

Raport Agregat 2026 de Monitorizare a Guvernății Corporative (pentru exercițiul financiar 2025)

1. Introducere

Anul financiar 2025 marchează primul ciclu de raportare conform Codului revizuit de Guvernăță Corporativă al Bursei de Valori din București ("Codul"), reprezentând o bornă importantă pentru piața de capital din România. Actualizarea Codului reflectă așteptările în evoluție a reglementărilor, cele mai bune practici internaționale și importanța tot mai mare a transparenței, sustenabilității, eficacității consiliului, supravegherii riscului și implicării investitorilor. În acest context, acest **Raport Agregat de Monitorizare a Guvernantei Corporative** oferă o primă evaluare la nivel de piață a modului în care emitentii au răspuns noului cadru și în ce măsură prevederile actualizate au fost implementate și dezvăluite în practică.

Acest raport se concentrează pe o perspectivă la nivelul întregii piețe, analizând tendințele de conformare la toți emitenții listați pe piața reglementată, mai degrabă decât performanța individuală a unei companii. Nu are scopul de a evalua sau clasifica emitenți în mod individual, ci de a identifica tendințele la nivel agregat, zonele de aliniere mai puternică cu Codul și zonele în care pot fi necesare progrese suplimentare, raportări mai clare sau îndrumări suplimentare. Prin agregarea informațiilor dezvăluite în declarațiile "Aplici sau Explici", raportul evidențiază zonele în care alinierea cu Codul este puternică, precum și cele în care sunt necesare eforturi suplimentare. Deoarece acesta este primul an de aplicare, rezultatele trebuie interpretate având în vedere o **perioadă de tranziție**, în care emitenții își adaptează cadrele de guvernăță, procesele interne și practicile de raportare la noile cerințe.

Dincolo de evaluarea nivelurilor actuale de conformare, acest raport stabilește și direcția pentru următoarea fază a dezvoltării guvernății corporative. Oferă BVB oportunitatea de a semnaliza domeniile cheie de interes pentru următoarele 12 luni, inclusiv aspecte în care se așteaptă raportări mai clare, implementări sau practici mai consistente. În cele din urmă, obiectivul acestei inițiative este de a consolida încrederea în companiile listate prin promovarea unei transparențe sporite, responsabilitate și o relație mai solidă între emitenți și investitori.

În același timp, un nivel ridicat de conformare declarată nu ar trebui echivalat automat cu o guvernăță de înaltă calitate. Eficacitatea unui cadru "Aplici sau Explici" depinde nu doar de faptul că emitenții raportează conformarea, ci și de furnizarea de informații clare, specifice și relevante investitorilor. Atunci când emitentii se abat de la Cod, explicațiile ar trebui să le permită investitorilor să înțeleagă natura devierii, motivele acesteia, eventualele aranjamente alternative existente și dacă sunt așteptați pași suplimentari. Pe măsură ce

emitenții continuă să se alinieze cu Codul, atât calitatea, cât și consistența raportării se vor îmbunătăți în timp.

Raportul se bazează în principal pe declarațiile "Aplici sau Explici" ale emitenților, completate, acolo unde este cazul, de informații publicate în rapoartele anuale și alte publicații privind guvernanta corporativă a emitenților. Rezultatele reflectă, așadar, respectarea raportată și practicile de guvernanta dezvăluite. Acestea nu constituie un audit sau o verificare externă a eficacității fiecărui aranjament de guvernanta în practică.

Rezultatele oferă, de asemenea, BVB și Comisiei de Guvernanta Corporativă o bază pentru **identificarea priorităților pentru următorul ciclu de monitorizare**. Acestea pot include domenii în care implementarea pare inegală, unde explicațiile rămân prea generale sau unde emitenții ar putea avea nevoie de îndrumări suplimentare, implicare sau exemple de bune practici. În timp, monitorizarea periodică ar trebui să susțină o trecere treptată de la conformarea formală către practici de guvernanta mai consecvente, substanțiale și transparente în întreaga piață.

2. Sumar Executiv

Raportul Agregat 2026 privind Monitorizarea Guvernantei Corporative (pentru exercițiul financiar 2025) oferă o primă evaluare cuprinzătoare a modului în care emitenții s-au aliniat cu Codul, bazată pe dezvăuirile lor din declarațiile "Aplici sau Explici". Per ansamblu, rezultatele indică un nivel solid de conformare formală, cu aproximativ **71% din toate prevederile evaluate raportate ca "Da"** (adică "conforme"), indicând un nivel relativ ridicat de aliniere declarată cu Codul revizuit pentru întreaga piață reglementată. În același timp, analiza evidențiază niveluri inegale de implementare între secțiuni ale Codului și între categoriile de piață, emitenții din categoria Standard prezentând o conformare mai scăzută și niveluri mai ridicate de implementare parțială comparativ cu emitenții din categoria Premium. Deoarece acesta este primul an de aplicare, constatările reflectă o fază de tranziție, în care emitenții își adaptează practicile de guvernanta la cerințele actualizate. Rezultatele ar trebui, prin urmare, interpretate ca o bază de referință, pentru primul an, mai degrabă decât o evaluare finală a calității sau eficacității practicilor de guvernanta pentru întreaga piață.

Procentul de conformare trebuie interpretat cu atenție. Codul pune un accent mai mare pe aspectele calitative ale guvernantei, inclusiv eficacitatea consiliului, independența, supravegherea riscurilor, transparența remunerațiilor, sustenabilitatea, etica în afaceri și implicarea investitorilor. Aceste domenii necesită nu doar adoptarea unor politici sau structuri formale, ci și dovezi că astfel de aranjamente sunt implementate și monitorizate eficient, precum și clar dezvăluite.

Primul ciclu de monitorizare indică, așadar, emitentii au avut un început relevant în aplicarea Codului, trecerea de la alinierea formală la o practică de guvernare de substanță fiind necesar să continue.

- Aproximativ **71% dintre observațiile evaluate au fost raportate ca "Da"**, în timp ce aproximativ **28% au fost raportate fie ca "Parțial", fie ca "Nu"**. Acest lucru indică faptul că este relativ puternică conformarea declarată, dar că o proporție semnificativă a recomandărilor necesită în continuare implementări suplimentare sau explicații mai clare.
- Răspunsurile "Parțiale" trebuie citite împreună cu explicațiile oferite de emitenti. În acest prim ciclu de raportare, ele ajută la identificarea zonelor în care implementarea este raportată ca incompletă, dar utilitatea lor pentru investitori depinde de caracterul clar, specific și informativ al explicațiilor însoțitoare. Acest lucru întărește importanța evaluării nu doar a nivelurilor de conformare, ci și a calității dezvoltărilor "Aplici sau Explici".
- **Emitenții din categoria Premium** raportează niveluri mai ridicate de conformare deplină în toate secțiunile Codului, în timp ce emitentii din categoria Standard prezintă niveluri mai ridicate de conformare parțială sau neconformare. Diferența este deosebit de vizibilă în Secțiunea B - "**Cadrul de administrare a riscurilor și control intern**", unde emitenții din categoria Premium raportează o rată de conformare de 90,8%, comparativ cu 60,6% pentru emitenții din categoria Standard. Acest lucru sugerează că maturitatea guvernantei rămâne inegală între segmentele de piață și că emitentii din categoria Standard ar putea avea nevoie de îndrumări sau angajamente mai țintite, în special în domenii ce implică structuri interne de guvernare, supravegherea riscurilor și responsabilitatea la nivel de consiliu.
- La toate categoriile de piață, gradul de conformare variază și în cele cinci secțiuni ale Codului. Secțiunea D - "**Raportarea și Relația cu Investitorii**" înregistrează cel mai ridicat nivel de aliniere, cu aproximativ 75,1% răspunsuri "Da", sugerând că practicile de raportare și dialog cu investitorii sunt comparativ mai bine stabilite. Prin contrast, Secțiunea A - "**Organele de conducere**", Secțiunea C - "**Performanță, Motivație și Recompensă**" și Secțiunea E - "**Durabilitate și părți interesate**" arată niveluri mai scăzute de conformare deplină, în intervalul de aproximativ 66 - 68%. Secțiunea E înregistrează, de asemenea, cea mai mare pondere a răspunsurilor "Parțiale", de aproximativ 17,4%, sugerând că aranjamentele privind sustenabilitatea și etica afacerilor sunt încă în curs de dezvoltare la mai mulți emitenți.
- Majoritatea răspunsurilor "Parțial" și "Nu" sunt însoțite de comentarii, indicând că emitentii interacționează cu elementul explicativ al cadrului "Aplici sau Explici". Totuși, calitatea acestor comentarii este destul de modestă și limitată pentru marea majoritate a comentariilor și **ar trebui să devină un punct central al monitorizării implementării** Codului. Setul de date arată că au fost oferite comentarii pentru mai mult de 95% dintre răspunsurile "Parțiale" și aproximativ 95% din răspunsurile "Nu".

Acest lucru sugerează utilizarea activă a șablonului de raportare, dar ridică și întrebarea dacă comentariile sunt folosite în mod consistent și dacă oferă informații cu adevărat utile investitorilor. Monitorizarea viitoare, în mod specific, ar trebui să evalueze nu doar dacă sunt oferite comentarii, ci și dacă acestea sunt specifice, relevante pentru companie, suficient de detaliate și clare cu privire la orice acțiuni ulterioare intenționate.

- Analiza indică, de asemenea, o distincție largă între arile în care practicile de guvernare par mai bine stabilite și cele în care implementarea rămâne în continuă solicitare. Cele mai respectate recomandări sunt concentrate în domenii care par mai procedurale, standardizate sau susținute de practicile de reglementare și de piață existente. Prin contrast, o conformare mai scăzută se regăsește în domenii care necesită procese de guvernare mai dezvoltate, inclusiv eficacitatea consiliilor, transparența remunerațiilor și alte practici de guvernare mai avansate. Aceasta sugerează că următoarea fază a monitorizării ar trebui să se concentreze nu doar pe existența politicilor și structurilor, ci și dacă acestea sunt susținute de procese clare, raportare semnificativă și dovezi ale implementării practice.
- Constatările tematice întăresc această concluzie. **Independența consiliului** rămâne relativ limitată, directorii independenți dezvoltându-se reprezentând aproximativ 28,8% din totalul membrilor consiliului. **Structurile comitetelor de audit** par mai dezvoltate, independența declarată în cadrul comitetelor de audit ajungând la aproximativ 56,2%. Totuși, șapte companii nu aveau un comitet de audit în 2025, comparativ cu 10 companii în 2024. Aceste cifre sugerează că, deși anumite mecanisme de guvernare devin tot mai consolidate, componența consiliului, supravegherea independentă și acoperirea comitetelor rămân domenii importante pentru atenție viitoare.
- Per ansamblu, primul ciclu de monitorizare arată că Codul a fost preluat pe scară largă de emitenți, dar implementarea nu este încă uniformă. Relațiile cu investitorii, diseminarea și anumite aranjamente procedurale de guvernare par comparativ mai bine stabilite, în timp ce eficacitatea consiliului, independența, transparența remunerației, guvernarea sustenabilității, practicile comitetelor de audit, diversitatea și calitatea explicațiilor necesită dezvoltare suplimentară.
- Pentru următoarea fază, BVB și Comisia de Guvernare Corporativă vor lua în considerare concentrarea pe trei priorități - printre altele: (i) îmbunătățirea calității și consistenței declarațiilor "Aplice sau Explicite"; (ii) sprijinirea emitenților în domenii mai complexe de guvernare, în special eficacitatea consiliului, independența, remunerația și guvernarea sustenabilității și (iii) utilizarea monitorizării viitoare pentru a evalua dacă evoluția față de linia de bază din primul an va conduce la

raportări mai clare, la dovezi mai solide ale implementării și practici de guvernare consecvente în întreaga piață reglementată.

3. Revizuirea Codului, Suportul în Implementare și Cadrul de Monitorizare

Cu sprijinul Băncii Europene pentru Reconstrucție și Dezvoltare ("BERD"), BVB a inițiat revizuirea Codului de Guvernare Corporativă în mai 2024. Obiectivul a fost de a actualiza Codul ținând cont de evoluțiile reglementărilor, evoluția standardelor internaționale și a așteptărilor pieței, precum și de a sprijini emitenții în consolidarea rezilienței corporative, transparenței, accesului la capital și practicilor de guvernare sustenabilă.

Noul Cod de Guvernare Corporativă a fost făcut public în decembrie 2024, primul ciclu de raportare acoperind exercițiul financiar 2025. Codul se aplică companiilor listate pe BVB, iar BVB va monitoriza anual raportarea emitenților față de Cod și va publica anual un raport agregat de monitorizare. Codul revizuit a introdus mai multe schimbări importante, inclusiv:

- distincție mai clară, în scopuri de implementare practică, între companiile administrate sub sistemul unitar și cele administrate sub sistemul dualist;
- monitorizarea anuală de către BVB a conformității emitenților și raportarea conform Codului;
- secțiune dedicată Sustenabilității, menită să sprijine emitenții în pregătirea pentru cerințele și așteptările în evoluție legate de sustenabilitate;
- introducerea profilului consiliului pentru a ghida procesul de recrutare și succesiune la nivelul Consiliului de Administrație ("Consiliul");
- introducerea așteptărilor privind politica de diversitate pentru Consiliu și conducerea executivă;
- distincție mai clară între rolurile președintelui Consiliului și ale directorului general;
- recomandare de numire a unui vicepreședinte independent atunci când funcțiile de președinte al Consiliului și director general sunt deținute de aceeași persoană;
- desemnarea secretarului general ca ofițer superior al companiei, pentru a sprijini procesele consiliului și comitetelor;
- evaluarea anuală a Consiliului;
- introducerea unei instruiți inițiale pentru membrii Consiliului la numire și a unei instruiți ulterioare, acolo unde este necesar;
- dezvoltarea unui mecanism de avertizare a avertizorului, disponibil gratuit pe site-ul companiei;
- remunerarea membrilor Consiliului în conformitate cu Politica de Remunerare a companiei;
- recomandarea unui Ofițer de Relația cu Investitorii (IR) care să raporteze direct directorului general sau directorului financiar;
- recomandarea de a desemna un Ofițer de Management al Riscurilor, ale cărui responsabilități includ riscurile emergente; și

- criteriile suplimentare de independență pentru membrii Consiliului și comitetul de audit, ținând cont de criteriile prevăzute în Legea societăților.

După publicarea Codului revizuit, BVB a desfășurat o serie de activități de comunicări de piață și suport pentru implementare. Pe 5 februarie 2025, BVB și BERD au organizat o conferință la sediul Băncii Naționale a României (BNR), reunind reprezentanți ai ambelor instituții și actori interesați din piețele de capital din România și din străinătate. Conferința a evidențiat importanța guvernancei corporative pentru dezvoltarea durabilă a pieței de capital din România și rolul Codului de Guvernare Corporativă al BVB în susținerea transparenței, responsabilității și încrederii investitorilor.

BVB a organizat, de asemenea, un program de implicare a emitenților și activități de dezvoltare a capacităților pentru a sprijini tranziția către Codul revizuit:

- În martie 2025, au fost organizate șase ateliere despre Cod și implementarea sa pentru emitenți, investitori instituționali, reprezentanți media, consultanți și alți actori interesați.
- În aprilie-iunie și septembrie-noiembrie 2025, au avut loc două serii de întâlniri unu-la-unu privind implementarea Codului între experții seniori BVB și reprezentanții emitenților.
- În martie 2026, au avut loc pentru emitenți ateliere suplimentare privind aspectele tehnice ale raportării conform Codului.

Pe 4 decembrie 2025, BVB a anunțat înființarea Comisiei sale de Guvernare Corporativă ("Comisia"), în conformitate cu Regulamentul de Organizare și Funcționare al Bursei de Valori din București. Comisia are ca scop sprijinirea implementării și monitorizării Codului revizuit de Guvernare Corporativă BVB din 2025.

Înființarea Comisiei a venit într-un moment crucial pentru piața de capital din România, care trecea printr-o reformă semnificativă a guvernancei corporative. Comisia este destinată să servească ca un organism consultativ cheie, ajutând BVB să abordeze principalele provocări de guvernare și să consolideze standardele generale de guvernare pe piața de capital.

Atașat Codului, BVB oferă un șablon pentru declarația "Aplici sau Explici" și îndrumări privind modul în care trebuie completat.

Ciclul de raportare din 2025 a avut loc pe fondul unui mediu de reglementare în schimbare care afectează guvernarea corporativă. Implementarea etapizată a CSRD a crescut așteptările privind guvernarea sustenabilității, supravegherea ESG și diseminările conexe, în timp ce modificările aduse cadrului piețelor de capital au întărit accentul pus pe diversitatea consiliilor și transparența guvernancei. Aceste evoluții au contribuit la ridicarea standardelor de guvernare și au modelat implementarea de către emitenți în primul an al Codului revizuit.

4. Prezentarea Pieței Reglementate a BVB și Scopul Analizei

La sfârșitul anului 2025, **86 de companii** cu acțiuni listate erau admise la tranzacționare pe Piața Reglementată a BVB, în trei categorii: Premium, Standard și Internațional. Acești emitenți au avut o capitalizare totală de piață de 103 miliarde EUR, în timp ce valoarea medie zilnică a tranzacțiilor cu acțiuni pe Piața Reglementată a atins 13,5 milioane EUR în 2025.

Pentru emitenții români, sistemul unitar de management (un singur nivel) rămâne sistemul de guvernare corporativ predominant.

În scopul acestui raport, au fost analizate 78 de companii. Companiile aflate în insolvență și listările recente care nu erau obligate să raporteze conform Codului revizuit de Guvernanță Corporativă au fost excluse.

Dacă nu se indică altfel, analiza conformității din secțiunile următoare se referă la cele 78 de companii.

5. Metodologia de Evaluare și Rezultatele Generale de Conformare

Pentru anul financiar 2025, emitenții au raportat conform Codului revizuit folosind trei categorii de răspuns:

- Da (Conformare Totală): Recomandarea/prevederea relevantă este implementată pe deplin.
- Conformare parțială: Compania raportează implementarea parțială a unei recomandări/prevederi și trebuie să explice clar care elemente nu sunt încă implementate, motivele pentru aceasta și dacă se așteaptă o conformare totală într-un interval de timp definit.
- Nu (Neconformare): Recomandarea nu este implementată; Compania trebuie să ofere o explicație și să enumere măsurile de remediere intenționate.

Acesta este primul raport de monitorizare conform codului BVB actualizat. Datele privind conformarea au fost extrase din declarațiile "Aplici sau Explici" ale emitenților și consolidate la nivel de piață. Pentru fiecare recomandare, statusul de conformare a fost înregistrat exact așa cum a fost dezvăluit, fără reinterpretație sau ajustare. Fiecare răspuns la nivel de companie pentru fiecare recomandare de Cod a fost tratat ca o singură observație. Analiza calitativă a fost aplicată pentru a evalua și identifica tipare, probleme recurente și consistență la nivelul răspunsurilor, dar nu pentru a reclasifica starea de conformare raportată de emitenți.

Analiza a fost realizată pe bază agregată, nu evaluează și nu clasifică emitenți la nivel individual. Nivelurile de conformare au fost calculate pentru fiecare recomandare și fiecare secțiune a Codului pentru emitenții incluși în analiză. Rezultatele au fost, de asemenea,

segmentate pe categorii de piață, permițând compararea între emitenții din categoria Premium și cei din categoria Standard.

Datele suplimentare de guvernanță – inclusiv componența consiliului și comitetelor de audit, independența și diversitatea – au fost extrase din rapoartele anuale ale emitenților, inclusiv mențiunile privind guvernanta corporativă conținute în aceste rapoarte. Membrii consiliului au fost identificați și verificați direct din listele divulgate, iar directorii independenți au fost incluși doar acolo unde acest statut era clar menționat. Reprezentarea de gen a fost determinată pe baza numelor membrilor consiliului și executivului. Informațiile despre comitetele de audit au fost colectate doar atunci când erau dezvăluite explicit, inclusiv structura și conducerea acestora. Atunci când rapoartele nu au oferit informații clare sau complete, nu s-au făcut presupuneri, iar aceste câmpuri au rămas goale. Această abordare asigură că analiza rămâne bazată pe informațiile diseminate de emitenți, reflectând totodată calitatea și completitudinea acestor dezvăluiri.

Analiza declarațiilor "Aplici sau Explici" arată că majoritatea răspunsurilor sunt marcate ca **fiind conforme ("Da")**, reprezentând aproximativ 71% din toate prevederile evaluate (4.239 din aproximativ 6.006 răspunsuri ale emitenților). Aceasta indică un nivel general ridicat de aliniere declarată cu Codul de Guvernanta Corporativă pentru întreaga piață reglementată.

Totuși, o proporție semnificativă a răspunsurilor se încadrează în **"Parțial"** (aproximativ 13% - 763 răspunsuri ale emitenților) și **"Nu"** (aproximativ 15% - 904 răspunsuri ale emitenților), evidențiind domenii în care emitenții nu au implementat pe deplin recomandările Codului. Aceste cifre trebuie interpretate ca o conformare raportată, nu ca o implementare verificată. Acestea oferă o bază utilă pentru primul an, dar nu evaluează singure calitatea sau eficacitatea aranjamentelor de guvernanta.

Comentariile sunt cele mai importante atunci când emitenții raportează "Parțial" sau "Nu" (care împreună reprezintă aproape 28% din toate răspunsurile), deoarece aceste răspunsuri indică o abatere de la conformarea totală. Setul de date arată că peste 95% dintre răspunsurile "Parțiale" și aproximativ 95% dintre răspunsurile "Nu" au fost însoțite de comentarii. Au fost oferite comentarii și pentru aproximativ 97% dintre răspunsurile "Da" (conformare totală).

Acest lucru sugerează că emitenții tind să ofere context suplimentar chiar și atunci când declară conformarea deplină. Acesta este un punct de plecare pozitiv pentru transparența la nivelul întregii piețe. Pe măsură ce practica de raportare evoluează, valoarea acestor comentarii va depinde tot mai mult de claritatea, relevanța și utilitatea lor pentru investitori. Consolidarea consistenței și scopului explicațiilor, în special prin asigurarea faptului că aceste comentarii sunt clar concentrate pe observații de neconformare parțială sau neconformare, ar spori și mai mult claritatea și utilitatea raportării "Aplici sau Explici" pentru investitori – explicațiile fiind utile să ajute cititorii să înțeleagă natura abaterii de la Cod.

La nivel de secțiune, conformarea raportată variază pe parcursul Codului. Secțiunea D – "Raportare și Relația cu Investitorii" înregistrează cel mai ridicat nivel raportat de aliniere

(75,1% "Da"), în timp ce Secțiunile A - "Organele de Conducere", C - "Performanță, Motivație și Recompensă" și E - "Durabilitate și Părți Interesate" arată niveluri mai scăzute de conformare deplină (aproximativ 66-68%). Notabil, Secțiunea E are cea mai mare pondere de răspunsuri "Parțiale" (17,4%), evidențiind lacunele de implementare, și nu neconformarea totală.

Per ansamblu, deși majoritatea prevederilor din toate secțiunile sunt marcate ca fiind conforme, distribuția evidențiază o oportunitate clară de a întări practicile de guvernare în anumite domenii ale Codului, în special cele acoperite de Secțiunile A, C și E.

6. Revizuirii Tematice pentru Raportarea Aferentă Exercițiului Financiar 2025

Independența Consiliului

Analiza datelor diseminate privind compoziția consiliului indică faptul că independența consiliului rămâne un domeniu important pentru dezvoltare ulterioară. Directorii independenți au reprezentat aproximativ 28,8% din totalul membrilor consiliului dezvoltării de emitenții incluși în analiză. Prevederea A.2,4 din Cod recomandă ca cel puțin o treime dintre membrii Consiliului să fie independenți. Aceasta sugerează că, deși reprezentarea independentă este prezentă în întreaga piață, proporția generală a directorilor independenți rămâne relativ modestă. Într-o piață în care structurile de proprietate sunt adesea concentrate, directorii independenți pot juca un rol important în susținerea judecării obiective, exercitarea unei analize critice de către consiliu și supravegherea potențialelor conflicte de interese.

În același timp, dimensiunea medie a consiliului de aproximativ cinci membri indică structuri de guvernare relativ compacte. Totuși, un subset de companii operează cu consilii sub acest prag, ceea ce poate ridica îngrijorări privind capacitatea de a asigura o supraveghere adecvată, existența comitetelor necesare și diversitate de perspective. În plus, prezența consiliilor fără membri independenți evidențiază și mai mult limitările structurale ale guvernării, deoarece absența vocilor independente poate reduce eficiența supravegherii consiliului și poate crește riscul conflictelor de interese.

Comitetul de Audit

În contrast, comitetele de audit demonstrează un nivel mai ridicat de maturitate în guvernare. O mare majoritate a emitenților au înființat comitete de audit, iar independența în cadrul acestor comitete ajunge la aproximativ 56,2%, semnificativ mai mare decât la nivelul consiliului. Aceasta sugerează că emitenții se bazează pe comitetele de audit pentru a întări supravegherea și a introduce judecată independentă, compensând efectiv nivelurile mai scăzute de independență la nivelul întregului consiliu. Cu toate acestea, un număr limitat de companii nu au un comitet de audit (7 companii în 2025 - sau 9% - comparativ cu 10 în 2024) sau nu asigură un nivel minim de independență în cadrul acestuia, fie prin absența unui președinte independent, fie cel puțin a unui membru independent. Aceste cazuri

reprezintă un potențial risc de guvernare, deoarece pot slăbi credibilitatea supravegherii financiare și pot reduce încrederea investitorilor în robustețea proceselor interne de control și raportare.

Diversitatea de Gen la nivel de Consiliu

Diversitatea de gen rămâne un domeniu de îmbunătățire și indică faptul că politicile de diversitate nu sunt încă pe deplin integrate în practicile de compoziție ale consiliului. Constatările sugerează că, deși structurile formale de guvernare sunt în mare parte existente, este nevoie de progrese suplimentare pentru a spori independența consiliului, eficacitatea comitetelor și diversitatea, consolidând astfel calitatea și reziliența generală a structurilor de guvernare corporativă la nivelul întregii piețe.

Per ansamblu, rezultatele sugerează că structurile formale de guvernare sunt prezente în mare parte din piață, dar calitatea și compoziția acestor structuri rămân domenii importante pentru atenție și îmbunătățire continuă. În special, independența consiliului, acoperirea și independența comitetelor de audit, precum și practicile de diversitate, sunt indicatori utili pentru a măsura abaterea practicii emitenților de la conformarea formală către practici de guvernare de substanță.

7. Rezultate de Conformare pe Secțiune din Cod sau pe Segment de Piață

Analiza secțiune cu secțiune

Analiza secțiune cu secțiune arată variația conformității raportate în cele cinci zone ale Codului revizuit.

Secțiunea D - "**Raportarea și Relația cu Investitorii**" înregistrează cel mai ridicat nivel de aliniere raportat, cu 1.115 răspunsuri "Da" și niveluri comparativ limitate de neconformare parțială sau neconformare. Acest lucru sugerează că practicile de transparență și angajament către investitori se numără printre cele mai stabile arii ale raportării de guvernare la nivelul întregii piețe.

Prin contrast, Secțiunea A – "**Organele de Conducere**" înregistrează cel mai mare număr de răspunsuri "Nu" (433) și "Parțiale" (310), precum și cel mai ridicat număr de situații fără explicații/comentarii (73). Acest lucru indică faptul că prevederile legate de structura de guvernare din Codul BVB revizuit rămân cele mai dificile pentru emitenți. Acest lucru nu este neașteptat, deoarece prevederile referitoare la responsabilitățile consiliului, componență, evaluare, succesiune și procesele interne ale consiliului necesită adesea practici de guvernare mai elaborate și nu pot fi abordate doar prin adoptarea formală a politicilor.

Secțiunile B - "**Managementul Riscului și Cadrul de Control Intern**" și C - "**Performanță, Motivație și Recompensă**" arată niveluri relativ echilibrate de conformare, în timp ce Secțiunea E - "**Durabilitate și părți interesate**" se remarcă cu o proporție mai mare de răspunsuri "Parțiale" (92), indicând că emitenții sunt în proces de implementare a acestor prevederi fără să le respecte complet sau să le respingă. Per ansamblu, nivelul general scăzut de nedivulgare în toate secțiunile este un semnal pozitiv, deoarece indică faptul că majoritatea emitenților se implică activ în cadrul "Aplici sau Explici". Totuși, calitatea și utilitatea informațiilor furnizate rămân importante pentru investitori.

Rezultate pe Segmente de Piață

Analiza pe categorii de piață arată o diferență clară între emitenții **din categoriile Premium și Standard** în toate secțiunile Codului de Governanță Corporativă. Emitenții din categoria Premium raportează niveluri mai ridicate de conformare deplină în toate secțiunile Codului, cu răspunsuri "Da" care variază între aproximativ 79% și 91%. Emitenții din categoria Standard raportează niveluri mai scăzute de conformare deplină, de obicei între 55% și 67%. Diferența este deosebit de vizibilă în Secțiunea B - "Cadrul de Administrare a Riscurilor și Control Intern", unde emitenții din categoria Premium raportează o rată de conformare de 90,8%, comparativ cu 60,6% pentru emitenții din categoria Standard. Emitenții din categoria Standard au înregistrat, de asemenea, o proporție ridicată de răspunsuri "Nu" (25,2%) în această secțiune. Acest lucru sugerează că în materie de control intern, managementul riscului și aranjamentele de supraveghere conexe acestea ar putea fi mai dezvoltate în rândul emitenților din categoria Premium, în timp ce emitenții din categoria Standard s-ar putea confrunta cu provocări mai mari de implementare în aceste arii.

Secțiunile A - "Organele de conducere" și E - "Durabilitate și Părți interesate" arată, de asemenea, diferențe între categoriile de piață, emitenții din categoria Standard raportând niveluri mai ridicate de conformare parțială sau neconformare. Acest lucru indică domeniile în care implementarea poate necesita mai mult timp, procese interne mai clare și îndrumări suplimentare. În contrast, Secțiunea D - "Raportarea și Relația cu Investitorii" arată cea mai puternică performanță la ambele categorii, sugerând că practicile din acest domeniu se reflectă mai constant în cadrul de governanță al emitenților. În ciuda acestor diferențe, nivelurile de nedivulgare rămân scăzute în toate secțiunile și nivelurile, confirmând un nivel puternic de implicare în cadrul "Aplici sau Explici".

Analiza emitenților listați pe categoria **Internațional** indică un nivel general relativ ridicat de conformare cu Codul de Governanță Corporativă, deși dimensiunea eșantionului rămâne limitată comparativ cu categoriile Premium și Standard. În toate observațiile evaluate, emitenții categoriei Internațional raportează predominant cu răspunsuri "Da", sugerând că majoritatea prevederilor de governanță sunt implementate formal. În același timp, proporția

răspunsurilor "Parțial" și "Nu" rămâne vizibilă în anumite zone ale Codului, indicând că anumite practici de guvernare continuă să fie implementate treptat sau sunt influențate de diferențele dintre structurile de guvernare la nivel de grup și cadrul de raportare aplicabil emitentilor străini.

În ceea ce privește secțiunile Codului, cea mai puternică aliniere este observată în Secțiunile B și D, referitoare la managementul riscului, controale interne, obligații de publicare și practici de relația cu investitorii, unde emitenții din categoria Internațională raportează niveluri constant ridicate de conformare deplină și neconformare relativ limitată. Acest lucru sugerează că practicile de guvernare legate de transparență, raportare și mecanisme de control sunt, în general, bine consacrate în rândul acestor emitenți, reflectând probabil standarde de guvernare internaționale mai bine implementate și alinierea cu așteptările pieței.

Secțiunile A și E prezintă niveluri comparativ mai scăzute de conformare completă și o proporție relativ mai mare de răspunsuri "parțiale". În Secțiunea A - "Organele de Conducere", acest lucru poate reflecta diferențe în structurile consiliilor, criteriile de independență sau structuri de guvernare derivate din jurisdicțiile de origine ale emitenților. În mod similar, în Secțiunea E - "Durabilitate și Părți interesate", nivelul mai ridicat de conformare parțială sugerează că anumite practici de guvernare durabilă și implicare a părților interesate sunt încă în evoluție sau sunt implementate prin cadre alternative la nivel de grup care s-ar putea să nu se alinieze pe deplin cu structura Codului BVB. Pe măsură ce cadrul UE de raportare a sustenabilității este recalibrat în baza Directivei Omnibus (UE) 2026/470, Standardele Europene de Raportare a Sustenabilității (ESRS) sunt tratate mai degrabă ca o referință voluntară de bune practici, proporțională cu dimensiunea emitentului, decât ca o țintă obligatorie de convergență pentru majoritatea emitentilor BVB.

Analiza recomandare cu recomandare

Analiza celor mai bine și celor mai puțin respectate prevederi evidențiază o distincție clară între domeniile în care guvernarea este bine înrădăcinată și cele în care implementarea rămâne dificilă. Așa cum este prezentat în tabelul de mai jos, cele 20 de prevederi cu cea mai mare conformare raportată se referă în principal la controale interne, procese de audit și aranjamente formale de guvernare, indicând că emitenții performează puternic în domenii standardizate, procedurale și adesea determinate de cerințe de reglementare sau conformare. În contrast, prevederile cel mai puțin respectate sunt concentrate în domenii care necesită practici de guvernare mai avansate, inclusiv eficacitatea consiliului, planificarea succesiunii, supravegherea controlului intern și alte aranjamente de guvernare mai sofisticate. Mai multe dintre aceste prevederi înregistrează niveluri ridicate de neconformare, indicând că, deși există structurile formale de guvernare, tranziția către o

guvernanță de substanță, axată pe eficacitate, independență și responsabilitate rămâne în continuare de interes pentru întreaga piață.

TOP 20 recomandări cu cel mai mare grad de conformare			
Nr	Recomandare	% DA	La ce se referă recomandarea
1	D.1,1	100	Furnizarea unor rapoarte financiare, operaționale și curente precise, complete și la timp, făcându-le ușor accesibile publicului pe site-ul corporativ.
2	A.1,4	98.7	Durata numirii conducerii Consiliului și a conducerii executive stabilește clar și favorizează stabilitatea și predictibilitatea.
3	D.1,3(4)	97.4	Furnizarea de informații pe secțiunea web IR referitoare la AGA.
4	A.6,1	94.9	Responsabilitatea managementului executiv față de Consiliu și diviziunea clară între rolul Consiliului și cel al conducerii în regulamentele și reglementările interne ale societății.
5	D.2,2	94.9	Procedura AGA să nu restricționeze participarea acționarilor la AGA și exercitarea drepturilor acestora, precum și modificările procedurii să intre în vigoare, cel mai devreme, începând cu următoarea AGA.
6	A.5,2	92.3	Consiliul se întrunește de câte ori este necesar, dar nu mai puțin de șase (6) ori pe an.
7	D.1,3(7)	89.7	Furnizarea de politici corporative pe secțiunea web IR.
8	D.1,3	87.2	Compania va include pe site-ul său corporativ o secțiune dedicată Relației cu Investitorii, cu toate informațiile relevante de interes pentru investitori, disponibile atât în română, cât și în engleză.
9	D.2,3	87.2	Auditorii externi să participe la AGA unde rapoartele lor sunt prezentate.
10	B.3,1	87.2	Consiliul să se asigure că auditul intern are autoritatea, resursele și procedurile necesare pentru a ajuta Consiliul să asigure eficacitatea și eficiența cadrului de management al riscurilor și controlului intern al companiei.
11	A.1,2	85.9	Ce să fie inclus în regulamentul intern al Consiliului.
12	B.3,4	85.9	Comitetul de Audit să convină cu auditorul intern asupra unui plan anual de lucru pentru auditul intern,

			să primească rapoarte de audit intern, actualizări privind problemele cheie de audit, monitorizarea implementării recomandărilor auditului intern și oferirea îndrumărilor necesare.
13	D.2,6	85.9	Orice profesionist, consultant, expert sau analist financiar poate participa la AGA la invitația prealabilă a Președintelui Consiliului. Jurnaliștii acreditați pot, de asemenea, participa la AGA, cu excepția cazului în care președintele decide altfel.
14	A.6,3	84.6	Consiliul să se asigure că managementul executiv este format din persoane cu cunoștințe, abilități, diversitate și experiență adecvate pentru a susține performanța Companiei și că există măsuri pentru a asigura succesiunea ordonată a managementului executiv.
15	C.2,1	84.6	Consiliul să stabilească remunerația anuală a conducerii executive, pe baza recomandărilor Comitetului de Nominalizare și Remunerare și în conformitate cu politica de remunerare a Companiei.
16	B.2,4	84.6	Comitetul de Audit să discute cu auditorul extern planul anual de lucru de audit, acoperind domeniul de aplicare și materialitatea activităților ce urmează a fi auditate. Comitetul de Audit trebuie să se întâlnească cu auditorul extern după necesitate pentru a discuta problemele identificate și pentru a monitoriza calitatea serviciilor oferite.
17	B.3,2	84.6	Șeful funcției de control intern să fie numit și să raporteze funcțional direct Consiliului prin intermediul Comitetului de Audit, care va avea sarcina de a aproba numirea și demiterea acestuia.
18	A.1,1	84.6	Consiliul să aibă un regulament intern care să formalizeze și să stabilească clar rolurile și responsabilitățile sale, care, împreună cu alte documente corporative, să delimiteze clar rolurile și competențele dintre Consiliu, AGA și conducerea executivă.
19	D.1,3(5)	83.3	Furnizarea în secțiunea web IR a informațiilor despre evaluarea Consiliului.
20	A.4,1	83.3	Înființarea unui Comitet de Audit.

TOP 20 recomandări cu cel mai mare grad de neconformare			
Nr	Recomandare	% NU	La ce se referă recomandarea
1	C.2,3	56.6	Acțiunile companiei și/sau opțiunile de achiziție de acțiuni reprezintă o parte semnificativă (de exemplu, nu mai puțin de 10%) din remunerația totală variabilă a membrului conducerii executive.
2	D.1,3 (6)	40.8	Furnizarea în secțiunea web IR de informații despre evenimente corporative.
3	A.5,7	36.8	Comitetul de Nominalizare și Remunerare să împărtășească rezultatele evaluării Consiliului cu întregul Consiliu și apoi să stabilească acțiuni ulterioare, dacă există, inclusiv planuri de dezvoltare profesională și formare pentru Consiliu, ca să acopere golurile.
4	A.3,1	35.5	Compania să dezvolte și să publice o politică de nominalizare a consiliului care să definească procesele și procedurile pentru nominalizarea, alegerea sau înlocuirea unui director.
5	A.5,8	35.5	Regulamentul intern al Consiliului să ofere programe de integrare pentru noii membri și programe continue de educație pentru directori.
6	D.1,4	35.5	Compania organizează cel puțin două întâlniri/conferințe telefonice cu analiști și investitori.
7	A.4,3	34.2	Consiliile companiilor din Categoria Premium să înființeze un Comitet de Nominalizare și Remunerare format din directori neexecutivi, în timp ce majoritatea membrilor comitetului să fie independenți, inclusiv președintele.
8	B.1,4	32.9	Compania să stabilească o funcție de management al riscului.
9	A.2,2	31.6	Consiliul să aibă o politică privind diversitatea Consiliului și managementul executiv și să se asigure că cerințele de diversitate în termeni de gen, vârstă, experiență și abilități sunt incluse în Politica de Nominalizare.
10	A.2,7	31.6	Dacă funcțiile de Președinte și CEO sunt îndeplinite de aceeași persoană, se recomandă ca Consiliul să numească un Vicepreședinte independent.
11	D.1,6	31.6	Compania să aibă o politică de CSR/sponsorizare.

12	A.5,6	28.9	Consiliul să efectueze o evaluare anuală a compoziției, activității și dinamicii Consiliului și a comitetelor sale, individual și în ansamblu.
13	A.4,4	27.6	Responsabilități suplimentare ale Comitetului de Nominalizare și Remunerare.
14	A.2,6	25.0	Funcțiile de Președinte și CEO vor fi deținute de persoane diferite.
15	A.5,5	25.0	Consiliul și comitetele sale să aibă un plan anual de lucru intern care să identifice subiectele de abordat pe parcursul anului anterior sfârșitului anului precedent.
16	A.2,1	23.7	Consiliul să aibă cel puțin cinci membri.
17	B.1,2	23.7	Consiliul să adopte o politică formală de management al riscurilor, pentru a asigura identificarea, măsurarea și raportarea corectă, completă și la timp a riscurilor, măsuri adecvate și fezabile de control al riscurilor, precum și integrarea riscurilor E&S în cadrul de management al riscurilor în sprijinul implementării strategiei Companiei.
18	B.1,6	23.7	Existența unui mecanism de denunță pe website-ul companiei.
19	A.3,2	22.4	Consiliul, prin Comitetul său de Nominalizare și Remunerare, dacă este înființat, monitorizează procesul de nominalizare al candidaților pentru poziția de membru al Consiliului.
20	A.5,4	22.4	Definirea drepturilor și responsabilităților, sfera de competență și alte aspecte legate de Secretarul General.

Analiza explicațiilor pentru cele puțin respectate 5 prevederi arată de unde provine neconformarea:

- În legătură cu prevederea C.2,3, companiile nu oferă remunerație variabilă în acțiuni/opțiuni ca parte a pachetului de remunerare;
- În ceea ce privește prevederea D.1,3 (6), companiile nu publică în secțiunea web IR informații despre evaluarea Consiliului pentru că fie nu au un proces formalizat de evaluare, fie nu publică în prezent, dar lucrează la acest lucru.
- În ceea ce privește prevederea A.5,7, companiile nu dispun de un Comitet de Nominalizare și Remunerare sau vor lua în considerare aplicarea prevederilor la următoarea raportare, sau nu este necesară în prezent.
- În ceea ce privește prevederea A.3,1, companiile nu au o Politică de Nominalizare sau nu au competență în stabilirea unei Politici de Nominalizare, sau comitetele nu au

încă o reglementare privind organizarea și funcționarea lor, sau că aceasta nu este în vigoare în acest moment, dar se presupune că acest lucru va fi implementat în viitor.

- În ceea ce privește prevederea A.5,8, companiile nu au programe de inițiere sau de instruire continuă pentru directori, formalizate sau nu, sau reglementarea internă nu le prevede, sau nevoile lor vor fi analizate.

Per ansamblu, analiza explicațiilor asociate cu cele mai puțin respectate 20 de recomandări indică faptul că majoritatea cazurilor de neconformare sunt determinate de (i) structura de guvernare, (ii) constrângerile dimensiunii consiliului, (iii) implementarea treptată a evaluării consiliului, (iv) absența politicilor și comitetelor formalizate și (v) considerații de proporționalitate în rândul emitentilor de talie mică.

8. Analiza Comparativa in Raport cu Ciclurile de Raportare Anterioare

Această secțiune oferă context țintit din ciclurile anterioare de raportare conform Codului de Guvernare Corporativă BVB din 2015. Scopul nu este de a face o comparație directă, prevedere cu prevedere, cu Codul revizuit din 2025, deoarece structura, conținutul și așteptările Codului s-au schimbat. În schimb, datele anterioare sunt folosite pentru a evidenția teme largi de continuitate și tranziție care pot ajuta la interpretarea rezultatelor din primul an în cadrul revizuit.

8.1. Consistența și Stabilitatea Pieței

Ciclul de raportare din 2024 a fost ultimul ciclu de raportare sub Codul anterior din 2015, înainte să devină aplicabil Codul revizuit din 2025. Datele anterioare de monitorizare indicau un nivel relativ stabil de conformare raportată, raportul mediu general de conformare pentru piața principală rămânând la aproximativ 80% între 2022 și 2024.¹

Această stabilitate indică faptul că mulți emitenți s-au familiarizat cu cadrul "Aplici sau Explici" și că mai multe practici procedurale și de guvernare bazate pe diseminare erau deja stabilite înainte de intrarea în vigoare a Codului revizuit. Codul revizuit se bazează pe această fundație, punând totodată un accent mai mare pe calitatea, eficacitatea și substanța practicilor de guvernare.

8.2. Arii de Consolidare și Dezvoltare Continuă

Ciclurile anterioare de raportare (2022-2024) au arătat niveluri relativ ridicate de conformare raportată cu prevederile Codului anterior referitoare la drepturile acționarilor,

¹ Rata generală de conformare conform Codului BVB CG din 2015 a fost de 81% în 2022 și de 80% în 2024.

tratamentul echitabil al acționarilor și aranjamentele de sprijin al consiliului.² Unele domenii au prezentat, de asemenea, o îmbunătățire treptată față de ciclurile anterioare, inclusiv dezvoltarea remunerațiilor și relația cu investitorii.³ Aceasta oferă un context relevant pentru performanța mai bună observată în Codul revizuit în recomandările privind raportarea și relația cu investitorii. Aceste domenii par să fi beneficiat de practicile consacrate de raportare și de familiaritatea emitenților cu așteptările de raportare ale investitorilor.

Monitorizarea sub Codul anterior din 2015 a indicat, de asemenea, că prevederile care impun procese de guvernare calitative erau mai dificil de implementat de către emitenți. Evaluarea consiliului este un exemplu notabil – în ciclurile anterioare de raportare, aceasta a rămas una dintre practicile mai puțin consecvent implementate, sugerând că emitenții au găsit mai dificil să implementeze recomandări care implică reflecții asupra performanței consiliului, acțiuni de urmărire și îmbunătățire continuă.⁴ De asemenea, s-a observat o scădere a conformității raportate pentru anumite prevederi privind politici orientate spre viitor, precum politicile de prognoză și de dividende, prevederea privind politica de prognoză înregistrând un grad de conformare de 51% în 2024.⁵

8.3. Prezentare Comparativă: 2022–2024 (Vechiul Cod) vs. 2025 (Codul Revizuit)

Această subsecțiune plasează rezultatele din primul an sub Codul revizuit de Guvernare Corporativă al BVB din 2025, în contextul raportărilor anterioare "Aplici sau Explici" conform Codului din 2015. Datele selectate pre-2025 sunt folosite pentru a ilustra tendințele relevante ale pieței și tranziția către așteptări mai ridicate privind calitatea guvernării, raportarea și implementarea eficientă.

De la o conformare procedurală la una de substanță: În timp ce datele din perioada 2022–2024 au arătat o conformare ridicată (aproximativ 80%) în domenii administrative precum numirea unui secretar al Consiliului (96%), Codul 2025 își mută accentul către calitatea și eficacitatea acestor roluri. Aceasta indică un nivel mai moderat de conformare deplină (aproximativ 71%), reflectând așteptările mai ridicate încorporate în cadrul revizuit. Această

² Conform Codului anterior din 2015, anumite prevederi au arătat o conformare raportată constant ridicată: drepturile acționarilor au rămas la 100% pe parcursul anilor 2022–2024; tratamentul echitabil al acționarilor a rămas la 97–99%; iar aranjamentele de sprijin al consiliului / secretariatul consiliului au rămas la 96–97%.

³ Conform Codului anterior, conformarea raportată a raportării privind remunerațiile a crescut de la 87% în 2022 la 93% în 2024. Conformarea raportată a relației cu investitorii s-a îmbunătățit, calitatea și accesibilitatea secțiunilor dedicate relației cu investitorii pe website-urile emitenților ajungând la 85% în 2024, după o ușoară scădere în 2023.

⁴ Conform Codului anterior, evaluarea consiliului a rămas una dintre cele mai puțin respectate prevederi din Secțiunea A, conformarea raportată fluctuând între 45% și 47%.

⁵ Mulți emitenți au explicat că volatilitatea pieței i-a împiedicat la acea vreme să formalizeze aceste documente de guvernare.

schimbare este evidențiată și de proporția crescută a răspunsurilor "Parțiale" (aproximativ 13%) și "Nu" (aproximativ 15%) în 2025, sugerând că, deși structurile sunt în vigoare, implementarea completă a așteptărilor consolidate este încă în desfășurare. Această tendință este deosebit de vizibilă în prevederile legate de guvernanță (Secțiunea A), unde nivelurile de conformare sunt mai scăzute (aprox. 67%), în timp ce zonele legate de relația cu investitorii (Secțiunea D) continuă să arate cea mai mare aliniere (aprox. 75%). Domenii mai noi, precum durabilitatea și implicarea părților interesate (Secțiunea E), prezintă niveluri mai ridicate de conformare parțială (aproximativ 17%), indicând o fază de tranziție.

În plus, datele din 2025 arată o diferențiere mai clară între categoriile de piață, emitentii din categoria Premium prezentând niveluri constant mai ridicate de conformare comparativ cu emitentii din categoria Standard.

Evoluția evaluării Consiliului: Istoric, una dintre cele mai puțin respectate prevederi (45% în 2024), evaluarea consiliului este acum un pilon central al Codului din 2025. Noul cadru trece de la un simplu statut de "Aplici sau Explici" la o recomandare pentru autoevaluări anuale și evaluări externe periodice pentru companiile din categoria Premium.

Standarde pentru directorii independenți: Între 2022 și 2024, respectarea raportării directorilor independenți a fost ridicată (86%), însă numărul mediu de membri independenți a rămas scăzut (aproximativ 2 pe consiliu). Codul din 2025 introduce o anexă dedicată cu criterii mai clare pentru a asigura "independență în caracter și judecată", nu doar conformarea formală.

Intărirea rolului comitetelor: Platoul istoric în conformarea Comitetelor de Audit (77% în 2024) este abordat în Codul din 2025 prin mandate clarificate privind managementul riscului și sistemele de control intern, punând accent pe linia de raportare funcțională a comitetului către consiliu.

Raționalizarea raportării: Pe baza feedback-ului din perioada 2022–2024, în care "Politicile de prognoză" au înregistrat o conformare scăzută (51%), Codul din 2025 a eliminat această recomandare, concentrându-se în schimb pe diseminări cu impact mai mare, precum Durabilitatea (ESG) și Implicarea acționarilor.

Imbunătățirea mecanismului de raportare: Spre deosebire de ciclul anterior, ciclul de conformare din 2025 a fost susținut de un cadru de monitorizare robust, incluzând programe țintite de dezvoltare a capacității pentru a aborda zonele care au fost persistent "în urmă" conform raportului din 2024.

9. Concluzii și Recomandări

Rezultatele exercițiului de monitorizare din 2025 confirmă că piața de capital românească a stabilit o bază solidă a practicilor de guvernanță corporativă, majoritatea emitenților demonstrând aliniere cu cerințele formale ale Codului. Nivelurile ridicate de conformare în

domenii legate de controale interne, raportare și structuri de guvernare sugerează că emitenții au integrat cu succes aspectele procedurale ale guvernării. În același timp, variația conformării între secțiuni și categorii indică faptul că maturitatea guvernării nu este încă uniformă, anumite domenii necesitând dezvoltare suplimentară.

- Practicile de guvernare sunt bine consolidate la nivel structural, în special în domeniile legate de controale, raportare și cadre formale.
- Diferențele dintre categoriile Premium și Standard evidențiază niveluri variate de maturitate a guvernării, emitenții din categoria Standard confruntându-se cu provocări mai mari de implementare.
- Secțiunile A – "Organele de conducere" și E – "Durabilitate și Părți interesate" devin domenii prioritare pentru îmbunătățire, reflectând cerințe de guvernare complexe. Independența consiliului rămâne un domeniu important pentru atenție continuă.
- Primul an de aplicare ar trebui privit ca o perioadă de tranziție, nu ca o evaluare finală a nivelurilor de conformare.
- Calitatea raportării "Aplici sau Explici" rămâne o problemă centrală pentru ciclurile viitoare de raportare. Monitorizarea viitoare ar trebui să continue să se concentreze pe calitatea explicațiilor care însoțesc răspunsurile "Parțial" și "Nu", în special dacă explică natura abaterii de la Cod, motivele acesteia și orice follow-up.

Privind spre viitor, accentul ar trebui să se mute de la stabilirea structurilor de guvernare la aplicarea lor eficientă și consecventă. Consolidarea calității implementării, îmbunătățirea clarității raportărilor și asigurarea unei interpretări consecvente a Codului vor fi esențiale pentru creșterea transparenței și a încrederii investitorilor. Implicarea continuă cu emitenții, combinată cu ghiduri țintite privind recomandări complexe, va susține o trecere treptată de la conformarea formală către practici de guvernare corporativă de substanță și eficiente.

- Eforturile viitoare ar trebui să se concentreze pe îmbunătățirea calității și consistenței implementării, nu doar pe conformarea formală.
- Îndrumări mai clare privind prevederile complexe ar susține emitenții din zonele cu o conformare parțială mai ridicată.
- Practici îmbunătățite de raportare vor îmbunătăți comparabilitatea și înțelegerea investitorilor.
- Trecere treptată de la "formă" la "substanță" rămâne obiectivul cheie pentru următoarea etapă a dezvoltării guvernării.

Pornind de la aceste concluzii, BVB va folosi procesul anual de monitorizare, susținut de Comisia de Guvernare Corporativă, pentru a ghida activitatea de follow-up și a sprijini dezvoltarea continuă a practicilor de piață. Prioritățile de mai jos traduc concluziile primului ciclu de raportare în domenii practice pentru monitorizare, ghidare și implicare viitoare a emitenților.

Utilizarea monitorizării anuale pentru a urmări progresul în timp

- BVB va continua să folosească raportul agregat de monitorizare ca instrument recurent pentru a urmări practicile pieței, a identifica problemele recurente de implementare și a susține îmbunătățirea treptată a raportării guvernantei corporative. Cadrul de monitorizare, susținut de Comisia de Guvernanță Corporativă, va oferi platforma pentru activitatea ulterioară a BVB și pentru ghidarea viitoare a pieței.

Îmbunătățirea calității raportării “Aplici sau Explici”

- Pornind de la primul ciclu de raportare, BVB – cu sprijinul Comisiei – se va concentra pe încurajarea unor explicații specifice, relevante pentru companie și utile investitorilor. Aceasta poate include îndrumări pentru explicații relevante și, acolo unde este cazul, exemple anonimizate de raportare informativă.

Rafinarea cadrului de raportare din experiența primului ciclu de raportare

- Experiența din primul an poate ghida rafinările viitoare ale cadrului de raportare, inclusiv indicații mai clare pentru explicații și o raportare mai structurată a datelor cheie de guvernanță, cum ar fi componența consiliului, independența, structura comitetelor de audit și diversitatea.

Continuarea elaborării analizelor tematice privind domeniile prioritare de guvernanță

- Monitorizarea viitoare poate include analize tematice mai profunde a unor domenii selectate, cum ar fi eficiența consiliilor și comitetelor, independența, practicile de remunerare, guvernanța sustenabilității, etica și diversitatea. Aceste domenii sunt indicatori importanți pentru a arăta dacă emitentii trec de la conformarea formală la practici de guvernanță de substanță.

Sprijinirea emitenților prin îndrumare practică și implicare

- BVB, cu sprijinul consultativ al Comisiei de Guvernanță Corporativă, va lua în considerare sprijin țintit (cu alți actori interesați relevanți), inclusiv ateliere, note de ghidare și exemple de bune practici pentru a ajuta emitentii să aplice mai multe recomandări ale Codului într-un mod practic și consecvent.
- Cele mai bine și cele mai puțin respectate recomandări ar putea fi folosite pentru a identifica priorități practice de ghidare. Zonele cu o conformare raportată mai scăzută ar trebui să fie parte din ghidurile viitoare, revizuirile tematice și implicarea emitenților.

Încurajarea stimulentei pentru transparență fără a se baza excesiv pe clasamente

- BVB va lua în considerare modalități de a recunoaște practicile solide de transparență, inclusiv exemple de raportare de calitate. În situația în care va fi folosit vreun mecanism de recunoaștere publică, acesta ar trebui să se concentreze pe calitatea și utilitatea raportării, nu doar pe respectarea ridicată raportată.