

# Cum aplică sau explică societățile românești listate la bursă recomandările de bună guvernare corporativă?

Drd. Marius Eugen ROGOZ<sup>a</sup>, asist. univ. dr. Dragoș Andrei STOICA<sup>b</sup>

<sup>a, b</sup> Academia de Studii Economice din București

## Abstract

*This study aims to present the main guidelines published by the Bucharest Stock Exchange regarding the general principles of corporate governance, as well as an analysis of the level of compliance with them by listed companies. Thus, the authors have developed a three-level Corporate Governance Index with the help of which the level of compliance with the guidelines published by the BVB can be measured. Following the analysis, the authors conclude that the score obtained by the companies analysed is positive, based on their level of compliance with most of the guidelines presented by the BVB. Moreover, companies in the Premium category have a higher level of compliance with the guidelines of the Corporate Governance Code than other companies listed on the regulated market. From the perspective of future research, the authors aim to investigate whether corporate governance can influence a company's financial performance.*

**Keywords:** Romania, Bucharest Stock Exchange, corporate governance, index, *conform or explain*

**Termeni-cheie:** România, Bursa de Valori București, guvernare corporativă, index, *aplică sau explică*

**Clasificare JEL:** G30, G38, K22, M4, M40, M48

**To cite this article:** Marius Eugen Rogoz, Dragoș Andrei Stoica, *Cum aplică sau explică societățile românești listate la bursă recomandările de bună guvernare corporativă?*, *CECCAR Business Review*, N° 6/2024, pp. 1-10, <http://dx.doi.org/10.37945/cbr.2024.06.01>

## ➔ Introducere

Ce reprezintă guvernarea corporativă? Cum este implementat conceptul de guvernare corporativă? Este benefică aceasta societăților comerciale? Cum putem măsura avantajele aplicării mecanismelor de guvernare corporativă? Practica de tipul *aplică sau explică* (*comply or explain*) este potrivită pentru implementarea principiilor de guvernare? Aceste întrebări au fost adresate în ultimele două decade, iar numeroasele cercetări realizate au dus la completări pe această temă în vederea obținerii de noi răspunsuri. Studiul de față vizează modalitatea de aplicare a recomandărilor privind guvernarea corporativă de către societățile listate la Bursa de Valori București (BVB).

Prezentul studiu își propune să analizeze gradul de conformitate al companiilor listate la BVB cu conceptul de guvernare corporativă. Pentru a răspunde ipotezelor propuse, au fost calculate trei scoruri ce au la bază declarații de tipul *aplică sau explică* publicate în rapoartele anuale ale societăților respective. Scopul acestor scoruri este de a exprima nivelul de conformitate al companiilor nefinanciare listate la BVB cu prevederile Codului de Guvernare Corporativă și de a permite o analiză a rezultatelor obținute.

Perioada studiată este cuprinsă între anii 2017 și 2021, iar analiza se limitează la informațiile publicate de fiecare societate. Relevanța intervalului de timp ales se bazează pe faptul că 2017 a fost primul an complet în care dispozițiile Codului de Guvernare Corporativă s-au aplicat societăților listate la bursă. 2018 a fost primul an în care prevederile legislative cu privire la constituirea comitetului de audit au intrat în vigoare și au introdus

sanțiuni pecuniare pentru nerespectare, în timp ce analiza rapoartelor aferente perioadei 2019-2021 ține cont de întârzierea în aplicarea completă a Codului care a survenit în cazul unor firme din cauza coordonării precare cu anumite aspecte legislative apărute la finalul perioadei de raportare.

Astfel, prezenta lucrare își propune să studieze perioada de tranziție către noul Cod, prin analiza modului și a nivelului de conformitate atins de actorii selectați, a evoluției pozitive a aplicării prevederilor referitoare la guvernanta corporativă în perioada de referință, precum și dacă societățile listate în categoria Premium înregistrează scoruri de guvernanta mai bune decât cele din categoria Standard. Adoptarea unor prevederi legislative poate fi o cauză pentru care gradul de conformitate cu prevederile Codului a crescut în perioada studiată.

Prezentul articol este structurat în patru secțiuni. Prima parte include analiza literaturii de specialitate, respectiv a principalelor idei ale definirii conceptului de guvernanta corporativă, precum și prezentarea principalelor dovezi care conduc la motivarea studiului de față, atât din literatura internațională, cât și din cea autohtonă. A doua secțiune redă metodologia cercetării, cu discuții referitoare la construcția de indici. A treia parte prezintă rezultatele obținute, iar ultima cuprinde o serie de concluzii și comentarii.

În contextul unei economii emergente, aplicarea Codului de Guvernanta Corporativă este deosebit de relevantă pentru companiile listate la bursă. Prin analiza scorurilor de conformitate, studiul își propune să evidențieze impactul legislației asupra comportamentului corporativ și diferențele de performanță dintre companiile listate în categoria Premium față de cele din categoria Standard. Aceste demersuri sunt esențiale pentru a înțelege mai bine tranziția către o guvernanta corporativă solidă și pentru a identifica oportunități de îmbunătățire continuă în cadrul pieței de capital din România.

## ➔ Analiza literaturii de specialitate

### ■ Considerații generale privind guvernanta corporativă

Conceptul de guvernanta corporativă a apărut în secolul al XVI-lea, atunci când a fost înființată Compania Indiilor de Est (Cheffins, 2011), însă teoretizarea și implementarea sa au fost realizate mulți ani mai târziu. În 1991, Consiliul financiar raportor, Bursa de Valori din Londra și organismele profesionale contabile au înființat Comitetul Cadbury, iar în decembrie 1992, acesta a emis un raport final care cuprindea recomandările aplicării guvernantei corporative, reprezentând un reper în dezvoltarea acesteia și oferindu-i una dintre cele mai cunoscute definiții: „Guvernanta corporativă este sistemul prin care companiile sunt conduse și controlate.” (Cadbury, 1992).

În urma unor scandaluri răsunătoare (Enron, Parmalat, WorldCom ș.a.), au apărut acte legislative suplimentare legate de reglementarea mecanismelor de guvernanta, precum Legea Sarbanes Oxley, din SUA (Bhabra și Hossain, 2018). Se observă astfel cum s-au conturat reperele în domeniu în economiile puternice. De altfel, și Feleagă et al. (2011) menționează că cele mai bune practici de guvernanta corporativă au apărut în cadrul economiilor dezvoltate și că acestea au fost rapid diseminate în afara granițelor lor. În cazul României, specific țărilor excomuniste, companiile de stat au avut o influență majoră în viața economică a țării până în anii 2000.

În anul 1995 a fost reînființată Bursa de Valori București și, odată cu aceasta, companiile listate trebuie să aplice un nou model de raportare care implică un nivel de transparență ridicat. Din perspectiva guvernantei corporative, primul cod publicat de BVB a fost cel din anul 2001. Acesta a fost revizuit succesiv în 2008 și 2015, cea din urmă fiind ultima versiune a Codului aplicat de societățile listate la BVB.

Sursele mecanismelor de guvernanta corporativă din România sunt reprezentate atât de legislația care reglementează activitatea societăților (Legea societăților nr. 31/1990, republicată, cu modificările și completările ulterioare, Legea contabilității nr. 82/1991, republicată, cu modificările și completările ulterioare, etc.), cât și de Codul de Guvernanta Corporativă publicat de BVB. Acesta din urmă are caracter de recomandare pentru companiile listate la bursă, iar neîndeplinirea criteriilor specifice necesită explicații din partea lor. Practic, din această perspectivă, România a adoptat un model bazat pe principii, reținut în literatura de specialitate ca *aplică sau explică*.

### ■ *Aplică sau explică*

Modelul *aplică sau explică* al sistemului de guvernanta corporativă presupune analiza modului în care companiile aplică recomandările Codului sau, în situația în care nu le respectă, a prezentării informațiilor relevante

prin care acestea explică neconformitatea. Eficacitatea implementării unui astfel de model a făcut obiectul a numeroase studii care au prezentat, pe de o parte, că beneficiile obținute de abordarea pe bază de principii sunt exagerate și că recomandările Codului de guvernanta ar trebui inserate în reglementările obligatorii (MacNeil și Li, 2006) și, pe de altă parte, că un sistem de guvernanta bazat pe principii este benefic, permițându-le companiilor să implementeze circumstanțiat practici de guvernanta corporativă (Luo și Salterio, 2014). Un alt argument proreglementare este faptul că sistemul de guvernanta bazat pe principii poate ascunde strategii retorice orientate spre explicații înșelătoare care să justifice nerespectarea Codului, fapt ce poate aduce prejudicii sistemului *aplică sau explică* (Shrives și Brennan, 2017). Keay (2014) sugerează că abordarea acestui principiu ar funcționa mai bine dacă un organism de reglementare ar avea autoritatea de a audita gradul de conformitate cu prevederile legate de guvernanta și de a aplica sancțiuni atunci când situația o impune. Această poziționare ar determina în fond o aplicare obligatorie a dispozițiilor referitoare la guvernanta și o transformare a principiilor sale în reglementări.

De asemenea, studiile precedente au abordat nivelul de conformitate și calitatea explicațiilor companiilor listate la bursă. Cu toate că literatura de specialitate privind guvernanta corporativă este limitată în România, există abordări pro și contra la nivel de regiuni. Astfel, Grecia se confruntă cu un grad scăzut de conformitate cu recomandările Codului de guvernanta și cu un nivel și mai redus în ce privește prezentarea explicațiilor (Nerantzidis, 2015). Alte studii redau un nivel mare de conformitate în Polonia (Campbell *et al.*, 2009) sau constată o îmbunătățire a transparenței companiilor slovene (Djokic și Duh, 2018). De asemenea, a fost studiată și maniera de justificare a nerespectării principiilor de guvernanta. Thanasas *et al.* (2018) analizează informații despre societățile din Grecia care au încercat să justifice nealinieria la prevederile Codului, însă afirmațiile sunt similare pentru toate companiile. În aceeași ipostază se regăsește și Italia. Aici, societățile nu au reușit să justifice temeinic motivul pentru care nu au ținut cont de recomandări (Lepore *et al.*, 2018). Pe de altă parte, în Suedia, principiul *aplică sau explică* este eficient și majoritatea companiilor analizate au oferit informații relevante (Achtenhagen *et al.*, 2018).

Aspectele pro și contra prezentate mai sus, relevante pentru alte jurisdicții, determină apariția unei noi întrebări cu privire la modalitatea de adaptare a principiilor de guvernanta corporativă la contextul local românesc. Această întrebare este în conformitate cu concluziile lui Bhasa (2004), care susține că este improbabil să se identifice abordări similare în ceea ce privește guvernanta corporativă având în vedere diferențele politice dintre țări.

În România, Albu și Gîrbină (2015) au analizat modalitatea de respectare a Codului de Guvernanta Corporativă de către companiile listate la BVB în perioada 2010-2011, rezultatele consemnând eșecul acestora de a forma comitete la nivelul consiliilor de administrație. De asemenea, autorii au concluzionat că în economiile emergente sistemele juridice descurajează adoptarea abordărilor bazate pe principii, motivând că ele conțin prevederi neclare. Mai mult, au fost constatate o respectare în proporție de două treimi din totalul recomandărilor privind sistemul *aplică sau explică* și un număr redus de firme care au publicat această declarație pe site-ul propriu.

Achim *et al.* (2016) au analizat aceeași perioadă (2010-2011), iar rezultatele obținute nu au putut determina o corelație între respectarea principiilor guvernantei corporative și performanța financiară a companiilor. Totuși, autorii au identificat o legătură pozitivă între guvernanta corporativă și Raportul Q pentru anul 2011.

Potrivit Feleagă *et al.* (2011), marea majoritate a companiilor studiate nu îndeplinesc condițiile Codului de Guvernanta Corporativă al BVB atunci când se analizează independența directorilor și a membrilor comitetului de audit. Mai mult, gradul de transparență din cadrul societăților este mult mai scăzut decât al altor firme europene. În ciuda numeroaselor studii care au confirmat relația directă dintre guvernanta corporativă și performanța financiară a companiilor, în cazul celor românești nu este evidențiată o astfel de legătură.

De asemenea, Pinteș *et al.* (2021) remarcă absența impactului aplicării principiilor de guvernanta corporativă asupra performanței financiare din perioada 2010-2015 în România. O altă concluzie care se poate desprinde din acest studiu vizează media indicelui de guvernanta corporativă, de aproximativ 74%, putând fi privită ca o stare a gradului de conformitate cu guvernanta corporativă.

### ■ Guvernanta corporativă în România

După căderea comunismului apare Legea societăților comerciale (Legea nr. 31/1990). Astfel, dreptul corporativ a asimilat conceptul de conducere a companiilor de către persoane fizice, altele decât acționarii. În

plus, au fost trasate directive privind modalitatea de organizare a consiliului de administrație și de nominalizare a directorilor și limitările mandatului acestora, precum și stabilirea altor obligații proiectate de companie. Acest regulament este valoros pentru înțelegerea conceptului de guvernanta corporativă deoarece aduce două surse ale mecanismelor de guvernanta: legislația și actul constitutiv al societăților. De atunci au fost introduse numeroase amendamente și acte legislative care au afectat modul în care sunt controlate firmele, mai ales cele din domeniile bancar, investiții și asigurări și din alte sectoare intens reglementate.

Mai târziu, o altă sursă a mecanismelor de guvernanta corporativă din România este reprezentată de Bursa de Valori București. În anul 2001, BVB emite primul Cod de Guvernanta Corporativă adresat companiilor listate. Un nou Cod, bazat pe principiile OCDE, apare în anul 2008, însă aplicarea acestuia începe din 2009. Ultima versiune a Codului a fost actualizată în anul 2015, cu aplicabilitate din 2016. După cum este precizat în preambulul său, companiile listate sunt obligate să raporteze nivelul de conformitate prin completarea declarației *aplică sau explică*. De asemenea, BVB pune la dispoziție un model de declarație pe baza căruia companiile să raporteze conformitatea lor cu recomandările sau să explice de ce acestea nu au fost respectate.

Mai mult, Codul de guvernanta este însoțit de un manual de guvernanta corporativă menit să ajute companiile listate la bursă să respecte recomandările prezentate în Cod. Manualul include maniera de concepere a declarației de conformitate, care cuprinde informații privind structura, activitățile și responsabilitățile consiliului de administrație și ale comitetelor, riscul și controlul intern, remunerarea consiliului de administrație și acționarii.

## ➔ Metodologia cercetării

Metodologia cercetării se bazează pe analiza declarațiilor de conformitate regăsite în rapoartele anuale ale companiilor românești listate la BVB, pe baza căreia a fost realizat un indice care să măsoare gradul de conformitate al firmelor cu cerințele Codului. Modul de construcție a indicilor privind acest subiect a fost folosit în trecut de diverși autori care au încercat să cuprindă cât mai eficient elementele ce influențează nivelul de conformitate.

Lepore et al. (2018) au realizat un indice cu șase niveluri ce studiază gradul de conformitate cu recomandările privind guvernanta corporativă în Italia. De asemenea, Bursa de Valori din Istanbul calculează un indice de guvernanta corporativă în vederea măsurării randamentului companiilor listate la bursă. Un scor cuprins între 1 și 10 este acordat de bursa din Turcia ca fiind rezultatul conformității cu cei patru piloni ai guvernantei corporative: acționari, raportare și transparență, părți interesate și consiliul de administrație (Çalışkan și İçke, 2011).

Ca exemplu pentru România, Pintea et al. (2020) au realizat un indice, conform lui Cremers și Nair (2005), cu ajutorul căruia să poată măsura binar respectarea cerințelor Codului de Guvernanta Corporativă, având la bază declarațiile de conformitate. Astfel, valoarea 1 a fost alocată societăților care au ținut cont de prevederile Codului de guvernanta, în timp ce valoarea 0 a fost acordată companiilor care au ignorat aceste dispoziții.

Un alt indice este prezentat în literatura de specialitate din România de către Albu și Gîrbină (2015). Autorii au evaluat pe o scară de la 1 la 4 răspunsurile din declarațiile de conformare sau explicație ale companiilor. De asemenea, aceștia au ținut cont și de calitatea explicațiilor prezentate de societăți în vederea justificării neconformității. Indicele a fost calculat prin raportarea punctelor acordate la totalul scorului posibil. Indexul realizat în cadrul acestui studiu conține trei niveluri și vizează conformitatea și acuratețea explicațiilor legate de neconformitate. Astfel, 0 este alocat pentru neconformitate, 1 – pentru conformitate totală și 0,5 – pentru neconformitate însoțită de explicații nesatisfăcătoare pentru punctarea cu 1. Notarea privind nerespectarea sau respectarea integrală nu poate fi pusă sub semnul întrebării deoarece aceasta se bazează exclusiv pe răspunsurile oferite de companii în cadrul declarației *aplică sau explică*. Pe de altă parte, evaluarea scorului intermediar poate fi privită prin prisma subiectivismului autorilor. Astfel, pentru a evalua cu acuratețe informațiile prezentate de firme cu ajutorul acestei declarații, Albu și Gîrbină au folosit instrucțiunile din manualul de raportare privind guvernanta corporativă publicat de BVB în 2015. Suplimentar, aceștia au verificat aplicarea principiilor prin raportare la instrucțiunile din Compendiul de bune practici de guvernanta corporativă publicat de BVB.

Manualul de raportare privind guvernanta corporativă apreciază că o explicație este satisfăcătoare dacă îndeplinește următoarele cerințe:

- precizează clar dispoziția la care se referă;
- cuprinde, pe scurt, contextul și condițiile istorice privind excepția;
- prezintă o justificare specifică, ușor de înțeles și convingătoare în ceea ce privește neconformitatea, și nu o explicație „circulară” (de exemplu, am acționat în această manieră pentru că nu am acționat în alte moduri);
  - descrie acțiunile întreprinse în vederea atenuării riscurilor și pentru a menține conformitatea cu principiile relevante;
  - menționează dacă neconformitatea este temporară, precum și momentul în care compania intenționează să fie în conformitate cu principiile relevante.

Având în vedere aceste aspecte, autorii au luat în considerare cele cinci recomandări din manualul privind governanța corporativă pentru a evalua calitatea informațiilor prezentate de companii, care au fost ierarhizate pe trei niveluri.

Astfel, explicațiile identificate care fac apel la viitoare acțiuni, de exemplu „*Va fi implementat.*” sau „*Nu a fost efectuată nicio evaluare de către președintele consiliului de administrație.*”, au fost notate cu zero puncte. Informațiile detaliate care prezentau și procedura aplicată au fost notate cu 0,5 puncte dacă gradul de conformitate era parțial, de exemplu „*Activitatea consiliului de administrație nu a fost evaluată de președinte, dar AGA evaluează anual activitatea acestuia pe baza anumitor indicatori financiari. Hotărârea AGA este publicată pe site-ul societății.*”. Informațiile identificate care au respectat cele cinci puncte din manual au fost notate cu un punct, de exemplu „*Compartimentul de audit intern îi raportează din perspectivă administrativă directorului executiv. Totuși, departamentul de audit intern continuă să mențină anumite funcții de raportare către conducerea executivă, acest fapt ducând la o aplicare parțială a prevederilor de către companie. Comitetul de audit este informat în mod regulat în legătură cu principalele concluzii ale auditului intern și cu alte activități ale departamentului de audit intern. Comitetul de audit aprobă atât Carta de audit (termenii de referință pentru departamentul de audit în ceea ce privește scopul, autoritatea și responsabilitatea acestuia), cât și planul anual de audit intern. În opinia noastră, independența și obiectivitatea funcției de audit intern nu sunt afectate de această structură de raportare. Departamentul de audit intern nu a întâlnit în experiența anterioară situații care să pună în pericol independența sau obiectivitatea din punctul de vedere al modalității de raportare. Compania analizează în prezent posibilitățile de a fi în conformitate cu aceste prevederi în viitor.*”. O particularitate a notării cu 0,5 puncte este oferită de firmele care se află în proceduri de administrare specială (insolvență).

Cu ajutorul scorurilor obținute mai sus, autorii au calculat pentru fiecare an analizat trei scoruri (per companie, pe întrebare și medie pe an), după cum urmează:

$$CGScor \text{ per companie } (\%) = \frac{Scorul \text{ companiei}}{Scorul \text{ maxim posibil}} \times 100$$

$$CGScor \text{ pe întrebare } (\%) = \frac{Scorul \text{ întrebării}}{Scorul \text{ maxim posibil}} \times 100$$

$$CGMedie \text{ pe an } (\%) = \frac{\sum CGScor \text{ per companie}}{Numărul \text{ companiilor analizate}}$$

Având în vedere modelul de declarație furnizat de BVB în vederea raportării conformității cu cerințele Codului, au fost analizate 34 de recomandări pentru companiile listate la categoria Premium și 33 pentru cele din categoria Standard. Analiza efectuată nu a luat în calcul recomandarea adițională privind componența consiliului de administrație și nici pe cea legată de relația cu investitorii. Totuși, au fost analizate informațiile publicate de companii pentru fiecare subrecomandare în parte și acestea au fost corelate cu răspunsurile furnizate pentru recomandarea principală.

## ➔ Rezultate

Pe baza metodologiei au fost analizate declarațiile de conformare ale societăților nefinanciare listate la BVB în categoriile Premium și Standard în perioada 2017-2021. Similar altor autori ([Arcot et al., 2010](#), citați de



Albu și Gîrbină, 2015), am exclus din studiu societățile financiare pe baza argumentului că pentru acestea există diferite reglementări specifice. Prin urmare, au fost analizate firmele care au pus la dispoziție declarația de conformitate. Așadar, în 2017 au fost analizate 64 de companii, iar în 2018, 66 de societăți. În această perioadă, unele firme au fost radiate, în timp ce altele au fost listate, acest fapt determinând o dinamică a numărului de companii analizate de la un an la altul. În 2017 au fost identificate șapte societăți care nu au publicat declarația de conformitate, iar în 2018, cinci companii s-au aflat în această situație. În 2019 au fost identificate patru firme care au folosit versiunea veche a Codului sau nu au publicat declarația, iar în 2020 și 2021 întâlnim câte trei companii care nu s-au conformat. De asemenea, în perioada studiată, două societăți au fost delistate și una suspendată.

### ■ Scorul guvernancei corporative per companie

Potrivit calculului scorului guvernancei corporative per companie pentru cei cinci ani, 39 de firme au înregistrat valori mai ridicate ale indicelui în 2018 față de 2017 și doar opt au avut valori mai mici, în timp ce 16 au obținut același scor. Referitor la raportul 2019/2018, 25 de companii și-au îmbunătățit scorul, șapte au înregistrat valori mai mici și 32 au avut același scor. Variația medie 2019/2018 a fost de doar 2,4%. În cazul raportului 2020/2019, 23 de firme și-au îmbunătățit scorul, 15 au avut valori mai mici, iar 26 au obținut același scor. Variația medie 2020/2019 a fost de 3,1%. În 2021, 30 de companii și-au ameliorat scorul față de 2020, 20 au înregistrat valori mai mici, iar 14 au avut același scor. Variația medie 2021/2020 a fost de 3,8%.

În ce privește raportul 2018/2017, variația pozitivă cea mai mare a fost de 77,4%, iar variația negativă cea mai mare, de 40,82%. În intervalul 2018-2019 se evidențiază o variație pozitivă maximă de 56,1%, în timp ce variația negativă maximă este de 17,86%. În perioada 2019-2020, variația pozitivă maximă este de 60,5%, iar cea negativă maximă, de 20,5%. Între 2020 și 2021, variația pozitivă maximă este de 65,7%, iar cea negativă maximă, de 25,3%.

Tabelul 1 prezintă procentul de conformitate cu guvernancea corporativă pentru cei cinci ani analizați.

Tabelul 1. Scorul guvernancei corporative per companie

- % -

| Companii | 2017   | 2018   | 2019   | 2020      | 2021      | Companii | 2017  | 2018  | 2019       | 2020      | 2021      |
|----------|--------|--------|--------|-----------|-----------|----------|-------|-------|------------|-----------|-----------|
| ALR      | 45,59  | 80,88  | 83,82  | 86,76     | 90,00     | ELGS     | 34,85 | 34,85 | 34,85      | 37,88     | 40,00     |
| ATB      | 97,06  | 100,00 | 100,00 | 100,00    | 100,00    | ELJ      | 59,09 | 84,85 | 69,70      | 65,15     | 67,00     |
| BIO      | 51,47  | 54,41  | 58,82  | 58,82     | 62,00     | ENP      | n/a   | 63,64 | 63,64      | 60,61     | 62,00     |
| COTE     | 95,59  | 95,59  | 95,59  | 95,59     | 95,59     | EPT      | 48,48 | 48,48 | 48,48      | 48,48     | 50,00     |
| EL       | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00    | 100,00    | IARV     | 93,94 | 93,94 | 93,94      | 96,97     | 97,00     |
| ELMA     | 52,94  | 76,47  | 79,41  | 77,94     | 82,00     | MECE     | 13,64 | 12,12 | 13,64      | 16,67     | 18,00     |
| IMP      | 80,88  | 79,41  | 91,18  | 92,65     | 93,00     | MECF     | 69,70 | 81,82 | 81,82      | 86,36     | 87,00     |
| M        | 77,94  | 92,65  | 98,53  | 100,00    | 100,00    | NAPO     | 24,24 | 25,76 | 24,24      | 22,73     | 23,00     |
| SNG      | 83,82  | 97,06  | 97,06  | 97,06     | 97,06     | OIL      | 78,79 | 86,36 | 93,94      | 93,94     | 94,00     |
| SNN      | 88,24  | 92,65  | 98,53  | 95,59     | 96,00     | OLT      | 54,55 | 59,09 | Delistată  | Delistată | Delistată |
| SNP      | 94,12  | 95,59  | 94,12  | 94,12     | 94,12     | PPL      | 36,36 | 45,45 | 50,00      | 59,09     | 60,00     |
| TEL      | 86,76  | 91,18  | 91,18  | 97,06     | 98,00     | PREB     | 77,27 | 77,27 | 77,27      | 77,27     | 77,27     |
| TGN      | 86,76  | 86,76  | 86,76  | 86,76     | 86,76     | PREH     | 42,42 | 42,42 | 43,94      | 43,94     | 44,00     |
| AAG      | n/a    | 84,85  | 83,33  | 86,36     | 87,00     | PTR      | 39,39 | 69,70 | 80,30      | 78,79     | 80,00     |
| ALT      | 90,91  | 86,36  | 87,88  | 45,45     | 50,00     | RMAH     | 92,42 | 98,48 | 100,00     | 100,00    | 100,00    |
| ALU      | 92,42  | 92,42  | 92,42  | 92,42     | 92,42     | ROCE     | 74,24 | 75,76 | 78,79      | 81,82     | 82,00     |
| ARM      | 19,70  | 18,18  | 21,21  | 21,21     | 22,00     | RPH      | 93,94 | 96,97 | 93,94      | 93,94     | 94,00     |
| ARS      | 66,67  | 92,42  | 96,97  | 93,94     | 94,00     | RRC      | 53,03 | 78,79 | 81,82      | 81,82     | 82,00     |
| ART      | 54,55  | 89,39  | 89,39  | Delistată | Delistată | RTRA     | 37,88 | 39,39 | 39,39      | 45,45     | 47,00     |
| ARTE     | 27,27  | 25,76  | 25,76  | 30,30     | 35,00     | SCD      | 69,70 | 63,64 | 54,55      | 54,55     | 55,00     |
| BCM      | 71,21  | 72,73  | 72,73  | 72,73     | 73,00     | SCPS     | 74,24 | 43,94 | Suspendată | Delistată | Delistată |
| BRM      | 46,97  | 46,97  | 46,97  | 50,00     | 52,00     | SNO      | 74,24 | 89,39 | 89,39      | 89,39     | 90,00     |
| CAOR     | 40,91  | 69,70  | 72,73  | 75,76     | 78,00     | SOCF     | 30,30 | 33,33 | 33,33      | 33,33     | 34,00     |
| CBC      | 30,30  | 31,82  | 31,82  | 48,48     | 50,00     | STZ      | 59,09 | 60,61 | 60,61      | 60,61     | 61,00     |
| CEON     | 80,30  | 84,85  | 87,88  | 87,88     | 88,00     | TBM      | n/a   | 89,39 | 89,39      | 93,94     | 94,00     |
| CMF      | 45,45  | 51,52  | 51,52  | 51,52     | 52,00     | TRP      | 93,94 | 93,94 | 96,97      | 87,88     | 89,00     |

| Companii | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | Companii | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CMP      | 84,85 | 86,36 | 89,39 | 89,39 | 90,00 | TUFE     | 53,03 | 53,03 | 53,03 | 66,67 | 68,00 |
| CNTE     | 54,55 | 57,58 | 57,58 | 57,58 | 57,58 | UAM      | 31,82 | 34,85 | 34,85 | 30,30 | 32,00 |
| COMI     | 43,94 | 43,94 | 43,94 | 43,94 | 43,94 | UCM      | 56,06 | 55,76 | 56,06 | 57,58 | 58,00 |
| COS      | 54,55 | 54,55 | 54,55 | 56,06 | 57,00 | UZT      | 53,03 | 62,12 | 96,97 | 96,97 | 97,00 |
| COTR     | 75,76 | 75,76 | 75,76 | 0,00  | 0,00  | VESY     | 59,09 | 72,73 | 69,70 | 63,64 | 65,00 |
| DAFR     | 39,39 | 43,94 | 46,97 | 50,00 | 52,00 | VNC      | 74,24 | 74,24 | 74,24 | 72,73 | 73,00 |
| EFO      | 77,27 | 81,82 | 81,82 | 78,79 | 80,00 | SFG      | 86,76 | 89,71 | 91,18 | 88,24 | 89,00 |

Sursa: Prelucrarea autorilor, 2024.

Din Tabelul 1 a fost extras și gradul mediu de conformitate pentru fiecare an. Astfel, în 2017, acesta era de 62,96%, în 2018 – de 69,17%, în 2019 – de 71,13%, în 2020 – de 69,85%, iar în 2021 – de 70,75%. Având în vedere trendul pozitiv, putem concluziona că există o creștere a gradului de conformitate de la un an la altul.

O altă analiză relevantă se referă la clasificarea companiilor în categoriile Premium și Standard. Astfel, în cadrul primei categorii s-a identificat un scor de 88,24%, în timp ce în categoria Standard, acesta este de doar 63,79%. Observăm că în general companiile au înregistrat o tendință de îmbunătățire a scorurilor de guvernare corporativă în cei cinci ani analizați.

#### ■ Scorul guvernărilor corporative pe întrebare

Înainte de a calcula scorul guvernărilor corporative pe întrebare, am observat că în 2018 au fost identificate 28 de întrebări care marcau valori mai mari ale scorului decât în 2017, cinci cu valori mai mici și una cu un scor similar celui din anul precedent. Pentru cele cinci întrebări cu valori mai mici, media variației negative este de 0,76%, în timp ce variația medie este de 9,78%. Raportul 2019/2018 este similar. Astfel, 30 de întrebări marchează un scor superior și doar patru au un scor inferior. Cu toate acestea, media variației negative este de 1,5%, în timp ce variația medie este de 3,23%. Așadar, putem observa o variație mai ridicată a raportului 2018/2017 față de cel din 2019/2018. În 2020, 24 de întrebări au prezentat o creștere a scorului comparativ cu anul anterior, 10 au suferit o scădere și una a rămas la același nivel. Media variației negative pentru cele 10 întrebări este de 2,56%, iar variația medie, de 1,97%. Pentru raportul 2021/2020, 27 de întrebări au avut un scor mai mare, șapte, un scor mai mic și una și-a păstrat aceeași valoare. Media variației negative este de 1,02%, iar variația medie, de 2,87%.

Valorile scorului guvernărilor corporative pe întrebare sunt prezentate în Tabelul 2.

Tabelul 2. Scorul guvernărilor corporative pe întrebare

- % -

| Întrebări | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | Întrebări | 2017   | 2018  | 2019  | 2020   | 2021  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|--------|-------|-------|--------|-------|
| A.1       | 73,81 | 75,76 | 77,34 | 75,76 | 77,25 | B.7       | 50,79  | 66,67 | 67,97 | 66,67  | 72,19 |
| A.2       | 62,70 | 68,18 | 71,09 | 70,45 | 74,22 | B.8       | 51,59  | 66,67 | 67,97 | 67,42  | 71,88 |
| A.3       | 73,81 | 73,48 | 73,44 | 75,76 | 76,25 | B.9       | 96,03  | 96,21 | 96,88 | 98,48  | 98,13 |
| A.4       | 76,98 | 83,94 | 85,94 | 86,36 | 84,75 | B.10      | 49,21  | 53,79 | 57,03 | 60,61  | 61,25 |
| A.5       | 73,02 | 72,73 | 74,22 | 74,24 | 76,25 | B.11      | 84,13  | 87,12 | 89,84 | 84,85  | 92,50 |
| A.6       | 70,63 | 75,76 | 75,78 | 77,27 | 78,44 | B.12      | 53,17  | 70,45 | 74,22 | 73,48  | 78,75 |
| A.7       | 88,10 | 87,12 | 90,63 | 91,67 | 93,13 | C.1       | 39,68  | 40,15 | 38,28 | 50,76  | 49,63 |
| A.8       | 30,16 | 34,09 | 38,28 | 37,12 | 42,19 | D.1       | 71,43  | 72,73 | 73,44 | 73,48  | 76,88 |
| A.9       | 73,02 | 77,27 | 79,69 | 78,03 | 82,50 | D.2       | 43,65  | 47,73 | 53,13 | 54,55  | 57,19 |
| A.10      | 78,57 | 78,79 | 80,47 | 78,79 | 83,75 | D.3       | 37,30  | 41,67 | 43,75 | 49,24  | 46,25 |
| A.11      | 67,86 | 67,86 | 71,43 | 71,43 | 74,38 | D.4       | 100,00 | 98,48 | 98,44 | 100,00 | 99,38 |
| B.1       | 59,52 | 68,94 | 71,09 | 69,70 | 74,69 | D.5       | 85,71  | 86,36 | 87,50 | 86,36  | 89,38 |
| B.2       | 55,56 | 65,15 | 68,75 | 66,67 | 72,50 | D.6       | 79,37  | 84,85 | 87,50 | 86,36  | 90,31 |
| B.3       | 50,00 | 59,85 | 64,06 | 65,91 | 68,13 | D.7       | 80,16  | 82,58 | 83,59 | 82,58  | 86,25 |
| B.4       | 47,62 | 60,61 | 63,28 | 63,64 | 62,50 | D.8       | 89,68  | 89,39 | 88,28 | 89,39  | 90,00 |
| B.5       | 46,83 | 59,85 | 61,72 | 61,36 | 60,63 | D.9       | 42,86  | 46,21 | 46,88 | 50,76  | 49,38 |
| B.6       | 47,62 | 60,61 | 64,84 | 63,64 | 69,38 | D.10      | 50,79  | 53,79 | 56,25 | 60,61  | 59,69 |

Sursa: Prelucrarea autorilor, 2024.

### ■ Media indicelui guvernancei corporative pe întrebare pentru fiecare categorie

Pe baza scorului de guvernance corporativă pe întrebare și a numărului de recomandări pentru cele patru categorii de recomandări ale Codului, Tabelul 3 prezintă comparativ valorile medii ale scorului guvernancei corporative pe întrebare la nivel de categorii de recomandări.

Tabelul 3. Scorul guvernancei corporative pe categorii

- % -

| Categorii | Medie în 2017 | Medie în 2018 | Medie în 2019 | Medie în 2020 | Medie în 2021 |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| A         | 69,88         | 72,27         | 74,39         | 74,26         | 76,19         |
| B         | 57,67         | 67,99         | 70,64         | 70,20         | 73,54         |
| C         | 39,68         | 40,15         | 38,28         | 50,76         | 49,63         |
| D         | 68,10         | 70,38         | 71,88         | 73,33         | 74,47         |

Sursa: Prelucrarea autorilor, 2024.

Referitor la aceste recomandări, se poate observa o evoluție liniară pozitivă aferentă categoriilor A, B și D, iar în cazul categoriei C, evoluția este sinusoidală. Pe baza informațiilor prezentate în Tabelele 2 și 3, se remarcă evoluția indicilor de guvernance corporativă referitori la cei patru piloni pentru care au fost dezvoltate recomandări în cadrul Codului de Guvernance Corporativă (structura, responsabilitățile și activitățile consiliului de administrație și ale comitetelor, risc și control intern, remunerarea consiliului de administrație și informații privind acționarii).

Astfel, întrebările cuprinse în categoria A a Codului (despre structura, responsabilitățile și activitățile consiliului de administrație și ale comitetelor) prezintă o variație medie pozitivă de 4,08% în perioada 2017-2018. Tot în cazul primei categorii se poate observa că în intervalul 2018-2019 variația medie pozitivă este de 3,42%, între 2019 și 2020, aceasta este de 2,09%, iar între 2020 și 2021, de 1,67%.

O variație medie semnificativă se înregistrează în cazul categoriei B (referitoare la risc și control intern). În perioada 2017-2018 se remarcă o variație medie pozitivă de 20,1%, iar între 2018 și 2019, una de doar 4,11%. În intervalul 2019-2020, variația medie pozitivă este de 2,8%, iar între 2020 și 2021, aceasta este de 1,56%.

Din perspectiva indicelui categoriei C (privind remunerarea consiliului de administrație), în perioada 2017-2018 se identifică o variație medie pozitivă de 1,19%, în timp ce între 2018 și 2019 se individualizează o variație medie negativă de 4,66%. În intervalul 2019-2020, variația medie pozitivă este de 1,41%, iar între 2020 și 2021, aceasta înregistrează 0,94%.

Indicele referitor la recomandările cuprinse în categoria D (despre relația cu acționarii) evidențiază o variație medie pozitivă de 4,54% în perioada 2017-2018 și una de 2,77% între 2018 și 2019. În intervalul 2019-2020, variația medie pozitivă este de 2%, iar între 2020 și 2021, aceasta este de 1,38%.

### ➔ Concluzii

Scopul acestui studiu este acela de a evalua felul în care companiile nefinanciare listate la BVB au înțeles să aplice principiile de guvernance corporativă la începutul unei noi ere de raportare în acest domeniu. Astfel, au fost colectate informații din surse publice pentru a calcula cei trei indici pe baza cărora s-a conturat o imagine a gradului de conformitate cu prevederile Codului de Guvernance Corporativă. Prezenta lucrare contribuie la literatura de specialitate pe această temă prin oferirea unei noi perspective asupra modelului *aplică sau explică* și a modului în care firmele românești au înțeles și au reușit să respecte prevederile Codului în perioada imediat următoare adoptării sale.

Rezultatele analizei indică o îmbunătățire generală a scorurilor de guvernance corporativă în rândul companiilor listate la BVB. Această tendință pozitivă sugerează conștientizarea firmelor și aplicarea mai riguroasă a principiilor de guvernance corporativă, reflectând un angajament crescut pentru transparență și responsabilitate în raport cu stakeholderii. Este important de menționat că variațiile scorurilor de la un an la altul pot fi influențate de factori multipli, inclusiv schimbări legislative, evoluții economice și strategii interne ale companiilor. De asemenea, îmbunătățirea continuă a scorurilor subliniază importanța unor evaluări periodice și ajustări continue ale politicilor de guvernance corporativă.



Din analiza întreprinsă putem observa evoluția pozitivă în perioada studiată a scorurilor calculate pentru majoritatea companiilor listate la bursă. Acest fapt indică o atenție tot mai ridicată a firmelor pentru recomandările Codului de Governanță Corporativă. Este important de analizat dacă tendința curentă se va menține și în perioadele viitoare. De asemenea, este de remarcat că variația aferentă intervalului de timp 2017-2018 este mult mai mare decât cea din perioadele ulterioare. Acest fapt poate fi explicat prin gradul de conștientizare tot mai ridicat al societăților în ce privește adoptarea recomandărilor, dar și prin faptul că anul 2018 este marcat de introducerea în legislație a unor prevederi care se suprapun cu cele ale Codului. Totodată, trebuie menționat că evoluția scorurilor în perioadele de după 2018, deși pozitivă, nu a mai înregistrat creșteri accelerate. Astfel, este interesant de studiat în cercetările viitoare modul în care firmele românești au ajuns la maturitate în legătură cu aplicarea acestor prevederi și în ce măsură ele mai sunt relevante pentru conducerea și controlul lor.

Pe de altă parte, se poate observa un indice mai scăzut al conformității privind formarea comitetului de audit. Contraperformața din 2017 s-a îmbunătățit semnificativ în următorii ani (2018 și 2019). Aceste rezultate sunt confirmate și de cercetarea lui Albu și Gîrbină (2015). Totuși, evoluția trebuie privită și prin prisma legii auditului statutar (Legea nr. 162/2017 privind auditul statutar al situațiilor financiare anuale și al situațiilor financiare anuale consolidate și de modificare a unor acte normative), aplicată începând cu 2018, care obligă companiile de interes public să formeze comitete de audit. Astfel, această concluzie, coroborată cu creșterea scorului de conformitate pentru categoria C în 2020, poate răspunde parțial la întrebarea referitoare la modul în care companiile românești au aplicat modelul *aplică sau explică*. Adoptarea unor acte normative care prevăd sancțiuni a dus la creșterea semnificativă a gradului de conformitate cu recomandările cuprinse în categoria B, ceea ce confirmă încă o dată faptul că raportarea este dominată de ideea de a produce informație orientată către stat (Jianu și Jianu, 2012).

Un alt aspect relevant care reiese din analiză este eșecul companiilor listate la BVB de a prezenta informații despre politica de remunerare a consiliului de administrație. Media indicelui pentru această recomandare a fost în toți cei cinci ani mai scăzută decât cea a indicilor aferenți altor categorii. Rezultatul se poate explica printr-o ezitare a acestui consiliu de a publica informații despre remunerarea membrilor săi. Literatura de specialitate care vizează plățile directorilor este vastă, motiv pentru care aceste rezultate pot contribui la cercetările viitoare.

O altă concluzie este legată de clasificarea companiilor listate la BVB în categoriile Premium și Standard. În analiza noastră, firmele din prima categorie evidențiază un grad mai ridicat de conformitate cu cerințele Codului decât cele din categoria Standard. Astfel, pentru a fi listate în categoria Premium, companiile trebuie să îndeplinească anumite condiții legate de valoarea de piață a numărului de acțiuni emise și disponibile pentru tranzacționare. Așadar, se poate înțelege că aceste societăți sunt cele mai mari de pe piață. Chiar dacă studiul de față nu corelează rezultatele indicelui de governanță corporativă cu mărimea companiilor sau cu performanța lor financiară, rezultatele obținute sunt importante deoarece scorul înregistrat de firmele mari, din categoria Premium, este mai ridicat decât în cazul celorlalte societăți.

Studiul actual prezintă limitări în ceea ce privește dimensiunea redusă a eșantionului, acest fapt îngreunând procesul de analiză statistică extinsă.

### Bibliografie

1. Achim, M.-V., Borlea, S.-N., Mare, C. (2016), *Corporate Governance and Business Performance: Evidence for the Romanian Economy*, Journal of Business Economics and Management, vol. 17, nr. 3, pp. 458-474, <https://doi.org/10.3846/16111699.2013.834841>.
2. Achtenhagen, L., Inwinkl, P., Björktoft, J., Källenius, R. (2018), *More than Two Decades after the Cadbury Report: How Far Has Sweden, as Role Model for Corporate-Governance Practices, Come?*, International Journal of Disclosure and Governance, vol. 15, pp. 235-251, <https://doi.org/10.1057/s41310-018-0051-1>.
3. Albu, C.N., Gîrbină, M.M. (2015), *Compliance with Corporate Governance Codes in Emerging Economies. How Do Romanian Listed Companies "Comply-or-Explain"?*, Corporate Governance, vol. 15, nr. 1, pp. 85-107, <https://doi.org/10.1108/CG-07-2013-0095>.

4. Arcot, S., Bruno, V., Faure-Grimaud, A. (2010), *Corporate Governance in the UK: Is the Comply or Explain Approach Working?*, International Review of Law and Economics, vol. 30, nr. 2, pp. 193-201.
5. Bhabra, H.S., Hossain, A.T. (2018), *Did the Sarbanes-Oxley Act Result in a Strategic Shift in M&A Motives?*, Managerial Finance, vol. 44, nr. 2, pp. 142-159, <https://doi.org/10.1108/MF-07-2017-0254>.
6. Bhasa, M.P. (2004), *Global Corporate Governance: Debates and Challenges*, Corporate Governance, vol. 4, nr. 2, pp. 5-17, <https://doi.org/10.1108/14720700410534930>.
7. Cadbury, A. (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee & Co., London.
8. Çalışkan, N., İçke, T. (2011), *Turkish Corporate Governance Principles and Its Implications for ISE Corporate Governance Index Companies*, Journal of Accounting and Finance, vol. 11, nr. 1, pp. 60-75.
9. Campbell, K., Jerzemowska, M., Najman, K. (2009), *Corporate Governance Challenges in Poland: Evidence from "Comply or Explain" Disclosures*, Corporate Governance, vol. 9, nr. 5, pp. 623-634, <https://doi.org/10.1108/14720700910998184>.
10. Cheffins, B.R. (2011), *The History of Corporate Governance*, SSRN Electronic Journal, <https://doi.org/10.2139/ssrn.1975404>.
11. Cremers, K.M., Nair, V.B. (2005), *Governance Mechanisms and Equity Prices*, Journal of Finance, vol. 60, nr. 6, pp. 2859-2894, <https://ssrn.com/abstract=938528>.
12. Djokic, D., Duh, M. (2018), *The "Comply or Explain" Principle in the Republic of Slovenia*, Corporate Governance, vol. 18, nr. 5, pp. 839-857, <https://doi.org/10.1108/CG-09-2017-0230>.
13. Feleagă, N., Feleagă, L., Dragomir, V.D., Bigioi, A.D. (2011), *Governanța corporativă în economiile emergente: cazul României*, Economie teoretică și aplicată, vol. 18, nr. 9, pp. 3-15.
14. Jianu, I., Jianu, I. (2012), *The Told and Retold Story of Romanian Accounting*, Journal of Accounting & Management Information Systems, vol. 11, nr. 3, pp. 391-423.
15. Keay, A. (2014), *Comply or Explain in Corporate Governance Codes: In Need of Greater Regulatory Oversight?*, Legal Studies, vol. 34, nr. 2, pp. 279-304, <https://doi.org/10.1111/lest.12014>.
16. Lepore, L., Pisano, S., Di Vaio, A., Alvino, F. (2018), *The Myth of the Good Governance Code: An Analysis of the Relationship between Ownership Structure and the Comply-or-Explain Disclosure*, Corporate Governance, vol. 18, nr. 5, pp. 809-838, <https://doi.org/10.1108/CG-08-2017-0197>.
17. Luo, Y., Salterio, S.E. (2014), *Governance Quality in a "Comply or Explain" Governance Disclosure Regime*, Corporate Governance: An International Review, vol. 22, nr. 6, pp. 460-481, <https://doi.org/10.1111/corg.12072>.
18. MacNeil, I., Li, X. (2006), *Comply or Explain: Market Discipline and Non-Compliance with the Combined Code*, Corporate Governance: An International Review, vol. 14, nr. 5, pp. 486-496, <https://doi.org/10.2139/ssrn.726664>.
19. Nerantzidis, M. (2015), *Measuring the Quality of the "Comply or Explain" Approach: Evidence from the Implementation of the Greek Corporate Governance Code*, Managerial Auditing Journal, vol. 30, nr. 4/5, pp. 373-412, <https://doi.org/10.1108/MAJ-08-2014-1060>.
20. Pinteă, M.O., Pop, A.M., Gavriletea, M.D., Sechel, I.C. (2021), *Corporate Governance and Financial Performance: Evidence from Romania*, Journal of Economic Studies, vol. 48, nr. 8, pp. 1573-1590, <https://doi.org/10.1108/JES-07-2020-0319>.
21. Shrivs, P.J., Brennan, N.M. (2017), *Explanations for Corporate Governance Non-Compliance: A Rhetorical Analysis*, Critical Perspectives on Accounting, vol. 49, pp. 31-56, <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2017.08.003>.
22. Thanasas, G.L., Kontogeorga, G., Drogalas, G.A. (2018), *Does the "Capstone" of the "Comply or Explain" System Work in Practice? Evidence from Athens Stock Exchange*, Corporate Governance, vol. 18, nr. 5, pp. 911-930, <https://doi.org/10.1108/CG-10-2017-0239>.
23. Bursa de Valori București (2015), *Codul de Guvernare Corporativă*, [https://bvb.ro/info/Rapoarte/Diverse/RO\\_Cod%20Guvernanta%20Corporativa\\_WEB\\_revised.pdf](https://bvb.ro/info/Rapoarte/Diverse/RO_Cod%20Guvernanta%20Corporativa_WEB_revised.pdf).
24. Bursa de Valori București (2015), *Manual privind Raportarea în materie de Guvernare Corporativă*, [https://m.bvb.ro/info/rapoarte/diverse/ro\\_ebrd\\_manual%20privind%20raportarea%20in%20materie%20de%20gc\\_17.09.2015.pdf](https://m.bvb.ro/info/rapoarte/diverse/ro_ebrd_manual%20privind%20raportarea%20in%20materie%20de%20gc_17.09.2015.pdf).