, perioade de stabilitate relativă pe piață;
- Zona portocalie (15%-35%): reprezintă volatilitate medie, sugerând o incertitudine mai ridicată;
- Zona roșie (peste 35%): marchează volatilitate ridicată, perioade de stres pe piață.

Modelul GARCH(1,1) surprinde bine clusterurile de volatilitate: perioadele liniștite tind să fie urmate de perioade liniștite, iar episoadele de volatilitate ridicată atrag alte episoade similare. Distribuția Student-t permite captarea mai bună a extremelor (cozi groase), aspect important pentru piețele emergente precum România, unde șocurile pot fi mai violente. Volatilitatea maximă observată (peste 35%) a indicat episoade de incertitudine majoră, comparabile cu niveluri de criză pe termen scurt.

Piața românească este sensibilă atât la șocuri externe (dobânzi, geopolitică, mișcări globale), cât și la factori interni (alegeri, măsuri fiscale, raportări sectoriale). Modelul GARCH evidențiază faptul că volatilitatea vine în clusteruri și că episoadele de stres au fost relativ scurte, dar intense, fiind urmate de reveniri spre zone de stabilitate.

Analiza arată că volatilitatea indicelui BET este un indicator sensibil la șocurile politice: evenimentele din decembrie 2024 au creat instabilitate temporară, dar incertitudinile din jurul alegerilor prezidențiale din primăvara lui 2025 au generat o criză de încredere mult mai puternică, cu efecte vizibile atât asupra pieței de capital (indicele BET), cât și asupra pieței valutare (EUR/RON). Începând cu luna iulie, piața de capital a reintrat într-o fază de stabilitate cu volatilitate redusă. După ce incertitudinile politice imediate s-au disipat, volatilitatea a scăzut treptat. Astfel, revenirea în zona „verde” (volatilitate redusă) indică o recalibrare a pieței și o normalizare a percepției investitorilor.

Grafic 6 Volatilitatea indicilor BVB, model GARCH(1,1), distribuție Student-t



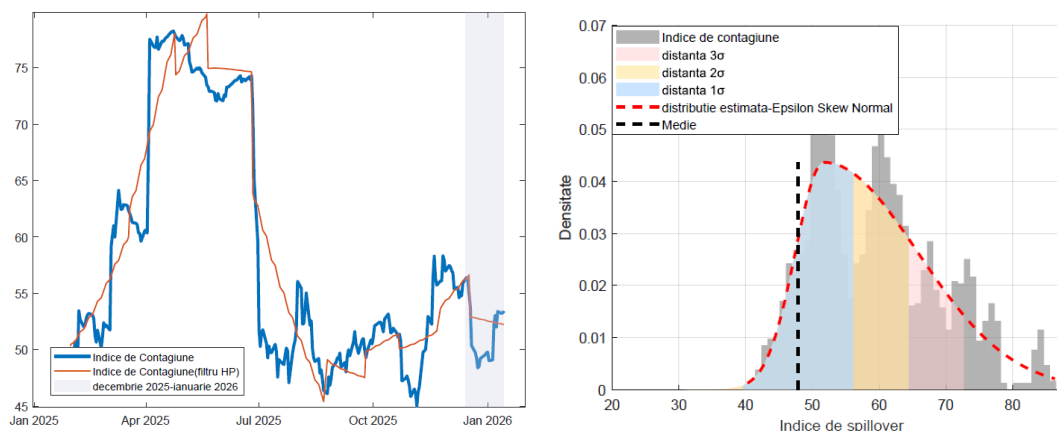
Sursa: LSEG, calcule ASF

Indicele de contagiune pentru indicii bursieri

În perioadele de volatilitate ridicată legăturile dintre piețele financiare devin mai puternice, iar fenomenul de contagiune devine mai pronunțat, iar evoluțiile tind să se sincronizeze mai mult decât în perioadele cu volatilitate redusă. Aceste caracteristici ale comportamentului piețelor de capital pot fi reprezentate cu ajutorul indicelui de contagiune. Creșterea indicelui de contagiune are implicații pentru riscul sistemic. Astfel valorile în creștere indică reducerea segmentării piețelor, creșterea vulnerabilității sistemice, precum și scăderea potențialului de diversificare.

În graficul următor este prezentată dinamica indicelui de contagiune în perioada ianuarie 2025-ianuarie 2026. Evoluția intensității fenomenelor de contagiune este realizată prin comparație cu valorile anterioare ale indicelui. Axa verticală ia valori între 45 și 80, sugerând o gamă largă de variații în conectivitatea sistemică.

Grafic 7 Indice de contagiune



Sursa: LSEG, calcule ASF

Evoluția indicelui în 2025 este marcată de o ruptură structurală clară în jurul lunii martie, când valorile cresc brusc de la aproximativ 60 la 75. Această dinamică neliniară semnalează o schimbare de regim asociată escaladării tensiunilor geopolitice legate de tarifele comerciale, care au generat dezechilibre macroeconomice multiple și au amplificat corelațiile între piețe. Din perspectivă econometrică, instabilitatea indusă este observabilă în descompunerea erorilor de prognoză ale modelului VAR utilizat. Tendința HP confirmă că această creștere nu reprezintă zgomot tranzitoriu, ci o modificare structurală persistentă: traiectoria ascendentă se menține pe tot parcursul trimestrului I și continuă în aprilie-mai, indicând un regim nestaționar al contagiunii.

Începând cu iulie-august, indicele coboară la aproximativ 50, reintrând în intervalul de ± 1 deviație standard. Această reducere reflectă o diminuare a interconectării piețelor și o atenuare a riscurilor sistemice în trimestrul III, pe fondul dispărării factorilor de stres din primăvară. În perioada decembrie-ianuarie, contagiunea la nivel sistemic se atenuează, ponderea varianței transmise între piețe se reduce, iar componentele idiosincratice își recapătă importanța. Faptul că tendința HP se situează deasupra indicelui efectiv indică menținerea unui regim subiacent de conectivitate relativ ridicată, însă ultima lună reflectă o fază de corecție. Linia roșie (netezită prin filtrul HP) confirmă că această evoluție nu reprezintă doar zgomot statistic, ci semnalează o diminuare a efectelor de contagiune. Faptul că tendința HP se menține ușor deasupra valorilor efective indică persistența unui regim subiacent de conectivitate moderată, însă traiectoria recentă confirmă o fază de corecție. Linia de tendință HP atestă că această diminuare nu reprezintă zgomot statistic, ci reflectă o reducere genuină a efectelor de contagiune.

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

Potrivit datelor publicate de EFAMA, activele nete ale OPCVM-urilor și FIA-urilor au crescut cu 4,1% în T3 2025, ajungând la 24,52 trilioane EUR. OPCVM-urile au înregistrat o creștere de 5,0% a activelor nete, în timp ce FIA-urile au înregistrat o creștere de 2,2%.

OPCVM-urile și FIA au atras 275 de miliarde EUR în vânzări nete în T3 2025, în creștere de la 142 de miliarde EUR în T2 2025. OPCVM-urile au înregistrat intrări nete de 252 de miliarde EUR, în creștere față de 154 de miliarde EUR în trimestrul anterior. FIA au înregistrat intrări nete de 23 de miliarde EUR, comparativ cu ieșiri nete de 12 miliarde EUR în T2 2025.

Fondurile pe termen lung au înregistrat intrări nete puternice de 236 miliarde EUR, în creștere de la 86 miliarde EUR în T2 2025. Toate categoriile de fonduri pe termen lung au înregistrat o creștere a intrărilor nete.

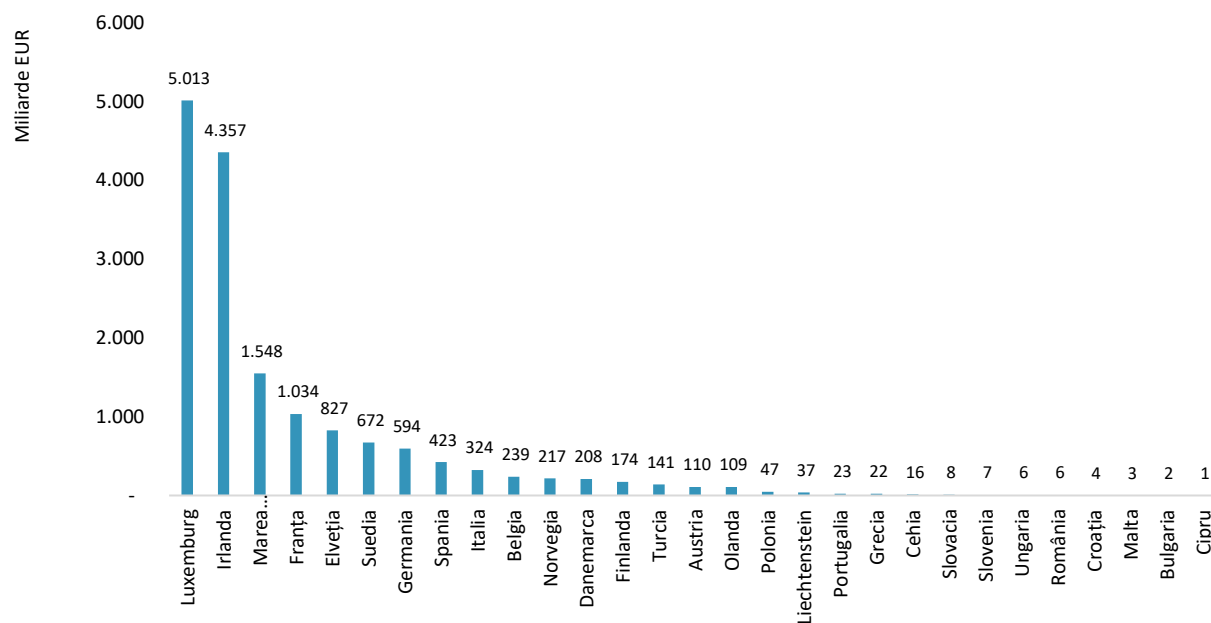
Fondurile de obligațiuni au înregistrat intrări nete record de 111 miliarde EUR, în creștere de la 45 miliarde EUR în T2 2025.

Fondurile de acțiuni au înregistrat intrări nete de 64 miliarde EUR, în creștere de la 20 miliarde EUR în T2 2025.

Fondurile cu active multiple au atras intrări nete în valoare de 26 de miliarde EUR, față de 12 miliarde EUR în trimestrul anterior.

ETF-urile au continuat să atragă vânzări nete puternice. ETF-urile OPCVM au înregistrat intrări nete de 90 de miliarde EUR, comparativ cu 63 de miliarde EUR în T2 2025. Vânzările nete de ETF-uri sunt pe cale să atingă un nou record în 2025.

Grafic 8 Activele nete (miliarde EUR) ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare din Europa la 30 septembrie 2025



Sursa: EFAMA

Activele nete ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) s-au situat la o valoare de aproximativ 16,17 miliarde EUR la finalul lunii septembrie 2025, în creștere cu aprox. 6% față de finalul lunii decembrie 2024.

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

Țara	31.12.2024		30.09.2025			Modificare Trim. III 2025 față de Trim. IV 2024 (%)
	Număr OPCVM	Activ net	Număr OPCVM	Activ net	Cotă de piață	
Austria	874	105.827	887	109.667	0,73%	3,63%
Cehia	119	13.576	135	15.757	0,10%	16,07%
Franța	3.093	976.950	3,108	1.034.058	6,85%	5,85%
Germania	2.959	549.131	3,065	593.961	3,93%	8,16%
Ungaria	53	3.793	57	5.578	0,04%	47,06%
Polonia	257	36.782	267	46.650	0,31%	26,83%
România	92	4.688	94	5.564	0,04%	18,69%
Total țări analizate	7.447	1.690.746	7,613	1.811.235	11,99%	7,13%
Total OPCVM	36.959	15.241.653	37,751	16.169.494	107,05%	6,09%

Sursa: EFAMA

Conform statisticilor EFAMA, în trimestrul III 2025, intrările nete cumulate ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) s-au situat la o valoare de circa 252 miliarde EUR. La nivelul pieței europene de OPCVM, în cazul fondurilor de acțiuni au fost înregistrate intrări nete de 63,44 miliarde EUR, depășite de fondurile de obligațiuni care au înregistrat o valoare a intrărilor nete de 109,49 miliarde EUR.

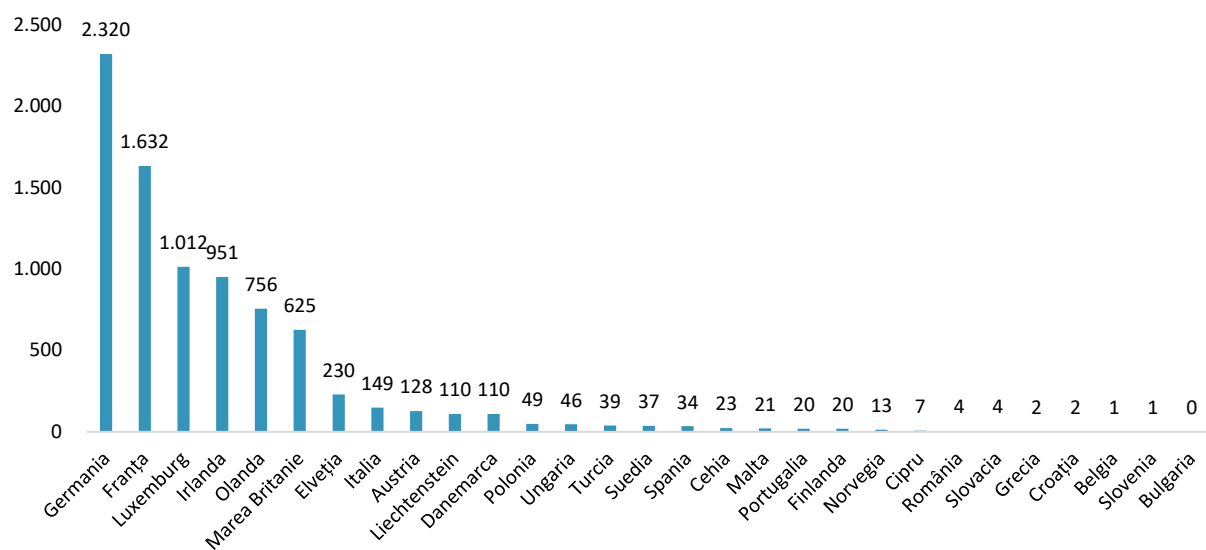
Tabel 4 Vânzările nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu în trimestrul III 2025

Țara	Fonduri de acțiuni	Fonduri de obligațiuni	Fonduri diversificate	Fonduri monetare	Garantate	Fonduri ARIS	Alte fonduri	Total
Austria	379	136	(69)			(9)	(0)	436
Cehia	104	82	57					
Franța	(1.759)	4.727	276	(2.242)	520			1.522
Germania	4.605	691	740	15	8	(4)	362	6.417
Ungaria	88	46	63	(1)		111		307
Polonia	(50)	2.330	36			(5)	23	2.334
România	87	152	48			(1)	61	77
Total țări analizate	3.455	8.164	1.150	(2.227)	528	92	446	11.607
Total OPCVM	63.443	109.485	20.304	38.331	914	12.811	6.328	251.617

Sursa: EFAMA

Activele nete ale fondurilor de investiții alternative (FIA) din Europa se situau la o valoare de 8,35 trilioane EUR la finalul trimestrului 3 al anului 2025, în creștere cu aproximativ 2% comparativ cu sfârșitul trimestrului IV 2024. Germania este țara cu cele mai mari active nete ale FIA (2,32 trilioane EUR), la polul opus situându-se Bulgaria (230 milioane EUR).

Grafic 9 Activele nete (miliarde EUR) ale fondurilor de investiții alternative din Europa la 30 septembrie 2025



Sursa: EFAMA

Activele nete ale fondurilor de investiții alternative (FIA) s-au situat la o valoare de aproximativ 8,35 trilioane EUR la finalul lunii septembrie 2025, în creștere cu aproximativ 107,81 % față de finalul lunii decembrie 2024.

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

Țara	31.12.2024		30.09.2025		Cotă de piață	Modificare Trim. III 2025 față de Trim. IV 2024 (%)
	Număr FIA	Activ net	Număr FIA	Activ net		
Austria	1.104	121.844	1.123	127.808	1,56%	4,89%
Cehia	154	15.369	161	23.087	0,28%	50,22%
Franța	7.840	1.525.071	7.841	1.632.277	19,95%	7,03%
Germania	4.838	2.259.160	4.841	2.319.603	28,35%	2,68%
Ungaria	523	39.699	536	45.967	0,56%	15,79%
Polonia	745	51.940	683	48.614	0,59%	-6,40%
România	36	3.741	36	4.228	0,05%	13,02%
Total țări analizate	15.240	4.016.824	31.253	8.347.422	102,03%	107,81%
Total FIA	30.841	8.181.612	31.076	8.154.055	99,66%	-0,34%

Sursa: EFAMA

La nivel european, intrările nete ale FIA s-au situat la o valoare totală de circa 23,25 miliarde EUR în trimestrul III 2025. Cele mai mari valori ale intrărilor nete au fost înregistrate de fondurile diversificate (circa 5,88 miliarde EUR), urmate de fondurile de obligațiuni care au înregistrat intrărilor nete de aprox. 1,62 miliarde EUR.

Tabel 6 Vânzările nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în trimestrul III 2025 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	457	225	(311)		(2)	(5)	(108)	(0)	256
Cehia	33	156	129				151		469
Franța	(214)	(972)	848	64	253				(21)
Germania	3.228	2.499	2.677	(63)		26	(1.767)	1.573	8.173
Ungaria	120	(119)	76	(43)	42	399	93	43	612
Polonia	(25)	819	472		>-0.1	6		25	1.296
România			<0.1			>-0.1		(29)	(29)
Total FIA	632	1.618	5.878	718	34	118	382	13.871	23.251

Sursa: EFAMA

2. Tendințe și riscuri pe piața de capital

2.1. Analiza riscurilor – Fonduri de obligațiuni

Durata modificată

Durata modificată a unui portofoliu format din instrumente cu venit fix indică variația procentuală estimată a valorii totale ca urmare a unei modificări cu un punct procentual a randamentelor tuturor instrumentelor care îl compun. Acest indicator are o importanță esențială pentru investitori, deoarece permite evaluarea sensibilității valorii portofoliului la modificări liniare ale ratelor dobânzilor.

De exemplu, dacă un investitor deține o obligațiune cu o durată modificată egală cu 2, se poate anticipa o scădere a prețului acesteia de aproximativ 2% în cazul unei creșteri cu 1% a ratelor dobânzilor.

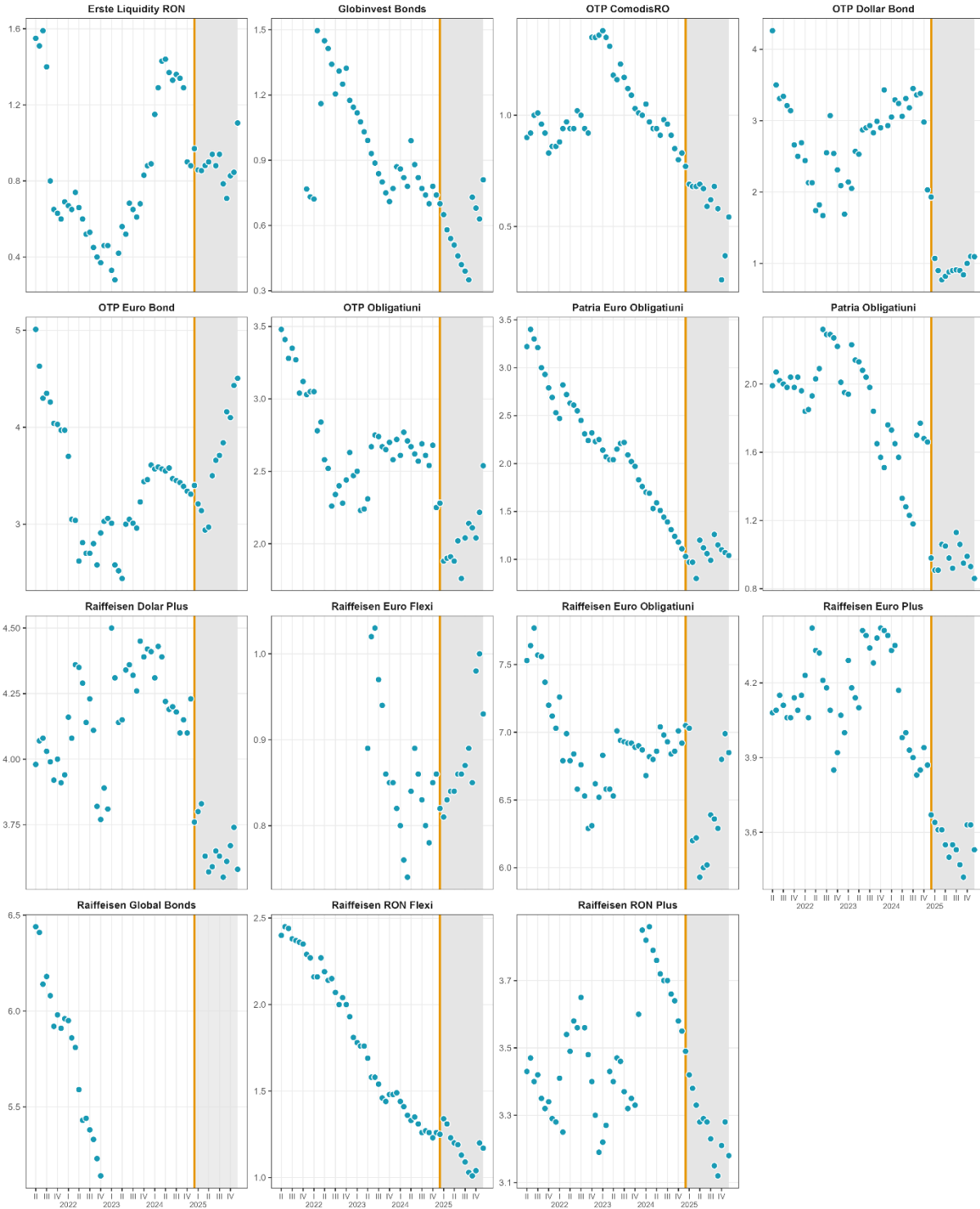
Analiza comparativă a celor 31 de fonduri de obligațiuni relevă diferențe semnificative ale nivelului duratei modificate, reflectând în primul rând profilurile de risc asumate prin prospectele fiecărui fond.

Fondurile de obligațiuni care înregistrează un nivel mai ridicat al duratei modificate, de peste 4 ani, dețin cu preponderență obligațiuni cu scadențe lungi, acceptând un risc de rată a dobânzii superior în schimbul unui potențial de randament mai ridicat. La polul opus, fondurile de tip lichiditate sau monetare înregistrează în mod consecvent valori subunitare ale duratei modificate, reflectând un grad mai mare de lichiditate, cu expunere minimă la riscul de dobândă.

O altă sursă majoră de eterogenitate o constituie valuta de denominare a portofoliului. Fondurile în euro sunt ancorate la dinamica ratelor BCE și la curba randamentelor suverane din zona euro, cele în lei urmăresc politica monetară a Băncii Naționale a României, iar cele denominate în dolari americani sunt influențate de deciziile Rezervei Federale. Deoarece cele trei bănci centrale au parcurs cicluri monetare cu ritmuri și amplitudini diferite în perioada analizată, expunerile valutare distincte au generat traiectorii divergente ale duratei modificate, chiar și în rândul fondurilor cu un profil de risc comparabil și cu o structură similară a portofoliului.

Grafic 10 Durata modificată pentru fondurile de obligațiuni în perioada 2021-2025





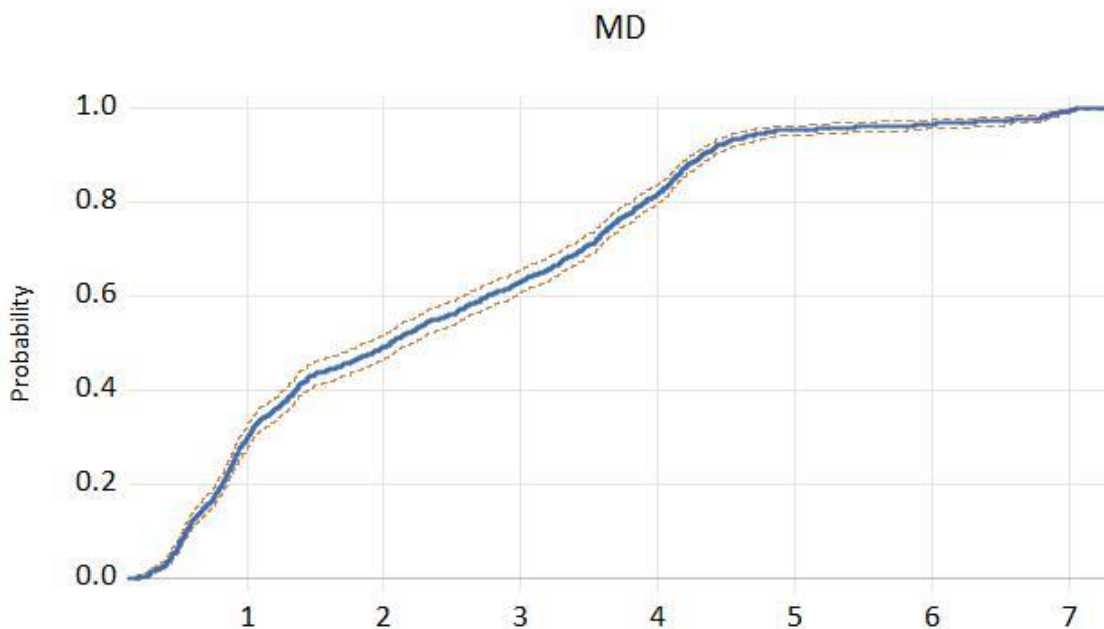
Sursa: calcule ASF

Graficul următor ilustrează distribuția cumulativă empirică (empirical c.d.f.) a duratei modificate aferente fondurilor de investiții în obligațiuni, calculată pentru o perioadă decembrie 2021 - decembrie 2025. Analiza indică faptul că majoritatea fondurilor incluse în eșantion prezintă durate modificate scurte sau medii, cu o concentrare pronunțată a valorilor în intervalul 0,5-4. În mod specific, aproximativ 75% dintre observații se situează în acest interval, aspect pus în evidență de creșterea abruptă a curbei în această zonă.

După pragul valorii 4, panta distribuției cumulative se diminuează considerabil, sugerând că doar o proporție redusă a fondurilor deține durate modificate superioare. Valoarea maximă observată depășește ușor nivelul 7, moment în care distribuția cumulativă atinge valoarea unitară, indicând absența oricărui fond cu un nivel mai ridicat al duratei modificate.

Această structură a distribuției evidențiază orientarea administratorilor de fonduri către limitarea expunerii la riscul de dobândă pe termen lung, prin preferința pentru instrumente financiare cu sensibilitate moderată la variațiile ratelor dobânzilor.

Grafic 11 Distribuția empirică a duratei modificate (decembrie 2021-decembrie 2025)



Sursa: calcule ASF

2.2. Interdependente regionale: corelații condiționate și sincronizarea piețelor bursiere pe termen scurt și lung

Corelații condiționate

Corelația condiționată măsoară relația dintre două variabile, ținând cont de influența altor variabile. Piețele financiare sunt influențate de numeroși factori care se schimbă în timp, iar analizele de tipul corelație condiționată ajută la înțelegerea modului în care evoluează relația dintre două active, luând în considerare această dinamică. Piețele financiare prezintă adesea perioade de volatilitate ridicată și scăzută. Modelele de corelație condiționată (Dynamic Conditional Correlation), pot captura aceste schimbări în volatilitate.

În graficul următor sunt prezentate corelațiile condiționate ale pieței de capital din România cu cele mai multe burse europene pentru 2025.

Evoluția corelațiilor condiționate dintre BET și piețele europene în 2025 prezintă o structură ciclică repetitivă distinctă, marcată de oscilații trimestriale semnificative și o tendință de slăbire a co-mișcării în a doua jumătate a anului.

Evoluția corelațiilor condiționate în 2025 urmează un profil în formă de V inversată: niveluri scăzute în T1 (medie 0,275), un vârf în T2 (0,390), urmat de o coborâre graduală în T3 (0,318) și T4 (0,295). Creșterea din primăvară reflectă amplificarea temporară a factorilor comuni de risc sau a volatilității, în timp ce a doua jumătate a anului marchează o revenire la o dinamică de piață mai independentă, determinată preponderent de factori locali și idiosincratice.

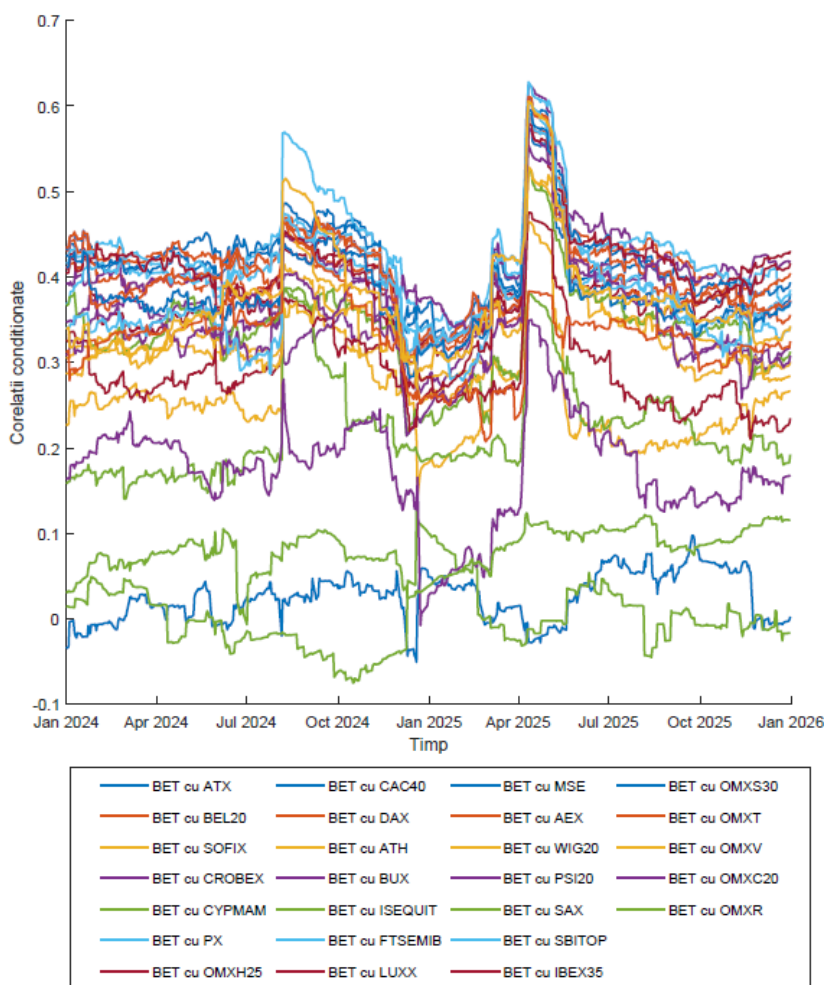
În T3 2025, corelația medie scade cu 7,2 puncte procentuale față de T2, de la aproximativ 0,39 la circa 0,32. Comparația anuală indică o reducere modestă față de T3 2024 (0,345), sugerând o evoluție relativ stabilă fără deteriorări majore. În interiorul trimestrului, descreșterea este progresivă și continuă de la 0,330 în iulie la 0,319 în august și 0,305 în septembrie confirmând că mișcările BET au fost guvernate în principal de factori locali, nu de propagarea volatilității externe.

Din perspectiva structurii pe piețe, integrarea robustă a BET rămâne concentrată într-un grup restrâns: Praga (0,44), Belgia (0,43), Croația (0,42), Spania (0,42), Franța (0,41), Germania (0,40) și Austria (0,40) depășesc pragul de 0,40. Un grup larg de 12 piețe printre care WIG20, OMXS30, FTSEMIB, AEX și BUX se situează în zona moderată (0,30–0,40), în timp ce patru indici coboară sub pragul de semnificație economică de 0,20: SAX ($\approx 0,00$), MSE ($\approx 0,06$), OMXR ($\approx 0,10$) și OMXC20 ($\approx 0,16$), indicând o decuplare sporită față de unele piețe din Europa de Nord și de Est.

Comparația cu T3 2024 relevă o reconfigurare a conectivității regionale: se întăresc legăturile cu Croația (+0,08) și Belgia (+0,02), în timp ce se slăbesc relațiile cu Bulgaria (-0,12), Luxemburg (-0,08) și piețele baltice. Față de T2 2025, scăderea este generalizată și semnificativă, cu reduceri între 0,06 și 0,12 puncte pentru aproape toate piețele relevante, confirmând normalizarea după perioada de corelații crescute din primăvară.

Tendința descendentă se menține și în T4 2025, unde corelația medie (0,295) se apropie de minimul din T1, sugerând că factorii comuni de risc care au amplificat co-mișcarea în T2 s-au disipat complet. Este esențial de subliniat că aceste niveluri nu constituie un semnal negativ. În absența tensiunilor financiare sau a episoadelor de aversiune la risc, piețele evoluează mai independent unele de altele. Corelațiile din a doua jumătate a anului 2025 sunt compatibile cu un climat ordonat, lipsit de presiuni sistemice, reflectând normalizarea volatilității mai degrabă decât o deteriorare a integrării financiare a pieței românești cu Europa.

Grafic 12 Corelații condiționate dintre România și bursele europene (model DCC, ianuarie 2024-octombrie 2025)



Sursa: LSEG, calcule ASF

Este esențial de subliniat că aceste niveluri scăzute ale corelațiilor nu reprezintă un semnal defavorabil pentru piața locală. În absența tensiunilor financiare, a episoadelor de aversiune la risc sau a șocurilor regionale, piețele tind să se miște mai independent unele de altele. Nivelurile observate în a doua jumătate a anului 2025 sunt compatibile cu un climat de piață relativ relaxat, fără presiuni sistemice, în care transmiterea șocurilor între piețe este limitată. O decorelare modestă, în astfel de perioade, reflectă mai degrabă normalizarea volatilității și absența episoadelor de stres, decât o deteriorare a integrării financiare.

În ansamblu, structura corelațiilor din anul 2025 și în special din trimestrul III și IV nu indică o vulnerabilitate crescută, ci mai degrabă o normalizare a relațiilor într-un mediu cu riscuri sistemice reduse, în care integrarea rămâne prezentă, dar nu este amplificată de factori de stres. Nivelurile mai scăzute ale corelațiilor trebuie interpretate în concordanță cu acest context: ele reflectă un climat ordonat, lipsit de presiuni acute, și nu un semnal negativ privind fundamentele pieței locale sau gradul său de integrare cu Europa.

Sincronizarea piețelor bursiere pe termen scurt și lung

Coerența wavelet și corelația condiționată sunt instrumente utile pentru analizarea relațiilor dintre variabile, dar sunt potrivite pentru scopuri diferite de analiză a datelor. Coerența wavelet este utilizată în locul corelației condiționate atunci când este necesară reprezentarea detaliată în spațiul timp-frecvență a relației dintre două semnale⁶. Acest lucru este deosebit de util când sunt analizați indicii bursieri în locul randamentelor bursiere.

Modelele DCC extrag corelațiile condiționate dintre indicii bursieri pe baza randamentelor bursiere, ceea ce implică staționizarea datelor și eliminarea tendinței din date. Spre deosebire de modelele DCC, coerența wavelet include și tendința și poate furniza informații despre relația de fază dintre două semnale, indicând dacă un semnal precedă sau urmează celălalt la frecvențe diferite. Totodată coerența wavelet poate fi vizualizată sub formă de hartă termică, arătând zone de coerență ridicată și scăzută în timp dar și frecvență. Acest lucru poate face mai ușoară identificarea tiparelor și relațiilor care nu sunt evidente din relațiile de corelație condiționată.

Coerența wavelet este deosebit de utilă în tratarea seriilor de timp nestaționare datorită capacității sale de a surprinde corelația locală atât în domeniul timpului, cât și în cel al frecvenței și este adecvată pentru analiza relațiilor la scară multiplă.

Graficul de coerență wavelet ilustrează coerența wavelet dintre indicele BET al pieței de capital din România și indicele Stoxx600 pentru perioada analizată (ianuarie 2024 - decembrie 2025) și ajută la identificarea relației timp-frecvență dintre cei doi indici bursieri. Coerența este mai puternică la anumite momente și frecvențe, sugerând perioade de coerență ridicate dintre cei doi indici pe fondul unor factori economici comuni. Conul de influență, reprezentat grafic prin linia albă curbă și punctată, delimitează regiunea în care interpretările rezultate din analiza de coerență sunt considerate statistic valide și robuste.

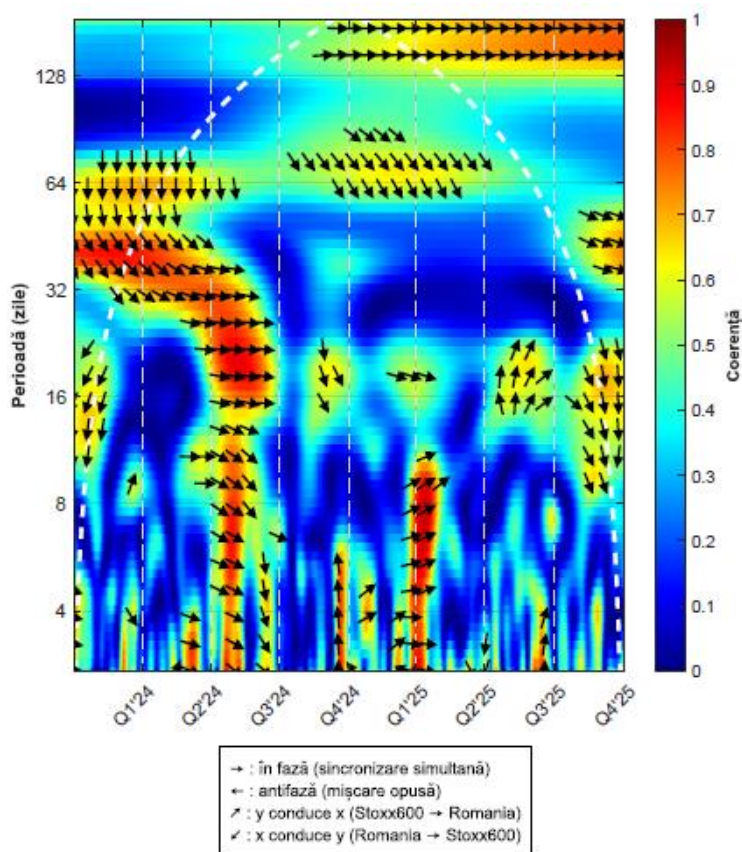
Regiunile colorate în tonuri calde (galben spre roșu) indică coerență ridicată, ceea ce înseamnă că cele două serii prezintă un comportament oscilator comun în acele intervale de timp și frecvențe. Culorile reci (albastru) semnaleză coerență scăzută.

Axa verticală prezintă perioada în zile, afișată în scară logaritmică astfel încât perioadele scurte (2-8 zile) se referă la tendințe foarte rapide, cele medii (8-32 zile) indică cicluri medii, iar cele lungi (32-128 zile) reflectă cicluri lunare și trimestriale.

Direcția săgeților reflectă diferența de fază între serii și anume:

- ➡ (orizontal dreapta): Cele două piețe sunt în fază perfectă (sincronizare directă).
- ➡ (stânga): Perfect defazate (anti-fază: una crește, alta scade).
- ⬇ (în jos): Piața din România conduce (precedă) evoluția STOXX-600.
- ⬆ (în sus): STOXX-600 conduce piața din România.

Grafic 13 Gradul de coerență dintre Indicele BET și indicele european (STOXX600) în perioada ian. 2024 – dec. 2025



Sursa: LSEG, calcule ASF

Analiza coerenței wavelet dintre BET și STOXX 600 relevă o dinamică diferențiată pe orizonturi de timp și trimestre, cu un fir narativ comun pentru întregul an: absența sincronizării intense pe cicluri scurte și, prin urmare, un risc sistemic redus în relația dintre cele două piețe.

Trimestrul I 2025 se caracterizează printr-o coerență fragmentată, dominată de zone albastre și cyan pe majoritatea spectrului de frecvențe. Față de perioadele de stres din 2024, absența zonelor roșii pe ciclurile scurte (2–8 zile) indică o decuplare a BET de STOXX 600 pe orizontul speculativ. Episoadele izolate de coerență medie (verde-galben) la perioade de 16-32 de zile, vizibile spre sfârșitul lunii martie, prezintă săgeți cu orientări mixte (↗↘), reflectând relații de fază instabile. În ansamblu, piața românească a manifestat o autonomie relativă față de dinamica europeană, pe fondul unor factori macroeconomici locali.

Trimestrul II 2025 menține coerența la niveluri scăzute, cu episoade izolate de corelare limitate la perioade mai lungi (32–64 de zile). Pe ciclurile medii (16–32 zile), câteva zone verde-galben vizibile în iunie, însoțite de săgeți orientate spre dreapta și în sus (→↗), sugerează că STOXX 600 a exercitat o influență parțială asupra BET pe aceste orizonturi. Pe ciclurile scurte predomină albastrul intens, confirmând absența transmisiei rapide de șocuri - un contrast marcat față de episoadele de criză din 2024. Trimestrul se caracterizează printr-o perioadă de stabilitate relativă și independență a pieței românești, cu răspuns limitat al investitorilor la semnalele din zona euro.

Trimestrul III 2025 aduce o revenire moderată a corelației, materializată prin zone galben-portocalii la perioade de 8–32 de zile, mai pronunțate în iulie și august. Săgețile predominant orizontale (→) confirmă episoade de sincronizare directă, sugerând că ambele piețe au reacționat simultan la factori economici comuni. Pe ciclurile foarte scurte (2–8

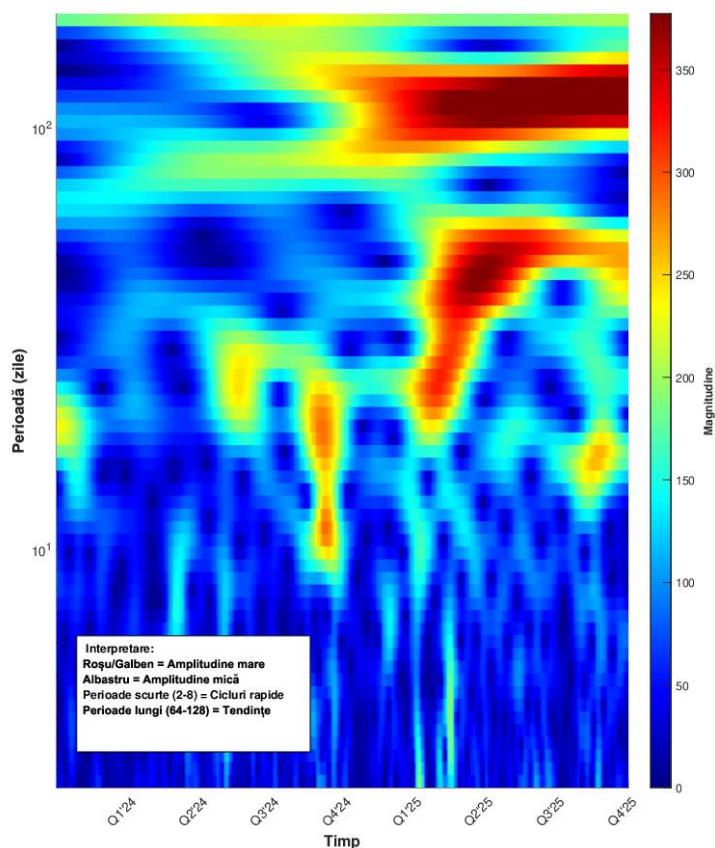
zile) apar câteva pete roșii izolate în august, cu săgeți orientate în jos (↓), indicând că BET a precedat temporar dinamica europeană pe segmentul speculativ - o dinamică sporadică, nu sistematică. Trimestrul marchează o renormalizare graduală a relației dintre cele două piețe, posibil pe fondul unor șocuri geopolitice și economice comune.

Trimestrul IV 2025 se distinge prin intensificarea coerenței pe cicluri lungi (64–128 de zile), vizibilă prin zone verde-galben în partea superioară a graficului, sugerând o convergență macroeconomică între România și zona euro pe tendințe trimestriale reflectând sincronizarea ciclului de creștere economică. Pe ciclurile medii (16-32 zile), zonele portocalii moderate cu săgeți mixte (↗↘) indică o relație de dependență fără direcție clară. Pe ciclurile scurte, coerența rămâne slabă, volatilitatea zilnică continuând să fie determinată de factori locali. Câteva săgeți orientate spre stânga (←) vizibile în decembrie semnaleză scurte episoade de anti-fază, compatibile cu ajustări de portofoliu de sfârșit de an.

Privit în ansamblu, anul 2025 se distinge față de 2024 prin absența corelațiilor intense pe cicluri scurte, ceea ce indică o reziliență îmbunătățită a BET la șocurile externe și un nivel redus de risc sistemic în relația cu piața europeană. Coerența moderată pe cicluri lungi, mai ales în trimestrul IV, reflectă o integrare controlată și graduală în contextul european, fără episoade de transmisie abruptă a volatilității.

Spre deosebire de coerența wavelet care măsoară sincronizarea între două piețe, analizată transformatei wavelet (CWT) a indicelui BET dezvăluie componentele oscilatorii intrinseci ale indicelui BET, independent de influențe externe. Cele patru trimestre ale anului 2025 trasează o evoluție coerentă, de la un comportament predominant speculativ pe termen scurt spre structuri ciclice mai mature și, în final, spre o tendință macroeconomică de fond.

Grafic 14 Transformata Wavelet Continuă - Indicele BET (2024-2025)



Sursa: BVB, calcule ASF

Trimestrul I 2025 se caracterizează prin activitate concentrată pe cicluri scurte de 4–8 zile, vizibilă prin zone cyan-verde de amplitudine moderată, fără spike-uri dramatice. Absența oricărei structuri în banda 32-128 de zile - dominată de albastru intens - indică lipsa tendințelor trimestriale. Profilul este tipic pentru perioade de incertitudine sau așteptare, în care investitorii reacționează la informații pe orizonturi scurte, fără o direcție macroeconomică clară.

Trimestrul II 2025 marchează o tranziție vizibilă spre cicluri de durată medie. Începând cu aprilie, apar zone galben-portocalii în banda 16-32 de zile, cu un vârf la mijlocul lunii mai materializat într-o bandă orizontală roșie continuă la aproximativ 30 de zile. Aceasta sugerează un ciclu lunar regulat de rebalansare a portofoliilor. Concomitent, zona 64-128 de zile începe să se coloreze în verde, indicând formarea incipientă a unor tendințe trimestriale. Piața BET tranzitează astfel de la un comportament speculativ spre structuri ciclice repetitive și mai predictibile.

Trimestrul III 2025 este trimestrul cu cel mai semnificativ eveniment din întregul an. În iulie apare o zonă roșie de amplitudine maximă localizată la intersecția benzilor de 20-64 de zile. Structura verticală a acestei zone indică un șoc de amplitudine largă care a propagat simultan pe multiple scale temporale, afectând deopotrivă tranzacționarea zilnică și tendințele lunare. Coroborat cu analiza coerenței wavelet, care arăta doar o sincronizare moderată cu STOXX 600 în aceeași perioadă, șocul pare să fi fost predominant local și nu importat din piețele europene. În august și septembrie, activitatea se menține ridicată pe ciclurile de 16-32 de zile, dar fără intensitatea extremă din iulie, benzile orizontale sugerând o periodicitate mai stabilă.

Trimestrul IV 2025 aduce o normalizare a volatilității pe termen scurt, cu zone cyan-verde moderate și câteva pete galbene izolate în noiembrie–decembrie, similare ca intensitate cu trimestrul I. Elementul distinctiv este apariția unei benzi galben-portocalii persistente în zona 64-128 de zile, care se menține pe întreaga durată a trimestrului. Această coerență pe cicluri trimestriale sugerează o tendință macroeconomică de fond, reflectând posibil convergența cu ciclul economic european, anticipații de creștere pentru 2026 sau efecte de sfârșit de an. Câteva pete galbene izolate în banda de 8-32 de zile rămân difuze, fără o structură ciclică clară.

Privit în ansamblu, anul 2025 descrie o traiectorie de maturizare graduală a dinamicii interne a BET: de la reacții speculative pe termen scurt în trimestrul I, prin emergența unor cicluri lunare în trimestrul II, un șoc local major în trimestrul III, până la consolidarea unei tendințe macroeconomice de fond în trimestrul IV. Absența generalizată a amplitudinilor extreme - cu excepția episodului din iulie - este compatibilă cu un climat de piață ordonat și cu un risc sistemic intern redus pe parcursul anului.

Combinare, cele două analize, analiza CWT și coerența wavelet, trasează un portret coerent al pieței românești în 2025: o piață cu dinamică proprie, capabilă să genereze șocuri interne semnificative (iulie), receptivă selectiv la impulsuri europene pe orizonturi medii (trimestrul II), și care converge spre ciclul macroeconomic european pe orizonturi lungi (trimestrul IV) fără a fi însă vulnerabilă la transmisia rapidă a șocurilor externe pe termen scurt, pe tot parcursul anului. Această combinație de independență pe termen scurt și integrare graduală pe termen lung este caracteristică unei piețe emergente în proces de maturizare, nu a unei piețe de capital izolate sau fragile.

2.3. Indicele de Sentiment al Investitorilor

În această secțiune este descrisă construcția și validarea unui indice de sentiment⁷ al investitorilor pentru Bursa de Valori București (BVB), construit pe baza datelor de căutare *Google Trends* pe parcursul anului 2025. Analiza acoperă toate zilele de tranzacționare ale anului cu scopul de a identifica legăturile dintre comportamentul de informare al publicului online și dinamica pieței bursiere din România.

Rezultatele relevă o corelație negativă și semnificativă statistic între indicele de sentiment și volatilitate: în perioadele de calm bursier predomină interesul pozitiv față de piață, în timp ce episoadele de stres sunt însoțite de o amplificare clară a căutărilor de tip pesimist. Cel mai elocvent moment al anului rămâne episodul din 3-10 aprilie 2025, când semnalele provenind din trei surse independente *Google Trends*, volatilitatea indicelui BET și modelul statistic de clasificare a regimurilor au conversat simultan spre același diagnostic: stres de piață real.

Construcția indicelui

Indicele zilnic de sentiment (SI) este definit prin formula:

$$SI_t = 2 \times [w_{\text{bull}} \times \sum(w_k \times \text{norm_I}_k(t)) - w_{\text{bear}} \times \sum(w_k \times \text{norm_I}_k(t))]$$

unde:

- $\text{norm_I}_k(t)$ = interesul normalizat min-max al termenului k pe întreaga serie 2025
- w_k = ponderi intra-grup definite expert (suma per grup = 1)
- $w_{\text{bull}} = w_{\text{bear}} = 0.50$ (ponderi egale de grup)
- Multiplicatorul 2 aduce Indicatorul de Sentiment în intervalul $[-1, +1]$

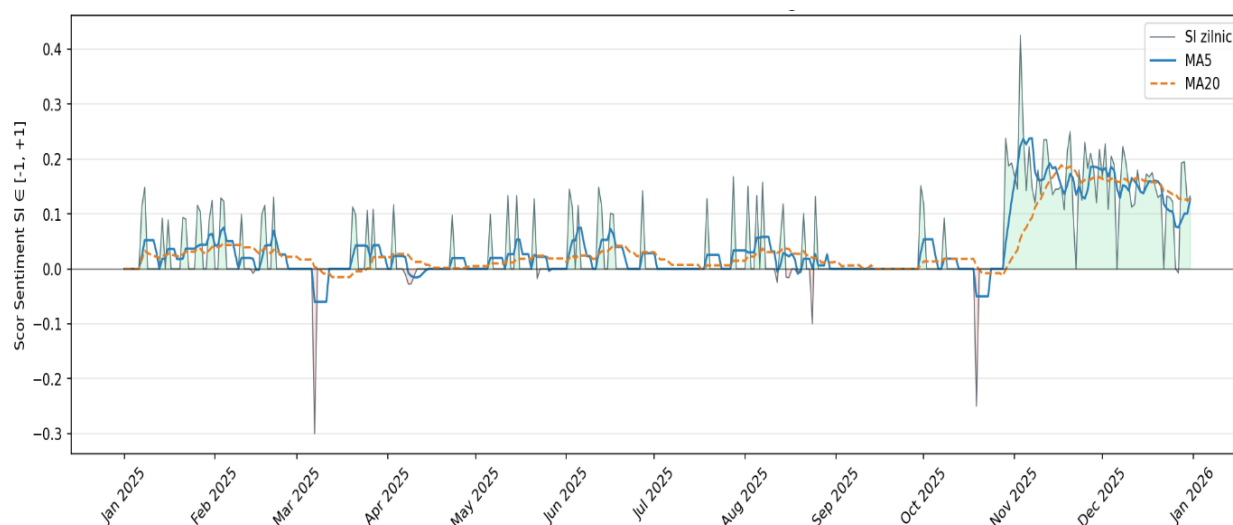
Google Trends furnizează date zilnice doar pentru ferestre de maxim 270 de zile. Acoperirea întregului an 2025 a necesitat descărcarea a trei ferestre suprapuse: ian.-iun., apr.-sep. și iul.-dec., cu câte 91 de zile de suprapunere fiecare. Ancorarea ferestrelor la o scară comună a fost realizată prin factori de scalare calculați în zona de suprapunere, metodologie similară cu abordările standard din literatura de indexare a căutărilor online.

Indicele de Sentiment: interpretare și funcționare

Indicele de sentiment surprinde starea emoțională colectivă a investitorilor de retail față de piața bursieră românească, filtrată prin comportamentul de căutare online. Logica este simplă: în perioadele de optimism, oamenii caută informații despre oportunități de investiție; în perioadele de panică, interesul migrează spre termeni care reflectă pierderea, criza sau prăbușirea bursei.

⁷ Toate calculele statistice au fost efectuate în Python 3.12 cu bibliotecile pandas 3.0, scipy 1.17 și scikit-learn 1.8. Testele neparametrice (Kruskal-Wallis, Mann-Whitney U) au fost preferate față de alternativele parametrice datorită distribuției non-normale, cu asimetrie pronunțată, a scorurilor de sentiment.

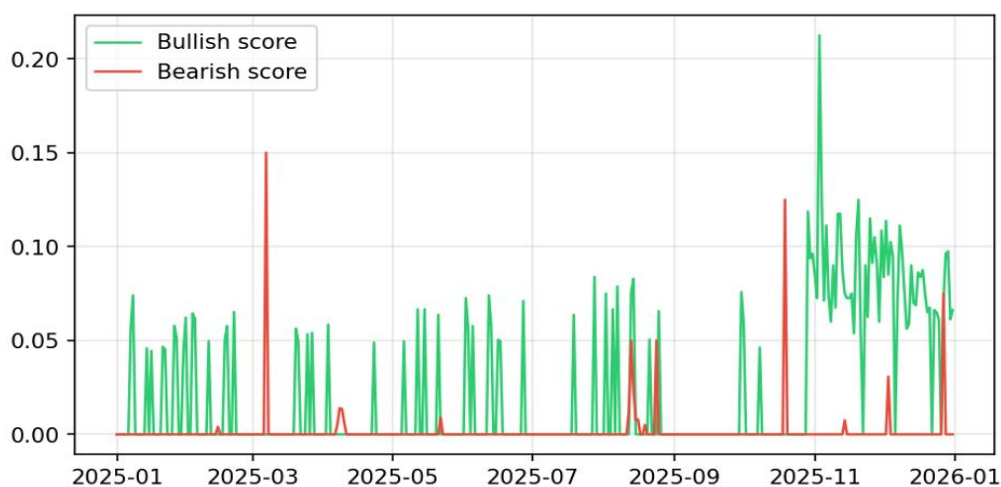
Grafic 15 Indice de Sentiment Bursier România – Google Trends 2025



Sursa: Google Trends, calcule ASF

Indicele este construit din două componente: **componenta bullish** (căutări asociate optimismului bursier precum *cumpărare acțiuni, dividende, creștere BET*) și **componenta bearish** (căutări asociate pesimismului: *cădere bursă, criză financiară, pierdere, recesiune*). Diferența dintre cele două componente produce un indice net, cu valori cuprinse între -1 și $+1$.

Grafic 16 Bullish vs. Bearish Score Zilnic



Sursa: Google Trends, calcule ASF

Interpretarea indicelui

Valorile pozitive (aproape de $+1$) indică predominanța interesului de cumpărare și optimism bursier. Valorile negative (aproape de -1) indică predominanța căutărilor de tip pesimist, asociate cu fricile de pierdere sau criză. Valoarea zero semnalează echilibru sau absența semnalului, situația cea mai frecventă în perioadele de calm.

Un aspect important: în 67% din zilele anului 2025, ambele componente ale indicelui au fost practic nule. Absența semnalului este ea însăși un rezultat: interesul publicului față de bursa românească rămâne

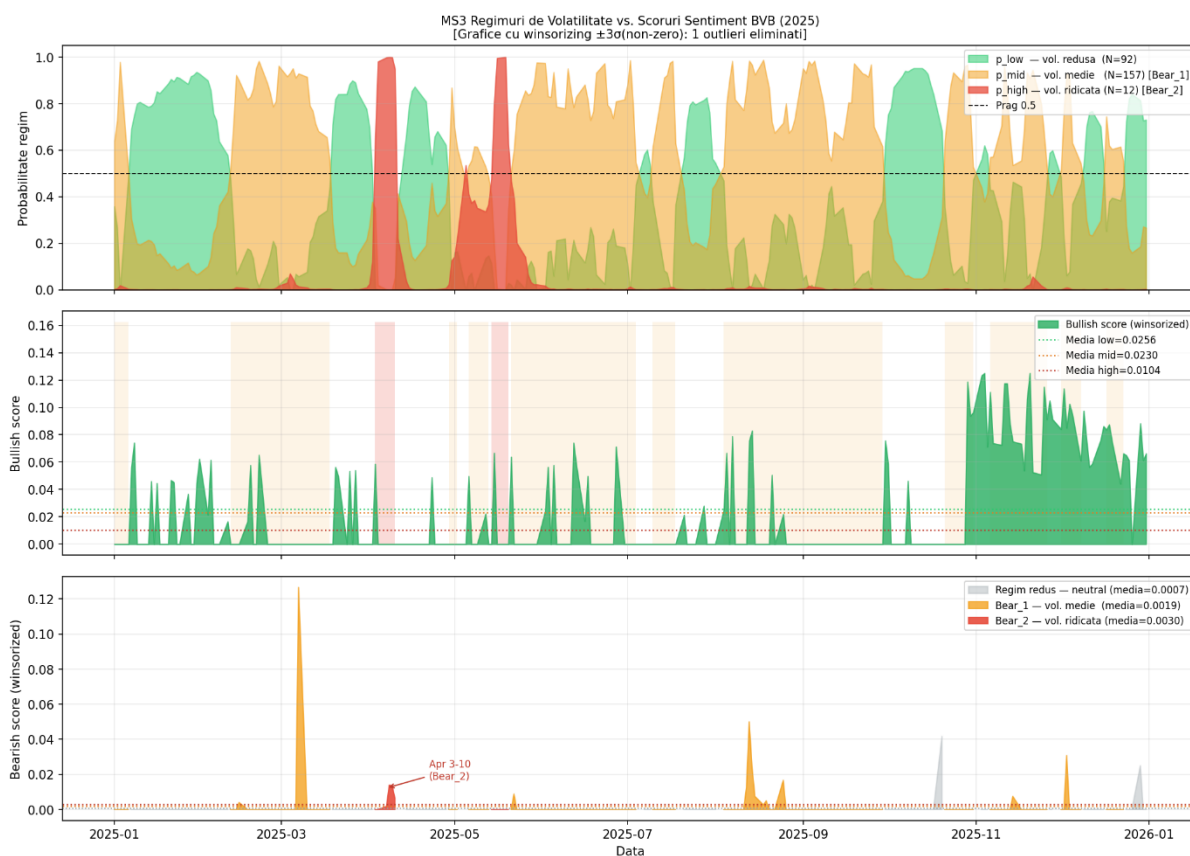
sporadic și episodic, activându-se vizibil doar în momente de volatilitate sau de interes particular (cum ar fi sezonul dividendelor).

Legătura dintre sentiment și volatilitatea pieței

Corelația statistică dintre indicele de sentiment și volatilitatea zilnică a indicelui BET este negativă și semnificativă: coeficientul *Pearson* este de $-0,160$ ($p = 0,010$). Cu cât sentimentul net este mai pesimist, cu atât nivelul de agitație al pieței tinde să fie mai ridicat și invers, iar perioadele de calm bursier sunt însoțite de un interes preponderent pozitiv sau de absența semnalului.

Această relație nu este de tip cauză–efect în sensul clasic. Indicele nu anticipează mișcările de piață și analiza de decalaj temporal nu a evidențiat nicio putere predictivă semnificativă. Indicele funcționează ca un termometru coincident: surprinde temperatura emoțională a momentului, nu viitorul. Valoarea indicelui de sentiment are valoare diagnostică și nu predictivă.

Grafic 17 Regimuri de volatilitate. Scoruri de sentiment: scor bullish și scor bearish



Sursa: Google Trends, calcule ASF

Semnificația indicelui de sentiment

Indicele nu spune ce va face piața mâine. Spune cum se simte publicul în raport cu piața acum. Un nivel ridicat de căutări *bearish*, concomitent cu o creștere a volatilității, oferă o confirmare suplimentară că episodul de stres este resimțit și de investitorii de retail, nu doar de jucătorii instituționali.

Regimurile de volatilitate ale indicelui bursier BET în 2025

Analiza utilizează un model statistic de tip *Markov-Switching* pe baza căruia au fost clasificate zilele de tranzacționare în trei regimuri, pe baza nivelului de volatilitate: redus, mediu și ridicat. Distribuția pentru 2025 este prezentată în tabelul de mai jos.

Tabel 7 Regim de volatilitate

Regim de volatilitate	Nr. zile	Pondere (%)	Volatilitate medie BET
Volatilitate redusă	92	35,2%	11,7% anualizat
Volatilitate medie	157	60,2%	13,9% anualizat
Volatilitate ridicată	12	4,6%	21,5% anualizat

Piața a funcționat în condiții normale (volatilitate redusă sau medie) în 95,4% din zilele anului. Episoadele de volatilitate ridicată au fost rare și concentrate: 12 zile în total, grupate în două momente distincte.

Episoadele de volatilitate ridicată

- **Aprilie 2025:** în perioada 3–10 aprilie 2025 (7 zile consecutive) a fost înregistrat cel mai intens episod de stres din 2025, declanșat de anunțul tarifelor comerciale ale SUA. A coincis cu cel mai ridicat nivel de sentiment *bearish* înregistrat în cursul anului.
- **Mai 2025:** în mai 2025 au fost înregistrate 5 zile dispersate (5, 15–16, 19–20 mai).

Bear_1 și Bear_2: două tipuri de pesimism

Una dintre contribuțiile analitice principale a analizei este distincția între două tipuri de comportament pesimist observate în datele *Google Trends*, cu caracteristici distincte ca intensitate, durată și context de piață.

Pesimism difuz (Bear1)

Prezent pe tot parcursul anului, cu precădere în lunile cu incertitudine macroeconomică generalizată. Nivelul de căutări *bearish* este ușor elevat față de perioadele de calm, dar fără salturi bruște și indică *îngrijorare de fond, nu panică*. Corespunde regimului de volatilitate medie.

Panică concentrată (Bear2)

Concentrată în episoadele de stres de piață confirmat. Saltul în căutările *bearish* este brusc, intens și sincron cu mișcările adverse ale prețurilor și indică *reacția la un eveniment specific*. Corespunde regimului de volatilitate ridicată confirmat independent prin date financiare.

Testele statistice confirmă că distribuția sentimentului *bearish* diferă semnificativ între cele trei regimuri de piață (Kruskal-Wallis $H = 15,5$, $p = 0,0004$). Cu alte cuvinte, nu este vorba de variație aleatorie, ci există o structură reală în datele de căutare, care se aliniază cu ceea ce s-a întâmplat efectiv pe piață.

Sentimentul *bullish*, în schimb, nu produce o separare statistică semnificativă între regimuri ($p = 0,264$). Optimismul bursier capturat prin *Google Trends* este mai difuz și mai puțin corelat cu starea concretă a pieței apare predominant în perioadele de calm și sezon al dividendelor, fără o cauza declanșatoare precisă.

Episodul de referință: aprilie 2025

3–10 aprilie 2025 convergența celor trei semnale

Singurul moment din anul 2025 în care *Google Trends*, volatilitatea indicelui BET și clasificarea modelului statistic au indicat simultan același lucru: stres de piață real, resimțit de investitorii de retail. Factorul comun declanșator a fost anunțul tarifelor comerciale ale SUA, un eveniment extern cu impact rapid și vizibil.

Episodul din aprilie 2025 ilustrează cel mai clar valoarea diagnostică a indicelui: nu ca instrument de predicție, ci ca oglindă a stării emoționale colective în timp real. Creșterea căutărilor *bearish* a fost simultană cu saltul volatilității BET la o medie anualizată de 21,5% față de 11,7% în perioadele calme. Această coerență între surse independente de date conferă credibilitate semnalului.

Volatilitatea ridicată a revenit la niveluri normale după 10 aprilie, iar sentimentul *bearish* s-a disipat corespunzător, ceea ce sugerează că publicul a reacționat rapid atât la deteriorarea, cât și la ameliorarea condițiilor de piață.

Limitele metodologice

Indicele construit în cadrul acestei analize are valoare diagnostică clară, dar vine cu limitări metodologice care trebuie reținute în orice interpretare sau utilizare ulterioară.

- **Fragilitate la valori extreme izolate:** Normalizarea anuală a datelor *Google Trends* înseamnă că un singur vârf izolat de căutări poate produce valori extreme ale indicelui, chiar dacă nivelul absolut al interesului public a fost modest. Versiunea curentă atenuează parțial acest efect prin *winsorizing*, dar problema rămâne la nivelul metodei de bază.
- **Zero căutări:** În 67% din zilele anului, indicele este zero, ceea ce reflectă atât realitatea comportamentului de căutare, cât și o posibilă limitare a setului de cuvinte-cheie ales.
- **Absența puterii predictive:** Indicele nu anticipează mișcările de piață. Analiza de decalaj temporal nu a evidențiat nicio relație predictivă semnificativă. Utilizarea ca semnal de avertizare timpurie nu este susținută de datele actuale.
- **Orizont temporal limitat:** Concluziile se bazează pe un singur an calendaristic, care include un episod atipic (tarifele SUA din aprilie) ce domină statistic analiza episoadelor de volatilitate ridicată. Generalizarea rezultatelor necesită extinderea orizontului temporal, a metodologiei și a setului de cuvinte ales.

Indicele de sentiment construit pe baza *Google Trends* surprinde, în linii mari, starea emoțională a investitorilor de retail față de piața de capital românească în 2025. Relația negativă cu volatilitatea BET este semnificativă statistic și coerentă teoretic: publicul reacționează la stresul de piață printr-o creștere vizibilă a căutărilor pesimiste, iar perioadele de calm sunt însoțite fie de o ușoară predominantă a interesului *bullish*, fie de absența oricărui semnal.

Distincția dintre pesimismul difuz (Bear1) și panica concentrată (Bear2) este contribuția analitică principală a acestui exercițiu. Ea arată că nu orice creștere a căutărilor *bearish* semnaleză același tip de stres. Există o diferență calitativă și cantitativă între îngrijorarea de fond și reacția la un eveniment de piață concret.

Indicele captează stresul de piață în timp real. Scorul de sentiment *bearish* se intensifică semnificativ în zilele de volatilitate ridicată (regim de volatilitate înalt), confirmând că indicele reflectă un comportament real de căutare de informații în momente de criză.

Scorul de sentiment *bullish* funcționează ca indicator de calm. Corelația negativă cu volatilitatea sugerează că prezența căutărilor optimiste este asociată cu perioade de stabilitate, nu de euforie speculativă, fiind consistent cu structura pieței autohtone.

Episoadele de criză au profiluri diferite, criza din aprilie 2025 a generat semnal *bearish* clar, în timp ce criza din mai 2025 nu a prezentat. Indicele de sentiment se asociază cu regimurile de volatilitate, ceea ce constituie o valoare adăugată față de măsuri statistice pure ale dispersiei randamentelor.

Indicele de sentiment este un instrument alternativ automatizabil cu o componenta de *Big Data* și o construcție de tip *Machine Learning* care prezintă un potențial de integrare în cadre mai largi de monitorizare a sentimentului de piață și a comportamentului investitorului de retail. În această analiză este prezentat ca un instrument alternativ care va fi dezvoltat pe viitor.

2.4. Performanța fondurilor de investiții locale

Conform datelor AAF, cele mai performante 20 de fonduri de investiții locale (fonduri deschise și fonduri de investiții alternative) la finalul anului 2025, au înregistrat randamente anuale nete între 40,22% și 55,13%, ceea ce reflectă un an cu rezultate bune pe piața de capital românească.

Tabel 8 Top 20 cele mai performante fonduri de investiții locale la 31 decembrie 2025

Nr. crt.	Denumire fond	Administrator fond	Tip fond	Randament 12 luni %	Activ net (mil. lei)
1	ETF Energie Patria Tradeville	Patria Asset Management S.A	Actiuni	55,13	49
2	Goldman Sachs Romania Equity	Goldman Sachs AM B.V. Suc. Bucuresti	Actiuni	54,11	2.179
3	ETF BET Patria-Tradeville	Patria Asset Management S.A	Actiuni	52,85	779
4	Certinvest BET Index	Capital Point	Actiuni	50,83	25
5	Certinvest XT Index	Capital Point	Actiuni	50,64	3
6	OTP AvantisRO - Clasa L	Inno Investments SAI S.A.	Actiuni	48,16	27
7	BT Index Romania ROTX	BT Asset Management	Actiuni	46,76	1.186
8	BRD Actiuni Clasa RON	BRD Asset Management	Actiuni	46,66	550
9	Piscator Equity Plus	Atlas Asset Management	Alte Fonduri	46,32	8
10	Raiffeisen Romania Dividend	Raiffeisen Asset Management	Actiuni	45,67	712
11	OTP AvantisRO - Clasa E	Inno Investments SAI S.A.	Actiuni	44,48	6
12	FII BET-FI INDEX INVEST	SAI Broker S.A.	Actiuni	44,32	3
13	Herald (euro)	Atlas Asset Management	Randament Absolut	44,09	20
14	ERSTE Equity Romania	ERSTE Asset Management	Actiuni	43,97	1.003
15	BRD Actiuni Clasa EUR	BRD Asset Management	Actiuni	43,08	752
16	Certinvest BET FI Index	Capital Point	Actiuni	42,54	3
17	Raiffeisen Romania Dividend clasa E	Raiffeisen Asset Management	Actiuni	42,14	356
18	BT Index Austria ATX	BT Asset Management	Actiuni	41,96	240
19	OTP Expert	Inno Investments SAI S.A.	Actiuni	41,24	40
20	BT Maxim	BT Asset Management	Actiuni	40,22	739

Sursa: AAF; tabelul cuprinde atât fondurile deschise locale, cât și fondurile de investiții alternative locale; prelucrare ASF

Categoria de fonduri cea mai frecvent întâlnită în tabelul de mai sus o reprezintă fondurile de acțiuni. Două dintre fondurile de investiții sunt fonduri de investiții alternative (FII BET-FI INDEX INVEST și Herald euro), restul fiind fonduri deschise de investiții, potrivit AAF.

În anul 2025, fondurile de acțiuni au beneficiat direct de aprecierea indicilor BET și a companiilor listate la BVB, în special din sectorul energetic și cel bancar.

Deși randamentele au înregistrat un nivel ridicat, activele nete variază de la 3 milioane lei până la peste 2 miliarde lei. Această dispersie arată că performanța ridicată nu a fost limitată doar la fondurile de investiții de mari dimensiuni, ci de o expunere semnificativă la acțiunile românești.

Pentru investitori, datele subliniază că diversificarea prin fonduri de acțiuni locale a reprezentat una dintre cele mai profitabile opțiuni în anul 2025, recompensând astfel riscul specific acțiunilor într-un context economic favorabil.

2.5. Analiza inferenței statistice a ratei Sharpe. Portofolii de Fonduri Mutuale Românești

Aceasta reprezintă prima aplicare, pentru piața de capital din România, a metodologiei dezvoltate în lucrarea *How to Use the Sharpe Ratio*.⁸ Abordarea propusă nu constituie o simplă rafinare statistică a raportului Sharpe tradițional, ci reflectă o direcție metodologică clară care a apărut în literatura financiară recentă pentru corectarea limitărilor bine cunoscute ale indicatorului clasic. În mod particular, metodologia introduce instrumente statistice care permit evaluarea robustă a performanței ajustate la risc, ținând cont de distribuții non-normale ale randamentelor, dimensiunea eșantionului și problemele generate de testările multiple.

În acest sens, utilizarea acestei metodologii nu trebuie interpretată ca o opțiune discreționară sau ca o preferință individuală de modelare econometric, ci ca o adaptare la standarde analitice emergente în practica financiară internațională. Deja adoptată de fonduri și instituții relevante din industria investițională, această abordare reflectă o evoluție naturală a modului în care performanța ajustată la risc este evaluată în prezent. Aplicarea sa în contextul pieței de capital din România urmărește, prin urmare, alinierea analizelor locale la aceste standarde metodologice moderne și contribuie la actualizarea cadrului de interpretare a raportului Sharpe.

2.5.1. Contextul analizei și selecția ratei fără risc

Prezenta analiză evaluează performanța ajustată la risc a opt portofolii de fonduri mutuale românești⁹ pe un orizont de aproximativ trei ani, acoperind perioada ianuarie 2023 — ianuarie 2026, cu un total de 748 de zile de tranzacționare. Ca rată fără risc a fost utilizat randamentul titlurilor de stat românești pe 6 luni (TRRO6MT), care constituie un benchmark relevant din perspectiva unui investitor instituțional local.

Alegerea acestui benchmark nu este neutră din punct de vedere analitic. Pe parcursul perioadei analizate, rata fără risc s-a menținut cu precădere în intervalul 6-7% pe an, atingând un vârf de aproximativ 8,5% în mai 2025, urmată de o revenire treptată spre 6%.

Aceasta reprezintă una dintre cele mai ridicate rate fără risc din spațiul european, ceea ce instituie un prag de rentabilitate în exces deosebit de exigent: pentru a genera un raport Sharpe pozitiv și semnificativ, un fond trebuie să depășească sistematic un randament absolut de circa 6,5% pe an, înainte de a putea fi considerat eficient în sens statistic.

Rata fără risc este aproximată prin randamentul titlurilor de stat ale României cu maturitate de 6 luni, utilizând seria TRRO6MT furnizată de LSEG. Alegerea acestei scadențe reflectă absența unei serii lichide de titluri de stat pe termen foarte scurt, disponibile la frecvență zilnică pentru România. Seria nu reprezintă o rată fără risc pură pe termen scurt, întrucât include și o componentă de *term premium*.

⁸ López de Prado, Lipton & Zoonekynd (2025), "How to Use the Sharpe Ratio", ADIA Lab Research Paper Series, No. 19. O prezentare pe scurt a modului de calcul al indicatorilor statistici este dezvoltată în Anexa 1.

⁹ Componenta portofoliilor este prezentată în Anexa 1.

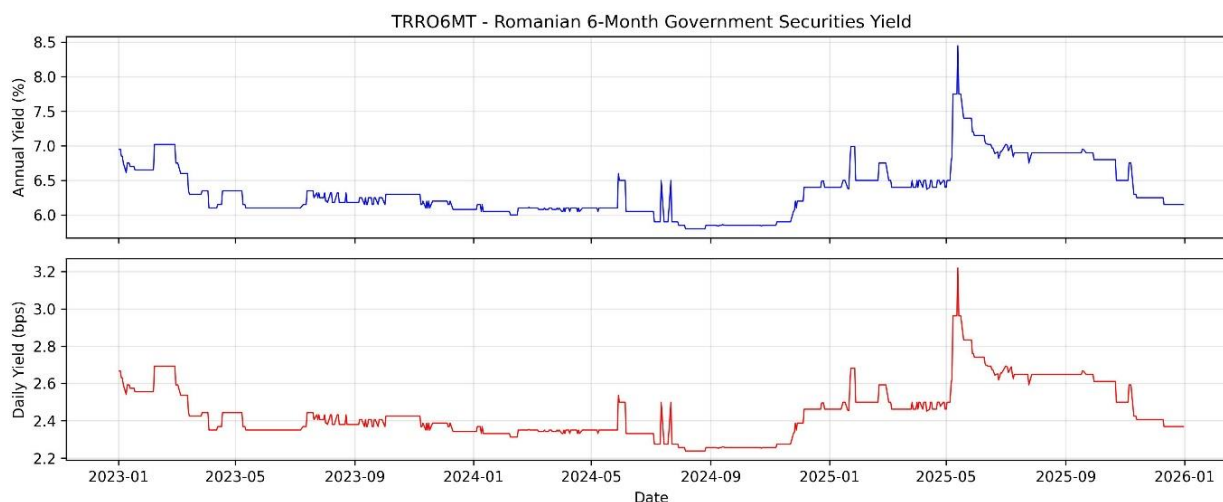
Totuși, având în vedere dimensiunea relativ redusă a acestei componente pe piața locală, impactul asupra estimării raportului Sharpe este considerat limitat. Pentru a asigura compatibilitatea cu randamentele zilnice ale portofoliilor, seria este convertită la frecvență zilnică folosind relația

$$r_{f,t}^{(daily)} = (1 + TRRO6MT_t)^{1/252} - 1$$

unde se presupune un număr de 252 de zile de tranzacționare pe an.

Această transformare permite exprimarea randamentului fără risc într-o unitate comparabilă cu randamentele zilnice ale portofoliilor și este necesară pentru calculul corect al randamentelor în exces, utilizate ulterior în estimarea raportului Sharpe și a variantelor sale corectate.

Grafic 18 Randamentul titlurilor de stat cu maturitate de 6 luni (% yield) și rata fără risc la frecvența zilnică (bps)



Sursa: LSEG, calcule ASF

Calculul raportului Sharpe este realizat pentru un set de opt portofolii dinamice¹⁰. În interiorul fiecărui portofoliu, compoziția portofoliului se modifică în timp, unele active intrând sau ieșind din portofoliu ca urmare a rebalansărilor și înlocuirilor. Din acest motiv, analiza nu poate fi realizată pornind de la un set fix de active, ci trebuie să reflecte structura efectivă a portofoliului în fiecare moment din timp.

În prima etapă, pentru fiecare activ disponibil într-un anumit portofoliu sunt calculate randamentele logaritmice zilnice, pornind de la seriile VUAN. În a doua etapă, se construiește randamentul portofoliului pentru fiecare zi, ținând cont de compoziția efectivă din ziua respectivă. Având în vedere caracterul dinamic al portofoliului, randamentul zilnic al acestuia este definit ca media randamentelor individuale ale activelor prezente în portofoliu în acea zi. Prin urmare, numărul de active incluse în agregare poate varia în timp, în funcție de modificările de structură generate de rebalansări și înlocuiri. În a treia etapă, din randamentul zilnic al portofoliului echponderat se scade rata fără risc zilnică derivată din seria TRRO6MT, rezultând seria randamentelor în exces ale portofoliului.

¹⁰ AF – Alte fonduri; AR – Absolute return; FA – Fond acțiuni; FO – Fond obligațiuni; MAA – Multi-active agresive; MAD- Multi-active defensive; MAE - Multi-active echilibrate; MAF – Multi – active flexibile

Această abordare este esențială pentru a evita atât *look-ahead bias*, care ar apărea dacă structura viitoare a portofoliului ar influența calculul randamentelor istorice, cât și *survivorship bias*, care ar rezulta din păstrarea în analiză doar a activelor care rămân vizibile sau disponibile până la finalul eșantionului. Din acest motiv, randamentele portofoliului sunt construite exclusiv pe baza activelor efectiv prezente în fiecare zi, fără a impune retrospectiv o componentă constantă.

Pe baza seriilor de randamente în exces astfel obținute, indicatorii Sharpe sunt calculați utilizând biblioteca specializată de funcții dezvoltată în lucrarea *How to Use the Sharpe Ratio* (López de Prado, Lipton, Zoonekynd, 2025)¹¹. Această bibliotecă implementează funcții dedicate pentru calculul raportului Sharpe standard și al extensiilor sale statistice, inclusiv măsuri precum *Probabilistic Sharpe Ratio (PSR)*, *Minimum Track Record Length (MinTRL)*, *Deflated Sharpe Ratio (DSR)* și *Observed Bayesian Tail-Area False Discovery Rate (oFDR)*.

Utilizarea acestei biblioteci permite aplicarea unui cadru metodologic unitar și riguros asupra setului de date construit anterior, asigurând comparabilitatea rezultatelor între cele opt portofolii și integrarea unor corecții explicite pentru non-normalitatea distribuției randamentelor, dimensiunea limitată a eșantionului și efectele testărilor multiple.

În ansamblu, această procedură urmărește să asigure că evaluarea performanței ajustate la risc reflectă portofoliul efectiv deținut la fiecare moment și că indicatorii Sharpe raportați sunt interpretați într-un cadru statistic adecvat. Din perspectivă de stabilitate financiară, această distincție este relevantă, deoarece robustețea performanței nu poate fi evaluată corect în absența unei construcții coerente a randamentelor portofoliului și a unei ajustări explicite pentru limitele inferenței statistice bazate pe raportul Sharpe brut.

2.5.2 Cadru metodologic

Analiza adoptă cadrul avansat de inferență statistică propus de López de Prado, Lipton și Zoonekynd (2025), care identifică 5 surse principale de eroare în utilizarea convențională a ratei Sharpe:

- (a) presupunerea normalității randamentelor;
- (b) neglijarea semnificației statistice și a lungimii minime a istoricului;
- (c) puterea insuficientă a testului;
- (d) confuzia între *p-value* clasic și probabilitatea ipotezei nule condiționat de date;
- (e) absența corecției pentru testare multiplă.

Principalele instrumente utilizate sunt **Probabilistic Sharpe Ratio (PSR)**, care exprimă rata Sharpe observată în spațiu probabilistic, ajustând pentru asimetrie, exces de kurtoză și lungimea eșantionului; **Minimum Track Record Length (MinTRL)**, care cuantifică istoricul minim necesar pentru a respinge ipoteza nulă la un nivel de confidență dat; corecția pentru testare multiplă prin metoda **Holm (FWER)** și **Observed Bayesian False Discovery Rate (oFDR)**, care oferă probabilitatea posterioară că ipoteza nulă este adevărată condiționat de SR-ul observat.

¹¹ Pachetul de funcții este disponibil la <https://github.com/zoonek/2025-sharpe-ratio>

2.5.3. Rezultatele analizei. Performanța brută și randamente cumulate în exces

În tabelul următor sunt prezentați următorii indicatori statistici relevanți pentru analiza strategiilor investiționale ale fondurilor analizate:

- **SR** este raportul Sharpe anualizat observabil, dar care nu spune nimic despre semnificație.
- **Probabilistic Sharpe Ratio (PSR)** testează dacă raportul Sharpe (SR) observat al fiecărei strategii este semnificativ statistic ținând cont de distribuția non-normală a randamentelor și de problema testării multiple.
- **p-value** este calculat ca $1 - \text{PSR}$.
- **p (Holm)** este corecție Holm-Bonferroni pentru testare multiplă (8 strategii). Sortează p-value în mod crescător și ajustează secvențial pentru a preveni ratei de erori de tip I. Corecția Holm nu aduce niciuna din strategii sub 0.05 după ajustare.
- **Crit SR (ann.)** este SR-ul minim necesar pentru semnificație, date fiind proprietățile distribuționale.
- **Semn** este semnificația și verifică dacă $\text{SR(ann.)} > \text{Crit SR(ann.)}$.
- **Min Track Rec** este numărul minim de observații necesare pentru a valida SR-ul curent la pragul ales. FO are NaN pentru că $\text{SR} < 0$ iar formula devine nedefinită.
- **oFDR** este Observed False Discovery Rate și reprezintă proporția așteptată de descoperiri false printre cele respinse. Cu cât valoarea este mai mică, cu atât avem mai multă încredere în rezultat.

Tabel 9 Indicatori de inferență statistică pentru raportul Sharpe

Portfolio	SR (ann.)	PSR	p-value	p (Holm)	Crit SR (ann.)	Semn	Min Track Rec	oFDR
MAD	0,6752	0,8460	0,1540	0,5148	1,0894	False	1947,3424	0,2004
MAE	1,4156	0,9775	0,0225	0,1349	1,1613	True	503,4447	0,0903
MAA	1,3066	0,9839	0,0161	0,1125	1,0030	True	440,8383	0,0624
MAF	0,8219	0,8713	0,1287	0,5148	1,1936	False	1577,6098	0,1969
FO	-0,6040	0,1673	0,8327	0,8327	1,0298	False	NaN	0,4566
FA	1,6099	0,9915	0,0085	0,0683	1,1103	True	355,7766	0,0561
RA	0,2382	0,6554	0,3446	0,6893	0,9798	False	12656,7517	0,2886
AF	0,9222	0,9299	0,0701	0,3505	1,0284	False	930,0931	0,1301

Sursa: ASF, calcule ASF

Fondul FA se detașează ca lider incontestabil, cu un raport Sharpe anualizat de **1,61** și randamente cumulate în exces de aproximativ 35% pe orizontul de analiză (vezi graficul de mai jos). **MAA** (2 active) și **MAE** (9 active) urmează cu SR anualizat de 1,31 și, respectiv, 1,42, ambele cu randamente cumulate în exces de 20–30%.

La polul opus se situează **Fondurile de Obligațiuni (FO)**, cu un SR anualizat de $-0,60$, singurul portofoliu cu performanță negativă în raport cu rata fără risc. Această performanță reflectă impactul direct al ciclului de majorare a dobânzilor asupra instrumentelor cu durată medie și lungă. Portofoliul RA (6 active) înregistrează un SR de numai 0,24, ceea ce arată că nu se distinge de zgomotul alb (*white noise*).

MAD are un $SR=0,67$, mult sub Crit $SR=1,09$. $PSR=0,846$ arată că există totuși o probabilitate de 85% că SR-ul adevărat e pozitiv, deci strategia este insuficient de convingătoare. $MinTRL=1947$ observații înseamnă că ai nevoie de $\sim 7,7$ ani de date zilnice pentru validare. $oFDR=0,20$ înseamnă ca exista 1 din 5 șanse să fie o descoperire falsă.

MAE are un $SR=1,42$, peste Crit $SR=1,16$. $p\text{-value}=0,022$, cel mai mic p brut din grup. Holm ajustează la 0,135, dar pierde semnificația FWER, și rămâne printre cele mai robuste portofolii. Cu un $MinTRL=503$ zile (~ 2 ani) și un $oFDR=0,09$, rezultatele indica o performanță solidă, validabilă cu date rezonabile.

MAA are un $SR=1,31$, Crit $SR=1,00$, $PSR=0,984$, $p=0,016$. $Holm=0,112$. $MinTRL=441$ zile este cel mai mic din grup după FA. $oFDR=0,062$, al doilea cel mai bun. Rezultatele indica un portofoliu robust, dar marja față de prag e îngustă, ceea ce arata ca este sensibil la schimbări de regim.

MAF are un $SR=0,82$, Crit $SR=1,19$. $PSR=0,871$, $p=0,129$. $MinTRL=1578$ zile ($\sim 6,3$ ani).

RA are un $SR=0,24$, Crit $SR=0,98$. $PSR=0,655$ ceea ce indica ca are o probabilitate modestă că SR-ul real e pozitiv. $MinTRL=12.657$ observații ≈ 50 de ani de date zilnice. Rezultatele indica un portofoliu cu randamente extrem de volatile sau distribuție puternic non-normală ceea ce conduce la concluzia ca strategia este practic nevalidabilă în orice orizont investițional realist. Risc fără compensație demonstrabilă.

AF are un $SR=0,92$, Crit $SR=1,03$, cel mai aproape de prag dintre fondurile respinse. $PSR=0,930$, $p=0,070$. $MinTRL=930$ zile (~ 3.7 ani). $oFDR=0,130$.

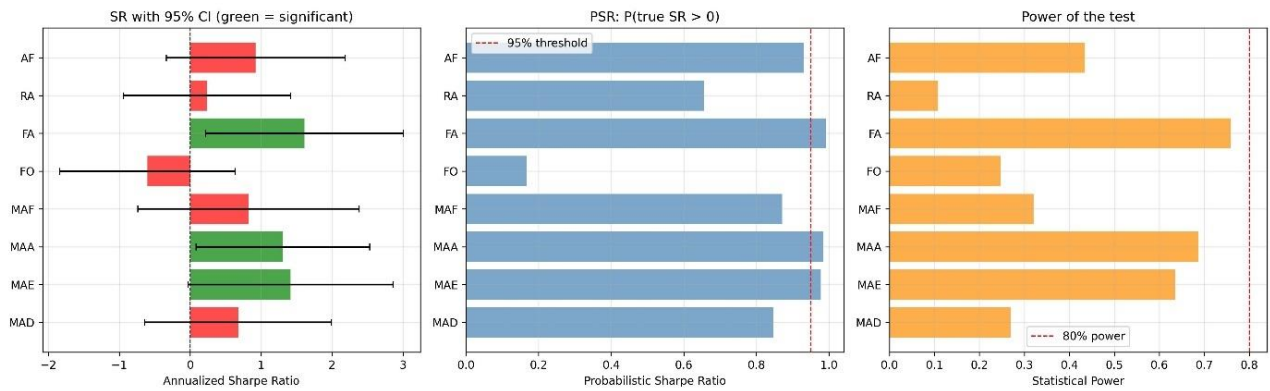
Din punct de vedere a performantei, cele mai performante portofolii sunt **FA** (1,61), **MAE** (1,42) și **MAA** (1,31) cu valori solide, sugerând randamente bune pe unitate de risc. Restul (MAD, MAF, FO, RA, AF) nu trec testul de semnificație iar SR-ul lor ar putea fi rezultatul întâmplării.

Observed Bayesian False Discovery Rate (oFDR) oferă o perspectiva complementara, măsoară riscul ca performanța să fie un fals pozitiv. Răspunde la întrebarea decizionala relevanta: cat de probabil este ca H_0 sa fie adevărata, dat SR-ul observat. Pragul recomandat este $oFDR < 25\%$. Astfel FA (0,056) și MAA (0,062) au un risc scăzut in timp ce FO (0,457) și RA (0,289) au risc ridicat și indică faptul că performanța nu e de încredere.

Rezultă că **FA** este portofoliul cel mai robust, având cel mai mare SR, cel mai mic $p\text{-value}$, cel mai scurt track record necesar și cel mai mic oFDR. **MAA** și **MAE** îl urmează ca portofolii cu fundament statistic solid.

Sub acest prag se situează șase din opt portofolii: FA (5,6%), MAA (6,2%), MAE (9,0%), AF (13,0%), MAF (19,7%) și MAD (20,0%). RA (28,9%) și FO (45,7%) depășesc pragul, ceea ce înseamnă că există o probabilitate relevantă ca performanța lor să fie compatibilă cu ipoteza nulă de eficiență zero. oFDR pentru FA de 5.6% este deosebit de informativ: condiționat de SR-ul observat de 1,61, probabilitatea că acesta se datorează exclusiv hazardului este de sub 6%, o bază solidă pentru inferența calitativă, chiar în absența semnificației formale după corecția Holm.

Grafic 19 Raportul SR, PSR si puterea testului



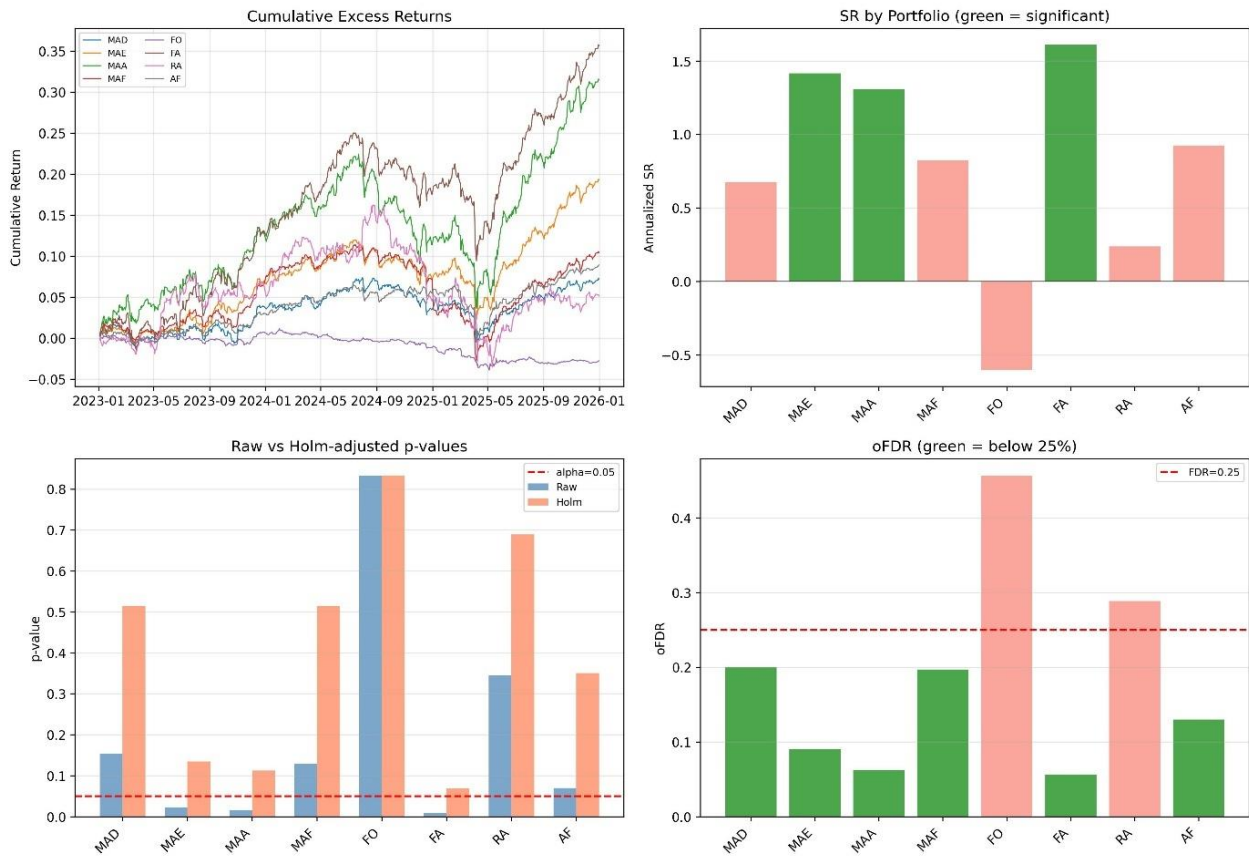
Sursa: ASF, calcule ASF

Randamentele cumulate reprezintă suma simplă a randamentelor zilnice deoarece randamentele au fost calculate zilnice cu randamente logaritmice.

Analiza randamentelor cumulate față de rata fără risc relevă o stratificare clară a celor opt portofolii în două grupuri distincte.

Grafic 20 Randamente cumulate, SR, valori ajustate p-value si oFDR

Sharpe Ratio Inference - Romanian Mutual Fund Portfolios



Sursa: ASF, calcule ASF

2.5.4. Sinteză și concluzii

Analiza aplicată pe cele opt portofolii de fonduri mutuale românești confirmă că performanța brută pozitivă există, în special la FA, MAA și MAE, dar că robustețea statistică completă nu este îndeplinită de niciun portofoliu simultan. Criteriul complet ar presupune $PSR > 95\%$, $p(\text{Holm}) < 0,05$, putere $> 80\%$ și $\text{MinTRL} < T$, condiții pe care FA le satisface parțial (primele două la limita corecției multiple, dar nu puterea sau Holm strict).

Rezultatele au implicații directe pentru practica de supraveghere: evaluarea performanței fondurilor mutuale/portofoliilor dinamice pe orizonturi sub trei ani, în absența corecțiilor pentru testare multiplă și putere, poate genera concluzii sistematic eronate atât în sensul supraevaluării, cât și al subevaluării performanței reale.

3. Piața primară și emitenți

Conform documentelor aprobate de ASF ofertele publice de cumpărare derulate în perioada ianuarie – decembrie 2025 au însumat 955 mil. lei, iar valoarea celor opt emisiuni de obligațiuni admise la tranzacționare pe SMT-BVB și a celor șase emisiuni de obligațiuni admise la tranzacționare pe piața reglementată administrată de BVB, a fost de aproximativ 931,87 mil. EUR.

3.1. Oferte publice

Oferte publice primare de vânzare

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

În cursul anului, au fost aprobate următoarele prospecte aferente ofertelor publice primare de vânzare de acțiuni:

Tabel 10 Oferte publice primare de vânzare derulate în perioada 01.01.2025 – 31.12.2025 (conform documentelor aprobate de ASF)

Emitent	Volum (acțiuni vândute)	Valoare (lei)	Piața acțiunilor/ Segment
METALICA S.A. Oradea	520.878	1.302.195	SMT
SCALA DEVELOPMENT S.A. Cluj-Napoca	221.627.377	22.162.738	SMT
META ESTATE TRUST S.A. București	0	0	SMT
IOR S.A. București	288.145	28.815	SMT
META ESTATE TRUST S.A. București	813	813	SMT
AVIOANE CRAIOVA S.A.	2.011.661	5.029.153	SMT
Bucur Obor S.A. București	97.786.880	9.778.688	SMT
Aldani Master Capital S.A.	2.934.431	293.443	SMT
Total	-	38.595.844	-

Sursa: ASF

Pentru acestea s-a realizat procedura impusă de dispozițiile art. 21 alin. (5) teza I și teza II¹² 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

¹² "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."

Directivei 2003/71/CE, prospectele fiind publicate pe pagina de internet a autorității¹³ și 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. Ea trebuie făcută printr-un intermediar autorizat să presteze servicii și activități de investiții, iar prețul oferit este stabilit în conformitate cu reglementările ASF.

Dintre ofertele de cumpărare, opt emitenți au ales să deruleze o ofertă în scopul diminuării capitalului social, în timp ce două oferte au fost derulate de acționarul majoritar care dorea să-i permită să deruleze ulterior procedura de retragere de la tranzacționare a acțiunilor.

Tabel 11 Oferte publice de cumpărare derulate în perioada 01.01.2025 – 31.12.2025 (conform documentelor aprobate de ASF)

Emitent/Ofertant	Volum (acțiuni cumpărate)	Valoare (lei)
Turism Hoteluri si Restaurante Marea Neagra S.A./ Turism Hoteluri si Restaurante Marea Neagra S.A.	80.000.000	35.600.000
Transilvania Leasing și Credit IFN S.A./Transilvania Leasing și Credit IFN S.A.	0	0
SIGSTRAT S.A./SIGSTRAT S.A.	5.319.356	3.351.194,28
Chimcomplex S.A./ Chimcomplex S.A.	495.062	11.782.475,6
Turism Felix S.A./Transilvania Investments Alliance S.A.	1.022.432	419.197,12
Infinity Capital Investments S.A./ Infinity Capital Investments S.A.	41.994.250	109.185.050
Evergent Investments S.A./ Evergent Investments S.A.	26.724.858	40.889.032,74
Arctic Stream S.A./ Arctic Stream S.A.	50.000	1.150.000
Farmaceutica Remedia S.A./ Farmaceutica Remedia S.A.	954.808	811.586,8
BAZA DE APROVIZIONARE SI DESFACERE S.A. Suceava/ CURCĂ BOGDAN - CRISTIAN	1.066.713	2.666.782,5
Fondul Proprietatea S.A./Fondul Proprietatea S.A.	80.000.000	55.800.000
Lion Capital S.A./Lion Capital S.A.	1.100.000	3.850.000
2B Intelligent Soft S.A./2B Intelligent Soft S.A.	238.100	3.000.060
Dr.Fischer Dental S.A./Dr. Fischer Dental S.A.	349.441	401.857,5
Transilvania Investments Alliance S.A./ Transilvania Investments Alliance S.A.	154.633.823	77.316.911,5
TOTAL	-	346.224.147,69

Sursa: ASF

Totodată, a fost aprobat anunțul preliminar aferent ofertei publice de preluare voluntară a emitentului Purcari Wineries Public Company Ltd. de către Maspex Romania SRL, documentul de ofertă de preluare voluntară a acestui emitent, a cărei valoare a fost de 604,28 milioane lei, precum și două oferte de preluare obligatorie a emitenților Prefab SA (valoarea ofertei a fost de 11.400 lei), respectiv Transilvania Broker de Asigurare SA (valoarea ofertei a fost de 4,55 milioane lei).

¹³ <https://asfromania.ro/ro/a/2374/prospectele/amendamentele/certIFICATELE-pentru-ofertele-de-vanzare-aprobate-de-a.s.f.-in-2022>

3.2. Alte operațiuni speciale/ Alte evenimente corporative

Pe parcursul anului 2025 au fost aprobate următoarele evenimente corporative:

- un prospect de ofertă publică primară de vânzare de obligațiuni emise de Stanleybet Capital SA, în vederea tranzacționării pe Sistemul multilateral de tranzacționare administrat de BVB, valoarea împrumutului fiind de 14,81 milioane lei;
- prospectul de bază aferent programului de emisiune de produse structurate al SSIF BRK FINANCIAL GROUP SA;
- prospectul de bază aferent programului de emisiune de obligațiuni emise de VISTA BANK (ROMANIA) SA;
- prospectul de bază aferent programului de emisiune de obligațiuni emise de SIMTEL TEAM SA;
- două prospecte aferente unor oferte publice primare inițiale de vânzare de acțiuni emise în vederea admiterii la tranzacționare a acțiunilor, pe sistemul multilateral de tranzacționare administrat de Bursa de Valori București, de către societatea GRUP EM București (valoarea a fost de 24,67 milioane lei) și Contack Express Logistik SA - încheiată fără succes;
- un prospect de ofertă inițială de vânzare de acțiuni emise de Cris —Tim Family Holding SA derulată în vederea admiterii la tranzacționare a acțiunilor pe piața reglementată administrată de Bursa de Valori București, a cărei valoare a fost de 454,35 milioane lei;
- două anunțuri aferente inițierii procedurii de retragere a acționarilor din societate în vederea retragerii de la tranzacționare a acțiunilor emitentului TRANSILVANIA LEASING SI CREDIT IFN, respectiv TURISM FELIX SA;
- 16 retrageri de la tranzacționare de pe sistemul multilateral de tranzacționare/segmentul principal, administrat de BVB, a acțiunilor emise de Retezat SA Sibiu, Electroconstructia Elco Timișoara SA, Anteco SA Ploiești, Gastronom SA Buzău, Industria Sârmei Câmpia Turzii SA, Flaros SA, Sembraz SA, Comcereal SA Tulcea, Poiana Brașov SA, Mercur SA Craiova, Univers SA Râmnicu Vâlcea și Upet SA Târgoviște, dată fiind decizia acționarilor, adoptată în adunarea generală a acționarilor, Zentiva SA și Transilvania Leasing și Credit IFN SA – ca urmare a finalizării procedurii de retragere obligatorie a acționarilor (squeeze-out), UCM Reșița SA – ca urmare a declanșării procedurii falimentului precum și Mobam SA – ca urmare a dizolvării societății.

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. Conform legislației în vigoare până la data de 15.03.2025, modificarea caracteristicilor sau numărului de valori mobiliare/altor instrumente financiare dintr-o anumită clasă, deja admise la tranzacționare sau deja tranzacționate, era 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.

Ulterior acestei date, urmare intrării în vigoare a Legii nr. 11/2025, prin care au fost aduse modificări/completări la Legea nr. 24/2017, privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață, modificarea caracteristicilor sau numărului de valori mobiliare dintr-o anumită clasă, deja admise la tranzacționare, ca urmare a majorării capitalului social, este înregistrată de depozitarul central, operatorul locului de tranzacționare, ASF și de oficiul registrului comerțului.

Pentru operațiunile corporative desfășurate de acești emitenți și pentru noile emisiuni de valori mobiliare au fost emise un număr de 141 certificate după cum urmează:

Tabel 12 Numărul de Certificate de Înregistrare a Valorilor Mobiliare pe tipuri de operațiuni. emise în perioada 01.01.2025 – 31.12.2025

Tip operațiune	Număr Certificate de Înregistrare a Instrumentelor Financiare
Majorarea capitalului social	25
Diminuarea capitalului social	16
Obligațiuni	15
Societăți (acțiuni) nou admise la tranzacționare pe SMT/BVB	4
Titluri de stat	76
Altele	5
Total	141

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 nici o procedură de aprobare a prospectului, însă asigură publicarea pe pagina autorității, așa cum dispune Regulamentul (UE) 2017/1129.

În cursul anului, ASF a fost notificată cu privire la aprobarea a 56 astfel de prospecte (document unic sau documente separate) și a 149 suplimente (amendamente) la prospectele deja aprobate.

Pentru produsele structurate, în baza prospectelor notificate de Autoritatea statului membru de origine-FMA Austria și a termenilor finali comunicați, au fost emise 73 certificate de înregistrare a produselor structurate emise de Raiffeisen Bank International AG, în vederea tranzacționării la BVB.

Certificatele emise de Raiffeisen Bank International AG sunt de tip Turbo, Long și Short, cu active suport acțiuni (ex: Banca Transilvania SA Societatea Națională de Gaze Naturale Romgaz SA, Transport Trade Services SA), active suport contracte futures (ex: Brent Crud Oil, Copper, Silver, Gold, etc.), precum și un Certificat INDEX (ROTX® RON) care are la bază indicele bursier ROTX (Romanian Traded Index).

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 piață care administrează respectivul sistem multilateral de tranzacționare, aprobate de ASF.

Astfel, autoritatea a emis un certificat de înregistrare în vederea admiterii la tranzacționare pe sistemul multilateral de tranzacționare, pentru Microfruits SA (admitere tehnică), unul pentru acțiunile Grup EM SA, urmare încheierii cu succes a oferte, fiind emise, totodată, și certificatele de înregistrare a acțiunilor GREEN TECH INTERNATIONAL SA și CRIS – TIMP FAMILY HOLDING SA în vederea tranzacționării pe piața reglementată, dat fiind încheierea cu succes a ofertelor derulate.

Emitenții de instrumente cu venit fix

În cursul anului 2025, au fost emise un număr următoarele certificate aferente unor instrumente cu venit fix în vederea admiterii pe piața principală administrată de BVB/sistemul multilateral de tranzacționare administrat de BVB:

Tabel 13 Certificate emitenți instrumente cu venit fix

Emitent	Valoare EUR	Moneda emisiunii	Dobândă	Scadență	Segment
MIKRO CAPITAL IFN S.A.	2.000.000	EUR	12%	02.02.2027	SMT
Ministerul Finanțelor	237.144.653	LEI	6,95%	19.02.2026	Principal
Ministerul Finanțelor	109.760.980	LEI	7,95%	19.02.2026	Principal
Ministerul Finanțelor	408.163	LEI	7,65%	19.02.2028	Principal
Ministerul Finanțelor	68.582.184	LEI	7,95%	19.02.2030	Principal
Ministerul Finanțelor	163.992.500	EUR	4%	19.02.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	226.722.200	EUR	6,25%	19.02.2032	Principal
Stanleybet Capital S.A.	3.022.939	LEI	11%	13.02.2029	SMT
Agroland Business System S.A.	1.412.367	LEI	9,75%	02.10.2028	SMT
Ministerul Finanțelor	155.148.673,5	LEI	6,80%	19.03.2026	Principal
Ministerul Finanțelor	66.842.346,94	LEI	7,80%	19.03.2026	Principal
Ministerul Finanțelor	42.742.204,08	LEI	7,50%	19.03.2028	Principal
Ministerul Finanțelor	23.127.244,9	LEI	7,80%	19.03.2030	Principal
Ministerul Finanțelor	82.673.100	EUR	3,75%	19.03.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	85.500.100	EUR	6,00%	19.03.2032	Principal
Ministerul Finanțelor	98.040.938,78	LEI	6,60%	16.04.2026	Principal
Ministerul Finanțelor	20.333.734,69	LEI	7,60%	16.04.2026	Principal
Ministerul Finanțelor	30.420.918,37	LEI	7,30%	16.04.2028	Principal
Ministerul Finanțelor	22.148.142,86	LEI	7,60%	16.04.2030	Principal

Ministerul Finanțelor	42.788.300	EUR	3,60%	16.04.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	58.475.600	EUR	6%	16.04.2032	Principal
Omro IFN S.A.	2.527.408	LEI	Conf val. politicii monetare a BNR+5,5%	24.02.2032	SMT
Ministerul Finanțelor	87.868.346,94	LEI	6,75%	21.05.2026	Principal
Ministerul Finanțelor	15.444.204,08	LEI	7,75%	21.05.2026	Principal
Ministerul Finanțelor	13.840.734,69	LEI	7,40%	21.05.2028	Principal
Ministerul Finanțelor	9.463.387,755	LEI	7,80%	21.05.2030	Principal
Ministerul Finanțelor	66.979.700	EUR	3,85%	21.05.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	45.269.800	EUR	6,25%	21.05.2032	Principal
Municipiul București	113.285.714,30	LEI	8,47%	23.04.2031	Principal
Ministerul Finanțelor	64.858.612,24	LEI	7,35%	19.06.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	23.238.775,51	LEI	8,35%	19.06.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	7.309.938,776	LEI	7,70%	19.06.2029	Principal
Ministerul Finanțelor	14.203.591,84	LEI	7,95%	19.06.2031	Principal
Ministerul Finanțelor	75.486.200	EUR	3,90%	19.06.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	21.978.500	EUR	5,60%	19.06.2030	Principal
Ministerul Finanțelor	124.485.600	EUR	6,50%	19.06.2032	Principal
TEILOR HOLDING S.A.	1.513.469	LEI	9,5%	30.10.2029	SMT
TEILOR HOLDING S.A.	2.927.500	EUR	8,5%	30.10.2029	SMT
IMPETUM INVESTMENTS S.A.	2.176.000	EUR	9%	20.06.2027	SMT
IMPETUM INVESTMENTS S.A.	3.008.000	EUR	9%	04.12.2026	SMT
Ministerul Finanțelor	77.016.100	LEI	7,25%	16.07.2026	Principal
Ministerul Finanțelor	19.816.700	LEI	8,25%	16.07.2026	Principal
Ministerul Finanțelor	13.483.180	LEI	7,70%	16.07.2029	Principal
Ministerul Finanțelor	25.916.420	LEI	7,95%	16.07.2031	Principal
Ministerul Finanțelor	6.318.800	EUR	4,40%	16.07.2026	Principal
Ministerul Finanțelor	60.333.200	EUR	3,40%	16.07.2026	Principal
Ministerul Finanțelor	29.994.300	EUR	5,50%	16.07.2030	Principal
Ministerul Finanțelor	95.543.400	EUR	6,30%	16.07.3032	Principal
SOCIETATEA ENERGETICA ELECTRICA S.A.	500.000.000	EUR	4,375%	14.07.2030	Principal
BANCA TRANSILVANIA S.A.	300.000.000	LEI	8,875%	03.07.2032	Principal
Ministerul Finanțelor	61.914.840	LEI	7,20%	13.08.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	20.231.680	LEI	8,20%	13.08.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	9.748.400	LEI	7,65%	13.08.2029	Principal
Ministerul Finanțelor	18.567.960	LEI	7,90%	13.08.2031	Principal
Ministerul Finanțelor	34.316.900	EUR	3,10%	13.08.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	5.796.300	EUR	4,10%	13.08.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	37.217.500	EUR	5,25%	13.08.2030	Principal
Ministerul Finanțelor	117.675.900	EUR	6,50%	13.08.2035	Principal

Ministerul Finanțelor	103.425.120	LEI	7,20%	17.09.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	23.614.820	LEI	8,20%	17.09.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	20.118.060	LEI	7,60%	17.09.2029	Principal
Ministerul Finanțelor	15.538.280	LEI	7,90%	17.09.2031	Principal
Ministerul Finanțelor	81.548.700	EUR	3,10%	17.09.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	8.407.400	EUR	4,10%	17.09.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	77.913.100	EUR	5,25%	17.09.2030	Principal
Ministerul Finanțelor	99.813.300	EUR	6,50%	17.09.2035	Principal
NUSCO IMOBILIARE SA	5.000.000	LEI	9%	05.08.2025	SMT
Ministerul Finanțelor	121.232.040	LEI	7,20%	22.10.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	28.743.740	LEI	8,20%	22.10.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	14.112.460	LEI	7,60%	22.10.2029	Principal
Ministerul Finanțelor	25.273.600	LEI	7,90%	22.10.2031	Principal
Ministerul Finanțelor	96.619.500	EUR	4,15%	22.10.2028	Principal
Ministerul Finanțelor	52.711.300	EUR	5,25%	22.10.2030	Principal
Ministerul Finanțelor	96.765.500	EUR	6,50%	22.10.2035	Principal
Ministerul Finanțelor	46.333.760	LEI	6,95%	19.11.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	17.774.640	LEI	7,95%	19.11.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	7.020.560	LEI	7,35%	19.11.2029	Principal
Ministerul Finanțelor	24.392.040	LEI	7,70%	19.11.2031	Principal
Ministerul Finanțelor	52.107.400	EUR	3,90%	19.11.2028	Principal
Ministerul Finanțelor	41.501.400	EUR	5,00%	19.11.2030	Principal
Ministerul Finanțelor	71.101.600	EUR	6,30%	19.11.2035	Principal
BANCA COMERCIALĂ ROMÂNĂ S.A.	225.000.000	LEI	7,718	11.11.2031	Principal
SNGN ROMGAZ S.A.	100.000.000	EUR	4,625% 4%p.a. in primii 5 ani, in ultimul an Euribor 3 luni +1,65%p.a.	04.11.2031	Principal
BANCA COMERCIALĂ ROMÂNĂ S.A.	500.000.000	EUR		25.11.2031	Principal
Ministerul Finanțelor	33.531.560	LEI	6,55%	17.12.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	14.015.100	LEI	7,55%	17.12.2027	Principal
Ministerul Finanțelor	7.598.360	LEI	7,10%	17.12.2029	Principal
Ministerul Finanțelor	37.781.080	LEI	7,50%	17.12.2031	Principal
Ministerul Finanțelor	52.270.700	EUR	3,75%	17.12.2028	Principal
Ministerul Finanțelor	33.928.200	EUR	4,75%	17.12.2030	Principal
Ministerul Finanțelor	115.332.200	EUR	6,20%	17.12.2035	Principal

Sursa: ASF

Emitenții de produse structurale

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

Astfel, în anul 2025 au fost emise 18 certificate de înregistrare a produselor structurate emise de BRK FINANCIAL GROUP SA, în vederea admiterii la tranzacționare la BVB.

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

3.5. Instrumente financiare verzi emise în România

În cursul anului, a fost înregistrată emisiunea de obligațiuni sustenabile în valoare de 1,5 miliarde lei emise de Banca Transilvania SA. Obligațiunile sunt tranzacționate sub simbolul bursier TLV32 și au o maturitate de 7 ani și o dobândă de 8,875%.

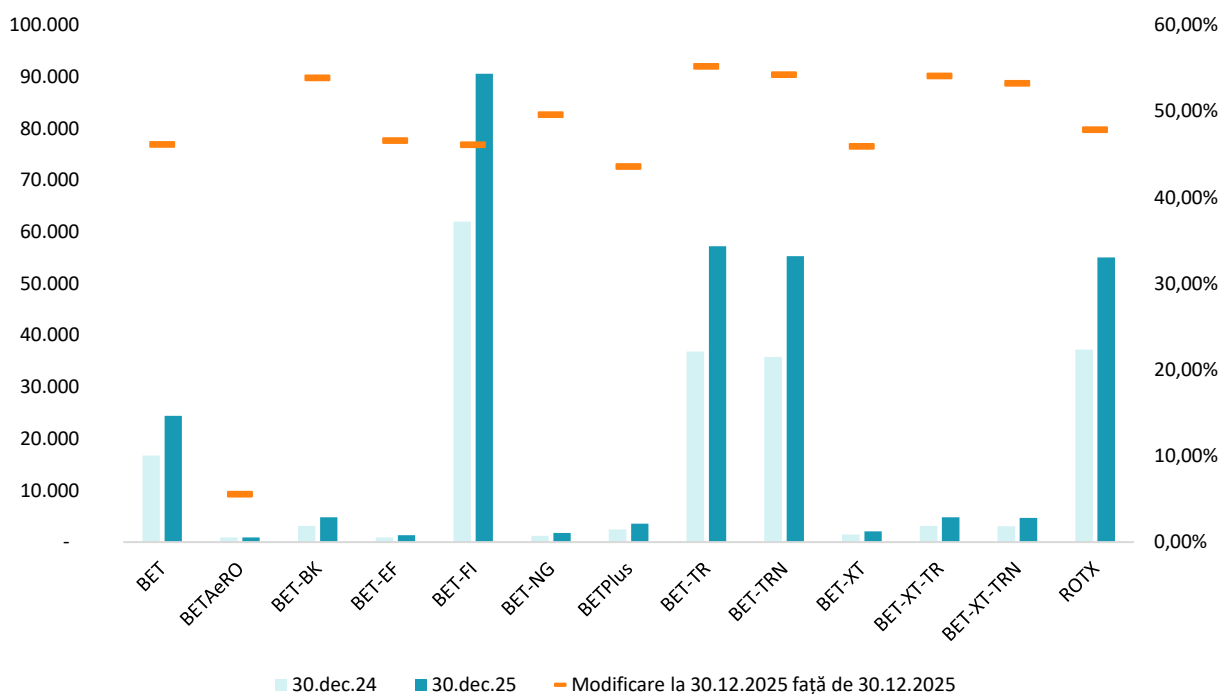
Societatea Energetică Electrica SA ("Electrica") a listat la BVB cea mai mare emisiune de obligațiuni verzi de pe piața de capital din România, în valoare de 500 milioane euro, având simbolul bursier EL30E. Acestea au o maturitate de 5 ani, dobânda fiind de 4,375%. Obligațiunile au fost listate și la Bursa de Valori din Luxemburg.

4. Statisticile BVB

Indicii bursei românești au înregistrat evoluții pozitive la finalul lunii decembrie 2025 comparativ cu finalul anului anterior. Indicele de referință BET (care reflectă dinamica celor mai tranzacționate companii de pe piața reglementată a BVB) a avut o creștere de aproximativ 46% la 30 decembrie 2025 comparativ cu finalul anului 2024.

De asemenea, indicele BET-NG care prezintă evoluția companiilor listate pe piața reglementată a BVB care au domeniul principal de activitate energia și utilitățile aferente, a înregistrat o creștere de aproximativ 50%. Indicele BET-TR, ce denotă atât evoluția prețurilor companiilor componente, cât și dividendele oferite de acestea, a înregistrat la 30 decembrie 2025 o evoluție pozitivă, de aproximativ 55%. Aceasta a fost cea mai mare creștere observată pentru indicii locali.

Grafic 21 Evoluția indicilor Bursei de Valori București la 30.12.2025

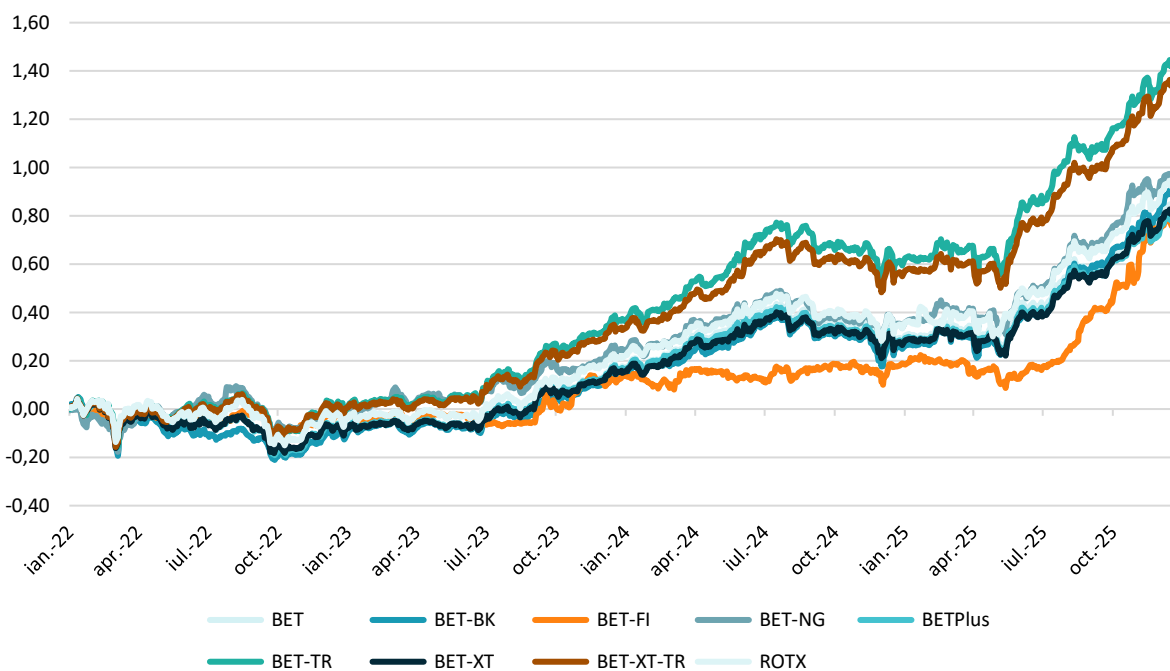


Sursa: Calcule ASF pe baza datelor BVB

Indicele BET cuprinde evoluția acțiunilor a 20 companii: *Antibiotice S.A., Aquila Part Prod Com, Banca Transilvania S.A., BRD – Groupe Societe Generale S.A., C.N.T.E.E Transelectrica, Digi Communications N.V., Fondul Proprietatea, MedLife S.A., OMV PETROM S.A., One United Properties, Premier Energy PLC, Purcari Wineries Public Company Limited, S.N. Nuclearelectrica, S.N.G.N. ROMGAZ S.A., S.N.T.G.N. TRANSGAZ S.A., S.P.E.E.H. Hidroelectrica S.A., Societatea Energetică Electrica S.A., Sphera Franchise Group, Teraplast S.A. și Transport Trade Services.*

Per ansamblu, până la finalul anului 2025 au fost înregistrate creșteri în cazul tuturor indicilor bursieri de pe piața locală.

Grafic 22 Evoluția indicilor BVB în perioada 2022 - 2025 (30.12.2021 = 100)



Sursa: Calcule ASF pe baza datelor BVB

Valoarea totală tranzacționată pe piața reglementată și SMT a atins nivelul de 43,8 miliarde lei la finalul lunii decembrie 2025, în creștere cu 18,33% comparativ cu aceeași perioadă a anului 2024. În același timp, numărul total de tranzacții derulate pe parcursul anului 2025 la BVB a scăzut cu 8,76% comparativ cu anul anterior. 98,49% din valoarea totală a tranzacțiilor a avut loc pe piața reglementată a BVB, restul fiind derulate pe SMT.

Valoarea tranzacțiilor cu titluri de stat la 31 decembrie 2025 a crescut față de aceeași perioadă a anului 2024 înregistrând un nivel de aproximativ 10,73 miliarde lei. Valoarea tranzacțiilor cu acțiuni a atins nivelul de 17,27 miliarde lei. Acestea au reprezentat clasa dominantă de active financiare cu o pondere de 39,42% din totalul valorii tranzacționate la BVB în anul 2025.

Tabel 14 Structura tranzacțiilor derulate la BVB (Piața Reglementată și SMT), după valoarea corespunzătoare fiecărui tip de instrument

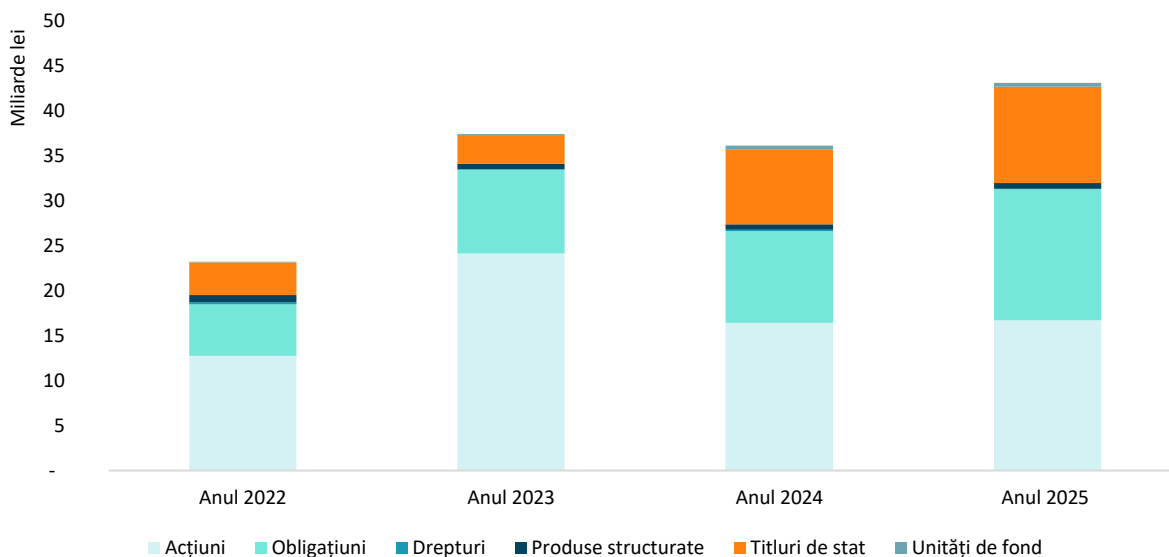
Tip de instrument	Nr. tranzacții	Anul 2024		Nr. tranzacții	Anul 2025	
		Valoare (lei)	%		Valoare (lei)	%
Acțiuni, inclusiv drepturi	2.071.546	17.319.580.417	46,79%	1.730.678	17.265.507.357	39,42%
Alte obligațiuni, inclusiv EUR-BOND, EUR-TBILLS și EUR-TBONDS	100.075	10.322.282.302	27,89%	160.989	14.733.578.142	33,64%
Produse structurate	126.774	607.208.449	1,64%	98.935	652.966.690	1,49%
Titluri de stat	114.745	8.300.277.579	22,42%	216.342	10.730.215.557	24,50%
Unități de fond	198.663	467.403.735	1,26%	176.075	421.356.689	0,96%
Total	2.611.803	37.016.752.483	100,00%	2.383.019	43.803.624.435	100,00%

Sursa: BVB

4.1. Piața Reglementată

Valoarea totală tranzacționată pe piața reglementată a BVB în anul 2025 a fost de circa 43,14 miliarde de lei, în creștere cu aproximativ 19% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. Acțiunile, obligațiunile și titlurile de stat au avut ponderi consistente în valoarea tranzacționată pe piața reglementată a BVB.

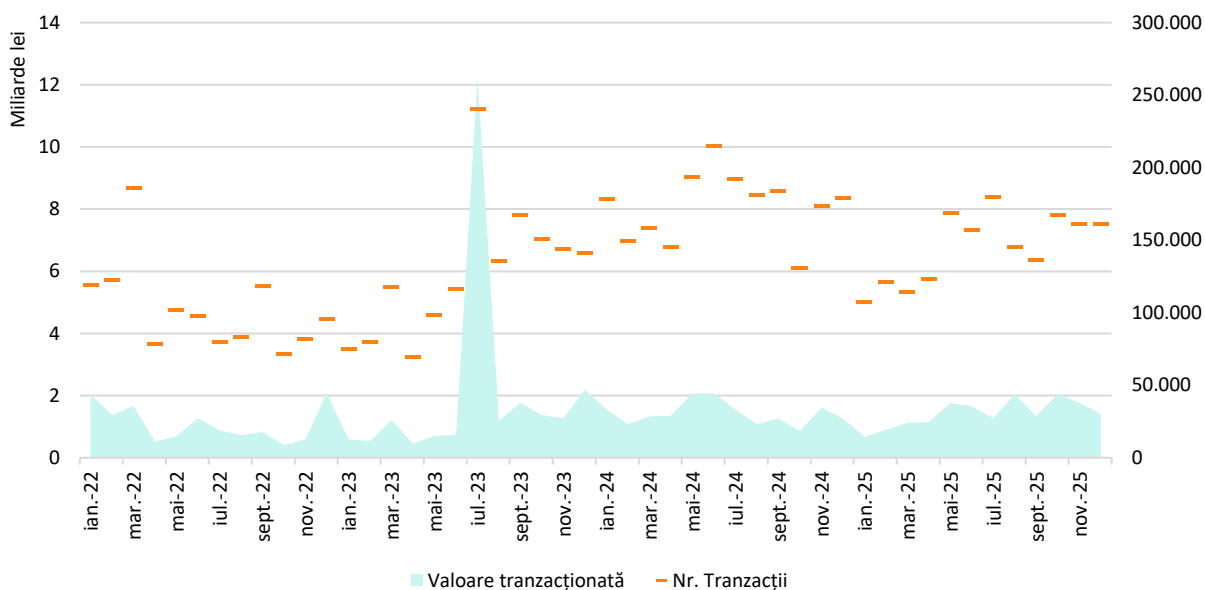
Grafic 23 Structura trimestrială a tranzacțiilor derulate pe piața Reglementată în perioada 2022-2025



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

Valoarea totală tranzacționată cu acțiuni a fost de 17,15 miliarde lei pe parcursul anului 2025, nivel relativ similar cu cel înregistrat anul anterior, numărul de tranzacții scăzând cu aproximativ 16,27%.

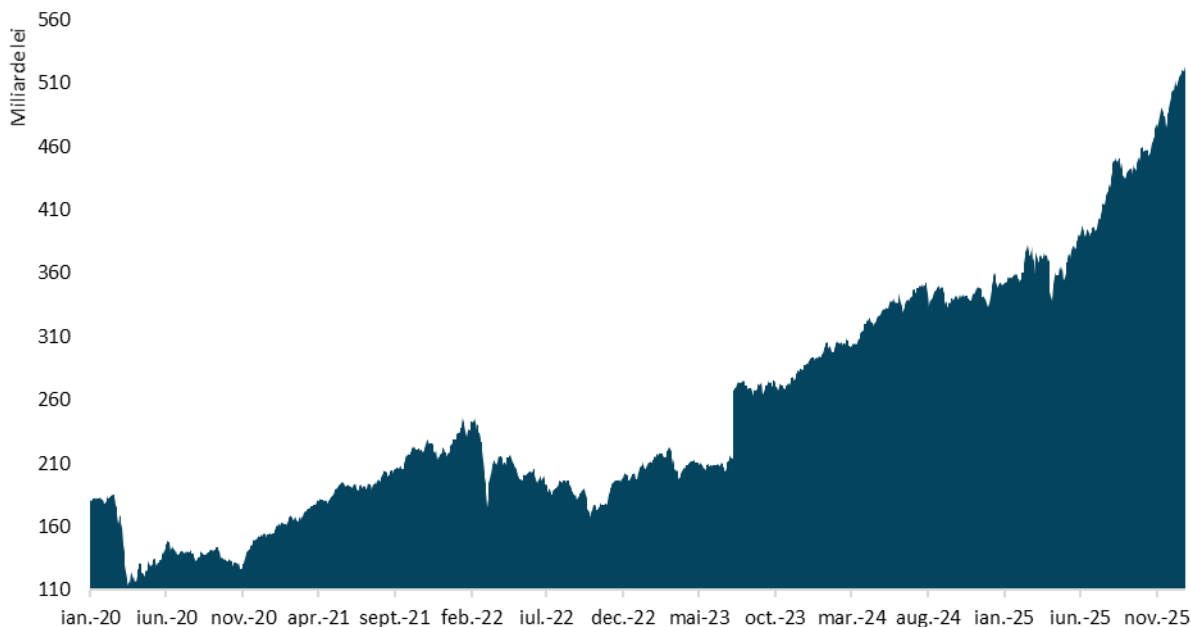
Grafic 24 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu acțiuni*, derulate pe piața Reglementată a BVB



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB, *în categoria acțiuni sunt incluse acțiuni, drepturi și unități de fond

La finalul anului 2025, capitalizarea bursieră de pe piața reglementată a atins nivelul de 579,46 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 65,42% comparativ cu finalul lunii decembrie a anului 2024.

Grafic 25 Evoluția capitalizării BVB (acțiuni)



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

Piața a înregistrat o evoluție constant pozitivă pe întreg intervalul analizat, marcând o accelerare semnificativă începând cu a doua jumătate a anului 2023. Cea mai amplă creștere trimestrială s-a manifestat în trimestrul III 2023, când capitalizarea bursieră a avansat cu aproape 30% față de perioada anterioară, sugerând fie un val pronunțat de optimism, fie un aflus important de capital. Trimestrul următor a continuat această dinamică ascendentă, însă într-un ritm mai moderat (+6,9%), indicând o fază de consolidare după expansiunea rapidă.

Tabel 15 Analiză quarter-over-quarter (QoQ) și year-over-year (YoY)

Trimestru	Capitalizare (mld.)	QoQ %	YoY %
2023-Q1	204,02	–	–
2023-Q2	211,77	3,80%	–
2023-Q3	275,27	29,99%	–
2023-Q4	294,25	6,89%	–
2024-Q1	320,20	8,82%	56,95%
2024-Q2	339,91	6,15%	60,51%
2024-Q3	341,69	0,53%	24,13%
2024-Q4	350,29	2,51%	19,04%
2025-Q1	368,16	5,10%	14,98%
2025-Q2	396,16	7,61%	16,55%
2025-Q3	448,58	13,23%	31,28%
2025-Q4	523,11	16,61%	49,34%

Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

Anul 2024 s-a dovedit deosebit de favorabil, mai ales în prima parte, când creșterile anuale au depășit pragul de 50–60%. Aceste valori evidențiază o atractivitate ridicată a pieței pentru investitori și un nivel crescut de încredere în perspectivele de dezvoltare. Spre finalul anului, ritmul de creștere s-a temperat, ajungând la doar +0,5% în trimestrul III, semnalând o fază de stabilizare fără manifestarea unei corecții semnificative.

În anul 2025, piața și-a reluat trendul de accelerare, înregistrând creșteri trimestriale ascendente. Deși ratele anuale de creștere s-au redus în raport cu anul precedent ($\approx 15\text{--}17\%$) în prima parte a anului, acestea s-au menținut la un nivel robust spre finalul anului.

Capitalizarea bursieră poate fluctua din cauza:

- Dinamica prețurilor companiilor constitutive;
- Listări/delistări;
- Factori macroeconomici;
- Sentimentul investitorilor;
- Efecte sezoniere sau calendaristice.

La data de 31.12.2025, 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 a înregistrat o pondere de aproximativ 31,73% din valoarea totală tranzacționată. Pe următoarele poziții din acest top s-au clasat OMV Petrom (SNP), HIDROELECTRICA (H2O), Romgaz (SNG) și Fondul Proprietatea (FP).

Tabel 16 Top 20 emitenți după valoarea tranzacționată la 31 decembrie 2025 pe piața Reglementată (exclusiv acțiuni)

Simboluri	Valoare (lei)	% din valoare totală	Nr. tranzacții	% din nr. total de tranzacții
TLV	4.309.553.710	31,73%	269.270	17,37%
SNP	1.596.477.237	11,75%	205.392	13,25%
H2O	1.490.681.168	10,97%	102.878	6,64%
SNG	792.453.779	5,83%	98.834	6,38%
FP	576.202.156	4,24%	77.325	4,99%
BRD	489.801.179	3,61%	46.270	2,98%
DIGI	464.997.678	3,42%	39.402	2,54%
EL	397.083.910	2,92%	37.062	2,39%
TGN	372.070.647	2,74%	62.511	4,03%
SNN	347.056.116	2,56%	64.578	4,17%
TEL	297.246.803	2,19%	47.035	3,03%
M	273.409.465	2,01%	35.322	2,28%
PE	272.480.106	2,01%	19.638	1,27%
ONE	222.729.481	1,64%	29.219	1,88%
SFG	149.908.185	1,10%	13.706	0,88%
EVER	129.604.415	0,95%	10.745	0,69%
TTS	128.073.805	0,94%	18.963	1,22%
TRP	124.278.938	0,91%	29.647	1,91%
AQ	119.050.633	0,88%	15.617	1,01%
ATB	109.616.012	0,81%	43.566	2,81%
TOTAL cumulat	12.662.775.423	93,23%	1.266.980	81,72%

TOTAL tranzacționat	13.582.908.470	100,00%	1.550.319	100,00%
--------------------------------	-----------------------	----------------	------------------	----------------

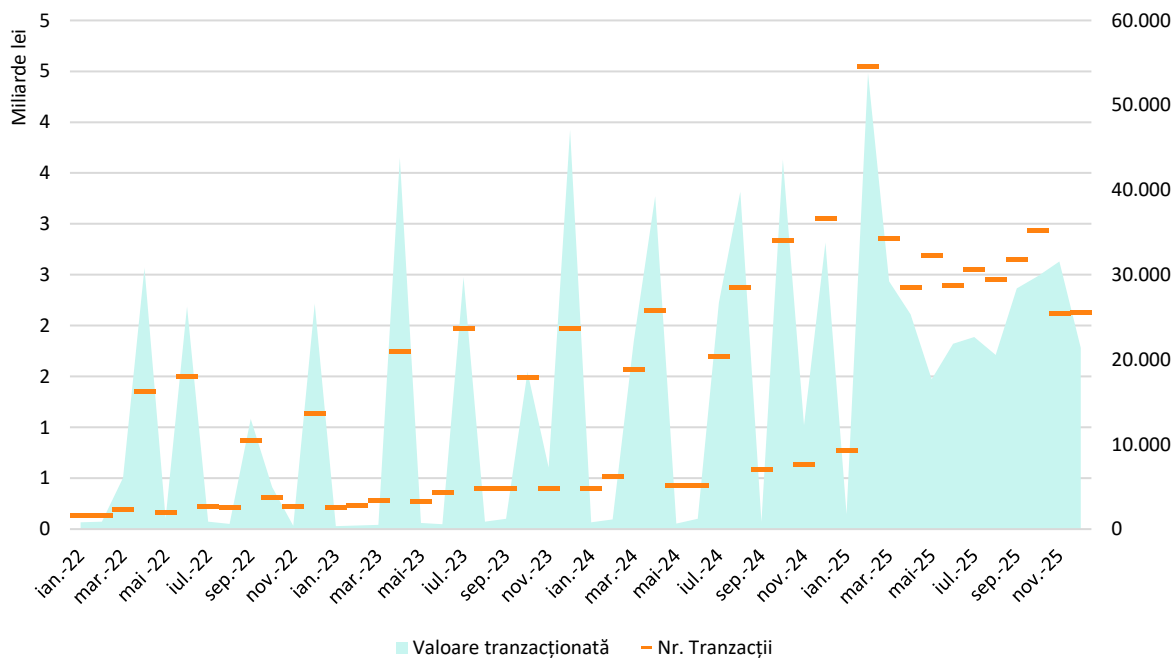
Sursa: BVB

Cei 20 de emitenți menționați mai sus au cumulată la nivelul anului 2025 un total de 93,23% din valoarea totală tranzacțiilor efectuate cu acțiuni.

Pe parcursul anului 2025, pe piața reglementată, s-au derulat aproximativ 365 de mii de tranzacții cu instrumente cu venit fix (alte obligațiuni, EUR-BOND, EUR-TBILLS, EUR-TBONDS și titluri de stat) în valoare de circa 25,34 miliarde lei, ceea ce reprezintă o creștere de aproximativ 37% față de anul 2024. Numărul tranzacțiilor cu titluri de credit a crescut comparativ cu anul 2024. Valoarea medie raportată la numărul de tranzacții (69,33 mii lei) a scăzut față de cea tranzacționată în anul 2024 (92,74 mii lei).

Cea mai ridicată valoare a tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix pe piața reglementată administrată de BVB din intervalul ianuarie-decembrie 2025 a fost de aproximativ 1,16 miliarde lei, fiind înregistrată pe 17 februarie 2025 (tranzacție aferentă obligațiunilor emise de Ministerul Finanțelor - R2602A). Toate obligațiunile de tip EUR-BOND tranzacționate pe BVB în anul 2025 au avut ca emitenți: Agricover Holding, Autonom Services, Bittnet Systems, Municipiul Cluj, Impact Developer & Contractor, Libra Internet Bank, Patria Bank și Municipiul Reșița.

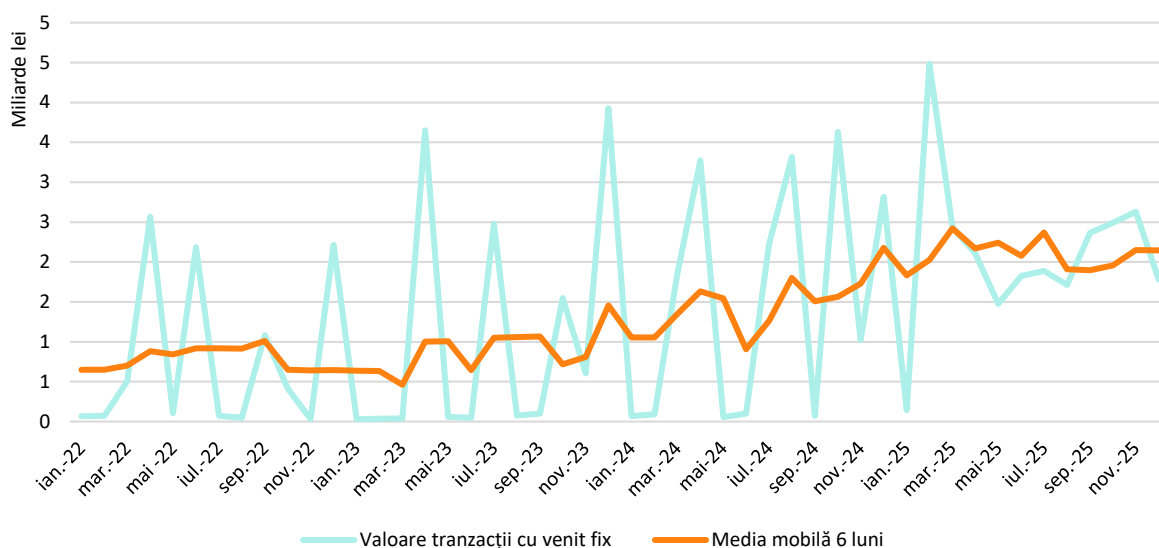
Grafic 26 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix derulate pe piața Reglementată



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

Dacă anterior este dedicat prezentării evoluției recente pentru valoarea și numărul tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix derulate pe piața reglementată, graficele următoare se concentrează pe prezentarea trendului pe termen lung manifestat de cei doi indicatori.

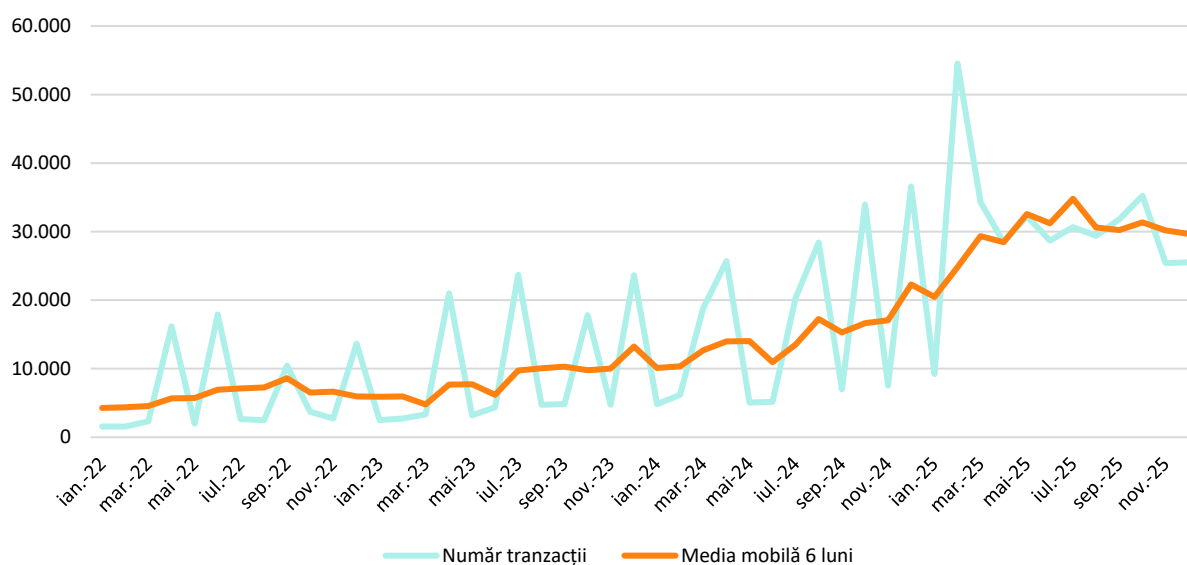
Grafic 27 Valoare versus media mobilă a valorii pentru tranzacțiile cu instrumente cu venit fix pe piața reglementată



Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

Graficul anterior evidențiază o volatilitate ridicată a valorii lunare a tranzacțiilor cu venit fix, cu oscilații ample și recurente de la o lună la alta. Valorile brute (linia albastră) prezintă vârfuri puternice, distribuite neregulat, ceea ce sugerează episoade de activitate tranzacțională intensă, urmate de perioade de retragere abruptă. Linia mediei mobile pe șase luni (curba portocalie) netezește fluctuațiile și oferă o perspectivă clară asupra trendului de fond. Se observă un profil ascendent gradual din 2023 până în prima jumătate a anului 2025, indicând o creștere structurală a activității pe segmentul instrumentelor cu venit fix, în ciuda volatilității punctuale. În semestrul al doilea din anul 2025, nivelul mediei mobile rămâne stabil, ceea ce sugerează o consolidare a pieței după o fază de creștere.

Grafic 28 Evoluția numărului de tranzacții cu instrumente cu venit fix pe piața reglementată



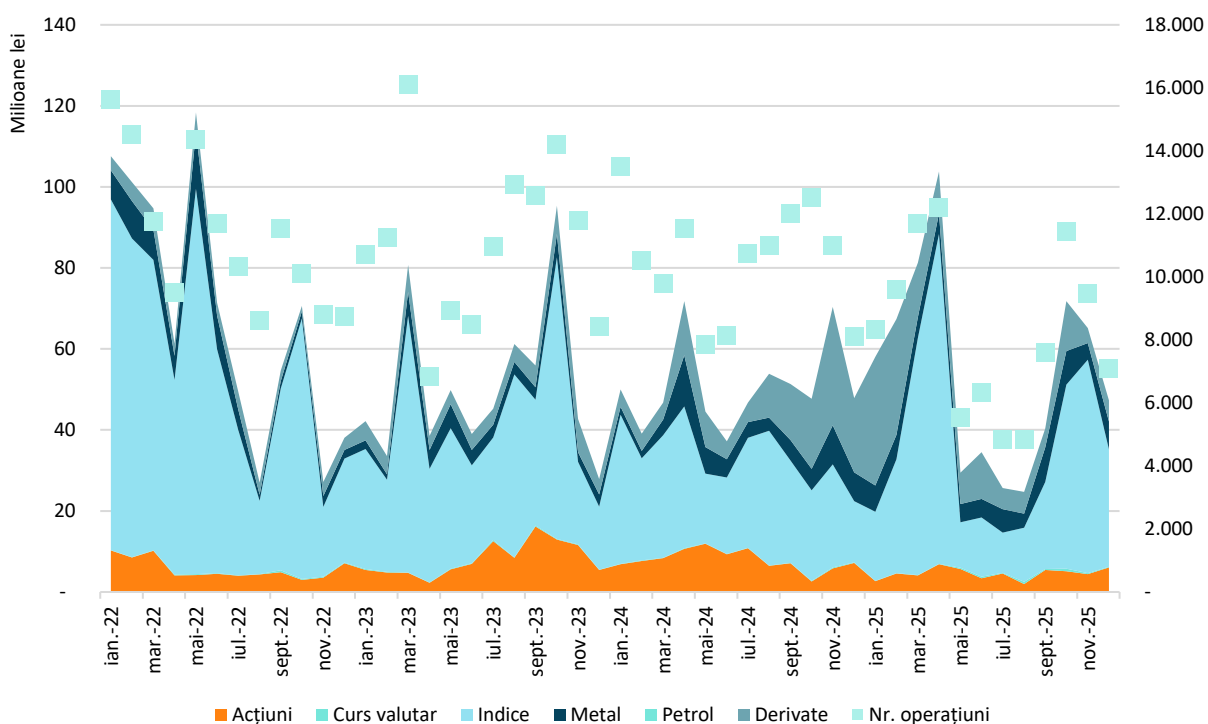
Sursa: Prelucrare ASF pe baza datelor BVB

Graficul de mai sus ilustrează o creștere vizibilă a numărului de tranzacții cu venit fix pe parcursul intervalului analizat, deși valorile brute (linia albastră) prezintă o volatilitate pronunțată, caracterizată prin oscilații regulate și amplitudini ridicate. Media mobilă pe șase luni (linia portocalie) atenuază aceste fluctuații și dezvăluie un trend structural ascendent mult mai clar decât în cazul valorilor brute. Din 2023 până spre mijlocul anului 2025, media mobilă crește constant, indicând o expansiune robustă a activității pe segmentul instrumentelor cu venit fix. Această evoluție sugerează că intensificarea tranzacționării nu este doar rezultatul unor episoade izolate, ci reflectă o consolidare progresivă a pieței.

În al doilea semestru al anului 2025, media mobilă se stabilizează în jurul unui nivel ridicat, ceea ce indică intrarea într-o fază de echilibru după o perioadă susținută de creștere. Per ansamblu, graficul arată o piață în expansiune, cu activitate tot mai intensă și cu o tendință de maturizare evidențiată prin convergența treptată a valorilor brute către un nivel mediu mai ridicat.

În anul 2025, valoarea agregată a tranzacțiilor cu produse structurate a crescut cu aproximativ 6,95% comparativ cu anul anterior. În același timp, numărul tranzacțiilor cu produse structurate a scăzut cu aproximativ 21,96%. Valoarea medie tranzacționată cu astfel de active financiare a înregistrat un nivel de aproximativ 6.564 lei/tranzacție la nivelul anului 2025, în creștere de la 4.790 lei la finalul anului 2024. 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 382,79 milioane lei, reprezentând aproximativ 58,94% din valoarea totală.

Grafic 29 Evoluția lunară a tranzacțiilor cu produse structurate în perioada ianuarie 2022 - decembrie 2025



Sursa: ASF

4.2. Sistemul Multilateral de Tranzacționare (SMT)

La nivelul anului 2025, au fost derulate pe SMT 176 de mii de tranzacții, ce au cumulat o valoare totală de aproximativ 661,53 milioane lei, în scădere cu 21% comparativ cu valoarea înregistrată anul anterior.

Dintr-o perspectivă agregată, în toate trimestrele anului 2025, instrumentele preferate de către investitori pe SMT au fost acțiunile, a căror valoare reprezintă aproximativ 80,57% din valoarea totală tranzacționată în perioada de referință. Tabelul de mai jos prezintă dinamica trimestrială a tranzacțiilor ce au avut loc pe SMT în intervalul T1 2022– T4 2025.

Tabel 17 Evoluția trimestrială a tranzacțiilor derulate pe SMT în perioada T1 2022 - T4 2025

Tip de instrument/ Perioada	Acțiuni*		Obligațiuni**	
	Valoare în lei	Nr. tranzacții	Valoare în lei	Nr. tranzacții
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
T1 2023	109.657.063	41.342	13.715.780	3.931
T2 2023	80.963.047	36.918	11.258.202	3.831
T3 2023	164.924.225	50.844	14.982.039	4.854
T4 2023	172.835.821	46.284	16.481.868	4.615
T1 2024	240.755.650	60.530	17.237.755	4.784
T2 2024	153.389.461	48.911	59.547.234	3.888
T3 2024	170.011.943	46.115	17.728.043	3.129
T4 2024	148.938.183	33.529	24.993.837	3.511
T1 2025	67.807.214	34.649	64.888.138	3.500
T2 2025	76.705.392	37.641	11.330.951	3.000
T3 2025	170.879.626	45.116	23.319.600	3.043
T4 2025	217.605.759	46.897	28.997.320	2.353

*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

Pe parcursul anului 2025, pe SMT s-au derulat 164.214 de tranzacții cu acțiuni, reprezentând o valoare de aproximativ 532,97 milioane lei.

Considerând exclusiv acțiunile, DN Agrar Group este pe primul loc în topul emitenților după valoarea tranzacționată, cu o pondere de aproximativ 15,34% din valoarea totală tranzacționată pe SMT, iar pe pozițiile următoare se regăsesc Argus SA Constanta și Foraj Sonde SA Videle cu ponderi de 11,19% și, respectiv, 11,09% din valoarea totală a tranzacțiilor cu acțiuni pe SMT.

Astfel primii trei emitenți obțin un procent de 37,62% din valoarea tranzacționată pe SMT și aproximativ 14,70% din numărul tranzacțiilor efectuate la nivelul anului 2025.

Din totalul celor 236 companii pentru care au fost efectuate tranzacții pe SMT în anul 2025, primele 20 au înregistrat tranzacții cumulând aproximativ 54% din numărul total al tranzacțiilor, conform tabelului de mai jos.

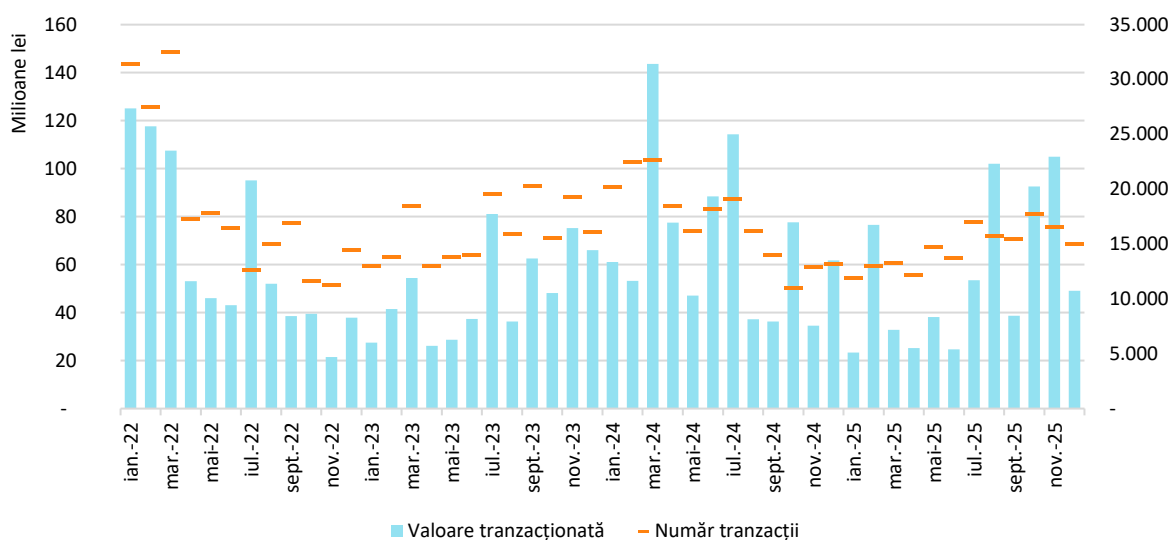
Tabel 18 Top emitenți după valoarea tranzacționată pe SMT (exclusiv acțiuni) în anul 2025

Simbol	Valoare tranzacționată (lei)	% din Valoarea totală	Nr tranzacții	% Nr. total tranzacții
DN	81.746.099	15,34%	20.362	12,40%
UARG	59.644.657	11,19%	280	0,17%
FOJE	59.116.790	11,09%	3.495	2,13%
EM	26.408.333	4,95%	3.079	1,87%
LHA	24.548.412	4,61%	2.854	1,74%
JTG	21.538.054	4,04%	3.295	2,01%
BENTO	19.943.563	3,74%	8.753	5,33%
NRF	16.746.952	3,14%	8.158	4,97%
BAYN	14.284.646	2,68%	1.874	1,14%
AG	13.166.255	2,47%	6.835	4,16%
MACO	11.716.629	2,20%	2.631	1,60%
ASC	10.286.460	1,93%	6.212	3,78%
DBK	9.618.881	1,80%	1.289	0,78%
HAI	8.267.613	1,55%	5.145	3,13%
CC	8.063.292	1,51%	3.658	2,23%
AST	7.364.196	1,38%	3.181	1,94%
IPRU	6.682.241	1,25%	3.848	2,34%
CBKN	6.277.365	1,18%	1.069	0,65%
MET	5.221.196	0,98%	2.632	1,60%
ITG	5.074.233	0,95%	81	0,05%
TOTAL cumulat	415.715.867	78,00%	88.731	54,03%
TOTAL tranzacționat	532.974.713	100,00%	164.214	100,00%

Sursa: ASF

Graficul de mai jos prezintă evoluția lunară a valorii și a numărului de tranzacții derulate pe SMT în intervalul ianuarie 2022 – decembrie 2025. Se remarcă faptul că la nivelul anului 2025 s-au înregistrat contractii comparativ cu perioada simetrică din anul 2024 atât în termeni de valoare tranzacționată, cât și în ceea ce privește numărul de tranzacții specifice acestei secțiuni.

Grafic 30 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor derulate pe SMT



Sursa: ASF

4.3. Sisteme de decontare a titlurilor de valoare

În anul 2025, Depozitarul Central SA, entitate autorizată în baza reglementărilor Uniunii Europene, a desfășurat operațiuni de decontare a tranzacțiilor cu instrumente financiare, operațiuni de depozitare a instrumentelor financiare emise de societățile emitente și operațiuni de registru pentru emitenții de instrumente financiare.

La sfârșitul trimestrului IV al anului 2025, numărul de emisiuni pentru care Depozitarul Central este depozitarul al emitentului a fost de 596, iar valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare a fost de 371,62 miliarde lei (72,92 miliarde euro), din care acțiunile reprezentau 319,43 miliarde lei (62,68 miliarde euro).

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

Tabel 19 Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare structurată pe tipuri de instrumente financiare

Tip instrument financiar	Număr emisiuni la data de 31.12.2025 pentru care DC este depozitar al emitentului	Valoare la data de 31.12.2025 (RON)	Valoare la data de 31.12.2025 (EUR)
Acțiuni comune	334	319.431.709.016	62.679.141.537
Obligațiuni corporative	58	10.774.682.688	2.114.216.724
Obligațiuni municipale	34	2.875.033.642	564.141.366
Titluri de stat	101	36.419.754.741	7.146.312.961
Unități de fond	3	64.286.248	12.614.298
Produce structurate	42	1.155.230.000	226.680.140
Unități de fond ETF	8	901.754.782	176.943.034
Drepturi de preferință	16	0	0
TOTAL	334	319.431.709.016	62.679.141.537

Sursa: ASF

Instrumentele financiare au fost evaluate la prețul de referință comunicat de BVB în data de 31.12.2025, 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 5,0963. Unitățile de fond netranzacionabile au fost evaluate la valoarea unitară a activului net furnizată de emitent.

Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare pentru care Depozitarul Central este depozitar investitor (aceste titluri nu au fost înregistrate inițial în sistemul Depozitarului Central) a fost de 743,37 milioane lei (146,65 milioane euro).

La data de 31.12.2025, erau înregistrate în Depozitarul Central 3 emisiuni de titluri de stat pentru care Depozitarul Central nu este depozitar emitent, în valoare de 32,06 milioane lei (6,29 milioane euro).

În anul 2025, numărul total al tranzacțiilor decontate pe bază netă a fost de 2,25 milioane tranzacții, în scădere cu 12,33%, față de 2024 (2,57 milioane tranzacții). În același timp, valoarea decontată a acestor tranzacții a crescut ușor cu 2,15% până la 47,87 miliarde lei în raport cu valoarea înregistrată în anul 2024 (46,86 miliarde lei).

Distribuția lunară a numărului de tranzacții decontate pe bază netă și a valorii corespunzătoare a acestora în anul 2025, în comparație cu anul 2024, este prezentată în tabelul de mai jos.

Tabel 20 Distribuția numărului de tranzacții decontate și a valorii decontate nete

Luna	Valoare decontare pe bază netă 2024		Valoare decontare pe bază netă 2025	
	Nr. tranzacții	Valoare decontată (mii lei)	Nr. tranzacții	Valoare decontată (mii lei)
Ianuarie	218.482	3.014.448	131.228	1.511.126
Februarie	184.309	2.478.464	179.026	4.467.913
Martie	201.506	3.883.632	169.873	3.889.362
Aprilie	196.957	4.004.056	170.288	4.372.085
Mai	214.919	4.424.066	206.031	4.288.288
Iunie	236.840	3.326.329	191.675	4.282.256
Iulie	256.294	5.855.553	223.700	2.879.316
August	227.283	3.847.052	187.050	5.022.727
Septembrie	213.354	2.601.933	175.421	3.721.893
Octombrie	183.159	3.648.569	212.663	3.654.684
Noiembrie	183.227	5.596.700	215.599	6.506.767
Decembrie	248.782	4.179.966	186.221	3.273.688
TOTAL	2.565.112	46.860.768	2.248.775	47.870.105

Sursa: ASF

Din valoarea totală decontată pe bază netă, 62,65% au provenit din decontarea tranzacțiilor în piețele administrate de BVB (29,99 miliarde lei) și 37,35% (17,88 miliarde lei) din decontarea tranzacțiilor de alocare. Valoarea totală decontată pe tipuri de instrumente financiare a fost: 67,69% pentru acțiuni, 22,87% titluri de stat tranzacionate pe bursă, 0,93% unități de fond, 7,12% obligațiuni, 0,03% drepturi și 1,36% pentru alte tipuri de instrumente.

În anul 2025, numărul total al tranzacțiilor decontate pe bază brută a fost de 4.857, în valoare totală de 4,28 miliarde lei (2024: 3,42 miliarde lei). Numărul tranzacțiilor decontate a fost în scădere cu 1,52%, iar valoarea acestora a crescut cu un avans considerabil de 25,29%. În perioada analizată, 90,27% din valoare totală a tranzacțiilor decontate pe bază brută a fost decontată pentru tranzacții cu acțiuni, iar 9,73% pentru

tranzacții cu obligațiuni. Din totalul sumelor decontate pe bază brută, 83,42% au fost aferente tranzacțiilor încheiate în afara locurilor de tranzacționare.

Distribuția lunară a numărului de tranzacții decontate pe bază brută și a valorii corespunzătoare a acestora, în comparație cu aceeași perioadă a anului 2024, este prezentată în tabelul următor.

Tabel 21 Distribuția numărului de tranzacții decontate și a valorii decontate brute

Luna	Valoare decontare pe bază brută 2024		Valoare decontare pe bază brută 2025	
	Nr. tranzacții	Valoare decontată (mii lei)	Nr. tranzacții	Valoare decontată din (mii lei)
Ianuarie	382	289.432	246	109.118
Februarie	341	249.599	383	130.878
Martie	381	274.881	432	186.878
Aprilie	478	349.337	364	222.581
Mai	358	395.073	532	283.557
Iunie	876	436.798	461	698.885
Iulie	500	310.062	349	174.100
August	251	206.095	334	373.829
Septembrie	329	210.282	412	417.605
Octombrie	422	207.686	398	495.245
Noiembrie	277	372.736	439	968.315
Decembrie	337	117.393	507	223.183
TOTAL	4.932	3.419.374	4.857	4.284.174

Sursa: ASF

În ceea ce privește decontarea pe bază brută pe Platforma T2S, valoarea totală a tranzacțiilor decontate a fost de 2,65 miliarde euro, în creștere cu un nivel solid de 36,59% (2024: 3,42 miliarde euro). Din valoarea totală decontată, 98,39% (2,61 miliarde euro) au fost pentru tranzacții cu titluri de stat denumite în euro și 1,61% pentru obligațiuni.

Referitor la activitatea transfrontalieră, în perioada analizată s-au decontat 1.191 instrucțiuni pentru instrumente financiare de tipul acțiunilor, unităților de fond și a certificatelor, valoarea totală a acestora fiind de 235,51 milioane lei, cu 5,35% mai mult decât în anul 2024 (223,55 milioane lei). Sumele reprezintă echivalentul în lei, la cursul BNR valabil la data decontării instrucțiunii de decontare.

5. Intermediari

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

La finalul trimestrului IV 2025 pe piața reglementată administrată de BVB își desfășurau activitatea un număr total de 27 de intermediari, dintre care 16 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 4 instituții de credit locale și 7 entități autorizate în alte state membre UE.

Tabel 22 Categoriile de intermediari pe piața reglementată administrată de BVB

Categorie	BVB-piața la vedere
Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF)	16
Instituții de credit locale	4
Firme de investiții din alte state membre UE	4
Instituții de credit din alte state membre UE	2
Sucursală a unei instituții de credit din alte state membre UE	1
TOTAL	27

Sursa: BVB, calcule ASF

În cadrul SMT, la finalul trimestrului IV 2025 erau activi un număr total de 21 de intermediari, din care 15 Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 4 instituții de credit locale și 2 entități autorizate în alte state membre UE.

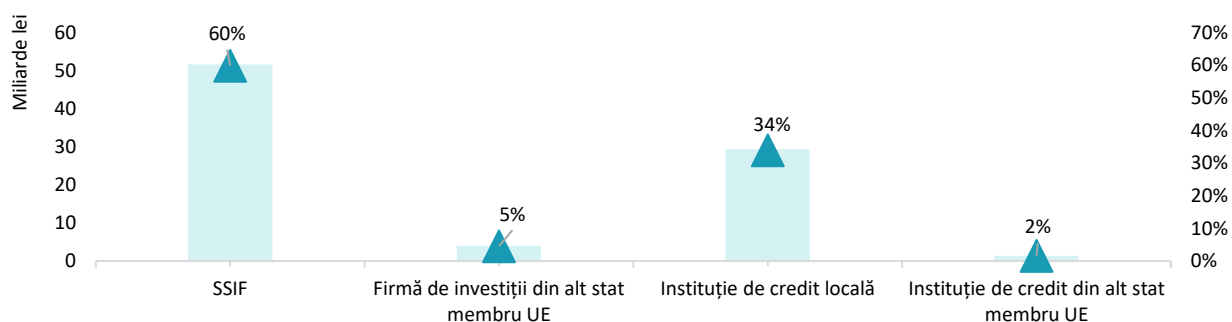
Tabel 23 Categoriile de intermediari pe sistemul multilateral de tranzacționare administrat de BVB

Categorie	BVB - SMT
Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF)	15
Instituții de credit locale	4
Firme de investiții din alte state membre UE	1
Instituții de credit din alte state membre UE	1
TOTAL	21

Sursa: BVB, calcule ASF

La finalul trimestrului IV 2025, cei mai activi intermediari pe BVB (piața reglementată și SMT) au fost societățile de servicii de investiții financiare, valoarea intermediată de acestea fiind de aproximativ 51,63 miliarde lei. Intermediarii locali (SSIF și instituțiile de credit) au realizat aproximativ 94% 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%.

Grafic 31 Valoarea intermediată pe piețe la vedere pe categorii de intermediari la 31 decembrie 2025



Sursa: BVB, calcule ASF

La finalul trimestrului IV 2025, BT Capital Partners s-a clasat pe primul loc în clasamentul participanților pe piețele reglementate, cu o valoare intermediată de 24 miliarde lei și o cotă de piață de 28%.

BRD Groupe Societe Generale ocupă următoarea poziție, aceasta deținând o pondere de 15% în totalul valorii intermediare.

Primele 10 societăți dețin aproximativ 95 % din valoarea totală intermediată în trimestrul IV 2025. Dintre acestea, 5 sunt Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF), 3 instituții de credit locale, o firmă de investiții autorizată într-un alt stat membru UE și o instituție de credit din alt stat membru UE.

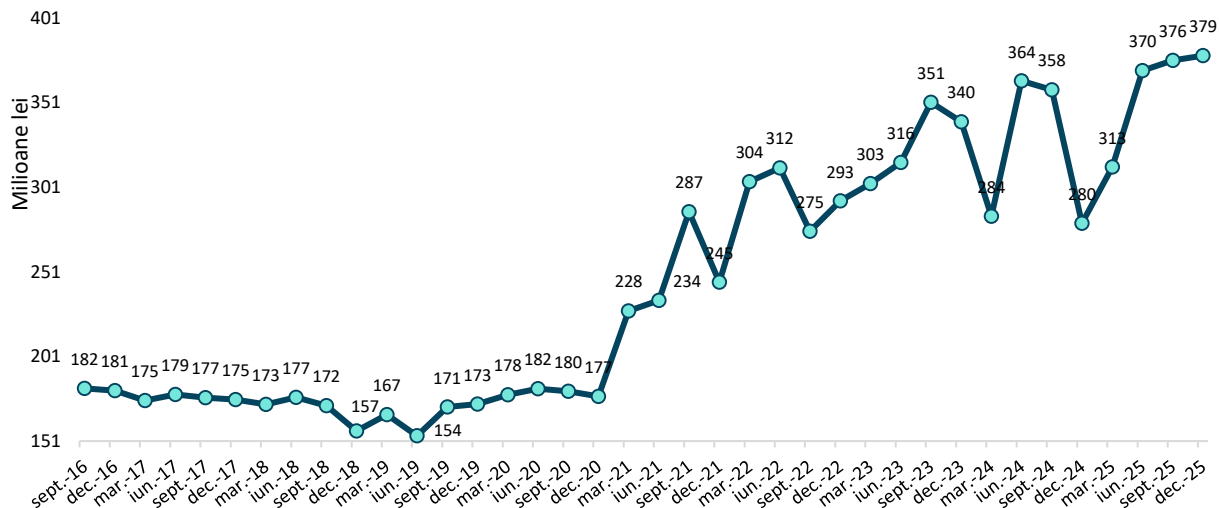
Tabel 24 Clasamentul intermediarilor pe piețele la vedere administrate de BVB la 31 decembrie 2025

Poziție (an)	Nume intermediar	Valoare intermediată (lei)	Pondere
1	BT CAPITAL PARTNERS	24.478.518.376,73	28%
2	BANCA COMERCIALA ROMANA	13.064.427.349,32	15%
3	TRADEVILLE	12.296.612.130,33	14%
4	BRD Groupe Societe Generale	11.881.143.664,29	14%
5	SWISS CAPITAL S.A.	8.318.009.728,25	10%
6	UniCredit Bank S.A.	4.370.381.775,73	5%
7	WOOD & COMPANY FINANCIAL SERVICES, a.s. PRAGA	3.101.535.693,64	4%
8	SSIF BRK FINANCIAL GROUP S.A.	2.164.539.672,45	3%
9	Raiffeisen Bank International AG	1.377.329.222,05	2%
10	IFB FINWEST	1.174.523.238,64	1%
11	GOLDRING	1.074.066.559,47	1%
12	PRIME TRANSACTION	746.496.824,67	1%
13	ESTINVEST	513.124.129,79	1%
14	CONCORDE SECURITIES LTD	450.061.245,69	1%
15	Intercapital Securities Ltd.	402.833.619,82	0%
16	INTERFINBROK CORPORATION	385.127.291,91	0%
17	INVESTIMENTAL SA	164.202.098,77	0%
18	S.S.I.F. BLUE ROCK FINANCIAL SERVICES S.A	89.150.092,99	0%
19	MUNTENIA GLOBAL INVEST	78.529.687,05	0%
20	INTERDEALER CAPITAL INVEST	68.133.271,37	0%
21	Bursa Romana de Marfuri (BRM)	41.643.694,39	0%
22	FINACO SECURITIES	24.503.152,46	0%
23	ERSTE GROUP BANK AG	23.589.716,28	0%
24	Share Invest S.A.	16.280.216,16	0%
25	RAIFFEISEN BANK SA	319,00	0%
Total valoare intermediată la 31.12.2025		86.304.762.771,25	100%

Sursa: BVB

La sfârșitul lunii decembrie 2025, valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF-urilor a crescut cu aproximativ 35% față de luna decembrie 2024, atingând nivelul de 379 milioane lei.

Grafic 32 Valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF

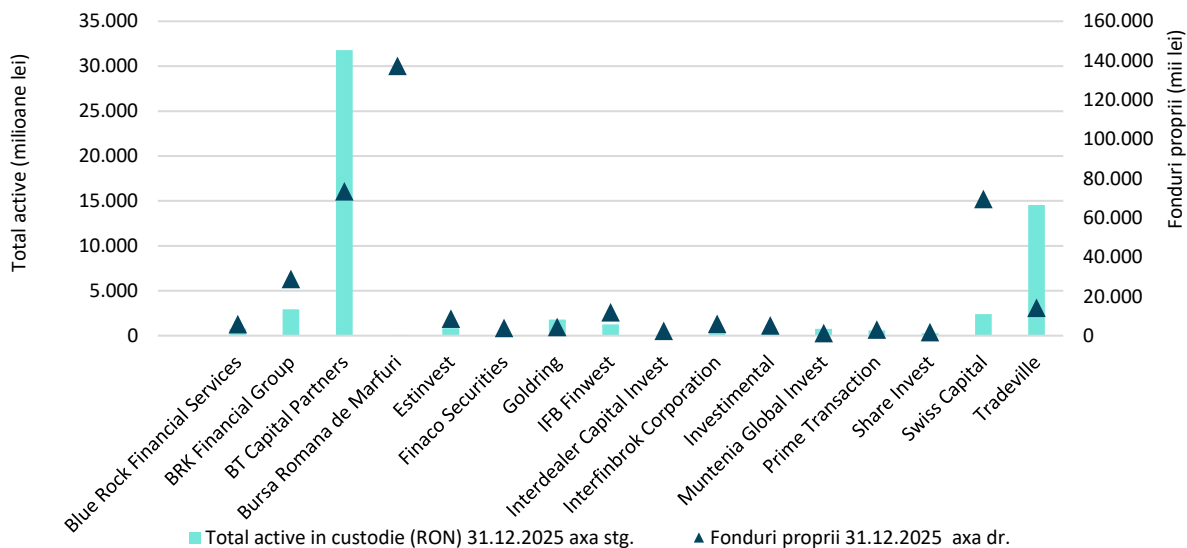


Sursa: ASF

La sfârșitul lunii decembrie 2025, SSIF-urile aveau în custodie o valoare cumulată a activelor de 58,70 miliarde de lei, reprezentând atât disponibilități ale clienților, cât și titluri financiare deținute de aceștia.

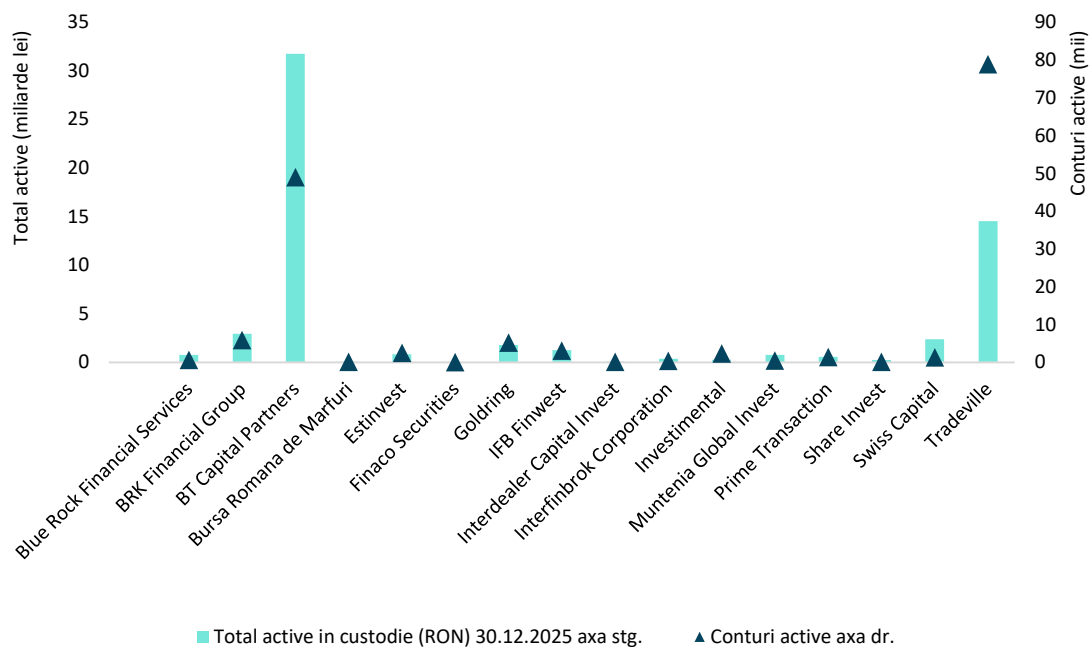
Numărul cumul al conturilor de clienți ai SSIF-urilor la finalul trimestrului IV 2025 a fost de 212,87 mii, din care 151,41 mii clienți activi (un investitor poate avea simultan conturi deschise la mai mulți intermediari). Din graficele prezentate mai jos se observă că valoarea activelor în custodie este în general corelată cu numărul de conturi active.

Grafic 33 Valoarea activelor în custodie raportată la nivelul fondurilor proprii



Sursa: ASF

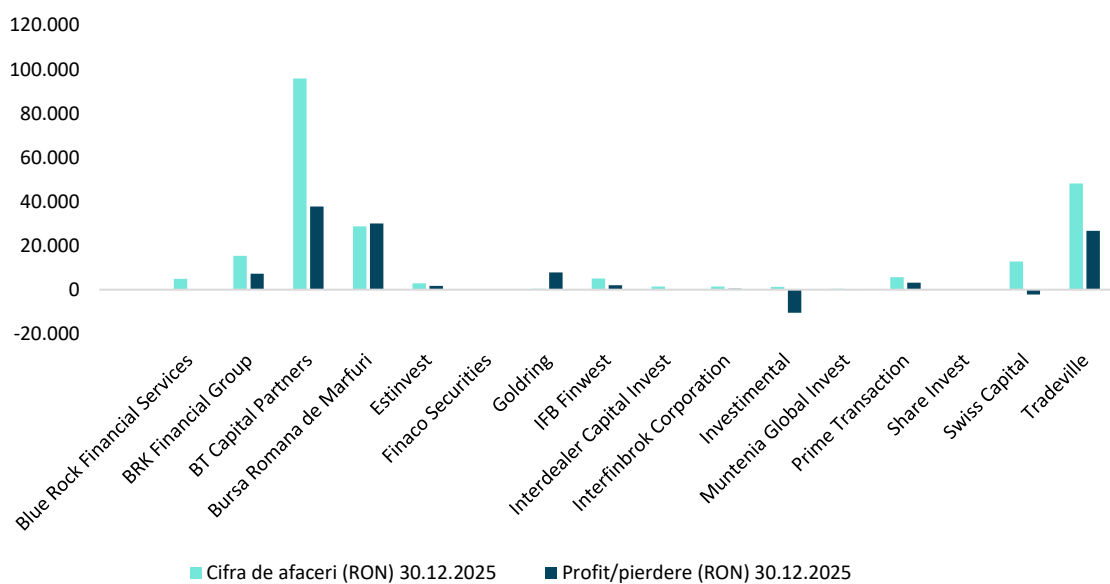
Grafic 34 Valoarea activelor în custodie raportată la numărul de conturi active



Sursa: ASF

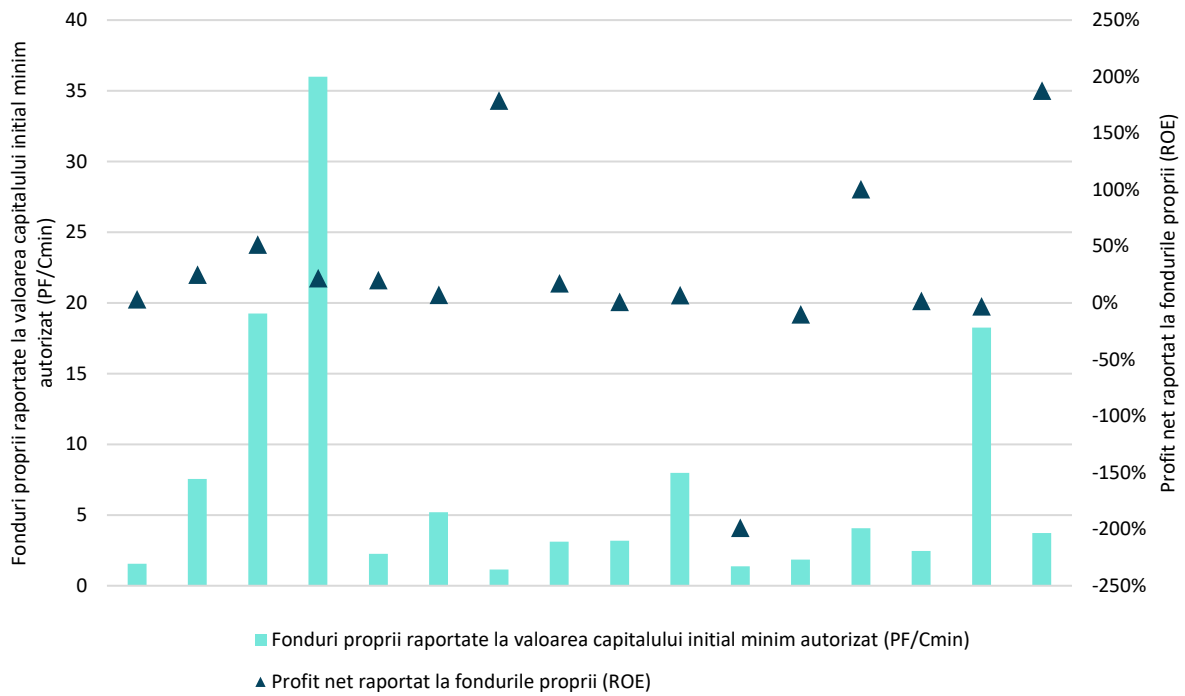
Dintre cele 16 SSIF-uri, un număr de 13 SSIF-uri au obținut profit în trimestru IV 2025, valoarea cumulată a profiturilor acestora fiind de circa 117,38 milioane lei. Pierderea cumulată a celor 3 SSIF-uri care au avut rezultate negative a fost de aproximativ 12,85 milioane lei.

Grafic 35 Rezultatele financiare ale SSIF-urilor



Sursa: ASF

Grafic 36 Distribuția SSIF în funcție de nivelul fondurilor proprii și de rezultatul net în T4 2025



Sursa: ASF

6. Organismele de plasament colectiv

Valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România la data de 31 decembrie 2025 a fost de aproximativ 58,28 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 31,32% comparativ cu finalul anului 2024.

La data menționată mai sus, în România își desfășurau activitatea 20 de administratori, din care 5 autorizați exclusiv ca și societăți de administrare a investițiilor (SAI), 6 autorizați exclusiv ca și administrator de fonduri alternative de investiții (AFIA), iar 9 având dublă autorizație. De asemenea, la 31 decembrie 2025, erau autorizate 94 organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), 39 fonduri de investiții alternative (FIA) care includ cele 7 societăți de investiții tranzacționate (SI) și Fondul Proprietatea. Serviciile de depozitare pentru cele 133 de OPC-uri erau asigurate de 4 depozitari.

Entitățile ce își desfășurau activitatea la 31 decembrie 2025 sunt prezentate în cele două tabele de mai jos.

Tabel 25 Numărul de OPC-uri și Administratori

Categorie entitate	31.12.2024	31.12.2025
	Nr. entități	Nr. entități
Administratori	17	20
SAI exclusiv	6	5
AFIA exclusiv	3	6
SAI și AFIA	8	9
OPCVM (FDI)	92	94
FIA din care:	37	39
• Societăți de investiții	6	7
Depozitari	4	4

Tabel 26 Depozitarii activelor OPC

Depozitar	Total active 31.12.2025 (lei)
BRD – Groupe Société Générale SA	33.054.157.994
Banca Comercială Română SA	13.058.205.717
Raiffeisen Bank SA	12.078.070.558
Unicredit Țiriac Bank SA	88.843.746
TOTAL ACTIVE	58.279.278.014

Sursa: ASF

6.1. Societăți de administrare a investițiilor

La finalul trimestrului IV din anul 2025, în mod similar cu perioadele anterioare, din totalul administratorilor categoria dominantă continuă să fie grupurile bancare. Acestea controlează cea mai consistentă parte din totalul cumulat al activelor administrate de SAI. Conform datelor din tabelul de mai jos, primele cinci SAI-uri după volumul activelor sunt toate societăți afiliate sistemului bancar, iar activele administrate de acestea la data de 31 decembrie 2025 totalizau aproximativ 32,81 miliarde lei ceea ce reprezintă 93,57% din activul total aferent industriei fondurilor de investiții, excluzând SI-urile și FP.

Tabel 27 Principalele societăți de administrare a investițiilor și activele administrate

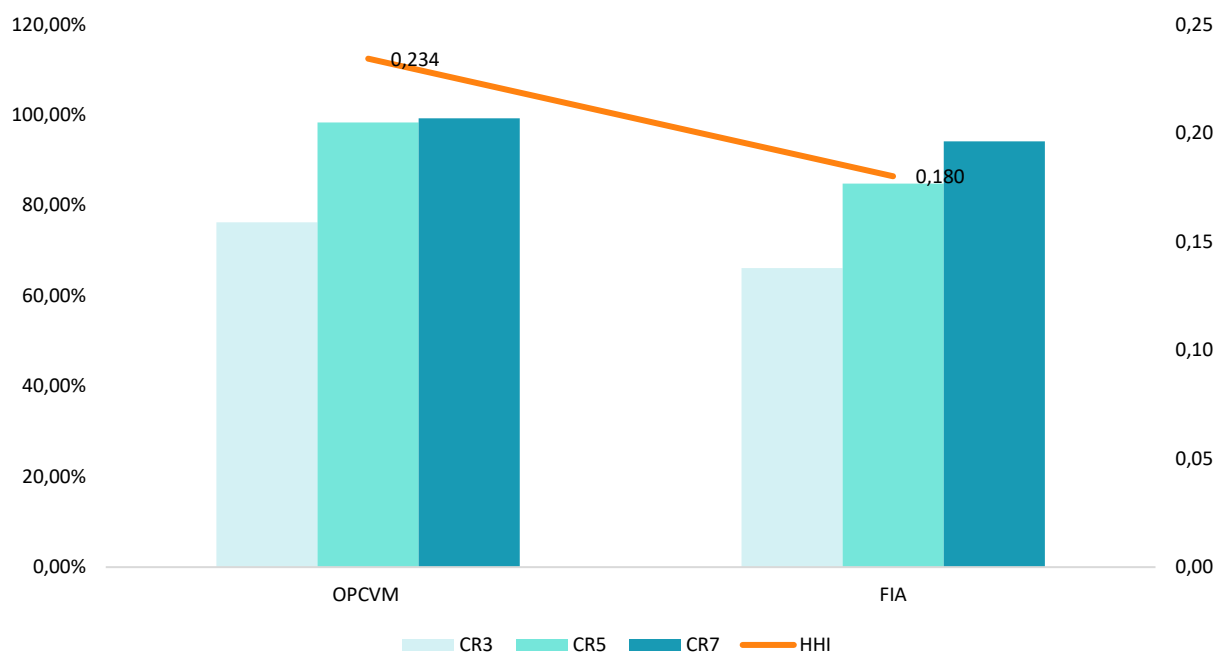
SAI	Activ total (lei) 31.12.2024	% din total active	SAI	Activ total (lei) 31.12.2025	% din total active
BRD Asset Management	6.156.332.787.54	24,25%	BRD Asset Management	9.280.768.199	26,47%
BT Asset Management	6.097.660.717.40	24,02%	BT Asset Management	9.052.463.197	25,82%
Raiffeisen Asset Management	5.404.399.300.48	21,29%	Raiffeisen Asset Management	7.277.457.080	20,75%
ERSTE Asset Management	5.101.231.149.39	20,10%	ERSTE Asset Management	6.340.216.326	18,08%
OTP Asset Management Romania	587.168.250.59	2,31%	Patria (fostă Carpatica) Asset Management	861.229.443	2,46%
Total active gestionate de cele 5 SAI-uri	23.346.792.205.40	91,97%	Total active gestionate de cele 5 SAI-uri	32.812.134.245	93,57%
Total active celelalte SAI-uri	2.037.704.708.47	8,03%	Total active celelalte SAI- uri	2.253.829.682	6,43%
Total active administrate de SAI-urile locale¹⁴	25.384.496.914	100,00%	Total active administrate de SAI-urile locale¹⁵	35.065.963.927	100,00%

Sursa: ASF

¹⁴ Nu include activele SIF-urilor și ale Fondului Proprietatea.

¹⁵ Nu include activele SIF-urilor și ale Fondului Proprietatea.

Grafic 37 Gradul de concentrare pe piața fondurilor de investiții din România (după activul net la 31.12.2025)



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 0,234, ceea ce reflectă un grad ridicat de concentrare. Acest lucru este vizibil și la nivelul indicatorilor CR („concentration ratio”). La 31 decembrie 2025, primele trei SAI administrau aproximativ 76,29% din activele OPCVM și 66,18% din activele FIA.

Administrarea portofoliilor individuale

La finalul lunii decembrie a anului 2025, 452 de conturi individuale de investiții erau administrate de 2 SAI-uri, valoarea totală a activelor fiind de aproximativ 1,2 miliarde lei, în creștere cu 45,65% față de valoarea de la sfârșitul anului 2024.

Tabel 28 Numărul conturilor individuale de investiții și activele administrate de SAI-uri la 31 decembrie 2025

SAI	30.12.2024		31.12.2025	
	Nr. conturi individuale	Active administrate (lei)	Nr. conturi individuale	Active administrate (lei)
CERTINVEST	91	29.105.001	234	83.741.675
ERSTE	175	789.463.730	218	1.116.549.240
OTP	8	5.509.129	-	-
TOTAL SAI	274	824.077.859	452	1.200.290.915

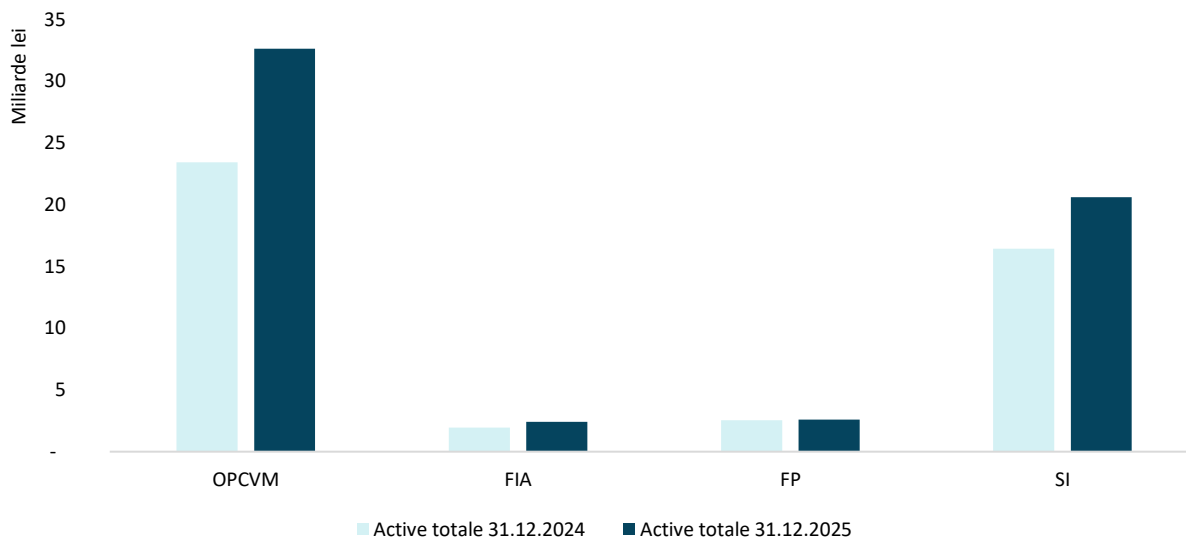
Sursa: ASF

Administrarea organismelor de plasament colectiv (OPC)

Pe parcursul anului 2025, valoarea totală a activelor organismelor de plasament colectiv (OPC) din România a fost de circa 58,28 miliarde lei, în creștere cu 31,32% față de finalul anului 2024.

O analiză orientată pe categorii de organisme de plasament colectiv arată că la nivelul anului 2025, comparativ cu finalul anului 2024, au fost înregistrate creșteri ale activelor totale pentru OPCVM-uri (39,28%), FIA (24,30%), SI-uri (25,26%) și FP (2,46%).

Grafic 38 Evoluția activelor totale pe categorii de OPC

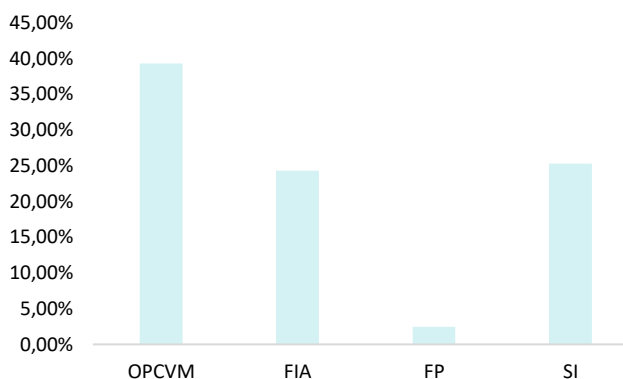


Sursa: ASF

Tabel 29 Activele totale (milioane lei) pe categorii de OPC

Categorie fond	Active totale 31.12.2024	Active totale 31.12.2025
OPCVM	23.444	32.654
FIA	1.940	2.412
FP	2.541	2.604
SI	16.454	20.610
TOTAL OPC	44.379	58.279

Grafic 39 Modificarea (%) activelor totale pe categorii de OPC la 31.12.2025 față de 31.12.2024



Sursa: ASF

La finalul anului 2025, din totalul OPC-urilor locale (inclusiv SI-uri și FIA), activele cumulate ale OPCVM reprezentau o pondere de circa 56,03%, iar activele FIA reprezentau circa 4,14%.

Tabel 30 Structura portofoliilor investiționale pe categorii de OPC și pe clase de active (lei)

31.12.2025	OPCVM	FIA	FP	SI	Total
Acțiuni	7.349.419.563	1.319.681.517	2.202.082.035	16.533.504.180	27.404.687.295
Obligațiuni	3.276.263.218	9.267.581	-	144.045.165	3.429.575.964
Titluri de stat	13.407.157.451	6.076.570	-	158.760.513	13.571.994.534
Depozite și disponibil	6.738.386.414	331.076.890	397.888.979	1.774.327.343	9.241.679.627
Titluri OPCVM/FIA	1.960.976.128	301.047.602	-	1.748.158.723	4.010.182.452
Altele	-77.986.481	444.597.474	3.709.166	250.837.984	621.158.142

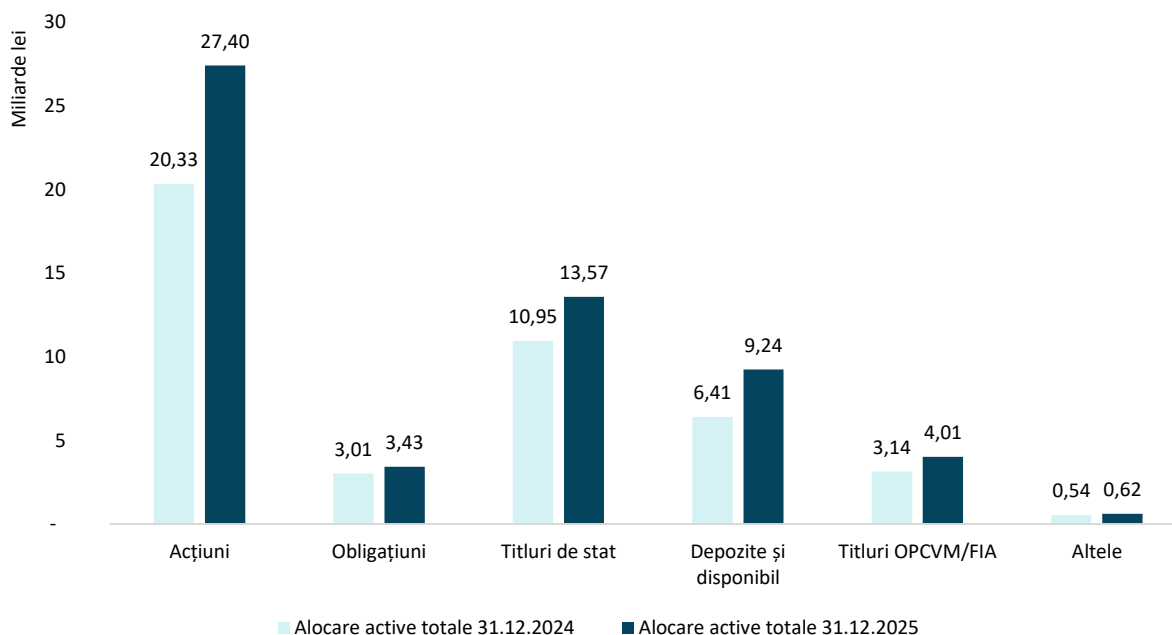
Sursa: ASF

Din perspectiva structurii plasamentelor, OPCVM-urile sunt orientate preponderent către instrumentele cu venit fix (titluri de stat și obligațiuni), iar FIA, SI-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 27,40 miliarde lei, consemnând o pondere de circa 47,02% din activul total al OPC. Investițiile în instrumente financiare cu venit fix la nivelul întregii piețe sunt în valoare de 17 miliarde lei, reprezentând circa 29,17% din activul total al OPC.

La data de 31 decembrie 2025, comparativ cu finalul anului 2024, se constată creșteri ale activelor pentru toate categoriile: acțiuni (34,77%), obligațiuni (13,76%), titluri de stat (23,99%), depozite și disponibil (44,21%), titluri OPCVM/FIA (27,68%) și alte investiții (16,10%).

Grafic 40 Evoluția alocării strategice a portofoliilor OPC



Sursa: ASF

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

La finalul lunii decembrie a anului 2025, își desfășurau activitatea 94 de organisme de plasament colectiv în valori mobiliare, structurate pe nouă categorii: titluri de credit (28), titluri de capital (25), multi-active flexible (16), alte fonduri (11), multi-active echilibrate (7), multi-active agresive (4), absolute return (2) și multi-active defensive (1).

Tabel 31 Evoluția numărului de OPCVM, pe categorii

OPCVM în funcție de politica investițională	31.12.2025
Titluri de credit	28
Titluri de capital	25
Multi-active flexible	16
Alte fonduri	11
Multi-active echilibrate	7
Multi-active agresive	4
Absolute return	2
Multi-active defensive	1
Total	94

Sursa: ASF

Tabel 32 Distribuția investitorilor pe categorii de OPCVM

Categoriile de fonduri	PF	PJ	Total
Absolute return	347	6	353
Alte fonduri	263.084	1.022	264.106
Multi-active agresive	2.605	53	2.658
Multi-active defensive	39	17	56
Multi-active echilibrate	136.078	447	136.525
Multi-active flexible	108.801	1675	110.476
Titluri de capital	270801	1290	272.091
Titluri de credit	376975	8386	385.361
Total	1.158.730	12.896	1.171.626

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

La finalul anului 2025, numărul investitorilor în OPCVM-uri s-a situat la 1,17 milioane, în creștere cu 288 de mii de investitori față de finalul anului 2024.

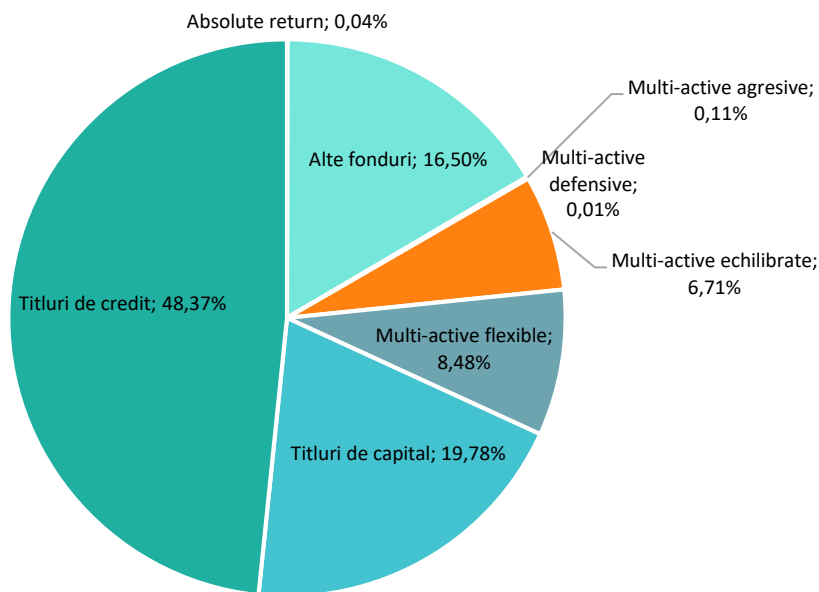
Tabel 33 Structura activelor nete pe categorii de OPCVM

OPCVM în funcție de politica investițională	Activ net 31.12.2025 (lei)
Titluri de credit	15.762.176.392
Titluri de capital	6.447.554.138
Alte fonduri	5.377.191.600
Multi-active flexible	2.763.903.896
Multi-active echilibrate	2.186.782.979
Multi-active agresive	35.861.007
Absolute return	11.958.120
Multi-active defensive	3.186.685
Total	32.588.614.817

Cea mai ridicată pondere în activul net cumulat al OPCVM este deținută de fondurile de titluri de credit, cu o valoare de aproximativ 48,37%.

Sursa: ASF

Grafic 41 Cota de piață a OPCVM în funcție de politica investițională și de activul net (31.12.2025)



Sursa: ASF

În ceea ce privește structura portofoliilor OPCVM, aceasta este orientată cu precădere spre instrumentele financiare cu venit fix. Ponderi semnificative în activul total al organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare sunt deținute de următoarele categorii: titlurile de credit (48,37%), titlurile de capital 19,78%) și alte fonduri (16,50%).

Tabel 34 Evoluția alocării strategice a activelor OPCVM

Elemente de portofoliu OPCVM	Activ total (lei) la 30.12.2024	% din AT	Activ total (lei) la 31.12.2025	% din AT
Acțiuni cotate	4.143.433.845	17,67%	7.311.671.269	22,39%
Acțiuni necotate	44.520.002	0,19%	37.748.294	0,12%
Obligațiuni corporative cotate	2.452.119.448	10,46%	2.840.886.456	8,70%
Obligațiuni corporative necotate	144.632.662	0,62%	312.697.800	0,96%
Obligațiuni municipale cotate	136.922.695	0,58%	122.678.961	0,38%
Conturi curente și numerar	151.880.787	0,65%	303.286.121	0,93%
Depozite bancare	4.129.921.758	17,62%	6.435.100.293	19,71%
Titluri de stat >1 an	7.699.562.492	32,84%	9.322.608.005	28,55%
Titluri de stat <1 an	3.046.175.073	12,99%	4.084.549.446	12,51%
Titluri OPCVM / AOPC cotate	276.137.671	1,18%	537.009.595	1,64%
Titluri OPCVM / AOPC necotate	1.218.345.708	5,20%	1.423.966.532	4,36%
Instrumente financiare derivate	12.598.909	0,05%	3.928.426	0,01%
Dividende și alte drepturi de încasat	217.727	0,00%	291.736	0,00%
Alte active	-12.207.053	-0,05%	-82.206.643	-0,25%
Total activ	23.444.261.724	100,00%	32.654.216.292	100,00%

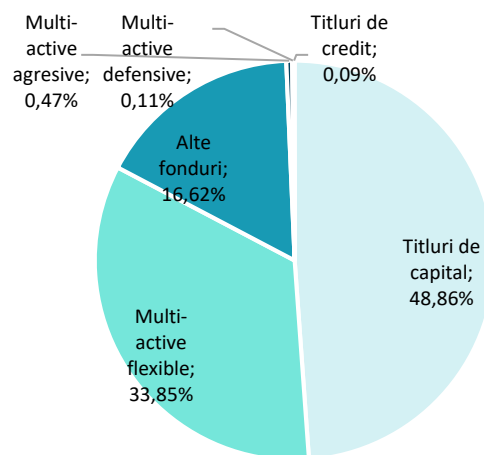
Sursa: ASF

6.3. Fonduri de investiții alternative (FIA)

Tabel 35 Structura activelor nete pe categorii de FIA

FIA în funcție de politica investițională	Activ net 31.12.2025 (lei)
Titluri de capital	1.174.476.515
Multi-active flexible	813.781.315
Alte fonduri	399.567.164
Multi-active agresive	11.368.491
Multi-active defensive	2.687.597
Titluri de credit	2.098.083
Total	2.403.979.164

Grafic 42 Cota de piață a FIA în funcție de politica investițională și de activul net (31.12.2025)



Sursa: ASF

În funcție de politica investițională, FIA din categoria titlurilor de capital dețin o pondere de aproximativ 48,86% din activul net cumulat al FIA, urmate de FIA din categoria multi-active flexible cu o pondere de circa 33,85%. Astfel, la finalul anului 2025, aproximativ 82,71% 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 54,72% din activul total al FIA, dintre care 52,95% din activul total constă în plasamente în acțiuni cotate. Investițiile în obligațiuni și titluri de stat dețin o pondere de până în 1% din activul total.

Tabel 36 Evoluția alocării strategice a activelor FIA

Elemente de portofoliu FIA	31.12.2024	% din AT	31.12.2025	% din AT
Acțiuni cotate	1.041.280.019	53,67%	1.277.020.282	52,95%
Acțiuni necotate	49.249.956	2,54%	42.661.235	1,77%
Obligațiuni corporative cotate	7.891.752	0,41%	8.373.918	0,35%
Obligațiuni corporative necotate	745.912	0,04%	647.864	0,03%
Obligațiuni municipale cotate	10.487	0,00%	245.799	0,01%
Obligațiuni municipale necotate	252.186	0,01%	-	-
Conturi curente și numerar	15.523.256	0,80%	36.828.539	1,53%
Depozite bancare	299.342.955	15,43%	294.248.351	12,20%
Titluri de stat >1 an	881.872	0,05%	4.977.364	0,21%
Titluri de stat cu maturitate < 1 an	774.709	0,04%	1.099.206	0,05%
Titluri OPCVM / AOPC cotate	3.281.733	0,17%	47.030.593	1,95%
Titluri OPCVM/AOPC necotate	183.271.400	9,45%	254.017.010	10,53%
Instrumente financiare derivate	217.708	0,01%	1.501.195	0,06%
Produse structurate	91.108.424	4,70%	178.517.451	7,40%
Dividende și alte drepturi de încasat	53.795	0,00%	21.118	0,00%
Alte active	246.349.024	12,70%	264.557.711	10,97%
Total activ (lei)	1.940.235.188	100,00%	2.411.747.635	100,00%

Sursa: ASF

6.4. Societățile de investiții (SI)

La 31 decembrie 2025 activele nete aferente celor șapte SI-uri au cumulat aproximativ 18,92 miliarde lei, în creștere cu aproximativ 23,28% față de finalul anului 2024 (15,34 miliarde lei). Tabelul de mai jos prezintă în mod sintetic dinamica celor mai relevante cinci societăți de investiții financiare. În termeni de active nete, acestea prezintă un total cumulat de 99,49%. Cele mai mari active nete aparțin Lion Capital SA, Infinity Capital Investments SA și Evergent Investments SA.

Tabel 37 Evoluția sintetică a celor mai relevante societăți de investiții financiare

Data	Indicatori	Lion Capital SA	Evergent Investments SA	Transilvania Investments Alliance SA	Longshield Investment Group SA	Infinity Capital Investments SA
31.12. 2024	VUAN (lei)	9,0045	3,3941	0,8872	3,3137	7,9198
	Preț de piață	2,81	1,47	0,376	1,93	2,42
	Discount (%)	68,79%	56,69%	57,62%	41,76%	69,44%
	Activ Net (lei)	4.547.449.954	2.976.661.278	1.883.661.410	2.522.100.225	3.390.800.550
	Nr. acțiuni emise	505.020.056	877.019.965	2.123.213.818	761.105.845	428.142.639
31.12. 2025	VUAN (lei)	10,8604	4,2319	1,1681	4,1292	11,2648
	Preț de piață	4	2,77	0,522	1,89	3,7
	Discount (%)	63,17%	34,54%	55,31%	54,23%	67,15%
	Activ Net (lei)	5.499.811.718	3.592.823.727	2.280.398.104	3.075.212.486	4.370.818.164
	Nr. acțiuni emise	506.410.056	848.988.565	1.952.206.177	744.743.845	388.005.750

Sursa: ASF, BVB, Rapoarte SIF

La finalul anului 2025 investițiile în acțiuni dețin cea mai ridicată pondere în activul total cumulat al SI-urilor (aproximativ 80,22%). Ponderea acțiunilor cotate este 70,96%.

Tabel 38 Structura cumulată a portofoliilor SI-urilor la 31.12.2025

Elemente de portofoliu SI-uri	31.12.2024	% din AT	31.12.2025	% din AT
Acțiuni cotate	11.604.520.145	70,53%	14.623.570.430	70,96%
Acțiuni necotate	1.469.629.733	8,93%	1.909.933.750	9,27%
Obligațiuni corporative cotate	55.900.973	0,34%	59.300.000	0,29%
Obligațiuni corporative necotate	216.250.047	1,31%	84.733.256	0,41%
Obligațiuni municipale cotate	23.781	0,00%	11.909	0,00%
Conturi curente și numerar	19.469.657	0,12%	50.408.579	0,24%
Depozite bancare	1.233.939.231	7,50%	1.723.918.764	8,36%
Titluri de stat <1 an	198.796.430	1,21%	158.760.513	0,77%
Titluri OPCVM/AOPC cotate	459.624.328	2,79%	350.710.064	1,70%

Titluri OPCVM/AOPC necotate	1.000.052.299	6,08%	1.397.448.659	6,78%
Alte active	195.679.427	1,19%	250.837.984	1,22%
Total activ (lei)	16.453.886.051	100,00%	20.609.633.908	100,00%

Sursa: ASF

7. Actele legislative publicate de către ASF în trimestrul IV 2025

Norme

Norma nr. 25/2025 pentru aplicarea Ghidului ESMA privind precizarea circumstanțelor pentru aplicarea restricțiilor temporare în cazul unei situații semnificative care nu presupune neîndeplinirea obligațiilor de plată, în conformitate cu art. 45a din Regulamentul (UE) nr. 648/2012 al Parlamentului European și al Consiliului din 4 iulie 2012 privind instrumentele financiare derivate extrabursiere, contrapărțile centrale și registrele centrale de tranzacții (EMIR), a Ghidului ESMA privind aplicarea consecventă a factorilor declanșatori ai utilizării măsurilor de intervenție timpurie și a Ghidului ESMA privind aplicarea circumstanțelor în care se consideră că o contraparte centrală este în curs de a intra în dificultate sau este susceptibilă de a intra în dificultate

În baza Regulamentului (UE) 2021/23 al Parlamentului European și al Consiliului din 16 decembrie 2020 privind un cadru pentru redresarea și rezoluția contrapărților centrale și de modificare a Regulamentelor (UE) nr. 1095/2010, (UE) nr. 648/2012, (UE) nr. 600/2014, (UE) nr. 806/2014 și (UE) 2015/2365 și a Directivelor 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2007/36/CE, 2014/59/UE și (UE) 2017/1132 (CCPRRR), Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA) a emis o serie de ghiduri dedicate redresării și rezoluției CCP-urilor.

Autoritatea de Supraveghere Financiară a notificat ESMA că intenționează să se conformeze până la data la care va fi autorizată o CCP în România pentru următoarele trei ghiduri ESMA: Ghidul privind aplicarea circumstanțelor în care se consideră că o contraparte centrală este în curs de a intra în dificultate sau este susceptibilă de a intra în dificultate; Ghidul privind aplicarea consecventă a factorilor declanșatori ai utilizării măsurilor de intervenție timpurie; Ghidul privind precizarea circumstanțelor pentru aplicarea restricțiilor temporare în cazul unei situații semnificative care nu presupune neîndeplinirea obligațiilor de plată.

Ghidurile ESMA se aplică autorităților competente ale CCP-urilor unde A.S.F. este autoritatea competentă responsabilă în sensul art. 22 din Regulamentul (UE) nr. 648/2012, respectiv este autoritatea competentă responsabilă de îndeplinirea sarcinilor care decurg din EMIR pentru autorizarea și supravegherea CPC stabilite pe teritoriul României. Totodată A.S.F. este autoritate de rezoluție pentru CCP conform art. 1 din Legea nr. 181/2023 privind stabilirea unor măsuri de punere în aplicare a Regulamentului (UE) 1/2 2021/23 al Parlamentului European și al Consiliului din 16 decembrie 2020 privind un cadru pentru redresarea și rezoluția contrapărților centrale și de modificare a Regulamentelor (UE) nr. 1.095/2010, (UE) nr. 648/2012, (UE) nr. 600/2014, (UE) nr. 806/2014 și (UE) 2015/2.365 și a Directivelor 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2007/36/CE, 2014/59/UE și (UE) 2017/1.132, precum și pentru modificarea și completarea unor acte normative. Ghidul ESMA oferă autorităților competente indicații cu privire la circumstanțele în care acestea ar trebui să ia în considerare posibilitatea de a solicita CCP să se abțină de la întreprinderea anumitor acțiuni restricționate pentru a-și proteja resursele de capital. De asemenea ghidul identifică indicatori și detaliază circumstanțele care determină luarea în considerare a oportunității de a solicita CCP să se abțină de la întreprinderea acestor acțiuni.

A.S.F. consideră necesară aplicarea celor trei ghiduri ESMA menționate mai sus, prin emiterea unei norme de preluare a dispozițiilor acestora în legislația națională.

Norma nr. 26/2025 pentru aplicarea Ghidului privind externalizarea către furnizorii de servicii cloud

În data de 30 septembrie 2025, Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA) a publicat Ghidului privind externalizarea către furnizorii de servicii cloud (ESMA65-2945292874737), care se aplică autorităților competente, depozitarilor fondurilor de investiții alternative (FIA), în cazul în care aceștia nu sunt entități financiare cărora li se aplică DORA2 și depozitarilor OPCVM-urilor menționați la articolul 23 alineatul (2) litera (c) din Directiva OPCVM3, în cazul în care aceștia nu sunt entități financiare cărora li se aplică DORA.

Obiectivele ghidului sunt de a stabili practici de supraveghere coerente, eficiente și eficace în cadrul Sistemului european de supraveghere financiară (SESF) și de a asigura aplicarea comună, uniformă și consecventă a cerințelor referitoare la externalizarea unor funcții către furnizorii de servicii cloud - FSC-uri⁴.

Servicii cloud se reprezintă servicii furnizate utilizând cloud computing (e.g.- cloud computing sau cloud este o paradigmă care permite accesul în rețea la un bazin scalabil și elastic de resurse fizice sau virtuale care pot fi partajate cu funcție de autoservice și de administrare la cerere).

Angajament de externalizare în cloud reprezintă un angajament sub orice formă, inclusiv acorduri de delegare, între: (i) o societate și un FSC prin care respectivul FSC îndeplinește o funcție care altfel ar fi asumată de societatea înseși sau (ii) o societate și un terț care nu este un FSC, dar care se bazează în mod semnificativ pe un FSC pentru a îndeplini o funcție care altfel ar fi asumată de societatea înseși.

Precizăm că, odată cu aplicarea DORA, Orientările anterioare ale ESMA privind externalizarea către furnizorii de servicii de cloud încetează să se aplice entităților financiare care fac obiectul DORA menționate la articolul 2 din același regulament. La nivelul A.S.F., Orientările anterioare ale ESMA privind externalizarea către furnizorii de servicii de cloud, au fost preluate la nivel de legislație/secundară, respectiv prin Norma ASF nr. 21/2021 pentru aplicarea Ghidului privind externalizarea către furnizorii de servicii cloud, publicat în Monitorul Oficial, Partea I nr. 869 din 10 septembrie 2021. În consecință, prin excluderea unei categorii semnificative de entități din sfera de aplicare a Normei A.S.F. nr. 21/2021, se impune emiterea unui nou act normativ care să reglementeze în mod specific situația entităților care nu intră în aria de aplicabilitate a reglementărilor DORA, entități care fac obiectul Ghidului ESMA65-294529287-4737, drept pentru care se propune emiterea unei noi norme și abrogarea Normei A.S.F. nr.21/2021, pentru a nu exista interpretări neunitare

Norma nr. 26/2025 pentru aplicarea Ghidului privind externalizarea către furnizorii de servicii cloud (Ghid ESMA65294529287-4737) sunt preluate la nivelul legislației naționale dispozițiile Ghidului ESMA65294529287-4737 și se abrogă prevederile Normei ASF nr. 21/2021 pentru aplicarea Ghidului privind externalizarea către furnizorii de servicii cloud, având în vedere că Orientările anterioare ale ESMA privind externalizarea către furnizorii de servicii de cloud încetează să se aplice entităților financiare care fac obiectul Regulamentului DORA menționate la articolul 2 din același regulament.

Regulamente

Regulamentul nr. 6/2025 pentru modificarea și completarea Regulamentului Autorității de Supraveghere Financiară nr. 13/2018 privind locurile de tranzacționare.

Ca urmare a situațiilor practice observate în aplicarea Regulamentului nr. 13/2018 privind locurile de tranzacționare și a cerinței de aliniere a dispozițiilor acestuia la cele impuse atât de legislația primară națională, cât și de cea europeană, a rezultat necesitatea actualizării prevederilor acestui regulament.

Prin Regulamentul nr. 6/2025 pentru modificarea și completarea Regulamentului Autorității de Supraveghere Financiară nr. 13/2018 privind locurile de tranzacționare se are în vedere modificarea Regulamentului A.S.F. nr. 13/2018,

Anterior aplicării acestor dispoziții europene, cerințele privind reziliența operațională a locurilor de tranzacționare erau cele impuse la nivel național prin Norma A.S.F. nr. 4/2018 privind gestionarea riscurilor operaționale generate de sistemele informatice utilizate de entitățile autorizate/avizate/înregistrate, reglementate și/sau supravegheate de către Autoritatea de Supraveghere Financiară. Deoarece Norma A.S.F. nr. 4/2018 a fost modificată prin Norma A.S.F. nr. 14/2025, se impune actualizarea Regulamentului A.S.F. nr. 13/2018 prin impunerea obligației de către administratorii locurilor de tranzacționare a respectării noilor dispoziții legate de gestionarea riscurilor TIC. Astfel, operatorii de piață/administratorii unui S.M.T./S.O.T. trebuie să respecte cerințe de gestionare a riscurilor TIC, prin menținerea unor reguli de guvernare și organizare care să asigure monitorizarea și controlul în mod continuu a securității și funcționării sistemelor și a instrumentelor TIC și care să reducă la minimum impactul riscurilor TIC asupra sistemelor TIC.

De precizat faptul că, impactul modificărilor propuse prin modificarea Regulamentului A.S.F. nr. 13/2018, au incidență asupra operatorilor de piață, S.S.I.F. în calitate de administrator al unui S.M.T./S.O.T. și asupra locurilor de tranzacționare (piață reglementată, S.M.T., S.O.T.). Modificarea Regulamentului A.S.F. nr. 13/2018 este necesară, în principal, din perspectiva alinierii dispozițiilor acestuia la cerințele impuse de Regulamentul (UE) 2022/2554 și de Legea nr. 236/2022.

Anexa 1. Raportul Sharpe și inferența statistică asupra performanței

Raportul Sharpe este una dintre cele mai utilizate măsuri de performanță ajustată la risc, însă valoarea sa informativă depinde de modul în care este interpretat. Lucrarea *How to Use the Sharpe Ratio* (López de Prado, Lipton, Zoonekynd, 2025) arată că utilizarea naivă a acestui indicator poate conduce la concluzii eronate, din cel puțin cinci motive: ipoteza nerealistă de normalitate a randamentelor, ignorarea semnificației statistice, neglijarea lungimii minime a eșantionului, subestimarea erorilor de tip II și absența corecțiilor pentru testări multiple. În consecință, raportul Sharpe nu ar trebui tratat ca un simplu indicator descriptiv, ci ca un obiect al inferenței statistice.

Definiția de bază

Fie un eșantion de randamente în exces $\{r_t\}_{t=1,\dots,T}$, cu media μ și deviația standard σ . Raportul Sharpe teoretic este definit ca

$$SR = \frac{\mu}{\sigma}.$$

Acesta măsoară randamentul în exces obținut pentru o unitate de risc. În practică, SR nu este observabil și trebuie estimat din eșantion prin

$$\widehat{SR} = \frac{\hat{\mu}}{\hat{\sigma}} \rightarrow \mathcal{N} \left[SR, \frac{1 - \gamma_3 SR + \frac{\gamma_4 - 1}{4} SR^2}{T} \right]$$

Interpretarea brută a lui \widehat{SR} este însă insuficientă, deoarece precizia sa depinde de lungimea eșantionului și de caracteristicile distribuției randamentelor. Lucrarea subliniază explicit că raportul Sharpe este estimat și că inferența asupra lui trebuie corectată pentru skewness, kurtosis și testări multiple.

Probabilistic Sharpe Ratio (PSR)

Pentru a evalua dacă un Sharpe observat este statistic semnificativ, lucrarea propune testarea ipotezei

$$H_0: SR \leq SR_0 \text{ vs. } H_1: SR > SR_0,$$

unde SR_0 este un prag de referință. Statistica de test este

$$z^*(SR_0) = \frac{\widehat{SR}^* - SR_0}{\hat{\sigma}_{SR_0}},$$

cu

$$\hat{\sigma}_{SR_0} = \sqrt{\frac{1 - \hat{\gamma}_3 SR_0 + \frac{\hat{\gamma}_4 - 1}{4} SR_0^2}{T}}.$$

Semnificația acestui indicator: PSR exprimă probabilitatea ca adevăratul raport Sharpe să depășească benchmark-ul SR_0 , după corectarea pentru skewness, kurtosis și dimensiunea eșantionului. În loc să

raporteze doar o valoare punctuală, PSR mută interpretarea în spațiul probabilistic. Un PSR ridicat sugerează că performanța observată este mai greu de atribuit hazardului, în timp ce un PSR apropiat de 0,5 indică lipsa unei evidențe statistice solide. Lucrarea arată, inclusiv prin experimente Monte Carlo, că PSR oferă inferență mai fiabilă decât testele bazate pe distribuția t în prezența randamentelor non-normale.

Minimum Track Record Length (MinTRL)

PSR răspunde la întrebarea dacă un Sharpe observat este semnificativ. *Minimum Track Record Length* răspunde la o întrebare diferită și foarte practică: cât istoric este necesar pentru ca această semnificație să poată fi susținută statistic. MinTRL este definit ca dimensiunea minimă a eșantionului T care permite respingerea lui H_0 cu un nivel de încredere $1 - \alpha$. Formula oferită în lucrare este

$$MinTRL = \left(1 - \hat{\gamma}_3 SR_0 + \frac{\hat{\gamma}_4 - 1}{4} SR_0^2\right) \left(\frac{z_{1-\alpha}}{\overline{SR}^* - SR_0}\right)^2$$

Aici, $z_{1-\alpha}$ este cuantila distribuției normale standard corespunzătoare nivelului de semnificație ales. Interpretarea este clară: cu cât diferența dintre Sharpe-ul observat și benchmark este mai mică, cu atât este nevoie de un istoric mai lung pentru a susține concluzia; de asemenea, skewness-ul și kurtosis-ul nefavorabile măresc suplimentar această cerință de eșantion. MinTRL este util mai ales în evaluarea strategiilor noi, a fondurilor cu istoric scurt sau a exercițiilor de backtesting care produc performanțe atractive pe eșantioane limitate.

Puterea testului

Lucrarea insistă și asupra unei omisiuni frecvente în practică: lipsa raportării puterii testului. Dacă SR_1 reprezintă valoarea așteptată sub ipoteza alternativă, atunci eroarea de tip II este

$$\beta = Z\left(\frac{SR_c - SR_1}{\hat{\sigma}_{SR_1}}\right),$$

iar puterea testului este $1 - \beta$. Ideea economică este simplă: un test poate fi riguros din perspectiva controlului falselor pozitive, dar în același timp poate avea putere redusă și poate rata frecvent strategiile cu abilitate reală. De aceea, validarea performanței nu trebuie să se limiteze la semnificație statistică, ci trebuie să includă și probabilitatea de a detecta corect o performanță autentică.

Multiple testing și Deflated Sharpe Ratio (DSR)

În cercetarea financiară și în backtesting, problema majoră nu este doar semnificația statistică a unui singur rezultat, ci faptul că același rezultat este adesea selectat dintre multe încercări. Dacă se realizează K teste, probabilitatea de a obține cel puțin un fals pozitiv crește conform relației

$$\alpha_K = 1 - (1 - \alpha)^K.$$

Aceasta este baza formală a ideii că, după suficiente backtest-uri, este banal să apară un Sharpe ridicat doar din întâmplare. Pentru a corecta acest efect, lucrarea discută *Deflated Sharpe Ratio* (DSR), care ajustează PSR pentru selecția părtinitoare și pentru inflația Sharpe-ului generată de testări multiple.

Lucrarea subliniază că DSR este mai potrivit decât corecțiile generale de tip Bonferroni sau Šidák tocmai pentru că ține cont de dispersia Sharpe-urilor.

Observed Bayesian Tail-Area False Discovery Rate (oFDR)

Autorii introduc *Observed Bayesian Tail-Area False Discovery Rate* (oFDR), care poate fi exprimat astfel:

$$oFDR = P[H_0 | \widehat{SR} \geq \widehat{SR}^*] = \frac{P[\widehat{SR} \geq \widehat{SR}^* | H_0] P[H_0]}{P[\widehat{SR} \geq \widehat{SR}^*]}$$

Interpretarea este apropiată de întrebarea de politică investițională: care este probabilitatea ca rezultatul observat să fie, în fond, o descoperire falsă? Acesta este motivul pentru care lucrarea insistă că o valoare p redusă nu trebuie confundată cu o probabilitate redusă a nulului. În medii cu multe strategii testate și puține strategii cu adevărat valide, oFDR poate rămâne ridicat chiar și atunci când testul frecventist pare convingător.

Implicații pentru evaluarea performanței

Mesajul lucrării (López de Prado, Lipton, Zoonekynd, 2025) indica ca raportul Sharpe brut nu este suficient pentru validarea unei strategii, a unui fond sau a unui manager.

O evaluare riguroasă presupune cel puțin trei pași. Mai întâi, performanța trebuie testată prin PSR, astfel încât semnificația statistică să fie evaluată în mod explicit și ajustată pentru non-normalitate. Apoi, trebuie verificat dacă istoricul disponibil este suficient, prin MinTRL.

În fine, în toate situațiile în care rezultatul este selectat dintre mai multe încercări, este necesară o corecție pentru multiple testing. În aplicațiile în care se urmărește probabilitatea efectivă ca rezultatul să fie fals pozitiv, oFDR oferă o interpretare mai relevantă decât simpla raportare a valorii p.

Concluzie

Din perspectivă metodologică, contribuția principală a lucrării constă în mutarea evaluării performanței de la nivelul unui indicator punctual la nivelul unei inferențe statistice complete. Raportul Sharpe rămâne util, dar numai atunci când este ajustat pentru skewness, kurtosis, lungimea eșantionului și testările multiple. Fără aceste corecții, el riscă să transforme zgomotul statistic în aparență de abilitate și să valideze performanțe care nu rezistă în afara eșantionului.

Pentru un raport de stabilitate financiară a pieței de capital din România, concluzia relevantă este că măsurarea performanței ajustate la risc trebuie să se bazeze pe statistici corectate și pe inferență robustă, și nu pe o abordare naivă.

Portofolii de fonduri mutuale

MAD

Administrator	Fond	Clasa
Broker	FIX Invest	X
BT Asset Management	BT Clasic	X
BT Asset Management	BT Euro Clasic	X
BT Asset Management	BT Real Estate	X
ERSTE Asset Management	ERSTE Mix Prudent RON (fost You Invest Active RON)	X
ERSTE Asset Management	You Invest Balanced EUR	X
Patria Asset Management post-2018	Carpatica Global	X
Star Asset Management	Star Focus	X

MAE

Administrator	Fond	Clasa
Amundi Asset Management	Pioneer Integro	X
Broker	Fortuna Gold	X
Certinvest	Certinvest Dinamic	X
Certinvest	Certinvest Prudent	X
Certinvest	Certinvest Hot Stocks	X
ERSTE Asset Management	ERSTE Balanced RON	X
ERSTE Asset Management	ERSTE Balanced EURO (fost You Invest Active EUR)	X
Globinvest	Transilvania	X
Patria Asset Management post-2018	Carpatica Stock	X
SIRA	Omninvest	X

MAA

Administrator	Fond	Clasa
Globinvest	Napoca	X
Globinvest	TehnoGlobinvest	X

MAF

Administrator	Fond	Clasa
BRD Asset Management	BRD Diverso	A
BRD Asset Management	BRD Diverso	E
BRD Asset Management	BRD Oportunități	A
BRD Asset Management	BRD Oportunități	E
BRD Asset Management	BRD Oportunități	U
Broker	Fortuna Classic	X
Broker	Prosper Invest	X
Muntenia Invest	PLUS Invest	X
OTP Asset Management Romania	OTP Global Mix	E

OTP Asset Management Romania	OTP Global Mix	L
OTP Asset Management Romania	OTP Real Estate & Construction	E
OTP Asset Management Romania	OTP Real Estate & Construction	L
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Conservator EUR	A
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Conservator EUR	D
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Conservator EUR	PA
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Conservator EUR	X
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Conservator RON	A
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Conservator RON	D
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Conservator RON	PA
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Conservator RON	X
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Sustainable Mix	X
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Moderat EUR	A
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Moderat EUR	D
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Moderat EUR	PA
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Moderat EUR	X
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Moderat RON	A
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Moderat RON	D
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Moderat RON	PA
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Moderat RON	X
Star Asset Management	Star Next	X

FO

Administrator	Fond	Clasa
Amundi Asset Management	Pioneer Stabilo	X
BRD Asset Management	BRD Euro Fond	X
BRD Asset Management	BRD Euro Simplu	X
BRD Asset Management	BRD Obligațiuni	X
BRD Asset Management	BRD Simfonia	X
BRD Asset Management	BRD Simplu	X
BRD Asset Management	BRD USD Fond	X
Certinvest	Certinvest Obligațiuni	X
ERSTE Asset Management	ERSTE Bond Flexible Romania EUR	X
ERSTE Asset Management	ERSTE Bond Flexible RON	X
ERSTE Asset Management	ERSTE Liquidity RON	X
ERSTE Asset Management	ERSTE Liquidity EUR	X
Globinvest	Globinvest Bonds	X
OTP Asset Management Romania	OTP ComodisRO	X
OTP Asset Management Romania	OTP Dollar Bond	X
OTP Asset Management Romania	OTP Euro Bond	X
OTP Asset Management Romania	OTP Obligațiuni	I
OTP Asset Management Romania	OTP Obligațiuni	R

Patria Asset Management post-2018	Carpatica Obligațiuni	X
Patria Asset Management post-2018	Patria Euro Obligațiuni	X
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Dolar Plus	X
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Euro Obligațiuni (fost Confort Euro)	X
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Euro Plus	X
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen RON Flexi	X
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen RON Plus	A
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen RON Plus	D
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Euro Flexi	X

FA

Administrator	Fond	Clasa
BRD Asset Management	BRD Acțiuni	A
BRD Asset Management	BRD Acțiuni	E
BRD Asset Management	BRD Global	A
BRD Asset Management	BRD Global	E
BRD Asset Management	BRD Global	U
Broker	BET-FI Index Invest	X
Broker	Fondul Oamenilor de Afaceri	X
Broker	ETF BET BRK	X
BT Asset Management	BT Agro	X
BT Asset Management	BT Energy	X
BT Asset Management	BT Index Austria ATX	X
BT Asset Management	BT Index Romania ROTX	X
BT Asset Management	BT Maxim	X
BT Asset Management	BT Technology	X
Certinvest	Certinvest BET Index	X
Certinvest	Certinvest BET-FI Index	X
Certinvest	Certinvest XT Index	X
Certinvest	Certinvest Acțiuni	X
ERSTE Asset Management	ERSTE Equity Romania	X
Globinvest	Globinvest Food	X
Globinvest	GlobUS Blue Chips	X
Globinvest	Sanoglobinvest	X
Globinvest	Globinvest Energy&Financials ETF	X
OTP Asset Management Romania	OTP AvantisRO	E
OTP Asset Management Romania	OTP AvantisRO	L
OTP Asset Management Romania	OTP Expert	E
OTP Asset Management Romania	OTP Expert	L
OTP Asset Management Romania	OTP Innovation	E
OTP Asset Management Romania	OTP Innovation	L
Patria Asset Management post-2018	ETF Tradeville	X

Patria Asset Management post-2018	ETF Energie	
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen România Dividend	X
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen România Dividend	A
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen România Dividend	E
Raiffeisen Asset Management	Raiffeisen Sustainable Equity	X
STK Financial	STK Emergent	X
Swiss Capital Asset Management	Active Dinamic	X

RA

Administrator	Fond	Clasa
Atlas Asset Management	Audas Piscator	X
Atlas Asset Management	DCP Investiții	X
Atlas Asset Management	Herald	X
Atlas Asset Management	Hermes	X
Atlas Asset Management	Piscator Equity Plus	X
OTP Asset Management Romania	OTP Dinamic	E
OTP Asset Management Romania	OTP Dinamic	L
OTP Asset Management Romania	OTP Premium Return	E
OTP Asset Management Romania	OTP Premium Return	L

AF

Administrator	Fond	Clasa
Atlas Asset Management	Monolith	X
Atlas Asset Management	Agricultural	X
BRD Asset Management	BRD Orizont 2035	A
BRD Asset Management	BRD Orizont 2035	E
BRD Asset Management	BRD Orizont 2045	A
BRD Asset Management	BRD Orizont 2045	E
BT Asset Management	BT Dolar Fix	X
BT Asset Management	BT Euro Fix	X
BT Asset Management	BT Euro Obligațiuni	X
BT Asset Management	BT Fix	X
BT Asset Management	BT Obligațiuni	X
Certinvest	Certinvest Sector Focus	X

Bibliografie selectivă

BNR (ian. 2026) Hotărârile CA al BNR pe probleme de politică monetară

Comunicat de presă INS din 13.02.2026

Diebold F.X., Yilmaz. K. (2009) Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers with Application to Global Equity Markets, *The Economic Journal*, 119, Issue534, 158 – 171.

ECB (2025) Economic Bulletin, Issue 8, 2025

IMF (2026 Jan.) World Economic Outlook

Kim C. J., Nelson C. R. (1998). Business cycle turning points, a new coincident index, and tests of duration dependence based on a dynamic factor model with regime switching, *Review of Economics and Statistics*, 80(2), 188-201.

López de Prado, Lipton & Zoonekynd (2025), "How to Use the Sharpe Ratio", ADIA Lab Research Paper Series, No. 19

Organisation for Economic Co-operation and Development (2025) "Cuts in Official Development Assistance:

Roll R., Schwartz E., Subrahmanyam A. (2015). Liquidity and the Law of One Price: The Case of the Futures-Cash Basis, *Journal of Finance*, vol. 62, issue 5, 2201-2234.

Listă tabele

Tabel 1 Evoluția trimestrială a produsului intern brut	10
Tabel 2 Randamentele burselor de acțiuni (data de referință - 31 decembrie 2025)	16
Tabel 3 Activele nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de țările de domiciliu	20
Tabel 4 Vânzările nete ale OPCVM (milioane EUR) în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu în trimestrul III 2025.....	20
Tabel 5 Activele nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în funcție de țările de domiciliu	21
Tabel 6 Vânzările nete ale fondurilor de investiții alternative (milioane EUR) în trimestrul III 2025 în funcție de categoria de fonduri și țările de domiciliu	22
Tabel 7 Regim de volatilitate	36
Tabel 8 Top 20 cele mai performante fonduri de investiții locale la 31 decembrie 2025	39
Tabel 9 Indicatori de inferență statistică pentru raportul Sharpe.....	43
Tabel 10 Oferte publice primare de vânzare derulate în perioada 01.01.2025 – 31.12.2025 (conform documentelor aprobate de ASF).....	47
Tabel 11 Oferte publice de cumpărare derulate în perioada 01.01.2025 – 31.12.2025 (conform documentelor aprobate de ASF).....	48
Tabel 12 Numărul de Certificate de Înregistrare a Valorilor Mobiliare pe tipuri de operațiuni. emise în perioada 01.01.2025 – 31.12.2025.....	50
Tabel 13 Certificate emitenți instrumente cu venit fix	51
Tabel 14 Structura tranzacțiilor derulate la BVB (Piața Reglementată și SMT), după valoarea corespunzătoare fiecărui tip de instrument	56
Tabel 15 Analiză quarter-over-quarter (QoQ) și year-over-year (YoY)	58
Tabel 16 Top 20 emitenți după valoarea tranzacționată la 31 decembrie 2025 pe piața Reglementată (exclusiv acțiuni).....	59
Tabel 17 Evoluția trimestrială a tranzacțiilor derulate pe SMT în perioada T1 2022 - T4 2025	63
Tabel 18 Top emitenți după valoarea tranzacționată pe SMT (exclusiv acțiuni) în anul 2025	64
Tabel 19 Valoarea totală a deținerilor de instrumente financiare structurată pe tipuri de instrumente financiare	65
Tabel 20 Distribuția numărului de tranzacții decontate și a valorii decontate nete	66
Tabel 21 Distribuția numărului de tranzacții decontate și a valorii decontate brute	67
Tabel 22 Categoriile de intermediari pe piața reglementată administrată de BVB	68
Tabel 23 Categoriile de intermediari pe sistemul multilateral de tranzacționare administrat de BVB.....	68
Tabel 24 Clasamentul intermediarilor pe piețele la vedere administrate de BVB la 31 decembrie 2025	69
Tabel 25 Numărul de OPC-uri și Administratori	73
Tabel 26 Depozitarii activelor OPC.....	73
Tabel 27 Principalele societăți de administrare a investițiilor și activele administrate	74
Tabel 28 Numărul conturilor individuale de investiții și activele administrate de SAI-uri la 31 decembrie 2025	75
Tabel 29 Activele totale (milioane lei) pe categorii de OPC.....	76
Tabel 30 Structura portofoliilor investiționale pe categorii de OPC și pe clase de active (lei)	77
Tabel 31 Evoluția numărului de OPCVM, pe categorii	78
Tabel 32 Distribuția investitorilor pe categorii de OPCVM	78
Tabel 33 Structura activelor nete pe categorii de OPCVM	79
Tabel 34 Evoluția alocării strategice a activelor OPCVM	80
Tabel 35 Structura activelor nete pe categorii de FIA.....	80
Tabel 36 Evoluția alocării strategice a activelor FIA	81
Tabel 37 Evoluția sintetică a celor mai relevante societăți de investiții financiare	82
Tabel 38 Structura cumulată a portofoliilor SI-urilor la 31.12.2025	82

Listă grafice

Grafic 1 Creștere economică trimestrială (% modificare procentuală față de trimestrul anterior)	11
Grafic 2 Rata anuală a inflației (indicele armonizat al prețurilor de consum - IAPC)	12
Grafic 3 Randamentele obligațiunilor suverane (10 ani)	13
Grafic 4 Indicatorul de sentiment economic	14
Grafic 5 Indicatorul CISS pentru riscul sistemic pe termen lung (2020-2025) și pe termen scurt (2025).....	15
Grafic 6 Volatilitatea indicilor BVB, model GARCH(1,1), distribuție Student-t	17
Grafic 7 Indice de contagiune.....	18
Grafic 8 Activele nete (miliarde EUR) ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare din Europa la 30 septembrie 2025	19
Grafic 9 Activele nete (miliarde EUR) ale fondurilor de investiții alternative din Europa la 30 septembrie 2025	21
Grafic 10 Durata modificată pentru fondurile de obligațiuni în perioada 2021-2025	24
Grafic 11 Distribuția empirică a duratei modificate (decembrie 2021-decembrie 2025).....	26
Grafic 12 Corelații condiționate dintre România și bursele europene (model DCC. ianuarie 2024-octombrie 2025)..	28
Grafic 13 Gradul de coerență dintre Indicele BET și indicele european (STOXX600) în perioada ian. 2024 – dec. 2025	30
Grafic 14 Transformata Wavelet Continuă - Indicele BET (2024-2025).....	31
Grafic 15 Indice de Sentiment Bursier România – Google Trends 2025	34
Grafic 16 Bullish vs. Bearish Score Zilnic	34
Grafic 17 Regimuri de volatilitate. Scoruri de sentiment: scor bullish și scor bearish	35
Grafic 18 Randamentul titlurilor de stat cu maturitate de 6 luni (% yield) și rata fără risc la frecvența zilnică (bps) ...	41
Grafic 19 Raportul SR, PSR și puterea testului.....	45
Grafic 20 Randamente cumulate, SR, valori ajustate p-value și oFDR	45
Grafic 21 Evoluția indicilor Bursei de Valori București la 30.12.2025	55
Grafic 22 Evoluția indicilor BVB în perioada 2022 - 2025 (30.12.2021 = 100).....	56
Grafic 23 Structura trimestrială a tranzacțiilor derulate pe piața Reglementată în perioada 2022-2025	57
Grafic 24 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu acțiuni*, derulate pe piața Reglementată a BVB	57
Grafic 25 Evoluția capitalizării BVB (acțiuni)	58
Grafic 26 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor cu instrumente cu venit fix derulate pe piața Reglementată	60
Grafic 27 Valoare versus media mobilă a valorii pentru tranzacțiile cu instrumente cu venit fix pe piața reglementată	61
Grafic 28 Evoluția numărului de tranzacții cu instrumente cu venit fix pe piața reglementată	61
Grafic 29 Evoluția lunară a tranzacțiilor cu produse structurate în perioada ianuarie 2022 - decembrie 2025	62
Grafic 30 Evoluția lunară a valorii și numărului tranzacțiilor derulate pe SMT	65
Grafic 31 Valoarea intermediată pe piețe la vedere pe categorii de intermediari la 31 decembrie 2025	68
Grafic 32 Valoarea cumulată a fondurilor proprii ale SSIF.....	70
Grafic 33 Valoarea activelor în custodie raportată la nivelul fondurilor proprii.....	70
Grafic 34 Valoarea activelor în custodie raportată la numărul de conturi active	71
Grafic 35 Rezultatele financiare ale SSIF-urilor	71
Grafic 36 Distribuția SSIF în funcție de nivelul fondurilor proprii și de rezultatul net în T4 2025	72
Grafic 37 Gradul de concentrare pe piața fondurilor de investiții din România (după activul net la 31.12.2025)	75
Grafic 38 Evoluția activelor totale pe categorii de OPC	76
Grafic 39 Modificarea (%) activelor totale pe categorii de OPC la 31.12.2025 față de 31.12.2024.....	76
Grafic 40 Evoluția alocării strategice a portofoliilor OPC.....	77
Grafic 41 Cota de piață a OPCVM în funcție de politica investițională și de activul net (31.12.2025)	79
Grafic 42 Cota de piață a FIA în funcție de politica investițională și de activul net (31.12.2025)	80

Abrevieri

ARIS	=	Absolute Return Innovative Strategies
ASF	=	Autoritatea de Supraveghere Financiară
BCE	=	Banca Centrală Europeană
BET	=	Bucharest Exchange Trading
BNR	=	Banca Națională a României
BVB	=	Bursa de Valori București
CE	=	Comisia Europeană
CISS	=	Indicatorul Compozit pentru Riscurile Sistemice (Composite Indicator of Systemic Stress)
CR	=	Concentration Rate
EFAMA	=	European Fund and Asset Management Association
ESI	=	Indicatorul Sentimentului Economic (Economic Sentiment Indicator)
ESMA	=	European Securities and Markets Authority
ETF	=	Exchange-Traded Fund
FIA	=	Fonduri de Investiții Alternative
FMI	=	Fondul Monetar Internațional
IAPC	=	Indicele Armonizat al Prețurilor de Consum
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
SAI	=	Societate de Administrare a Investițiilor
SI	=	Societăți investiții
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

AG	=	AGROLAND BUSINESS SYSTEM
AQ	=	AQUILA PART PROD COM
ASC	=	ASCENDIA SA
AST	=	ARCTIC STREAM
ATB	=	ANTIBIOTICE S.A.
BAYN	=	BAYER AG.
BENTO	=	2B Intelligent Soft
BRD	=	BRD - Groupe Societe Generale SA
CC	=	CONNECTIONS CONSULT S.A.
CBKN	=	Commerzbank A.G.
DBK	=	Deutsche Bank A.G.
DIGI	=	Digi Communications N.V.
DN	=	DN Agrar Group
EL	=	Societatea Energetica Electrica SA
EM	=	Grup EM S.A.
EVER	=	EVERGENT INVESTMENTS S.A.
FP	=	Fondul Proprietatea
FOJE	=	FORAJ SONDE SA VIDELE
HAI	=	Holde Agri Invest S.A. - Clasa A
H2O	=	S.P.E.E.H. HIDROELECTRICA S.A.
ITG	=	IT GENETICS S.A.
IPRU	=	IPROEB SA Bistrita
JTG	=	JT GRUP OIL
LHA	=	DEUTSCHE LUFTHANSA A.G.
M	=	MedLife SA
MACO	=	MACOFIL SA TG. JIU
MET	=	META ESTATE TRUST
NRF	=	Norofert SA
ONE	=	ONE UNITED PROPERTIES
PE	=	Premier Energy PLC
SFG	=	Sphera Franchise Group
SNG	=	S.N.G.N. Romgaz SA
SNN	=	S.N. Nuclearelectrica S.A
SNP	=	OMV Petrom SA
TEL	=	C.N.T.E.E. TRANSELECTRICA
TGN	=	S.N.T.G.N. Transgaz SA
TLV	=	Banca Transilvania SA
TRP	=	Teraplast SA
TTS	=	TTS (TRANSPORT TRADE SERVICES)
UARG	=	ARGUS SA Constanta