



**UBBFSEGA**

Universitatea Babeș-Bolyai | Facultatea de Științe Economice și Gestiunea Afacerilor



**UNIVERSITATEA BABEȘ BOLYAI - CLUJ-NAPOCA**  
**ȘCOALA DOCTORALĂ ȘTIINȚE ECONOMICE ȘI GESTIUNEA AFACERILOR**  
**DOMENIUL FINANȚE**

**FONDURILE DE INVESTIȚII DIN ROMÂNIA ÎNTRE  
OPORTUNITATE INVESTIȚIONALĂ ȘI ALTERNATIVĂ DE  
FINANȚARE A ECONOMIEI**

---

**REZUMAT**

**Coordonator științific:**

**Prof.univ.dr. Ioan NISTOR**

**Doctorand:**

**Ioana RADU (cas. POP-RADU)**

**Cluj – Napoca  
2016**

## Sumar rezumat

CUPRINS.....	3
CUVINTE CHEIE.....	4
OBIECTIVELE CERCETĂRII.....	4
SINTEZA CONTRIBUȚIILOR PERSONALE.....	5
<i>Capitolul 1 Fundamente în stadiul cunoașterii activității fondurilor de investiții</i>	5
<i>Capitolul 2 Piața fondurilor de investiții din România în context internațional</i>	10
<i>Capitolul 3 Evaluarea performanței fondurilor de investiții din România</i>	14
<i>Capitolul 4 Finanțarea entităților economice prin intermediul fondurilor de investiții</i>	20
<i>Capitolul 5 Investigații empirice asupra evaluării performanței fondurilor de investiții din România</i>	25
CONCLUZII FINALE ȘI PERSPECTIVE ÎN CERCETARE.....	28
REFERINȚE BIBLIOGRAFICE PRIVIND SURSELE CITATE.....	30

# CUPRINS

<i>Capitole</i>	<i>Pagină</i>
Introducere	1
<b>Capitol 1. Fundamente în stadiul cunoașterii activității fondurilor de investiții</b>	6
1.1. Clarificări conceptuale asupra tematicii studiului	6
1.2. Repere teoretice privind activitatea fondurilor de investiții	8
1.3. Sistemul de reglementare și funcționare al activității fondurilor de investiții	14
1.4. Mecanismul de funcționare și organizare al activității fondurilor de investiții	20
1.5. Impactul funcționalității fondurilor de investiții asupra economiei	43
1.6. Factori determinanți ai dinamicii activității fondurilor de investiții	55
1.7. Tendințe în dezvoltarea industriei fondurilor de investiții la nivel global	67
<b>Capitol 2. Piața fondurilor de investiții din România în context internațional</b>	69
2.1. Piața fondurilor de investiții din România. Premise, evoluții și tendințe	69
2.2. Situația distribuției fondurilor de investiții în România prin societățile de administrare a investițiilor	87
2.3. Dinamica fondurilor deschise de investiții din România	95
2.4. Evoluția categoriei Alte organisme de plasament colectiv în perioada 2007-2014	109
2.5. Competiția fondurilor străine de investiții pe piața națională a organismelor de plasament colectiv	121
2.6. Perspective în dezvoltarea pieței fondurilor de investiții din România	130
<b>Capitol 3. Evaluarea performanței fondurilor de investiții din România</b>	133
3.1. Repere privind evaluarea performanței fondurilor de investiții	133
3.2. Metode de măsurare a performanței fondurilor de investiții	141
3.3. Evaluarea performanței fondurilor mutuale din România în perioada 2007-2014	148
3.4. Studiu comparativ privind plasamentul în fondurile de investiții din România și alte alternative investiționale	184
<b>Capitol 4. Finanțarea entităților economice prin intermediul fondurilor de investiții</b>	186
4.1. Implicația fondurilor de investiții în circuitul finanțării entităților economice	186
4.2. Fondurile de capital de risc – ca sursă alternativă de finanțare a capitalurilor și de creștere a valorii companiilor	188
4.3. Mecanismul de funcționare al fondurilor de capital de risc	195
4.4. Piața internațională a industriei fondurilor de capital de risc	208
4.5. Studiu de caz privind finanțarea prin fonduri de capital de risc – cazul Sicomed - Zentiva	219
4.6. Aprecieri asupra alternativei finanțării prin capital de risc	233
<b>Capitol 5. Investigații empirice asupra evaluării performanței fondurilor de investiții din România</b>	238
5.1. Studiu privind evaluarea determinantilor performanței fondurilor deschise de investiții din România 2007-2015	238
5.2. Studiu de caz privind analiza eficienței activității fondurilor deschise de investiții prin metoda Data Envelopment Analysis - DEA	253
<b>Concluzii finale</b>	275
Bibliografie	284
Lista abrevierilor	290
Lista grafice, figuri, tabele	294
Anexe	300

## CUVINTE CHEIE

*Active totale nete, Capitalizare bursieră, Capital de risc, Creștere economică, Criza financiară, Eficiență, Fluxuri de capital, Fonduri deschise de investiții, Fonduri închise de investiții, Indicele fondurilor mutuale, Investiții de capital de risc, Investitori calificați, Investitori instituționali, Investiții de portofoliu, Lichiditatea pieței de capital, Organisme de plasament colectiv, Rentabilitate, Unități de fond, Valoare unitară a activelor nete, Vehicule investiționale, Volatilitate*

## OBIECTIVELE CERCETĂRII

Activitatea fondurilor de investiții prin evoluția lor extrem de dinamică din ultimii ani, a atras atenția în cercetare prin înregistrarea unei volatilități ciclice în raport cu dinamica pieței financiare internaționale. Astfel, principala provocare în cercetarea activității fondurilor de investiții a fost identificată odată cu încercarea de a găsi o serie de răspunsuri privind dinamica acestei industrii la nivel global cât și la nivel național, în strânsă legătură cu observarea implicațiilor directe și indirecte ale schimbărilor economice recent manifestate pe piața financiară internațională.

Tema dezbătută prezintă interes pentru cercetarea curentă prin faptul că abordează problematica fondurilor de investiții, a dimensiunii acestei industrii și a semnificației evoluției acestora. Cercetarea industriei fondurilor de investiții se bazează pe observarea în dinamică a evoluției fondurilor de investiții în perioada 2005-2014. Intervalul de analiză permite observarea elanului înregistrat de industria fondurilor de investiții la nivel mondial (2005-2007), turnura recesivă ce precede anul 2008, cât și perioada post criză până în anul 2014.

Sub aspect practic, pentru tema abordată este importantă realizarea unei radiografii asupra pieței fondurilor de investiții pornind de la modul de alocare a capitalurilor în fonduri de investiții, în scopul identificării atât a zonelor de interes, cât și a prezentării tendințelor de redimensionare a industriei. Totodată, tematica dezbătută capătă relevanță pentru literatura de specialitate prin faptul că încearcă să contureze semnificația economică a plasamentelor investiționale în fondurile de investiții, a rolului acestora în impulsivitatea activității economice a companiilor finanțate, dar și implicația acestora asupra susținerii creșterii economice.

Pentru îndeplinirea dezideratelor enunțate, s-au avut în prim-plan următoarele **obiective**:

- delimitarea rolului activității fondurilor de investiții;
- evidențierea relației de cauzalitate dintre dinamica fondurilor de investiții și condițiile economice;
- evidențierea potențialilor factori determinanți ai dinamicii fondurilor de investiții;
- reflectarea influenței și a semnificației factorilor determinați ai activității fondurilor de investiții asupra variabilei efect urmărite;
- prezentarea și evaluarea comparativă a modelelor propuse de către literatura de specialitate;
- construirea unor modele econometrice care să pună în evidență raportul dintre variabilele care definesc mediul economic și nivelul plasamentelor investiționale și a investițiilor gestionate de către fondurile de investiții;

- analiza empirică a modelului explicativ propus, sistematizarea rezultatelor derivate din analiza empirică, cât și identificarea contribuțiilor diferitelor variabile explicative asupra variabilei dependente.

Având în vedere complexitatea, actualitatea și dinamica continuă a acestui domeniu al fondurilor de investiții, prezenta cercetare este semnificativă științific, contribuind sub aspect teoretic și practic la completarea literaturii de specialitate. Cercetarea efectuată crează valoare adăugată prin faptul că abordarea noastră reprezintă un prim pas în aprecierea factorilor determinați ai dezvoltării pieței românești a fondurilor de investiții, în expunerea unui model de evaluare a stării de fapt a industriei fondurilor de investiții și implicit a prezentării stadiului actual de maturizare al pieței naționale a fondurilor de investiții. Totodată, utilitatea și originalitatea studiului întreprins rezidă din aprofundarea conexiunilor relevante în cazul particular al României. Mai precis, teza de doctorat reușește să fundamenteze, printr-o structurare riguroasă a lucrării pe cinci capitole, dimensiunea industriei fondurilor de investiții la nivel național și a locului acesteia în piața globală a fondurilor de investiții.

## SINTEZA CONTRIBUȚIILOR PERSONALE

### *Capitolul 1 Fundamente în stadiul cunoașterii activității fondurilor de investiții*

În primul capitol al lucrării *Fundamente în stadiul cunoașterii activității fondurilor de investiții*, sunt prezentate aspectele teoretice ale organizării și funcționării fondurilor de investiții, punându-se accent asupra identificării implicațiilor economice derivate din activitatea fondurilor de investiții. Delimitările conceptuale cât și reperle legislative identificate în conturarea mecanismului de funcționare al fondurilor de investiții propun conturarea unui parcurs clar în cunoașterea și înțelegerea activității acestor vehicule investiționale. Analiza particularizată pe piața organismelor de plasament colectiv din România comparativ cu reperle europene completează și aprofundează studiul înspre identificarea gradului de integrare a pieței naționale în piața unică europeană sau chiar în piața internațională. Pentru prezentarea aspectelor teoretice aferente temei dezbătute am abordat o vastă literatură de specialitate. Din literatură de specialitate, coroborată cu reglementările în domeniu, am realizat o paralelă între sistemul de organizare al fondurilor mutuale din SUA și modelul UCITS dezvoltat pe piața unică europeană (în raport cu care piața națională se aliniează treptat). Dedicând o parte importantă studiului mecanismului de organizare și funcționare al activității fondurilor de investiții, am conturat scheme simplificate pentru cunoașterea și înțelegerea funcționalității acestor vehicule investiționale.

Dezvoltarea puternică a piețelor de capital, precum și apariția unor inovații financiare au condus la apariția a numeroase instituții și instrumente financiare care să perfecteze sistemul intermedierei financiare. În consecință, actorii implicați în distribuirea capitalurilor au perfectat un circuit complex al investițiilor financiare în intermedierea ofertei (deținători de capitaluri - investitorii) și cererii de capitaluri (utilizatorii de capital – întreprinzătorii aflați în nevoie de capital). Ca rezultat, în acest circuit de mobilizare a capitalurilor, oferta de capitaluri s-a concentrat în actorii precum fondurile de investiții.

Considerând literatura de specialitate, am constatat faptul că atât evoluția industriei gestiunii colective, cât și cadrul reglementar au cunoscut o dezvoltare etapizată în cinci stadii (Fink 2008), (Radu 2010d): 1946-1981; 1982-1993; 1992-2003; 2003-2007, iar astăzi, putem vorbi și despre o **nouă etapă** în dezvoltarea pieței fondurilor de investiții la nivel global. Această nouă etapă apare

ca o consecință a crizei economice financiare ce redimensionează industria fondurilor de investiții la nivel global înspre promovarea principiului de supraveghere prudențială unitară a pieței financiare globale.

Activitatea de reglementare și stabilire a normelor și standardelor de desfășurare a activității fondurilor de investiții a înregistrat o serie de mutații care să permită integrarea și consolidarea funcției de supraveghere a sistemului financiar într-un sistem unic.

Principalele autorități de reglementare pe piața financiară integrată sunt prezentate în tabelul 1.1.

**Tabel 1. 1 Autoritățile de reglementare pe piața financiară**

<b>Autorități</b>	<b>Piața bancară</b>	<b>Piața asigurărilor</b>	<b>Piața de capital</b>
SUA	Federal Reserve Bank (FED)	Securities and Exchange Commission (SEC) – 1934	
Canada	Biroul de Supraveghere a Instituțiilor Financiare		
Japan	Integrated Financial Regulator		
Korea	Integrated Financial Regulator		
Singapore	Integrated Financial Regulator		
Australia	Banca Centrală a Australiei	Comisia pentru Valori Mobiliare și Investiții (ASIC) și Autoritatea pentru Reglementare Prudențială (APRA)	
<b>Europe</b>	Autoritatea Europeană de Supraveghere (AES)		

Sursa: prelucrare proprie după datele ASF și (Taylor & Fleming 1999 Sep.)

Implementarea sistemului unic de supraveghere prin înființarea Autorităților de Supraveghere Financiară avea să preia toate funcțiile și atribuțiile de reglementare, autorizare și înființare a instituțiilor implicate pe piața organismelor de plasament colectiv.

Mutațiile survenite în cadrul întregului sistem financiar și reconfigurarea arhitecturii pieței europene de supraveghere prin instituirea unui sistem unic de tipul autorităților de supraveghere financiară au permis îmbunătățirea coordonării și asigurării schimbului de informații între piețele și instituțiile europene, pentru adaptarea și implementarea eficientă a reglementărilor europene la nivelul statelor membre.

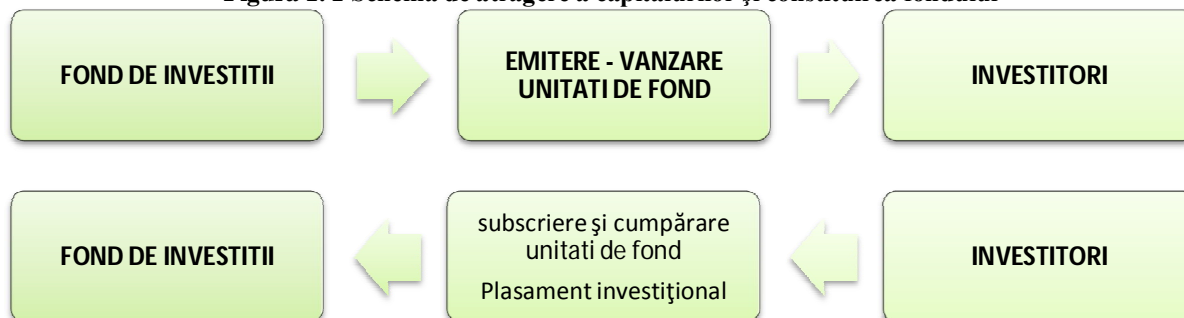
Urmând traiectoria europeană, România a lansat începând cu anul 2012 proiectul de unificare al Comisiei Naționale de Valori Mobiliare (abr. CNVM) a Comisiei de Supraveghere a Asigurărilor (abr. CSA) și a Comisiei de Supraveghere a Sistemului de Pensii Private (abr. CSSPP), într-o singură instituție sub o autoritate independentă Autoritatea de Supraveghere Financiară din România. Acesta avea să fie realitate începând cu sfârșitul lunii Martie 2013. Astfel, noua entitate de supraveghere a pieței financiare din România avea să preia sub reglementare un portofoliu de aproximativ 40 miliarde EUR (aproximativ o treime din nivelul întregului PIB al României estimate la 130 miliarde EUR), din care doar Bursa de Valori București concentra circa 23 miliarde EUR (Petrescu 2013), restul reprezentând valoarea volumului activelor totale ale fondurilor mutuale și de investiții, ale fondurilor de pensii private și asigurări. În schimb, supravegherea bancară nu va fi integrată în modelul unic de supraveghere, aceasta rămânând exclusiv în sarcina Băncii Naționale a României.

Pentru România, ultimii 10 ani (2005-2014) au reprezentat pentru piața de capital românească principalii piloni ai definirii pieței de capital, având dezideratul consolidării acesteia de la stadiul de piață slab dezvoltată înspre piață emergentă. Primii pași în depășirea acestui statut au fost începuți odată cu îndeplinirea criteriilor stabilite de Comisia Europeană pentru aderarea României la Uniunea Europeană și declararea economiei acesteia ca o "economie de piață funcțională".

Ținând cont de rolul urmărit, instituțiile curprinse sub denumirea generică de fonduri de investiții pot fi analizate în funcție de modul de organizare pornind de la cele două direcții de acțiune ale acestora:

- *atragera fondurilor de capital* și constituirea propriu-zisă a fondului prin vânzare de unități de investiție (unități de fond sau titluri de participare) investitorilor – Figura 1.1;
- *plasamentul fondurilor acumulate* în diferite titluri pe piața financiară – Figura 1.2;

Figura 1. 1 Schema de atragere a capitalurilor și constituirea fondului



Sursa: prelucrare proprie autorului

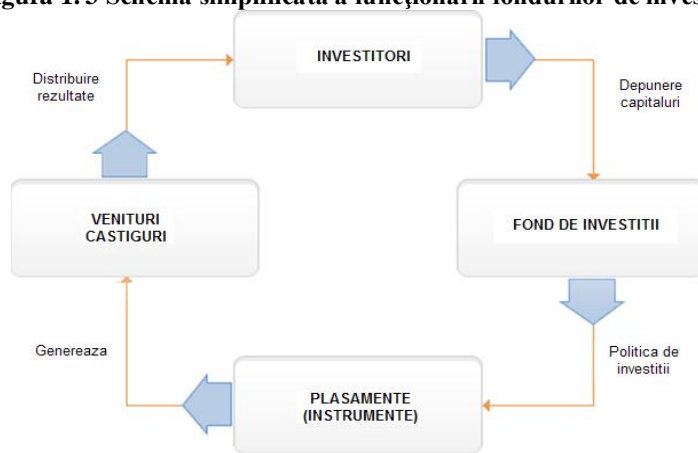
Figura 1. 2 Schema activității de plasament a fondurilor de investiții



Sursa: prelucrare proprie autorului

Coroborând cele două activități, modul de organizare și funcționare al fondurilor de investiții se poate reprezenta, pe scurt, după cum reiese din figura 1.4:

Figura 1. 3 Schema simplificată a funcționării fondurilor de investiții



Sursa: prelucrare proprie autorului

Pe seama modalității în care aceste fonduri de investiții acționează pe piață, se trage concluzia că, acestor fonduri sunt specifice 3 *operațiuni*:

a) emiterea unităților de fond cu scopul atragerii capitalurilor investiționale – acțiune ce implică atragerea de fonduri de la investitori, pe seama subscrierii și achiziției unităților de fond emise și puse la vânzare de către fond sau compania de investiții;

b) efectuarea plasamentelor investiționale – fondurile de investiții plasează cumulul de capitaluri conform unei strategii investiționale bine definite;

c) fructificarea investiției prin răscumpărarea unităților de fond la momentul exit-ului.

Începând cu 1990, industria fondurilor de investiții s-a dovedit a fi una dintre componentele cu cea mai înaltă rată de creștere a sectorului financiar în țările europene (Enciu M., 2003), devenind totodată o importantă modalitate de economisire deținând pondere semnificativă a economiilor populației, în aproape toate țările Europei.

Procesul de migrare treptată a economiilor populației dinspre depozitele bancare clasice s-a îndreptat în mare măsură spre creșterea utilizării fondurilor de investiții, acestea înregistrând un ritm de creștere superior al activelor totale atrase. Această situație poate fi explicată în principal pe seama reducerii ratelor de dobândă aferentă depozitelor bancare, creșterea veniturilor populației, creșterea gradului de educație financiară, al dezvoltării pieței de capital, dar și pe aprecierea avantajelor (diversificare, reducerea riscului, economii la costuri, management profesional) și randamentului fondurilor de investiții.

Fondurile de investiții devin finanțatori ai datoriei publice prin prisma faptului că, prin semnificația lor, acestea dispun o anumită cotă din portofoliu în instrumente monetare emise de către stat. Aici o importanță deosebită se ridică asupra activității fondurilor monetar, care prin particularitatea lor se constituie a fi organisme de plasament care dispun cea mai mare parte a capitalurilor (peste 80%) în instrumentele pe termen mediu și scurt ale statului, precum: titluri de stat, certificate de trezorerie, depozite bancare, certificate de depozit și obligațiuni.

În țara noastră aceste fonduri au crescut în popularitate în perioada ultimilor ani. Deși fondurile diversificate atrag cea mai mare parte a investitorilor în fondurile de investiții românești, fondurile monetare au înregistrat în perioada 2006-2010 o rată medie anuală de creștere de 144,93% pe an, fiind precedate de fondurile de obligațiuni cu o rată anuală de creștere de circa 34%. Dinamica fondurilor FM a început însă, odată cu scăderea dobânzilor la certificatele de trezorerie și la depozitele bancare (2005 - 2006), situație ce a generat reducerea cotei deținute de 31,82% în 2005 la doar 20,20% în 2006. Acești factori, inclusiv slaba dezvoltare a pieței instrumentelor cu venit fix, au contribuit la afectarea dezvoltării fondurilor FM din România (Filip A., 2008).

Cu toate acestea, perioada crizei financiare 2007 – 2010, a generat reorientarea investitorilor dinspre celelalte categorii de fonduri care au câștigat teren în perioada 2005-2006, înspre piața fondurilor FM care a ajuns să înglobeze într-un număr de 5 fonduri în 2009 – 53,35% din volumul activelor administrate de fondurile de investiții. Apartenența celor 5 fonduri FM către bănci, a generat începând cu 2007 revigorarea fondurilor FM în România, mai mult aceste fonduri monetare, BCR Monetar și Raiffeisen Monetar au ajuns să atragă cel mai mare număr de investitori în perioada 2009-2010 (de circa 6 ori mai mare în 2009, și de 10 ori mai mare în 2010 decât în 2008).

În contextul raportărilor statistice ale datoriei publice evidențiate în tabelul 1.8, fondurile mutuale românești dețineau la finele anului 2014, o cotă semnificativă de 5.7% din datoria publică. Din această cotă, 2.5% fiind asumată de Erste Asset Management prin fondurile de obligațiuni deținute (emise atât pe piața națională cât și pe piața externă).

Evoluția contribuției organismelor de plasament colectiv în finanțarea datoriei publice totale și interne a României este sintetizată în tabelul 1.7 și Anexa 11.



**Tabel 1.2 Contribuția OPC în finanțarea datoriei publice a României 2005-2014**

Contribuția OPC în finanțarea datoriei publice (%)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Rata medie anuală de contribuție
% OPC în Datorie publică totală	2.71	3.23	2.72	1.48	2.94	3.55	3.60	4.14	6.17	7.19	3.77%
OPCVM	2.10	2.45	2.28	1.36	2.83	3.44	3.51	3.95	5.94	6.90	3.48%
AOPC	0.61	0.77	0.44	0.12	0.12	0.11	0.09	0.19	0.23	0.29	0.30%
FMS	na	na	na	na	na	na	0.43	0.57	0.62	0.76	0.59%
% OPC în Datorie publică internă	65.04	54.00	34.48	3.67	5.71	6.93	7.09	8.43	13.58	14.97	21.39%
OPCVM	50.49	41.04	28.95	3.38	5.49	6.71	6.91	8.05	13.06	14.37	17.85%
AOPC	14.56	12.96	5.54	0.29	0.23	0.22	0.18	0.38	0.51	0.60	3.55%
FMS	na	na	na	na	na	na	0.84	1.16	1.35	1.57	1.23%

Sursa: calcule proprii după Rapoartele Ministerului Finanțelor privind Datoria publică

Creșterea semnificației plasamentelor administrate în economia națională se datorează și faptului că acestea au reușit să finanțeze aproximativ 15% din datoria publică internă (în 2014), fiind o sursă importantă și stabilă de acoperire a deficitului bugetului public (Raportul anual ASF, 2013), deținând o pondere semnificativă în portofoliile investiționale de titluri de stat cât și de obligațiuni municipale.

Organismele de plasament colectiv au devenit finanțatori ai datoriei publice prin prisma faptului că acestea dispun o parte semnificativă (cca 80%) din portofoliile lor în plasamente în instrumentele pe termen mediu și scurt ale statului – titluri de stat, certificate de trezorerie, depozite bancare, certificate de depozit și obligațiuni (Radu 2009b), în detrimentul altor plasamente.

Fondurile de investiții au devenit actori importanți în gestiunea datoriei publice (Călugăru & Cistelean 2007) și implicit în restrângerea finanțării datoriei publice (Radu 2012), atâta timp cât aspectele reale arată că, numărul emisiunilor titlurilor de stat, al certificatelor de trezorerie și obligațiuni municipale este semnificativ restrâns față de interesul manifestat de către aceste vehicule investiționale. Evoluția activelor totale gestionate de vehiculele investiționale administrate raportate la dimensiunea economiei naționale, arată că, în timp ce sectorul asigurărilor a stagnat în detrimentul fondurilor de pensii, a crescut semnificația și implicit contribuția organismelor de plasament colectiv de la 2.24% la 5.70%, marcând o creștere de circa 3 ori în intervalul 2009-2013.

**Tabel 1.3 Total active ca pondere în PIB pentru investițiile financiare administrate**

Categoriile de investiții financiare administrate	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Societăți de asigurare (SA)	3.27%	3.21%	3.10%	3.23%	2.92%	3.6%
Fonduri de pensii (FP)	0.52%	0.89%	1.23%	1.75%	2.35%	9.1%
<b>Organisme de plasament colectiv (OPC)</b>	<b>2.24%</b>	<b>5.43%</b>	<b>5.08%</b>	<b>4.38%</b>	<b>5.70%</b>	<b>4.2%</b>

Sursa: prelucrare după ASF (2012, 2014) și [www.insse.ro](http://www.insse.ro)

Categoriile de OPC	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Organisme de plasament colectiv (OPC)</b>	<b>5.43%</b>	<b>5.08%</b>	<b>4.38%</b>	<b>5.70%</b>	<b>4.2%</b>
Fonduri închise de investiții	0.03	0.05	0.07	0.10	0.13
Fonduri deschise de investiții	1.03	1.20	1.48	<b>2.04</b>	<b>2.75</b>
Societăți financiare de investiții SIF	1.37	1.19	1.09	1.12	1.04
Fondul Proprietatea	2.89	2.57	2.52	2.36	1.99

Sursa: prelucrare după ASF (2012, 2014) și [www.insse.ro](http://www.insse.ro)

Această evoluție pozitivă a organismelor de plasament colectiv, datorându-se în special creșterii intrărilor de capitaluri, cât și pe seama creșterii numărului de participanți. Pe parcursul anului 2014 fondurile închise și fondurile deschise de investiții au avut creșteri semnificative ale valorii

activelor totale (peste 40%), în timp ce societățile de investiții financiare și Fondul Proprietatea au înregistrat o reducere nominală a activelor, cu 2,4% și respectiv 11,8% (ASF, 2014).

Ultimii patru ani au demonstrat că piața de capital din România s-a înscris în rândul concurenței europene, reducând nivelul de fragmentare al pieței pornind de la unificarea instituțiilor de reglementare ale entităților active pe piața de capital sub Autoritatea de Supraveghere Financiară. Totodată, adaptarea legislației naționale la cadrul legislativ european, a permis eliminarea barierelor discriminatorii între statele Uniunii, permitând accesul și autorizarea unor vehicule investiționale străine pe teritoriul național, concomitent cu externalizarea fondurilor naționale pe piața externă. Constatăm că, industria fondurilor de investiții din România a înregistrat în ultimii ani un ritm de creștere susținut atât în privința numărului de fonduri active pe piață, cât și a valorii activelor totale gestionate de către acestea, fără a fi puternic afectată de contagiunea crizei economice financiare. Astfel, în pofida inconvenientelor apărute pe piața bursieră globală la nivelul anului 2008, fondurile mutuale au înregistrat creșteri de peste 86% față de situația anului 2005, creștere datorată în principal intrărilor de capital în fondurile de acțiuni și cele diversificate.

## **Capitolul 2 Piața fondurilor de investiții din România în context internațional**

În capitolul al doilea, „Piața fondurilor de investiții din România în context internațional”, am conturat o analiză amplă asupra identificării premiselor de dezvoltare a pieței fondurilor de investiții din România dar și asupra identificării avantajelor competitive oferite de piața națională în contextul adâncirii globalizării și al consolidării pieței unice europene de capital.

Rezultatele obținute evidențiază că îmbunătățirea gradului de atractivitate al organismelor de plasament din România s-a conturat pe seama următoare aspecte:

– creșterea activelor totale nete în 2014 față de anul 2013 cu 26.5%, fapt pentru care România înregistrează printre cele mai bune rezultate din ansamblul industriei europene. Acest rezultat a fost obținut pe seama unei rate medii de creștere a industriei cu 11 puncte procentuale peste media de creștere a întregii piețe (15.7%, respectiv de 16,3% pentru categoria fondurilor deschise UCITS și de 14.3% pentru categoria fondurilor închise – non-UCITS);

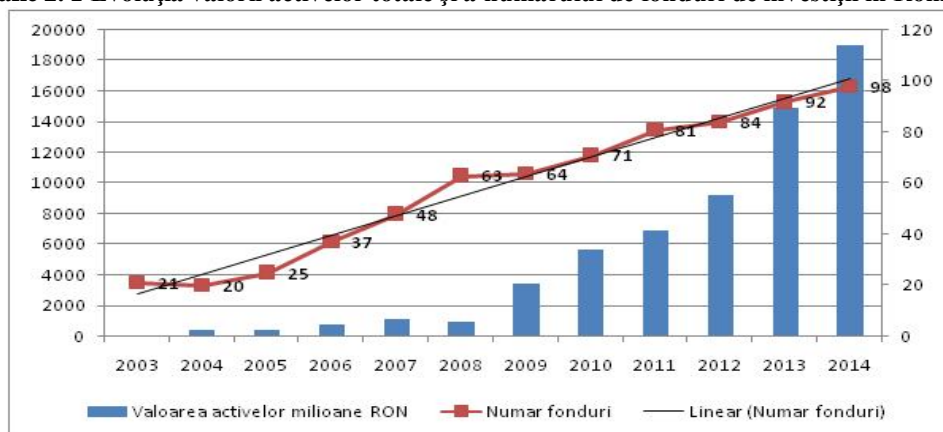
– dominarea pieței europene, cu o creștere de 40% a activelor fondurilor mutuale UCITS (în creștere de la 2913 milioane EUR în 2013 la 4000 milioane EUR în 2014). Această evoluție este cu atât mai remarcabilă, cu cât la nivel național, intermedierea și serviciile financiar-bancare au contribuit negativ la formarea PIB-ului României. În consecință, cota de piață a României a ieșit din plutonul de 6 țări cu o cotă 0.0% (Slovenia, Slovacia, Bulgaria și Croația) în piața europeană, crescând la pragul piețelor medii din Europa, cu cote din PIB-ul european de 0.1% (Cehia, Grecia, Liechtenstein, Malta, Turcia), și având țintă pozițiile următoare ocupate de Portugalia și Ungaria cu 0.2%, dar și a Poloniei cu 0.4%;

– pe durata crizei economice financiare, organismele de plasament colectiv din România au comportat un trend atipic, piața globală orientându-se spre zona piețelor de frontieră, inclusiv România. În caz particular, piața din România, s-a concentrat treptat înspre fondurile monetare și de obligațiuni, acestea adjudecându-și în 2009-2010 cote de 59.36%, respectiv 21.39% din piața fondurilor deschise. Fondurile monetare cu plasamente în depozite bancare, certificate de trezorerie și titluri de stat, utilizate ca alternativa cea mai sigură pentru perioada crizei, aveau să fie devansate începând cu anul 2011 de către fondurile de obligațiuni pe fondul unor randamente ridicate peste rata depozitelor bancare.

Trecute prin 2 crize majore care au deteriorat încrederea investitorilor (prima în anul 1994 odată cu prăbușirea FMOA și a doua în anul 2000 odată cu colapsul FNI), fondurile de investiții din România se confruntă cu o luptă destul de dificilă în câștigarea încrederii investitorilor (Moroșan Gh., 2009).

Începând cu anul 2005 interesul pentru piața fondurilor de investiții a crescut surprinzător, numărul investitorilor modificându-se anual, cu o rată medie de creștere anuală de 39,71%, corespunzătoare unei multiplicări a numărului acestora de peste 4 ori în decursul celor 10 ani până în prezent (Grafic 2.1). Din acest motiv, se poate spune că, astăzi, preferința pentru acest sector de investiții de plasament a dus la creșterea atractivității fondurilor de investiții românești.

**Grafic 2.1 Evoluția valorii activelor totale și a numărului de fonduri de investiții în România**



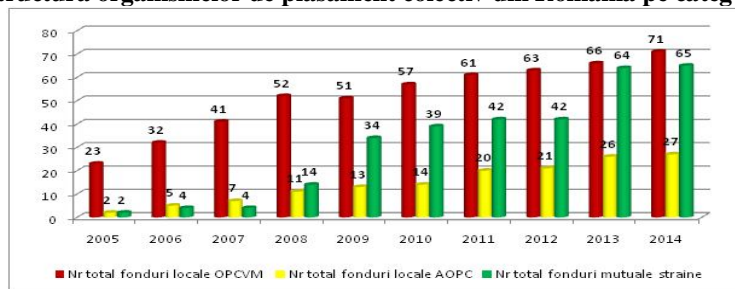
Sursa: prelucrare proprie după datele AAF

Deși România avea să se confrunte în 2008 cu efectele recesiunii globale, activitatea fondurilor de investiții a înregistrat o scădere de doar 10% din volumul activelor nete totale, care avea să fie ignorată de investitori, numărul acestora crescând de 2,27 ori, subscrierile nete crescând de asemenea, cu 36% față de anul 2007. Astfel, am putea spune că, investitorii au rămas interesați în continuare de fondurile de investiții românești contrar situației observate la nivel mondial. Mai mult, perioada 2009-2014 se dovedește a fi cea mai activă perioadă pentru industria fondurilor de investiții din România.

În pofida recesiunii economice globale din perioada 2008-2010, industria fondurilor de investiții a înregistrat un ritm de dezvoltare susținut atât în privința numărului de investitori cât și în privința numărului de fonduri apărute pe piață și a valorii activelor gestionate de către acestea. Mai mult, industria fondurilor mutuale din România înregistrând începând cu anul 2009 cele mai mari rate anuale de creștere a volumului activelor totale, reușind în anul 2014 să câștige o poziție mediană în piața europeană a fondurilor de investiții ocupând locul 13 din 28 state europene.

De asemenea, evoluții pozitive se înregistrează și în rândul numărului de fonduri totale înființate în această perioadă. Începând cu 2008 se constituie 11 noi fonduri deschise și 5 fonduri închise, care aveau să atragă treptat noi investitori, ajungând în 2014 la un număr total de investitori de cca 309.000 în cele 98 fonduri locale existente pe piață (71 deschise și 27 închise). Pe lângă fondurile mutuale locale, AAF raportează și prezența unui număr semnificativ de fonduri mutuale străine, în creștere cu o medie anuală de 15% începând cu anul 2008, ajungând astăzi aproape să egaleze numărul fondurilor deschise de investiții locale, după cum reiese din grafiul 2.2:

**Grafic 2. 2 Structura organismelor de plasament colectiv din România pe categorii de fonduri**



Sursa: prelucrarea autorului după datele AAF, CNVM și ASF

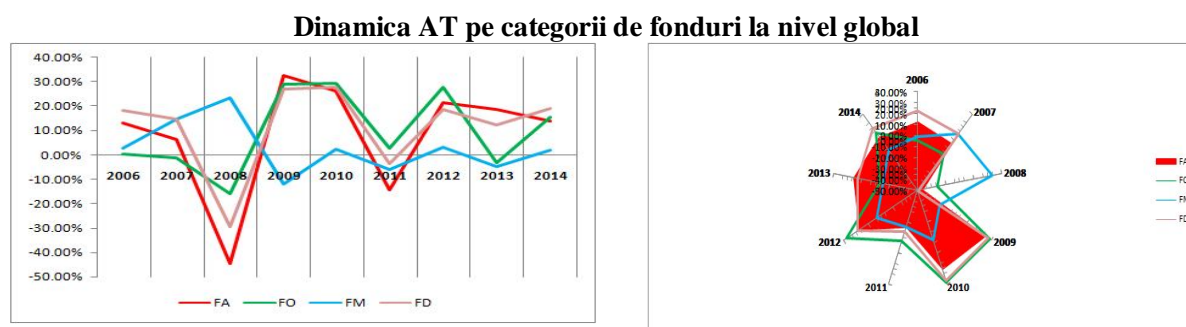
Din volumul total al activelor nete gestionate de fondurile de investiții în România, fondurile deschise administrează în medie o cotă de 81% pe întreaga perioadă analizată, în timp ce fondurile închise de investiții gestionează restul de 15%. Creșterea valorii activelor nete totale pe ansamblul industriei fondurilor de investiții în România la 5.622 milioane RON (de circa 47 ori mai mare decât valoarea activelor gestionate de cele 21 de fonduri din 2003), s-a realizat în cea mai mare parte pe seama subscrierilor nete de capital în fondurile mutuale din perioada 2008-2010.

Constatăm că ultimii 10 ani au fost dinamici pentru piața fondurilor de investiții active pe piața locală (Anexa 5). Cu un trend ascendent atât în numărul lor cât și al sumelor gestionate, putem aprecia că, la sfârșitul anului 2014, industria s-a dinamizat prin faptul că volumul total al activelor s-a multiplicat de 43 de ori, iar numărul fondurilor de investiții crescând de la 4 ori față de situația anului 2005. Cu atât mai mult, ca dovadă a creșterii atractivității pieței românești de capital și a deschiderii financiare a acesteia, un număr semnificativ de fonduri străine sunt active pe piața locală a fondurilor de investiții, în creștere de la un număr de 2 fonduri mutuale în 2005, la 65 fonduri mutuale în 2014 (Figura 2.2).

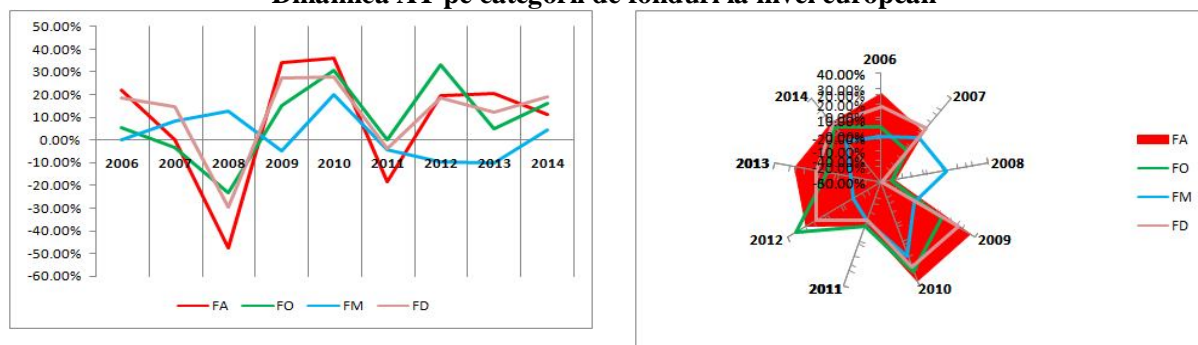
Cu infuzii pozitive de capital (cca 1 mld EUR) și cu active totale nete de peste 5.7 miliarde EUR (5.717 mil EUR) în 2014, România ocupă locul 13 la nivel european, situându-se la mijlocul clasamentului EFAMA pentru cele 28 de state membre.

Utilizând analiza fluctuațiilor ciclice resimțite de piața fondurilor deschise de investiții din România, în perioada 2006-2011 (prin 20 de observații trimestriale), constatăm un comportament cu puternice unde ciclice în modificarea activelor totale gestionate de fondurile de acțiuni și cele monetare dar cu tendințe contrarii, în timp ce fondurile de obligațiuni prezintă o fluctuație de intensitate redusă, iar fondurile diversificate își păstrează un trend constant în evoluție, după cum reiese din graficul 2.5.

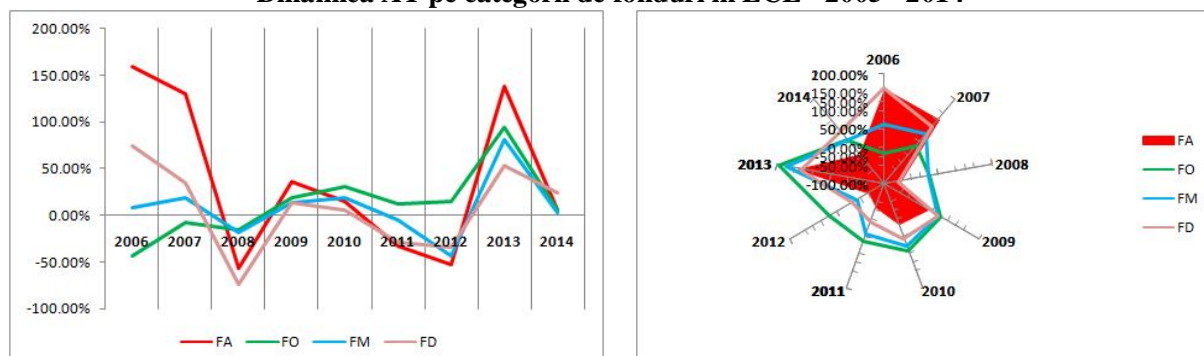
**Grafic 2. 3 Fluctuația W a pieței fondurilor de investiții pe perioada crizei economice financiare**



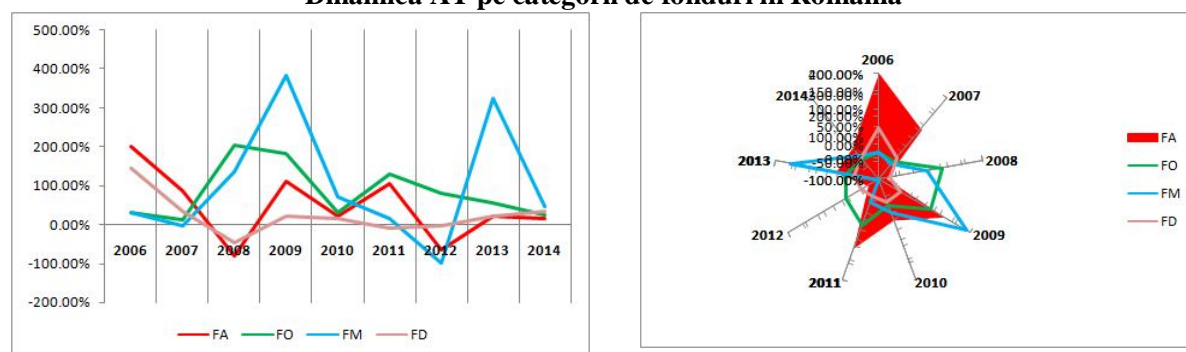
### Dinamica AT pe categorii de fonduri la nivel european



### Dinamica AT pe categorii de fonduri in ECE - 2005 - 2014



### Dinamica AT pe categorii de fonduri in Romania



Sursa: prelucrare proprie după datele ICI, EFAMA și AAF (Anexa 27)

Cu amplitudini diferite, evidențele grafice prezintă același trend W în dinamica fondurilor de investiții din perioada 2008-2011, atât la nivel global cât și european, în timp ce pentru ECE și România etapa destabilizatoare din 2011 a fost percutată în anul 2012. Profitând de extinderea pieței acțiunilor din România, fondurile de investiții locale au fost favorite în alocarea investitorilor. Astfel, se constată că, cel mai dinamic sector al industriei fondurilor de investiții – fondurile de acțiuni – au înregistrat o restrângere semnificativă în perioada 2007-2009 și 2011-2012, coroborată fiind cu relansarea fondurilor de risc scăzut (monetare și de obligațiuni), ca alternative de preservare a portofoliilor investitorilor.

Indicatorii industriei fondurilor deschise pe perioada analizată 2005-2014 se prezentau astfel:

- investiția medie/investitor în totalul fondurilor deschise de investiții a fost de 29 mii lei, cu 17% mai mult decât media realizată în anul 2010;
- fluxul subscrierilor nete de capital a fost de 993 milioane lei, realizându-se pe fondul unor subscriseri de peste 5.727 milioane lei și a unor răscumpărări de peste 4.734 milioane lei;

- în perioada 2013-2014, pe piața românească de capital existau 60 de fonduri deschise de investiții dintre care 20 de obligațiuni, 18 diversificate, 17 de acțiuni, 1 fond monetar și alte 4 clasificate în categoria „alte fonduri”;
- numărul investitorilor în fondurile deschise de investiții a crescut semnificativ în ultimii ani, ajungând la nivelul de 271.547 investitori în anul 2013, cu 12.46% mai mulți față de anul 2012. Dintre aceștia, 9.822 au fost investitori instituționali, în creștere cu 10.22% față de anul 2012;
- suma activelor nete ale fondurilor deschise de investiții administrate local la finele anului 2011 a fost de 6.780 milioane lei, ceea ce înseamnă o creștere cu 19,11 % față de nivelul înregistrat la finele anului 2010;
- rata de creștere a activelor totale OPCVM a cunoscut aceeași dinamică ca întreaga piață a organismelor de plasament colectiv, devenind astfel segmentul care domină și definește piața. Aici trebuie să recunoaștem cota semnificativă deținută de cele 5 SIF-uri;
- în condițiile unei inflații care a coborât sub 1% în anul 2014 și a unor cote ale dobânzilor bancare de sub 2%, fondurile deschise de investiții au continuat să se dezvolte atrăgând în ultimul an subscrieri nete de aproape 1 miliard EUR, ajungând la un nivel al activelor de circa 4.4 miliarde EUR și peste 300.000 investitori individuali și instituționali;
- din distribuția numărului al investitorilor pe categorii de fonduri se observă o concentrare a interesului către fondurile cu o politică investițională orientată spre instrumentele cu venit fix (obligațiuni) etc. Conform clasificării ASF (2014), fondurile de obligațiuni reprezentau circa 94.42% din activul total administrat de fondurile deschise românești de investiții;

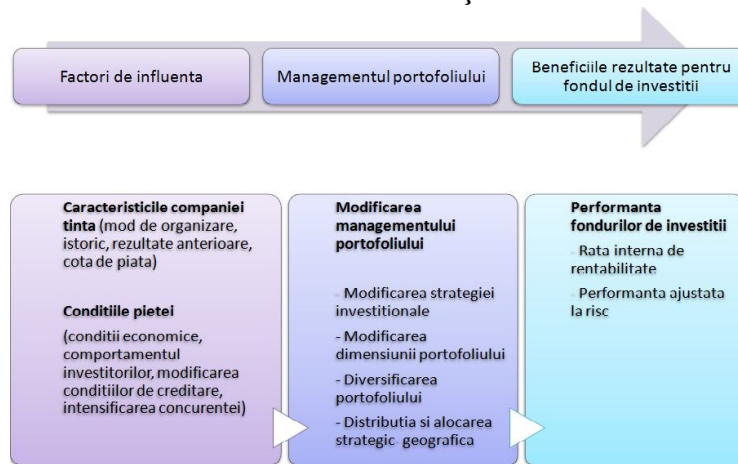
### **Capitolul 3 Evaluarea performanței fondurilor de investiții din România**

Al treilea capitol, *Evaluarea performanței fondurilor de investiții din România* evidențiază principalii indicatorii de rezultate ai fondurilor de investiții și analiza acestora în interpretarea performanței organismelor de plasament colectiv din România. Deopotrivă, am dezvoltat și o analiză comparativă a diferitelor alternative investiționale din perspectiva beneficiilor și riscurilor asumate. Am evidențiat printr-o analiză comparativă care ar fi alternativele investiționale disponibile pe piața din România pe orizontul ultimilor 8 ani în intervalul 2007-2014.

În aprecierea performanțelor fondurilor de investiții trebuie să ținem cont și de interacțiunea dintre fondurile de investiții și companiile din portofoliu, în urma căreia se pot identifica trei categorii factori de influență ce pot afecta rezultatele fondurilor de investiții (Figura 3.1):

- caracteristicile și rezultatele companiei incluse în portofoliu
- modificările intervenite asupra strategiei investiționale a fondului de investiții (modificarea alocărilor, modificarea distribuției portofoliului etc.)
- condițiile pieței ca factori externi de influență atât pentru activitatea companiei de portofoliu cât și asupra strategiei de management a fondului.

**Figura 3. 1 Factori de influență ai performanței fondurilor de investiții în raport cu mecanismul de funcționare**



sursa: prelucrare proprie

Pomind de la interesul investitorilor, orice formă de plasament trebuie motivată prin prisma a trei criterii (Bailesteanu 1998): rentabilitate, lichiditate dar și siguranță. Dacă rentabilitatea reprezintă o măsură elementară a performanței unui fond mutual (Filip 2008), ce vine să definească plusul de valoare obținut din creșterea valorică a valorii unitare a activelor fondului, celelalte două elemente completează ”triunghiul magic al plasamentelor” (Bailesteanu 1998).

Alinierea celor trei elemente nu este garantată, între acestea putând apărea conflicte, precum:

- între siguranță și rentabilitate → un grad ridicat de siguranță este adesea asociat cu o rentabilitate scăzută, în timp ce rezultate considerabile se obțin de cele mai multe ori cu riscuri foarte mari;
- între lichiditate și rentabilitate → o lichiditate mare impune o rentabilitate diminuată.

Constatăm astfel că, binomul rentabilitate – risc nu poate fi disociat, iar aportul unuia dintre aceste elemente este asigurat pe seama celuilalt, respectiv, pentru un nivel considerat al riscului apare dezideratul obținerii unor randamente cât mai ridicate. Astfel s-au consacrat în literatura de specialitate o serie de metode de măsurare a performanței plasamentelor ce constau în aprecierea riscurilor, a rentabilității dar și a evaluării rentabilității ajustate la risc.

Administrând portofolii, performanța fondurile de investiții se raportează la evaluarea eficienței portofoliilor pe care le gestionează. (Fairly 1999) asociază următoarele beneficii potențiale din deținerea de unități de fond rezultate din:

- creșterea valorii activelor fondului mutual (+Δ% ATN);
- dividendele distribuite fondului de investiții de către compania din portofoliu pentru cota aferență participăției la capital;
- câștiguri de capital obținute de către fondul de investiții în urma activității investiționale.

Opțiunea alegerii celei mai bune măsuri de evaluarea a performanței fondurilor de investiții prin criteriul rentabilitate – risc reprezintă o problemă fundamentală în uniformizarea și adecvarea calculelor privind măsurarea performanței. Majoritatea cercetărilor privind explicarea performanței fondurilor de investiții (Giles, Alexeeva & Buxton 2003), (Chan et al. 2009), (Sanchez & Sottorio 2009), (Haslem 2010), (Shi 2013) au identificat și au agreat ca măsuri de evaluare a performanței următoarele abordări, conform structurii tabelului 3.1.

**Tabel 3. 1 Indicatori de apreciere a performanței fondurilor de investiții**

<i>Indicatori standard de evaluare a performanței</i>	<i>Indicatori alternativi de măsurare a performanței portofoliului</i>
Rata Sharpe Rata Treynor Rata $\alpha$ Jensen	Rata Sortino (Sortino & Price, 1994) Rata informației (entropia portofoliului față de benchmark) Rata Modigliani squared ( $M^2$ ) Rata Pederson-Satchell Indicator Omega Măsurile VaR și VaR conditional (CVaR) Modele neparametrice (ex. Data Envelopment Analysis) Modele multifactoriale (Fama & French, 1993; Carhart, 1997;)

Sursa: prelucrare (Pedersen & Rudholm-Alfvin 2003), (Filip 2008), (Nițu 2009), (Luckoff 2010)

Pentru a evita exhaustivitatea informațiilor, apreciem să utilizăm și să raportăm cercetarea la aplicabilitatea ratelor tradiționale de evaluare a performanței, în măsura în care istoricul evidențelor naționale este dezvoltat deabia începând cu anul 2000. Totodată, aprofundăm analiza performanței prin metodele clasice datorită dificultății transpunerii metodelor alternative pe piața națională, majoritatea acestor metode fiind specifice pieței fondurilor americane. Recunoaștem neajunsurile măsurilor tradiționale de evaluare a performanței, însă considerăm oportună folosirea acestor rate de apreciere pentru fondurile deschise locale atâta timp cât aceste vehicule investiționale beneficiază de un portofoliu diversificat diferențiat doar de gradul de expunere pe active, și un risc de piață apropiat de riscul total al portofoliului. Astfel, această situație devine echivalentă pentru aplicarea ratelor clasice Sharpe, Treynor și Jensen.

Scopul cercetării noastre este acela de a determina ratele clasice de măsurare a performanțelor de portofoliu (Sharpe, Treynor și Jensen), pentru a obține o imagine de ansamblu bazată pe ierarhizarea fondurilor deschise de investiții în raport cu valorile acestor rate. În determinarea ratelor de măsurare a performanței de fondurilor de investiții, a fost necesară obținerea coeficienților de corelație și de volatilitate, inclusiv a deviației standard pentru fiecare categorie de fonduri deschise de investiții – fonduri de acțiuni (FDA), fonduri diversificate (FDD) și fonduri de obligațiuni. Excludem din analiză fondurile monetare, deoarece randamentul acestora este pliat în raport cu expunerea instrumentelor monetare incluse în portofoliu și care conferă o relativă stabilitate.

Pentru a evidenția măsurile de evaluare a performanței fondurilor mutuale, subcapitolele următoare prezintă și identifică metodele de măsurare a performanței fondurilor de investiții. În acest sens, în subcapitolul 3.3. am considerat baza de date furnizată de Asociația Administratorilor de Fonduri din România, Autoritatea Națională de Supraveghere Financiară pentru intervalul de timp 2007-2015, pe categorii de fonduri fonduri locale – 74 fonduri deschise (OPCVM) active pe piața financiară din România.

Din punct de vedere metodologic ne-am orientat analiza performanțelor pe fiecare categorie de fonduri folosind ca elemente de referință evoluția indicatorilor comparabili în raport cu expunerea acestor fonduri pe piață. În acest sens, pentru evaluarea performanțelor fondurilor de acțiuni și a celor diversificate, vom considera ca elemente de referință evoluția indicilor bursieri BET și BET-FI. Pentru fondurile cu risc scăzut (monetare și de obligațiuni), cel mai reprezentativ benchmark pentru performanța lor este reprezentat de câștigul asociat unui plasament într-un depozit bancar cu capitalizare aferent perioadei de calcul.



În acest sens, din punct de vedere metodologic, am utilizat rata medie a dobânzii pentru depuneri la 3 luni, rata de randament a titlurilor de stat la 6 luni, rentabilitatea certificatelor de trezorerie, calculate în funcție de statisticile BNR.

Sub aspect metodologic, analiza performanței fondurilor locale mutuale consideră aprecierea evoluției fondurilor deschise de investiții din România prin prisma unor indicatori ai performanței furnizați de Asociația Administratorilor de Fonduri din România, cât și prin modele de evaluare a performanței ajustate la risc (în raport cu ratele Sharpe, Treynor și Jensen). Pentru investitori, variabilele legate de performanța și riscul fondurilor sunt cele mai importante criterii de selecție a oricărui plasament investițional.

Datele analizate sunt raportate la evoluția lunară din intervalul ultimilor 10 ani, și anume perioada 2007-2015. Pentru emiterea unor comparații relevante între evoluția ratelor de rentabilitate și risc asociate fondurilor mutuale locale, am considerat indicii bursier BET pentru aprecierea volatilității pieței, ratele medii lunare de dobândă, rata de remunerare a subscrierilor pentru obligațiuni guvernamentale, ca măsură a ratei cu risc scăzut, dar și rata inflației pentru evaluarea modificării valorii puterii de cumpărare a banilor. Datele au fost preluate și analizate după evidențele AAF, CNVM, ASF, BNR și INSSE.

Deoarece studiul se concentrează pe perioada cuprinsă între anii 2007-2015, am considerat oportună analiza defalcată a performanței fondurilor mutuale locale pe 3 subperioade: 2007-2009, 2010-2012 și 2013-2015, intervale ce corespund debutului crizei pieței globale de capital, perioada marcării consecințelor crizei financiare – criza datoriei, dar și perioada de reviriment. Astfel, analiza performanței este aprofundată înspre observarea rentabilităților, volatilităților și corelațiilor între perioadele de instabilitate (2007-2013) și perioada de revigorare economică, având drept scop identificarea eventualelor interdependențe între indicatorii de rentabilitate calculați și condițiile economiei.

Evidențele ratelor de performanță ajustată la risc, pe intervale de analiză expun deopotrivă în topul primelor 3 performanțe ale fondurilor deschise de acțiuni după cum urmează:

**Tabel 3. 2 Top 3 cele mai bune rezultate ale performanței ajustate la risc pentru FDA pe intervale de analiză**

Perioada/Top performanță	<i>Rata Sharpe</i>	<i>Rata Treynor</i>	<i>Rata Jensen</i>
2007-2009	Active Dinamic Raiffeisen Prosper BT Maxim	Active Dinamic Raiffeisen Prosper BT Maxim	Active Dinamic Raiffeisen Prosper Certinvest Maximus
2010-2012	ERSTE Equity OTP Avansis Certinvest Maximus	ERSTE Equity OTP Avansis Certinvest Maximus	ERSTE Equity OTP Avansis Raiffeisen Prosper
2013-2015	ERSTE Equity BT Maxim Raiffeisen Actiuni	ERSTE Equity BT Maxim Raiffeisen Actiuni	ERSTE Equity BT Maxim Raiffeisen Actiuni
Ansamblul perioadei 2007-2015	Certinvest XT Index ERSTE Equity BT Maxim	Certinvest XT Index ERSTE Equity Raiffeisen Prosper	Certinvest XT Index ERSTE Equity Raiffeisen Prosper

Sursa: prelucrarea autorului

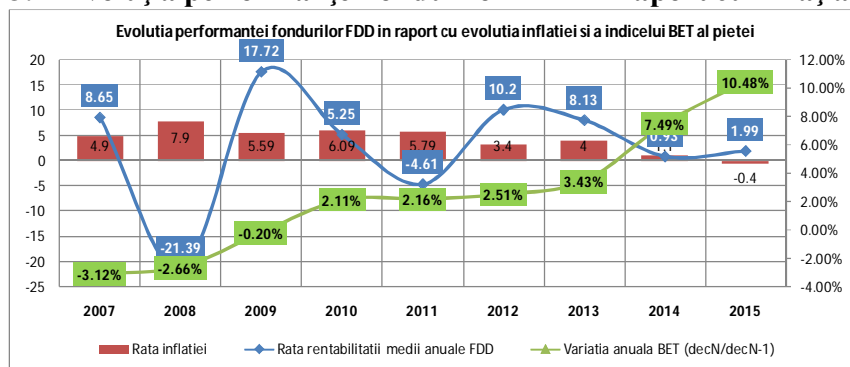
Potrivit expunerii ridicate pe acțiuni, fondurile mutuale de acțiuni au generat performanțe sub media pieței până în anul 2012, excepție făcând fondul ERSTE Equity România care și-a îmbunătățit scorurile indicatorilor de rentabilitate-risc din perioada 2010-2012, înregistrând valori pozitive pentru cele trei rate calculate. Perioada 2013-2015 se demarcă prin relansarea pieței

acțiunilor, 6 din cele 10 fonduri incluse în analiză determinând rate pozitive de performanță. Astfel, evidențele ratei Sharpe, Treynor și Jensen, definesc unitar topul primelor 3 fonduri de acțiuni cu rentabilitate în exces peste unitatea de risc asumată, și anume: (1) fondul ERSTE Equity România, (2) BT Maxim și (3) Raiffeisen Acțiuni.

Din analiza performantei fondurilor diversificate pentru ultimii 3 ani, observăm că în majoritatea cazurilor, acestea au depășit depozitul bancar clasic, și anume randamentul mediu de 13%, ceea ce reprezintă un nivel minim din punct de vedere al unei abordări conservatoare. În schimb, numai o parte din fondurile diversificate au depășit cele mai performante fonduri cu risc scăzut în ultimii 3 ani, între acestea detașându-se Carpatica Global, Erste Balanced RON sau Raiffeisen Benefit.

Graficul 3.2 prezintă întocmai evoluția performanței fondurilor FDD față de evoluția pieței (reprezentată prin variația anuală a indicelui BET) și a ratei inflației, în raport cu care observăm dinamica W din intervalul 2007-2012, perioadă puternic marcată de criza financiară globală (2007-2009) și extinderea sa înspre criza datorii din perioada imediat următoare (2010-2012).

**Grafic 3.1 Evoluția performanței fondurilor FDD în raport cu inflația și piața**



Sursa: prelucrarea autorului

Preferința investitorilor pentru instrumentele de risc scăzut pe perioada turbulențelor pieței financiare, a creat oportunități pentru fondurile de obligațiuni, acestea propunând cele mai mari rentabilități medii pe întregul orizont investițional analizat. Dacă randamentul mediu anual al organismelor de plasament colectiv era de 3.88% pe un plasament pe termen lung (8 ani), fondurile de obligațiuni aveau să remunereze subscrierea acestor instrumente cu 6.91%. Același ecart pozitiv l-au propus și pe termen mediu și scurt, propunând o rată medie anuală de rentabilitate de 7.16% (plasament 5 ani), de 5.86% (plasament 3 ani) și de 5.43% (ultimul an 2014), superioare ratei medii propuse de celelalte organisme de plasament colectiv, depășind chiar rata remuneratoare a tradiționalelor depozite bancare de 2.90% (în 2014).

Astfel, constatăm că pentru fondurile de obligațiuni cele mai atractive randamente conform tabelului 3.20 au fost generate de către fondurile Orizont, OTP Obligațiuni și BCR Clasic pentru plasamentele de lungă durată (8 ani). Zepter Obligațiuni și Raiffeisen Benefit completează paleta de fonduri performante propunând rentabilități medii anuale de cca. 10% pentru plasamentele de 5 ani.

**Tabel 3.3 Performanțele fondurilor deschise de obligațiuni în perioada 2007-2014**

Top	FO- TOP 10 performante / Bottom 10							
	Randament mediu 2007-2014 (8 ani)		Randament mediu 2010-2014 (5 ani)		Randament mediu 2012-2014 (3 ani)		2014 (ultimul an)	
	Fond	Randame	Fond	Randame	Fond	Randame	Fond	Randame
1	Orizont	11.90	Orizont	11.51	Zepter Obligatiuni	10.47	Raiffeisen Benefit	8.01
2	OTP Obligatiuni	8.44	Zepter Obligatiuni	10.47	Raiffeisen Benefit	9.54	ING International Romanian Bond Fund	7.36
3	Bcr Clasic	7.97	Raiffeisen Benefit	9.54	Certinvest Tezaur	7.10	ERSTE Bond Flexible RON	6.13
4	Certinvest Obligatiuni	7.26	OTP Obligatiuni	8.44	ERSTE Bond Flexible RON	7.09	Carpatca Obligatiuni	6.08
5	Certinvest Tezaur	7.20	ERSTE Bond Flexible RON	8.27	ING International Romanian Bond Fund	6.75	OTP Obligatiuni	5.27
6	ERSTE Bond Flexible RON	6.99	Certinvest Obligatiuni	7.26	OTP Obligatiuni	6.31	Stabilo	4.87
7	Vanguard Protector	6.97	BT Obligatiuni	7.17	Certinvest Obligatiuni	6.15	BT Obligatiuni	4.83
8	BRD Obligatiuni	6.95	Certinvest Tezaur	7.10	BT Obligatiuni	5.91	Certinvest Obligatiuni	4.74
9	Stabilo	6.83	BRD Obligatiuni	6.30	Stabilo	5.41	Erste Bond Flexible Romania EUR (Alte Fonduri)	4.09
10	Fortuna Gold	6.64	ING International Romanian Bond Fund	6.08	BRD Obligatiuni	4.86	BRD Obligatiuni	3.79
11	Raiffeisen Benefit	6.38	Stabilo	6.00	Carpatca Obligatiuni	4.12	Zepter Obligatiuni	0.00
12	BT Obligatiuni	6.21	Carpatca Obligatiuni	4.12	Erste Bond Flexible Romania EUR (Alte Fonduri)	2.04	Certinvest Tezaur	0.00
13	ING International Romanian Bond Fund	6.09	Erste Bond Flexible Romania EUR (Alte Fonduri)	2.04	ERSTE Money Market RON	0.00	ERSTE Money Market RON	0.00
14	Zepter Obligatiuni	4.68	ERSTE Money Market RON	0.00	FDI FIX INVEST	0.00	FDI FIX INVEST	0.00
15	Carpatca Obligatiuni	4.12	FDI FIX INVEST	0.00	Orizont		Orizont	0.00
16	Erste Bond Flexible Romania EUR (Alte Fonduri)	2.04	Bcr Clasic		Bcr Clasic		Bcr Clasic	0.00
17	ERSTE Money Market RON	0.00	Vanguard Protector		Vanguard Protector		Vanguard Protector	0.00
18	FDI FIX INVEST	0.00	Fortuna Gold		Fortuna Gold		Fortuna Gold	0.00

Sursa: prelucrare proprie după statisticile AAF

Fondurile de obligațiuni prezintă o corelație puternică față de instrumentele pieței monetare (ratele cuponului pentru obligațiunile guvernamentale, rata atribuită certificatelor de trezorerie, rata depozitelor bancare) (Tabel 3.21), fapt pentru care evoluția performanței acestei categorii de fonduri este într-o proporție de peste 80% dictată de ratele acestor instrumente monetare. Recunoscute ca instrumente investiționale cu venit fix, fondurile de obligațiuni conferă o stabilitate mai bună comparativ cu fondurile de acțiuni și cele diversificate.

**Tabel 3. 4 Factori semnificativi ce explică rentabilitatea FDO**

Coeficienți corelație FDO față de	CORREL
Rata de remunerare a obligațiunilor guvernamentale	0.894915
Rata atribuita certificatelor de trezorerie	0.986529
Rata dobanzii bancare (12 luni)	0.955762
Variatia anuală BET (decN/decN-1)	-0.7628

Sursa: prelucrările autorului

Constatăm totuși că, aceste fonduri sunt invers corelate cu piața bursieră (coeficient de corelație - 0.7628), respectiv instabilitatea pieței nu dictează evoluția performanțelor fondurilor deschise de obligațiuni de pe piața locală. În aceste condiții, valorile unitare ale activelor nete sunt mult mai stabile în cazul fondurilor de instrumente cu venit fix (de obligațiuni) comparativ cu fondurile de acțiuni și diversificate, conferind investitorilor câștiguri regulate în condițiile un risc redus al plasamentelor.

Vedete ale pieței organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare în perioada post-criză (după 2009), fondurile monetare deschise au generat câștiguri net superioare depozitelor bancare, reprezentând principalul catalizator care a susținut dezvoltarea acestei industrii (Dumitriu 2015). Astfel, în ultimul an, câștigul mediu adus de un depozit bancar a fost de circa 3.32%, în condițiile în care cele mai reprezentative fonduri mutuale cu plasamente monetare – Certinvest Prudent și ERSTE Money Market RON au obținut randamente de circa 5% (5.31% -iunie 2014 – Certinvest Prudent, 4.93% - perioada ianuarie – martie 2014 pentru ERSTE Money Market RON).

Pe orizontul investițional analizat, fondurile deschise monetare au înregistrat performanțe superioare ratei inflației, cât și rezultate mai bune decât depozitele bancare clasice în 2009 și 2010. Cu o expunere scăzută la risc, aceste categorii de fonduri au fost preferate de către investitori în perioada crizei economice financiare, propunând rate de rentabilitate de până la 24.37% în perioada crizei economice financiare (Tabel 3.25).

**Tabel 3. 5 Performanțele fondurilor deschise monetare în perioada 2007-2014**

Top	FM- TOP 10 performante / Bottom 10							
	Randament mediu 2007-2014 (8 ani)		Randament mediu 2010-2014 (5 ani)		Randament mediu 2012-2014 (3 ani)		2014 (ultimul an)	
	Fond	Rm	Fond	Rm	Fond	Rm	Fond	Rm
1	Bancpost Plus	11.14	Bancpost Plus	24.37	Raiffeisen Ron Plus	7.18	ERSTE Money Market RON	3.87
2	Certinvest Tezaur	7.78	Raiffeisen Monetar	9.67	Certinvest Tezaur	7.07	Certinvest Prudent	2.68
3	BRD Simfonia 1	7.67	Bcr Monetar	8.72	Bcr Monetar	6.97	Raiffeisen Ron Plus	na
4	Raiffeisen Ron Plus	7.33	Certinvest Tezaur	7.78	OTP ComodisRO	6.54	Certinvest Tezaur	na
5	Bcr Monetar	6.88	OTP ComodisRO	7.76	BRD Simfonia 1	5.60	Bcr Monetar	na
6	OTP ComodisRO	6.72	Raiffeisen Ron Plus	7.33	IFond Monetar	4.58	OTP ComodisRO	na
7	Raiffeisen Monetar	6.12	BRD Simfonia 1	6.89	Certinvest Prudent	4.41	BRD Simfonia 1	na
8	Fortuna Gold	5.58	Fortuna Gold	5.58	Fortuna Gold	4.14	IFond Monetar	na
9	Certinvest Prudent	4.41	Certinvest Prudent	4.41	ERSTE Money Market RON	2.31	Fortuna Gold	na
10	IFond Monetar	2.47	IFond Monetar	2.47	Raiffeisen Ron Flexi	0.01	Raiffeisen Ron Flexi	na
11	ERSTE Money Market RON	2.31	ERSTE Money Market RON	2.31	YOU INVEST Active EUR	0.00	YOU INVEST Active EUR	0.00
12	Raiffeisen Ron Flexi	0.01	Raiffeisen Ron Flexi	0.01	Bancpost Plus		Bancpost Plus	0.00
13	YOU INVEST Active EUR	0.00	YOU INVEST Active EUR	0.00	Raiffeisen Monetar		Raiffeisen Monetar	0.00

Sursa: prelucrare proprie după statisticile AAF

În condițiile refacerii stabilității climatului investițional, considerăm că investitorii vor reveni la tentațiile obținerii unor câștiguri mai mare prin reasumarea riscului acțiunilor și mutarea poziției acestora înspre acțiuni și fondurile de acțiuni. Preconizăm că piața va observa mutația investitorilor dinspre organismele de plasament colectiv de risc scăzut înspre vehiculele investiționale diversificate și treptat înspre fondurile de acțiuni. Deopotrivă, (Moise 2015) consideră că printre principalii determinanți ai reorientării investitorilor înspre risc se numără și creșterea interesului acestora pentru planificarea financiară. Pe măsură ce nivelul de educație financiară va crește, clienții fondurilor de investiții își vor putea defini mai corect așteptările de randament și riscurile pe care și le pot asuma. În consecință, se apreciază că riscurile asumate vor crește, și implicit și activele fondurilor de risc (de acțiuni și diversificate).

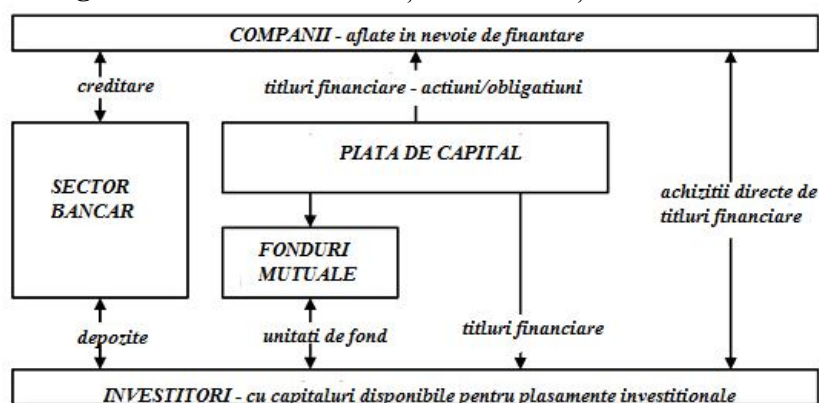
#### **Capitolul 4 Finanțarea entităților economice prin intermediul fondurilor de investiții**

Capitolul patru *Finanțarea entităților economice prin intermediul fondurilor de investiții*, orientează cercetarea înspre identificarea beneficiilor propuse de finanțarea entităților economice și implicit a economiei prin intermediul activității fondurilor de investiții. Studiul de caz pentru prezentarea acestor implicații a fost ales din perspectiva fondurilor de capital de risc. Această variantă de vehicule investiționale prezintă cea mai complexă gamă de operațiuni desfășurate de către fondurile de investiții, iar exemplul acestora poate expune deopotrivă beneficiile finanțării cât și compromisurile atașate acestei alternative de finanțare. Din punct de vedere metodologic, analiza cuprinde toate etapele aferente demarcării interesului fondurilor de investiții asupra entității țintă, pornind de la selectarea, evaluarea, realizarea, monitorizarea, lichidarea și măsurarea performanțelor investițiilor de capital de risc. În acest sens, datele considerate sunt reale și exemplifică cazul unei entități economice naționale, din domeniul farmaceutic, și anume SC SICOMED SA, care a beneficiat de influzii de capital din partea a trei fonduri de investiții și a cărei activitate a fost restructurată și continuată sunt noua denumire SC ZENTIVA SA.

Cazul entității Sicomed a devenit un exemplu elocvent al modului în care fondurile private de investiții adaugă valoare unei companii. Astfel, după cum a fost prezentat anterior, la numai nouă luni ale anului, Zentiva a anunțat creșterea de 11 ori a cifrei de afaceri (incluzând rezultatele Sicomed), până la aproximativ 63 de milioane de euro pe seama preluării Sicomed. Cu toate că la nivelul companiilor românești fondurile de capital de risc au adus o serie de avantaje investiționale și de restructurare asupra activității economice a companiilor românești, activitatea acestora a fost marcată de o serie de compromisuri în ceea ce privește situația personalului angajat.

Astfel, am constatat că, în urma ciclului de investire și finanțare propus de activitatea fondurilor de investiții se conturează pe o relație bidirecțională. Atât fluctuațiile titlurilor tranzacționate ale fondurilor, cât și activitatea companiilor finanțate pot influența performanțele așteptate ale investitorilor. Altfel spus, se manifestă un efect de feedback între partenerii implicați în acest mecanism al finanțării prin implicarea fondurilor de investiții. Cu scopul de a remunera efortul investițional al deținătorilor de capitaluri, fondurile de investiții își diversifică portofoliul de plasamente investiționale înspre diferite instrumente în raport cu obiectivele acestora și conform prospectelor de emisiune a unităților de fond. Diversificarea și expunerea portofoliului, ia în calcul efectuarea unor plasamente cu diferite grade de risc, de la cele mai puțin riscante (spre exemplu: certificate de depozit, obligațiuni guvernamentale, depozite pe termen scurt) până la titluri financiare emise de entități cotate și necotate sau chiar instrumente derivate. Astfel, plasamentele investiționale efectuate de fondurile de investiții în titlurile financiare (acțiuni sau obligațiuni) emise de către entitățile aflate în nevoie de surse de finanțare pentru creșterea capitalurilor disponibile pentru dezvoltarea acestora, completează ciclul de finanțare al activității fondurilor de investiții, după cum se observă în figura 4.1.

**Figura 4. 1. Ciclul de finanțare al entităților economice**

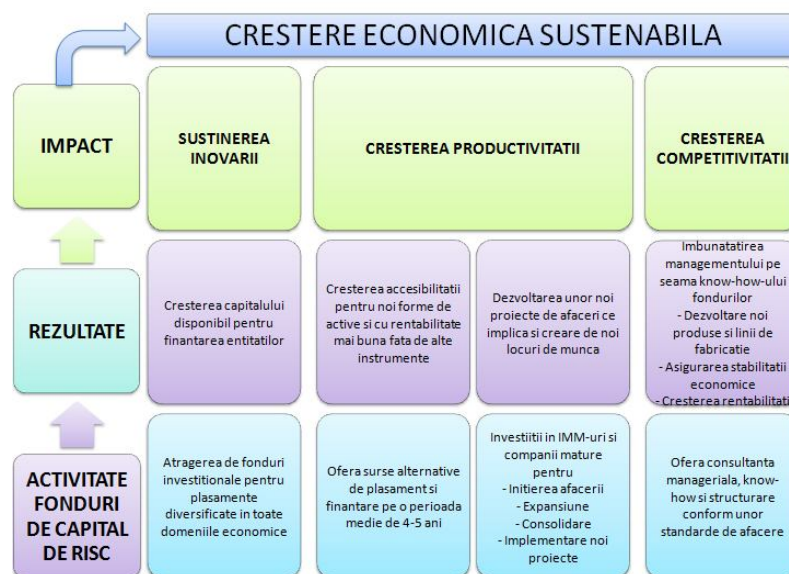


Sursa: adaptare după (Luckoff 2010)

Cu un caracter particular în rândul finanțării entităților prin fonduri de investiții, îl reprezintă capitalul de risc. Ca și sursă de finanțare externă, capitalul de risc prefigurează un parteneriat între fondul de investiții și beneficiarul capitalurilor prin prisma încheierii unui contract de finanțare ce va avea la bază fie o emisiune de acțiuni sau obligațiuni fie un contract de creditare. În consecință, intervenția fondului cu capital de risc se materializează prin efectuarea unui plasament investițional prin achiziționarea titlurilor de valoare emise de firmele cu capital privat aflate în nevoie de capitaluri de finanțare.

Din punct de vedere macroeconomic, EVCA și Frontier Economics au identificat beneficiile activității fondurilor de capital de risc prin prisma a trei indicatori ce cuprind impactul potențial al acestora (Figura 4.2.).

**Figura 4. 2 Relația de cauzalitate dintre activitatea fondurilor de capital de risc și creșterea economică**



Sursa: adaptare după Frontier Economics, 2013, p. 15

Conform figurii 4.2 constatăm că, abordarea propusă evidențiază trei beneficii rezultate din impactul activității fondurilor de capital de risc, și anume:

- susținerea și promovarea inovării, atâta timp cât investițiile relizate de către aceste vehicule investiționale susțin într-o proporție de peste 80% companiile nou create care dispun pentru bugetul de cercetare-dezvoltare și inovare circa 40% din sumele atrase din finanțarea capitalului de risc;
- creșterea productivității prin implementarea unor noi tehnologii, produse sau servicii. Inovațiile în procesul de producție sau de management devin soluții eficiente pentru utilizarea resurselor și implicit, reprezintă variante pentru multiplicarea efectelor;
- creșterea competitivității ca rezultat direct al avantajelor competitive generate de implementarea noilor tehnologii.

Industria fondurilor de capital de risc din România a început să se dezvolte abia după anul 2000, fiind un sector tânăr, dar cu un extrem de mare potențial de creștere. Cu toate ca se află în faza incipientă, deja s-au înregistrat investiții care s-au dovedit profitabile pentru investitori, reușind să re poziționeze companiile în care s-a investit, făcându-le profitabile și capabile să se dezvolte pe piața europeană largită (Vasilescu Giurcă & Simion 2009).

Giganții internaționali au creat fonduri de investiții destinate cu precădere pieței românești. Pe piața românească s-au consacrat jucători importanți cum sunt: Advent International (deține cele mai mari plasamente în România, cu investiții de sute de milioane de euro in cinci companii (Brewery Holdings, Connex, Euromedia, Terapia si Dufa), AIG, GED, Enterprise Investors, Oresa Ventures și Innova Capital, care au pus ochii pe afaceri cu ce au asigurat câștiguri de zeci de milioane de euro și multiplicari ale investițiilor până la 126 ori (cazul Flanco–Oresa Investments).

Într-o abordare simplificată aceste fonduri au intrat pe piața românească și au iesit din afaceri cu sume multiplicare de până la 5 ori, după cum urmează (Radu 2010b) a fi prezentate în tabelul 4.2. și Anexa 21.

**Tabel 4. 1 Extras privind durata medie și valoarea multiplicată a plasamentelor fondurilor de capital de risc din România**

- ADVENT INTERNATIONAL

<i>Companie finanțată</i>	<i>Sector</i>	<i>Strategie</i>	<i>Valoarea intrare</i>	<i>Valoare la exit</i>	<i>Preluator</i>	<i>Durata investiției</i>	<i>Multiplacarea investiției (coef)</i>
Dufa	Producție de lacuri și vopseluri	<i>Buyout</i>	(2004) 18 mil EUR	(2008) 50 mil EUR	Bengross	4-5 ani	2.78x
Terapia Cluj	Producție și distribuție medicamente	<i>Achiziție și delistare</i>	(2003) 49,5 mil USD	(2005) 324 mil USD	Ranbaxy India	2-3 ani	6.5x
Mobifon Connex	Servicii telefonie mobilă	<i>Dezvoltare capital</i>	(1997) 85 mil USD	(2004) 2,5 - 3 mld USD	Telesystem International Wireless Vodafone	8-9 ani	29.4x

- AIG INVESTMENTS

<i>Companie finanțată</i>	<i>Sector</i>	<i>Strategie</i>	<i>Valoarea intrare</i>	<i>Valoare la exit</i>	<i>Preluator</i>	<i>Durata investiției</i>	<i>Multiplacarea investiției</i>
Astral Telecom	Servicii de telefonie mobilă	<i>Buyout</i>	(mai 2007) 80 mil USD	(2009) 1,6 mld EUR	France Telecom, Deutsche Telecom	2-3 ani	20x

- GED Capital Investments

<i>Companie finanțată</i>	<i>Sector</i>	<i>Strategie</i>	<i>Valoarea intrare</i>	<i>Valoare la exit</i>	<i>Preluator</i>	<i>Durata investiției</i>	<i>Multiplacarea investiției</i>
SICOMED	Producție și distribuție medicamente	<i>Management replacement</i>	(2000) 6,8 mil EUR	(2005) 41,6 mil EUR	Zentiva	5-6 ani	6.11x

- ORESA Investments

<i>Companie finanțată</i>	<i>Sector</i>	<i>Strategie</i>	<i>Valoarea intrare</i>	<i>Valoare la exit</i>	<i>Preluator</i>	<i>Durata investiției</i>	<i>Multiplacarea investiției</i>
FLANCO FLAMINGO		<i>Fuziune/ exit partial</i>	(1997) 300 000 EUR	(2006) 38 mil EUR		9-10 ani	126x
LA FANTANA		<i>Buyout</i>	(2001) 3 mil EUR	(2007) 35 - 40 mil EUR	Innova Capital (secondary buyout)	6-7 ani	11.67x

Sursa: calculele autorului

În general aceste companii străine de investiții au investit în companii aparținătoare aceluiași sector de activitate: telecomunicații (preluarea Mobifon Connex și vânzarea către Vodafone, Astral Telecom și vânzarea către Orange, Digital Cable Systems – RDS RCS, Euromedia, Fonomat), servicii financiare (cazul Intercapital Invest, Kiwi Finance, Libra Bank, Credissou), industria chimică și a farmaceuticelor (Terapia Cluj – Ranbaxy, Sicomed – Zentiva, Labormed – Shreea, Lupin, Dr Reddys Laboratories), industria bunurilor de larg consum (Bere Miercurea Ciuc – Brewery Holdings, Vel Pitar, La Fantana, Oriflame), distribuție electrice și electronice (Flanco – Flamingo, Domo), în servicii de turism (Happy tours, Continental Hotels), industria vopselurilor (Policolor, Dufa), etc.

Privită ca o sursă de finanțare, capitalul de risc a devenit o alternativă de finanțare în perioada 2007-2013 atâta timp cât criza financiară a indus scumpirea accesului companiilor la sursele de finanțare precum creditul bancar și piața de capital (Galeteanu 2009). Cu rate de dobândă pe termen scurt de 13.1% și 11.8% (raportată la rata dobânzii în EUR la 3 luni), respectiv de 7.7% și 9.7% pe termen lung (raportată la rata dobânzii EUR 10 ani), perioada 2008-2009 a surprins restrângerea activității economice pe fondul lipsei de lichidități. După cum de altfel, finanțarea prin cotarea la bursă a devenit sursă viabilă deabia începând cu februarie 2015 prin deschiderea pieței AeRO pentru cotarea companiilor mici și mijlocii, finanțarea prin capitalul de risc a reprezentat alternativa disponibilă pentru sprijinirea companiilor aflate în lipsă de lichidități.

Potrivit datelor SEEPEA, cea mai mare ascensiune a fondurilor de capital de risc s-a înregistrat în 2007, când investițiile au crescut cu peste 400%, după un an în care rata de creștere nu a depășit 60% pe piața locală.

Conform rezultatelor evidențiate în tabelul 4.3, companiile românești au atras din partea fondurilor de capital de risc de investiții în valoare totală de 156 milioane euro, cu o investiție medie de circa 12 milioane lei pe entitatea finanțată.

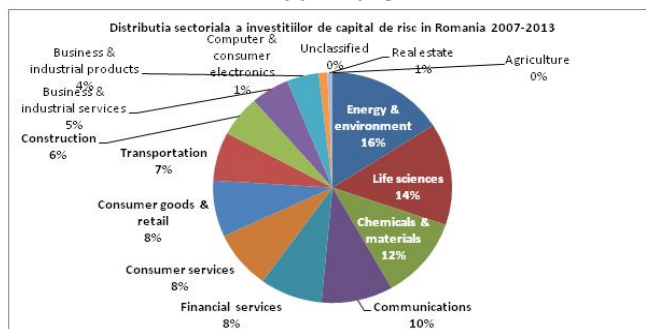
**Tabel 4. 2 Evoluția investițiilor fondurilor de capital de risc în România**

Indicatori	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Investiții efectuate de fondurile de capital de risc in companiile românești (mii EUR)	156050	122584	82865	80338	48075	24276	48450
Ritmul de creștere al investițiilor efectuate ( $\Delta\%$ )		-21.45	-32.40	-3.05	-40.16	-49.50	99.58
Numar companii finantate	13	20	17	11	9	8	10
Finantare de initiere a afacerii <i>Start-up</i>	1	2	1	0	0	0	1
Finantare de expansiune, dezvoltare și consolidare <i>Growth</i>	3	10	12	10	8	7	6
Finantare prin achiziție titluri <i>Buyouts</i>	9	8	4	1	1	1	3
Finantare medie pe companie (mii EUR)	12003	6129.2	4874	7303	5341	3034.5	4845

Sursa: calculele proprii după datele EVCA și SEEPEA

Printre cele mai atractive domenii pentru fondurile de capital de risc, sectorul energetic, sectorul farmaceutic, telecomunicațiile, serviciile financiare și comerțul cu amănuntul prezintă interesul cel mai ridicat pentru fondurile de capital de risc, cele 4 domenii cumulând pe întreaga perioadă 2007-2013 peste 50% din sumele puse la dispoziție de capitalul de risc, conform cotelor observate în graficul 4.1.

**Grafic 4. 1 Distribuția sectorială a investițiilor de capital de risc din România în perioada 2007-2013**



Sursa: calculele proprii după statisticile EVCA (Anexa 19)

Pe de altă parte, în raport cu strategia de exit, în decursul perioadei 2007-2013, fondurile de capital de risc au încheiat 31 de investiții pe piața locală, retrăgând în medie 9,8 milioane EUR din fiecare companie finanțată. Printre modalitățile preferate de retragere prin dezinvestire, vânzarea secundară către un alt fond de investiții, vânzarea directă a participațiilor către investitori corporatiști și cotarea pe piață au înregistrat cele mai mari sume retrase din sectoarele: industria farmaceutică și de servicii medicale (22.9% în 2012), tehnologia informației (14.9% în 2013), și cu rate constante pe întreaga perioadă analizată - sectorul energetic (13.6%), servicii și comerț (12%) și industria chimică (11.2%).

Cel mai bun rezultat în urma lichidării sumelor plasate în companiile de portofoliu din România, a fost înregistrat de exitul din domeniul de activitate Sănătate, fructificând 110.199 mii EUR în 2012. Totodată, același sector a generat o valoare maximă de exit și în 2009, cifrată la o valoare de 14.965



mii EUR. În raport cu aceste valori de multiplicare a investițiilor, putem aprecia că Sectorul Sănătate din România reprezintă cel mai atractiv pentru portofoliile fondurilor de capital de risc.

În condițiile în care piața de capital va păstra nivelul de lichiditate cel puțin la nivelul anului 2012, perioada următoare se conturează a fi una dinamică pentru activitatea fondurilor de investiții. Deopotrivă, condițiile tot mai bune pentru atragerea de finanțare va reprezenta un sprijin pentru investițiile noi în raport cu care investitorii de portofoliu își vor intensifica nivelul achizițiilor de active (Radu & Nistor 2010). Astfel, pe fundalul atingerii unei cereri constante pentru finanțare și pentru plasamentele investiționale în fondurile de investiții, mecanismul fondurilor de investiții are să prefigureze atât beneficii pentru companiile finanțate cât și pentru investitorii fondurilor de investiții.

## **Capitolul 5 Investigații empirice asupra evaluării performanței fondurilor de investiții din România**

Investigațiile empirice cuprinse în capitolul al cincilea privind *evaluarea performanțelor fondurilor deschise din România* dar și *analiza eficienței fondurilor de investiții prin utilizarea metodei Data Envelopment Analysis* completează substanțial cercetarea de față, rezultatele obținute fiind semnificative pentru activitatea fondurilor de investiții din România.

*Modelul econometric elaborat în prima parte* cuantifică și explică performanța activității fondurilor deschise de investiții din România prin prisma a unui panel de date cu 8 indicatori, cu frecvență lunară între anii 2006 și 2015, dezvoltat în mod distinct pe piața fondurilor de acțiuni și a celor diversificate. Rezultatele analizei empirice au demonstrat în mod consistent, un efect pozitiv semnificativ al persistenței creșterii activelor totale nete, rentabilitatea și riscul total al pieței, cota de piață și conjunctura pieței asupra creșterii activelor totale nete a fondurilor de investiții. Pe de altă parte, istoricul moderat și nesofisticarea investitorilor, reprezintă factori inhibitori pentru dinamica fondurilor de investiții. Acest model poate fi studiat și îmbunătățit în viitor, mai ales că din multitudinea de factori ce pot influența variabila obiectiv.

Pe de altă parte, capitolul cinci introduce cu caracter de noutate abordarea de evaluare a performanțelor fondurilor de investiții din România prin metoda DEA. Cercetarea este reprezentativă permițând fundamentarea analizei eficienței fondurilor de investiții prin metoda neparametrică Data Envelopment Analysis – DEA.

În evaluarea performanței fondurilor mutuale, abordarea DEA constă în construirea unor indici de performanță ai fondurilor mutuale prin încorporarea mai multor factori distribuiți între variabilele de input și de output ale modelului:

- variabilele input (introduse în model ca intrări, eforturi): costurile fondurilor (comisioane de răscumpărare, taxe de consultanță, cheltuieli administrative, cheltuieli operaționale etc), măsurile riscului (volatilitatea pieței și dispersia rentabilităților fondului față de rentabilitatea ratelor de siguranță) și aprecierea mărimii fondurilor (cota de piață, volumul activelor totale gestionate și fluxurile de creștere a acestora);
- variabilele output (rezultatele modelării): rentabilitatea așteptată sau rentabilitatea așteptată în exces față de rata fără risc, indicatorii de dominanță stochastică și indicii de performanță (Sharpe, Traynor, Jensen  $\alpha$ ), corelați în mod corespunzător cu tipologia fondurilor de investiții pe care le influențează.

Among the advantages of DEA technique we may include the following:

- metodă non-parametrică de analiză bazată pe tehnica programării matematice liniare, ce nu ia în calcul estimarea erorilor aleatorii și nici distribuția acestora
- DEA măsoară performanța unui fond raportându-se la cele mai bune performanțe ale categoriei și raportarea acestora la „frontiera celor mai bune rezultate”;
- oferă informații asupra cauzelor ineficienței fondurilor și identifică modalitățile de redirectionare a fondurilor spre nivelul optim de eficiență;
- oferă posibilitatea de îmbunătățire pentru fiecare input și output prin marcarea eficienței pieței fondurilor în raport cu frontiera fondului cu cele mai bune rezultate

Beneficiile metodei vor asigura identificarea celor mai eficiente fonduri de investiții pe fiecare categorie analizată sau pe întreaga piață, cu scopul facilitării orientării alocărilor de capital înspre alternativele cu cele mai bune randamente și implicit al protejării capitalurilor de acele variante ineficiente.

Pentru determinarea eficienței fondurilor de investiții din România pe categorii de fonduri, am cercetat un eșantion de 82 fonduri de investiții (52 fonduri deschise, 15 fonduri închise de investiții și 15 fonduri străine) printr-un model DEA orientat input, în care am considerat ambele ipoteze în variatele cu randamente de scară constantă (CRS) și randamente variabile de scară (VRS).


Eșantionul ales reprezintă 44% din totalul numărului de organisme de plasament colectiv existente pe piața din România în perioada 2007-2014, respectiv cuprinde 65% din fondurile deschise de investiții, 38,46% din fondurile închise de investiții și o cotă de 22.39% din fondurile străine de investiții active pe piața din România. În schimb, prin raportare la numărul fondurilor de investiții existent la nivelul anului 2014 (în total de 144 fonduri), eșantionul ales reprezintă o majoritate de 56.94%.

Indicatorii de evaluare ai eficienței activității fondurilor de investiții au fost raportați la evidențele literaturii de specialitate (Eling M., 2006; Babalos et al., 2009; Roman M. M., Suci C.M., 2013; Manta A.G., Bădircea R.M., 2014), iar dimensionarea lor a fost structurată de indicatorii de risc și cost pentru input-uri și indicatorii de rezultat pentru variabila de output.

Inputurile modelului sunt date de indicatorii ce alcătuiesc vectorul „risc – cost - mărime” (simbolizați I1, I2, I3) și sunt reprezentate diferențiat pe fiecare categorie de fonduri în raport cu cele mai reprezentative elemente. Outputurile modelului sunt indicatorii ce descriu dimensiunea “efecte sau rezultate” pentru care vom considera mărimile corespunzătoare ale performanței ajustate la risc (rata Sharpe, Treynor sau Jensen) în raport cu fiecare dintre categoriile de fonduri supuse analizei (FDA, FDD, FDO). Schematic structura variabilelor modelului, poate fi pusă în evidență prin tabel 5.2.

**Tabel 5. 1 Variabilele input – output privind modelul de eficiență DEA**

Modelul DEA de testare a eficienței FDA		
Input		Output
I1: Indicele de cost $I_c$ I2: Elemente de risc $\sigma^2, \beta$ I3: Măsuri ale mărimii: cota de piață, $\ln ATN, \Delta\%ATN$	↔	O1: Performanța ajustată la risc apreciată prin Rata Jensen / Rata Treynor / Rata Sharpe
Modelul DEA de testare a eficienței FDD		
Input		Output
I1: Indicele de cost I2: Elemente de risc $\sigma^2, \beta$ I3: Măsuri ale mărimii: cota de piață,	↔	O1: Performanța ajustată la risc apreciată prin Rata Sharpe / Rata Treynor




<i>lnATN, Δ%ATN</i>		
<b>Modelul DEA de testare a eficienței FDO</b>		
<b>Input</b>		<b>Output</b>
I1: Indicele de cost I2: Elemente de risc $\sigma^2$ I3: Măsurile ale mărimii: <i>cota de piață</i> , <i>lnATN, Δ%ATN</i>		O1: Performanța ajustată la risc apreciată prin Rata Sharpe

Sursa: prelucrare proprie autorului

Analizând matricea corelațiilor pentru indicatorii dimensiunii risc și cost, am constatat că nu există o corelație puternică între aceștia, ceea ce favorizează construcția modelului de evaluare în raport cu cei 4 indecși de evaluare de structura 3 input-uri și 1 output.

Pentru crearea unei structuri comune de evaluare am procedat la utilizarea următoarei grile de evaluare a eficienței în raport cu nivelul scorurilor obținute în urma aplicării ipotezelor cu randamente de scală constante și randamente cu scală variabilă (Tabel 5.6.):

































**Tabel 5. 2 Scala de eficiență economică**

<b>Scor de eficiență economică</b>	<b>Grilă de evaluare a eficienței</b>	<b>Simbolizare</b>
SE ≥ 80%	Eficiență crescută	
80% ≥ SE ≥ 50%	Eficiență peste medie	
SE ≤ 50%	Eficiență scăzută	

Sursa: propunerea autorului

Evaluarea eficienței fondurilor de investiții active pe piața din România în perioada cuprinsă între anii 2007-2014 a fost structurată pe trei categorii de organisme de plasament colectiv, respectiv: fonduri deschise de investiții (OPCVM), fonduri închise de investiții (AOPC) și fonduri străine de investiții (FS) prezente și autorizate să funcționeze pe piața din România. Prin aplicarea modelului DEA de evaluare al eficienței vom orienta analiza înspre identificarea celei mai performante categorii de fonduri cât și a fondurilor cu cele mai bune rezultate obținute în perioada ultimilor 7 ani pe fiecare categorie de fonduri.

**Tabel 5. 3 Scorurile de eficiență și ineficiență aferente organismelor de plasament colectiv din România pe categorii**

Ani	OPC Romania				OPCVM				AOPC				FS			
	CRS	VRS	SE	SI	CRS	VRS	SE	SI	CRS	VRS	SE	SI	CRS	VRS	SE	SI
2007	100%	100%	 100%	0%	100%	100%	 100%	0%	100%	100%	 100%	0%	100%	100%	 100%	0%
2008	0%	19.30%	 0.10%	19%	0%	25.10%	 0.00%	25%	0%	83.90%	 0.12%	84%	0%	20.00%	 0.00%	20%
2009	0.20%	88%	 0.20%	88%	0.10%	100%	 0.10%	100%	0.00%	87%	 0.00%	87%	0.30%	100%	 0.30%	100%
2010	55.10%	59%	 86.30%	4%	45.30%	100%	 45.30%	55%	45.80%	100%	 45.80%	54%	79.90%	100%	 79.90%	20%
2011	5.80%	84.60%	 6.40%	79%	2.40%	100.00%	 2.40%	98%	2.20%	49.10%	 4.48%	47%	17.20%	100.00%	 17.20%	83%
2012	11.50%	62.90%	 13.20%	51%	5.90%	61.90%	 9.53%	56%	3.30%	57.80%	 5.71%	55%	44.60%	100.00%	 44.60%	55%
2013	71.50%	100%	 71.50%	29%	42.30%	100%	 42.30%	58%	37.20%	65%	 37.23%	28%	100.00%	100%	 100.00%	0%
2014	51.90%	100%	 51.90%	48%	35.60%	100%	 35.60%	64%	6.00%	70%	 8.53%	64%	91.30%	100%	 91.30%	9%

Sursa: calcule proprii

Aplicarea și utilizarea metodei DEA orientată spre input-uri pe piața fondurilor de investiții din România pentru perioada 2007-2014 a conturat conform așteptărilor același trend observat și cu ocazia evaluării performanțelor fondurilor, activitatea acestora fiind marcată de perioada crizei financiare cuprinsă între perioada anilor 2008-2011. Astfel, pe fondul înregistrării unei retracții a pieței și nivelul scorurilor de eficiență urmează aceeași evoluție.

Principalele concluzii la care s-a ajuns în urma prelucrării în DEA a datelor în cele două variante cercetate fac referire la faptul că:

- analiza eficienței organismelor de plasament colectiv din România perioada 2007-2014 a fost cea mai fructuoasă în raport cu rezultatele obținute de ansamblul pieței în anul 2007,

2010 dar și în anul 2013, în timp ce anul 2009 și 2011 au generat cele mai mari scoruri de ineficiență;

- perioada crizei economice financiare a deschis piața fondurilor de investiții din România și înspre fondurile străine, acestea reușind să devanseze în 2013 și 2014 majoritatea cotelor de eficiență propuse de fondurile locale. Printre fondurile străine de investiții active pe piață în perioada 2008-2014, fondurile Pioneer au marcat cele mai bune rate de rentabilitate;
- descreșterea economică din anul 2009 (-6%), nu a destabilizat pe deplin încrederea investitorilor în organismele de plasament colectiv din România, acestea păstrând un nivel mediu al eficienței de peste 80%;
- fondurile închise de acțiuni (excepție SIF și FP) au propus de asemenea randamente bune prin Certinvest Arta Romania, Certinvest Leader, Hermes și Matador, mai mult, per ansamblul pieței acestea au reușit să propună randamente mai bune decât fondurile deschise de investiții (după cum este cazul anilor 2009 și 2013);
- fondurile deschise de investiții au avut o evoluție fluctuantă, marcată de o puternică restrângere în 2009 și 2011, dar care au reușit să plaseze atractivitatea pieței românești pe frontiera eficienței peste medie, în raport cu cele mai bune randamente propuse de:

Categorie FDD	Clasamentul celor mai bune scoruri
FDA	Carpatica Stock, OTP Avansis și Erste Equity Romania
FDD	BT Clasic, Carpatica Global, OTP Balansis
FDM	Bancpost Plus, iFond monetar, Erste Money Market RON
FDO	BT Obligațiuni, Certinvest Obligațiuni, Orizont și Stabilo

Cu toate acestea, datorită complexității deosebite a eficienței, literatura de specialitate nu a ajuns la aprecierea acestei noțiuni printr-un singur indicator care să analizeze în mod complet eficiența economică. Din aceasta cauza, rezultatele studiului vor fi limitate la metodologia aplicată și doar pentru cazul particular al pieței fondurilor de investiții din România din perioada analizată.

## CONCLUZII FINALE ȘI PERSPECTIVE ÎN CERCETARE

Ultimii 10 ani au demonstrat că piața de capital din România s-a înscris în rândul concurenței europene, reducând nivelul de fragmentare al pieței prin unificarea instituțiilor de reglementare ale entităților active pe piața de capital sub Autoritatea de Supraveghere Financiară (începând cu anul 2011). Adaptarea legislației naționale la cadrul legislativ european, a permis eliminarea barierelor discriminatorii între statele Uniunii Europene, permitând accesul și autorizarea unor vehicule investiționale străine pe teritoriul național, concomitent cu externalizarea fondurilor naționale pe piața externă. Beneficiind de aceste aspecte, industria fondurilor de investiții din România a înregistrat în ultimii ani un ritm de creștere susținut atât în privința numărului de fonduri active pe piață, cât și a valorii activelor totale gestionate de către acestea, fără a fi puternic afectată de contagiunea crizei economice financiare.

Deși contextul macroeconomic a impus și pieței naționale a fondurilor de investiții o redimensionare (de structură), constăm că piața se în înscrie în rândul ascendent, cu tendințe de maturizare. Prin accederea de la statutul de piață de frontieră înspre zona emergentă, s-a permis reformarea pieței de capital, amplificarea concurenței, diversificarea ofertei de produse investiționale, cât și facilitarea accesului la finanțare economiei.

Documentația științifică realizată în decursul perioadei de pregătire avansată a dus la conturarea unui studiu amplu asupra evaluării dimensiunii pieței fondurilor de investiții din România și a identificării potențialului de creștere al acestei industrii. În opinia noastră, potențialul de creștere al pieței fondurilor de investiții din România este ridicat, fiind susținut de semnalele pozitive venite atât din partea economiilor dezvoltate (cu privire la stoparea recesiunii și adoptarea măsurilor de gestionare a crizelor), dar și de interesul crescut al investitorilor locali pentru aceste instrumente, ca alternativă de investiții.

Interesul spre studiul industriei fondurilor de investiții a apărut întrucât lucrările de cercetare realizate până în acest moment nu sunt foarte numeroase, mai ales în ceea ce privește radiografierea pieței fondurilor de investiții din România. În aceste condiții, am conturat cercetarea privind identificarea și cunoașterea oportunităților investiționale propuse de către fondurile de investiții din România cât și înțelegerea implicației fondurilor de investiții în economie prin activitatea de finanțare alternativă propusă de către aceste vehicule investiționale. Astfel, *cercetarea întreprinsă* asupra analizei „Fondurilor de investiții din România între oportunitate investițională și alternativă de finanțare a economiei”, pentru perioada ultimilor 10 ani, *contribuie semnificativ la dezvoltarea cunoașterii în domeniul studiat prin următoarele direcții:*

- aplicarea unui corp de metode și tehnici cantitative (statistică descriptivă, analiza corelației și regresiei cu date panel), pentru analiza dimensiunii industriei, a evaluării performanțelor activității fondurilor de investiții cât și de identificare a factorilor de influență ai activității fondurilor de investiții din România;

- adaptarea unor metode specifice analizei eficienței microeconomice, respectiv metoda DEA, pentru evaluarea celor mai bune variante de performanță și identificarea unor potențiale portofolii optime;

- utilizarea în analizele efectuate a celor mai noi date existente la nivel național, respectiv a datelor rezultate din statisticile autorităților naționale de reglementare (CNVM și ASF) dar și evidențele Asociației Administratorilor de Fonduri din România. Datele sunt comparabile la nivel internațional cu cele ale altor țări din UE, datele fiind raportate la datele statistice ale EFAMA, EVCA și ICI.

În aceste condiții, abordarea practică a cercetării întreprinse este scoasă în evidență prin evaluarea gradului de internaționalizare a pieței fondurilor de investiții, evaluarea eficienței fondurilor de investiții din România, dar și analiza asupra principalilor factori stimulatori și inhibitori ai industriei fondurilor de investiții din România.

În urma cercetării întreprinse, *propun următoarele aspecte de luat în calcul în vederea atragerii investitorilor în scopul susținerii și redresării economiei naționale pe calea investițiilor de capital:*

- în perioada următoare, dar mai ales pe orizontul mediu de timp, respectiv pe parcursul anilor 2015-2017, provocarea majoră va continua să o constituie ancorarea solidă a pieței de capital la piața internațională, simultan cu sprijinirea revigorării activității de creditare și a refacerii încrederii, de natură să contribuie la redresarea economiei românești;

- atragerea de capital și investiții atât autohtone cât și străine reprezintă calea reală spre consolidarea pieței fondurilor de investiții dar și a susținerii competiției pe piață;

- creșterea promovării acestor plasamente către investitorii individuali ca alternativă pentru tradiționalele forme de economisire;

- susținerea unei piețe bursiere active care să susțină interactivitatea între deținătorii de capital și cei aflați în nevoie de resurse pentru dezvoltarea afacerilor;

– recâștigarea încrederii investitorilor pentru titlurile tranzacționate pe piața de capital, atâta timp cât prudența și reticența atât a investitorilor cât și a emitenților restrâng lichiditatea bursei naționale;

– susținerea dezvoltării unei piețe bursiere universale de îndată ce piața capătă forme de maturizare. În condițiile în care lichiditatea curentă este în creștere, echilibrul macroeconomic și creșterea economică sunt peste media țărilor din UE, evoluția pieței bursiere din România prefigurează condițiile unei piețe cu adevărat stabile. Mai mult, primirea calificativului *investment grade* este un preambul al unei posibile avansări în următorii doi ani la statul de piață emergentă, statut ce i-ar putea asigura principalul motor de creștere.

Prin prisma aspectelor cercetate în această lucrare, considerăm că ea este utilă tuturor celor interesați de efectuarea unor plasamente investiționale, cât și specialiștilor în domeniu, cercetarea prefigurând o radiografiere complexă a pieței naționale a fondurilor de investiții.

*Viitoarele studii* ar putea să fie orientate înspre adâncirea cercetării factorilor determinanți asupra eficienței și ineficienței. Specificarea modelului de analiză se va contura pe seama evoluției eficienței fondurilor de investiții (ca variabilă dependentă) și potențialii factori descriptori pot fi considerați a fi creșterea economică, inflația, rata nominală de economisire, evoluția BET, BET-FI, intensitatea competiției, gradul de libertate al pieței, capitalizare bursieră, încrederea investitorilor, criza economică financiară (dummy), nivelul fiscalitate, cât și indicatori ce țin de structura industriei (eg. număr fonduri, număr investitori, randamente, volatilitate, VaR, costuri, ritm de creștere al valorii unitare a activelor nete, dimensiunea fondurilor prin mărimea activelor totale nete, expunere în acțiuni, expunere cash, expunere depozite, obligațiuni, certificate). În acest mod, se va putea verifica dacă rezultatele sunt pertinente, iar entitățile sunt eficiente sau ineficiente în raport cu celelalte structuri.

## REFERINȚE BIBLIOGRAFICE PRIVIND SURSELE CITATE

1. Allderdice, FB & Farrar, DE 1967, 'Factors that affect mutual fund growth, Working Paper', Alfred P. Sloan School of Management, Massachusetts Institute of Technology, Massachusetts.
2. Antunes, AG 2007, 'The determinants of mutual fund size. A cross-country analysis. Dissertation paper for the degree of Master in Finance', Instituto Superior de Ciencias do Trabalho e da Empresa, Portugal.
3. Arsani, A 2015, 'Despre oportunitățile de investiții în România', *Piața financiară*, Martie 2015, pp. 74-75.
4. Babin, CE & Donovan, WJ 2000, *Investing secrets of the matters. Applying classical investment ideas to today's turbulent market*, Editura McGrawHill USA, SUA.
5. Badea, GD 2000, *Piața de capital și restructurarea economică*, Editura Economică, București.
6. Badunenko, O, Barasinska, N & Schäfer, D 2009, 'Determinants of Private Equity Investment in European Companies', Available at SSRN 1342642.
7. Băileșteanu, G 1998, *Diagnostic, risc și eficiență în afaceri, Ediția a II-a*, Editura Mirton Timișoara, Timișoara.
8. Barna, F 2004, *Piața de capital. Analize și strategii investiționale*, Editura Universității de Vest, Timișoara.
9. Bello, ZY 2005, 'Social responsible investing and portfolio divestment', *Journal of Financial Research*.
10. Bengtsson, E 2007, 'A history of Scandinavian socially responsible investing', *Journal of Business Ethics*.
11. Călugăru, A & Cistelean, L 2007, 'TD. Fondurile de investiții pe piața financiară a României', FSEGA - UBB Cluj Napoca, Cluj Napoca.
12. Câmpianu, B 2012, 'Dezvoltarea pieței de capital', *Revista MONITOR STRATEGIC, Institutul pentru Studii Politice de Apărare și Istorie Militară, Secțiunea Securitatea Economică a României, Comunicare susținută în cadrul „Proiectului Foișor”*, 24 aprilie 2012, p. București.

13. Chirileasa, A 2010, 'Primele trei fonduri au mai multe fonduri decat toata bursa', *Ziarul Financiar*, 27 Jul. 2010, last accessed at 10.05.2011.
14. Clinca, G 2015, 'Așteptam o reorientare către fondurile de acțiuni', *Piața financiară*, Martie 2015, pp. 72-73.
15. Clinca, G 2015, 'Certinvest își dezvoltă veleitățile de grup financiar', *Piața financiară*, Martie 2015, pp. 68-69.
16. Copp, K, Kremmer, M & Roca, E 2010, 'Should fund invest in socially responsible investments during downturns? Financial and legal implications', *Oxford Business Knowledge, Oxford Business & Economics Conference Program, June 28-29, 2010*.
17. Corduneanu, C & Țurcaș, DL 2009, 'Performanța fondurilor deschise de investiții din România în contextul crizei financiare', *Revista de Economie Teoretică și Aplicată*, p. 26.
18. Costică, M 2004, *Fiscalitate-investiții. Analiză și modelare econometrică*, Editura Junimea, Iași.
19. Covrig, V, Ng, LK & Chan, K 2004, 'What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from Equity Mutual Fund Allocations Worldwide', *EFA 2004, Maastricht Meetings Paper No. 2527, March 2004*, EFA, Available at SSRN. Abstract ID: 404780.
20. Damodaran, A 2009, 'Volatility rules. Evaluating Emerging Market Companies', *Available at SSRN.1609797*.
21. Dardac, N & Moinescu, B 2006, 'Evaluarea managementului institutiilor de credit prin metode cantitative', *Revista de Economie teoretica si aplicata ECTAP, No 2., 2006*.
22. Dash, M & Dinesh, KG 2008, 'A study on the effect of macroeconomic variables on Indian mutual funds', *Available at SSRN. 1316442*.
23. Del Guercio, D & Tkac, PA 2000, 'The determinants of the flow of funds of managed portfolios: mutual funds versus pension funds', FRB Atlanta Working Paper 2000-21, Available at SSRN. 166431.
24. Deloitte & Touche 2014, 'UCITS Development', Lync, n Learn Report, Leading business advisors, Deloitte & Touche.
25. Deloitte May 2014, 'Hitting the right notes. Central Europe Private Equity confidence index', Report, Deloitte.
26. Devetski, T 2004, *Taxation of individual investors in Private Investment funds*, 2004th edn, ICBA Series.
27. Diaconasu, DE 2014, *Dinamica pietelor de capital emergente*, Editura Universitatii Alexandru Ioan Cuza Iasi, Iasi.
28. Diaconășu, DE & Asăvoaei, A 2011, 'The Role of Investment Funds in Romania.', *Romanian Economic Journal*, 14(39), pp. 45-59.
29. Diaconița (Enciu), M & Basno, C 2003, 'TD. Tendințe actuale în orientarea și diversificarea plasamentelor de capital', ASE București, București.
30. Diaconu, M 2012, 'Caracteristici și factori cu impact asupra activității investiționale a capitalurilor de risc în România', *Revista de Economie Teoretică și Aplicată, Vol XIX, No.7, Issue 572*, pp. 93-114.
31. Duhnea, C & Mitrescu, SG 2009, 'Finanțarea corporațiilor prin emisiuni de obligațiuni pe piața de capital din România', *Revista de Economie Teoretica si Aplicata*, p. 647.
32. Dumitriu, I 2015, 'Inflația și dobanzile la minime istorice susțin audiența fondurilor mutuale. Fondurile deschise trimit în cozi depozitul bancar', *Piața financiară*, Martie 2015, pp. 42-48.
33. Dumitriu, I 2015, 'Persoanele fizice dețin în fonduri echivalentul a 10% din sumele deținute în depozitele bancare. Populația și-a crescut expunerea pe fonduri la peste 3 mld EUR', *Piața financiară*, Martie 2015, pp. 50-54.
34. Dumitriu, I 2015, 'Supliment fonduri și pensii', *Piața financiară*, Martie 2015, pp. 42-63.
35. Ernst & Young 2007, 'How Do Private Equity Investors Create Value? A Study of 2006 Exits in the US and Western Europe', Ernst&Young, Transaction Advisory Services.
36. Fairley, J 1999, *Investing in Mutual Funds*, IDG Books Worldwide, Inc, Foster City, Canada, available online at [www.cliffsnotes.com](http://www.cliffsnotes.com).
37. Feleagă, N 2008, 'Activismul investitorilor și guvernanta corporativă', *Contabilitatea, Expertiza și Auditul Afacerilor nr. 4*, na Aprilie 2008, p. 54.
38. Feleaga, N n.a., 'Investitorii institutional si guvernanta intreprinderii', *Economie Teoretica si Aplicata*, pp. 55-60.
39. Feleaga, N, Feleaga, L, Dragomir, VD & Bigioi, AD 2011, 'Guvernanta corporativă în economiile emergente: cazul României', *Economie teoretică și aplicată, 18(9)*, p. 562.

40. Fernando, D, Klapper, LF, Sulla, V & Vittas, D 2003, 'The global growth of mutual funds. World bank policy research working paper no. 3055', World Bank, Available at SSRN. 636417.
41. Ferreira, MA, Keswani, A, Miguel, AF & Ramos, SB 2011, 'The determinants of mutual fund performance: A cross country study, July 27, 2011', Swiss Finance Institute Research Paper no. 31, Available at SSRN. 947098.
42. Filip, MA 2008, *Evaluarea performanțelor fondurilor mutuale din România*, Editura Casa Cărții de Știință Cluj Napoca, Cluj-Napoca.
43. Fink, M 2008, *The rise of mutual funds. An insider's view*, Oxford University Press, New York.
44. Florea, P 2007, *Capitalul de risc ca o sursă alternativă de finanțare a dezvoltării. Studiu de caz. Fondul European de Investiții.*, Editura Dacia, Cluj-Napoca.
45. Focsan, L 2010, 'Se naste Fondul proprietatea 2', *Forbes*, 5 Aprilie 2010, pp. 14-15.
46. Frontier Economics Ltd 2013, 'Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe', *Frontier Economics Report for EVCA*, n.a. May 2013, pp. 15-20.
47. Fuchita, Y & Litan, R 2008, *Pooling Money. The future of mutual funds*, Brooking Insitution Press, Washington DC, SUA.
48. Galeteanu, N 2009, 'In lipsa creditelor, companiile se pot imprumuta la fondurile de private equity', 25 Feb 2009.
49. Giles, M, Alexeeva, E & Buxton, S 2003, *Managing Collective Investment Funds – Second Edition*, Wiley&Sons, New Jersey.
50. Gilligan, J & Wright, M 2008, *Private equity demistified*, An initiative from the ICAEW Corporate Finance Faculty, Financing Change Series.
51. Gottschalg, O 2007, 'Private Equity and Leveraged Buy-outs Study ', European Parliament Policy Department Economy and Science, (IP/A/ECON/IC/2007-25 and IP/A/ECON/WS/2007-18 PE 393.515, November, 2007.
52. Groh, A 2009, 'Private equity in emerging markets', *Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1304086>*.
53. Groh, AP, Liechtenstein, H & Lieser, K 2008, 'The attractiveness of Central Eastern European Countries for Venture Capital and Private Equity Investors', *EFA 2008 Athens Meetings Paper*, <http://ssrn.com/abstract=960505>.
54. Guvernul Romaniei Aprilie 2014, 'Programul de convergenta 2014-2017'.
55. Hellsten, S & Mallin, C 2006, 'Are "ethical" or "social responsible" investments?', *Journal of Business Ethics*.
56. Horobet, A 2005, *Managementul riscului in investitiile internationale*, CH Beck, Colectia Oeconomica, Bucuresti.
57. Keown, AJ 2003, *Personal Finance. Turning Money Into Wealth. Fourth Edition*, Pearson, Prentince Hall, Upper Saddle River.
58. Klier, DO 2008, 'Managing Diversified Portfolios. What Multi-Business Firms Can Learn from Private Equity, Physica-Verlag, Dissertation, Technical University of Dortmund', Springer Series in Contributions to Management Science.
59. Lannoo, K & Manuel Aramendia, M 2013, 'EU Regulatory Framework integrated under a European Financial Authority', in M Pinedo (ed.), *Global Asset Management*, SimCorp StrategyLab, Palgrave MacMillan,.
60. Lerner, J & Schoar, A 2004, 'The illiquidity puzzle: theory and evidence from private equity', *Journal of Financial Economics*, 72(1), *Following Working Paper No. 4378-02*, pp. 3-40.
61. Lozano, J, Albareda, L & Balauguer, R 2006, 'Socially responsible investment in the Spanish financial market', *Journal of Business Ethics*.
62. Luckoff, P 2010, *Mutual fund performance and Performance Persistence. The impact of fund flows and manager changes*, 1st edn, Gabler Verlag, Germany.
63. Manta, AG & Bădircea, RM 2014, 'Measuring the efficiency in the Romanian Banking System through the Method of the Data Envelopment Analysis DEA', *Analele Universitatii din Craiova Stiinte Economice*, 2014.



64. Matei, M n.a, 'Fondurile cu capital de risc - o noua sursa de finantare a investitiilor din Romania', *n.a.*, p. n.a.
65. Mathis, JF 2008, 'The competitive impact of global private equity: creative destruction and innovation', Thunderbird School of Global Management, Thunderbird Global Private Equity Center.
66. Mattig, A 2009, 'Industrial Dynamics and the Evolution of Markets in the Mutual Fund Industry, Doctoral thesis, St. Gallen University 2009', © Gabler | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2009, Germany, St. Gallen, Switzerland.
67. Moise, O 2015, 'Capitalul caută mereu alternative profitabile', *Piața financiară*, Martie 2015, pp. 66-67.
68. Moise, O 2015, 'Crește interesul pentru planificare financiară', *Piața financiară*, Martie 2015, p. 64.
69. Moise, O 2015, 'Românii s-au obișnuit cu investirea în fonduri', *Piața financiară*, Martie 2015, pp. 70-71.
70. Montier, JEA 2007, *Behavioural investing. A practitioner's guide to applying behavioural finance*, Wiley Sons, New York.
71. Montier, J 2010, *The bond bubble - a sterile debate on semantics*, viewed 01 December 2011, < HYPERLINK "http://behaviouralinvesting.blogspot.com" <http://behaviouralinvesting.blogspot.com> >.
72. Mueller, K & Achleitner, AK 2008, *Investing in Private Equity Partnerships*, Gabler Edition edn, Springer Science and Business Media.
73. Nan, S 2006, 'TD Reglementări și instituții pe piața de capital', Master Degree Report, Facultatea de Finante, Asigurari, Banci și Burse de valori, Academia de Studii Economice București, București.
74. Năstase, G, Badea, D & Năstase, DI 2009, 'Finanțarea transferului de tehnologie prin capitaluri de risc', *Revista de Economie Teoretică și Aplicată*, p. 507.
75. Negrea, B, Țățu, L & Stoian, A 2008, 'The Impact of Trades on Daily Volatility: an Empirical Study for Romanian Financial Investments Funds', *Theoretical and Applied Economics*, 11(11), p. 31.
76. Nistor, IA & Păun, D 2009, 'Perspective privind intermedierea financiară din România în cadrul modificării condițiilor de piață', *Revista Economie Teoretică și Aplicată*, p. 311.
77. **Nistor, I & Radu, I 2011, 'Global tendencies in investment fund market development', *Revista Finante-Provocările viitorului, Year XI, No.13/2011, pp. 16-21, <http://ideas.repec.org/a/aio/fpvfcf/v1y2011i13p16-21.html>.***
78. Nistor, I & Ulici, ML 2009, 'The financial crisis and the impact over the sectors of economy', *Annals of Faculty of Economics, University of Oradea*, pp. 288-293.
79. Nițu, A 2005, *Piața de capital. Modele. Instituții. Mecanisme*, Editura Universității de Vest, Timișoara.
80. Nițu, A 2009, *Piața de capital. Instituții*, Editura Universității de Vest, Timișoara.
81. Olteanu, V & Vlad, B 2010, 'Comportamentul consumatorilor de produse și servicii financiare (investitorii)', *Revista de Marketing Online*, vol Vol 1., no. Nr.4, pp. 3-7.
82. Onofrei, M 2000, *Impactul politicilor financiare asupra societății*, Editura Economică, București.
83. Paun, ID & Pascu-Nedelcu, M 2009, 'Interdependența dintre piețele de capital în condiții de stabilitate economică și în condiții de criză – studiu econometric al efectului de contagiune', *A 10-a conferință internațională Finanțele și stabilitatea economico financiară în contextul crizei financiare, 11-12 Decembrie 2009*, ASE București, Suplimentul revistei Economie Teoretică și Aplicată, București.
84. Pecican, EȘ 2007, *Econometria.pentru economiști! Ediția a III-a*, Editura Economică, București.
85. Peter, C 2011, *International investment in Private Equity - Asset, Allocation, Markets*, Springer.
86. Petrescu, D 2013, 'Autoritatea de Supraveghere Financiară în contextul european', *RFPC*, vol 3, pp. 21-24.
87. Phalippou, L & Gottschalg, O 2009, 'The performance of private equity funds', *Review of Financial Studies*, 22(4), *Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=473221>*, pp. 1747-1776.
88. Pirtea, M, Iovu, LR & Milos, MC 2008, 'Dynamics of financial markets in the context of globalization', *MPRA Paper No. 19889*, vol <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/19889/>, no. Paper No. 19889, posted 13. January 2010.
89. PitchBook 2014, 'European Private Equity Breakdown', Report and database sheet, [www.pitchbook.com](http://www.pitchbook.com), RR Donnelly.
90. PitchBook 2015, 'Global Exit Report and Data Sheet', [www.pitchbook.com/reports.html](http://www.pitchbook.com/reports.html), RR Donnelly.
91. Pop, IA 2006, *Concepte, forme și modalități de participatii și investitii financiare in economia romaneasca*, Editura Alma Mater, Cluj-Napoca.

92. Popa, A & Cristea, M 2007, 'Fondurile de pensii în cadrul investitorilor instituționali', *Revista Finanțe-provocările viitorului Nr.6-2007, Anul VI, Editura Universității din Craiova*, pp. 113-120.
93. Popescu, C 2015, 'Factoring 2014-2015. Investițiile fac diferența', *Piața financiară*, Martie 2015, pp. 8-12.
94. Pop-Radu, I 2014, 'Romanian Mutual funds assets parented by Asset Management Banking Companies during 2008-2013', *Journal of Public Administration, Finance and Law (JOPAFL)*, vol 2.
95. Pop, C & Ungurean, P 1999, *Societățile de intermediere financiară*, Editura Dacia, Cluj-Napoca.
96. PulsCapital 2013, 'Cresterea lichidității - cheia în promovarea BVB la statutul de piață emergentă', *Puls Capital-Buletin de informare și analiză a pieței de capital Nr.773*, 08 Noiembrie 2013, pp. 1-2.
97. PWC Feb. 2014, 'Private Equity Trend Report 2014/2013. An industry rediscovering optimism', Global Private Equity Report, Global Private Equity Report, PWC, Steve Roberts.
98. Radu, I 2009b, 'Importanța fondurilor private de investiții', *Buletinul Științific al Facultății de Finanțe, Bănci și Contabilitate, UCDC Brașov Nr.10-2009*, pp. 309-320.
99. Radu, I 2010a, 'Investment funds in relation with sponsors, investors and portfolio companies', *Ovidius University Annals, Economic Sciences Series, vol. XV*, pp. 1803-1806.
100. Radu, I 2010b, 'Organizarea fondurilor de investiții', *Buletinul Științific al Facultății de Finanțe, Bănci și Contabilitate, UCDC Brașov, Nr.11-2010, Editura Infomarket Brașov*, pp. 339-347.
101. Radu, I 2010b, 'The social impact of private equity funds in Romania', *International Conference: Competitiveness and Stability in the Knowledge based Economy - Annals of University of Craiova - Economic Sciences Series, vol II., Issue 38*, Universitatea din Craiova, Facultatea de Științe Economice, Craiova.
102. Radu, I 2010c, 'Premisele istorice ale industriei fondurilor private equity', *Buletinul Științific al Facultății de Finanțe, Bănci și Contabilitate, UCDC Brașov, Nr.11-2010, Editura Infomarket Brașov*, pp. 335-338.
103. Radu, I 2010d, 'Ref. doc. 1. Motivația constituirii fondurilor de investiții', FSEGA-UBB Cluj Napoca, Cluj-Napoca.
104. Radu, I 2011, 'Ref.doc.2 - Piața fondurilor de investiții - studiu comparativ', FSEGA-UBB Cluj Napoca, Cluj-Napoca.
105. Radu, I 2012, 'Rolul fondurilor de investiții în sprijinirea economiei reale și fundamentarea premiselor de dezvoltare economică sustenabilă', *Buletinul Științific al Facultății de Finanțe, Bănci și Contabilitate - UCDC Brașov, Nr.13*.
106. Radu, I & Nistor, I 2010, 'Private equity - a challenge or a chance?', *International Conference: European Integration. New Challenges, 6th edition, 28-29 May*, Universitatea din Oradea, Facultatea de Științe Economice, Oradea, <http://ideas.repec.org/a/ora/journal/v1y2010i2p629-634.html>.
107. Radu, I & Sava, CC 2012b, 'Shifting investments strategy from equity funds to money market funds - the case of Romanian open-end fund market during the financial crisis', *Bulletin of Transilvania University of Brașov Vol.5(54)*, p. 155.
108. Rațiu-Suciu, C, Luban, F, Hîncu, D & Ciocoiu, N 2009, *Modelare economică - Ediția a II-a*, Editura ASE, București.
109. Renneboog, L 2008, 'The performance of socially responsible mutual funds', *Journal of Corporate Finance 14.3*, pp. 302-322.
110. Robu, V & Sandu, MI 2011, 'Analiza corelației dintre dimensiunea și performanța fondurilor private de pensii', *Revista Economie teoretică și aplicată, Vol. XVIII, No.3-556*, pp. 69-79.
111. Rochiramani, M, Doiphode, A & Chha, A 2008, 'Research Paper Report on Private Equity', Research Paper Report, SP Jain Center of Management Singapore, SP Jain Center of Management Singapore, available online at: <http://ssrn.com/abstract=1448200>, page.14, SP Jain Center of Management Singapore, Singapore.
112. Rochiramani, M, Doiphode, A & Chhabra, A 2009, 'Private Equity: Post Exit (Via IPO) Performance Analysis', Available at SSRN 1448200.
113. Roman, M & Suciu, CM 2011, 'Analiza eficienței activității de cercetare dezvoltare inovare prin metoda DEA', *The 7th International Conference on Management of Technological Changes*, Grecia, Alexandropolis.
114. Roșoiu, L 2010, 'Fondurile de acțiuni, în cursă cu indicii bursieri', *Forbes România*, 17 Mai 2010, pp. 26-27.

- 115.Saman, C 2009, 'Influența incertitudinii macroeconomice asupra investițiilor- analiza empirică în cazul României', Working Papers of Macroeconomic Modelling Seminar No.092202, Institute of Economic Forecasting, Bucuresti.
- 116.Sava, CC & Radu, I 2012b, 'Challenges of operating and complying with the UCITS IV Directive', *Revista Economica - Supplement no.4/2012 Section: Banking, Accounting and Financial System form the 21st Century Perspective*, pp. 577-583.**
- 117.Schroder, M 2004, 'The performance of socially responsible investments: investment funds and indices', *Journal of Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 18, No.2.
- 118.Secară, B 2008, 'Capitalul de risc în consolidarea financiară a întreprinderii', *Tribuna Economică nr.19*, 2008, pp. 25-28.
- 119.Shapiro, R & Pham, N 2008, 'American Jobs and the Impact of Private Equity Transactions"', Private Equity Council, January 2008.
- 120.Shell, J 2006, *Private Equity Funds. Business Structure and Operations*, Ed. Law Journall Press, New York.
- 121.Shueth, S 2003, 'Socially responsible investing in the United States', *Journal of Business Ethics*, Vol. 43, No.3, pp. 189-194.
- 122.Sparkes, R 2002, *Socially responsible investment: a global revolution*, Wiley Sons Publication.
- 123.Stallings, S 2006, *Introduction to Private Equity*.
- 124.Stoica, V & Corbu, I 2006, *Sistemul bursier international*, Editura Fundatiei Romania de Maine, Bucuresti.
- 125.Taylor, M & Fleming, A 1999 Sep., 'Integrated financial supervision. Lessons of Northern European Experience', Draft, Worldbank, Worldbank, Worldbank, na.
- 126.The Social Investment Forum Foundation 2010, 'Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States', SIFF.
- 127.Todea, A 2006, *Investitii. Selectia si finantarea proiectelor de investitii. Investitii financiare si gestiunea portofoliului*, Editura Casa Cartii de Stiinta, Cluj-Napoca.
- 128.Turcas, DL & Turcas, FM 2009, 'Piețe de capital și strategii investiționale', *A 10-a conferință internațională Finanțele și stabilitatea economic în contextul crizei financiare, 11-12 Decembrie 2009*, ASE Bucuresti, Suplimentul Revistei de Economie Teoretică și Aplicată, Bucuresti.
- 129.Vasilescu Giurcă, L & Simion, S 2009, 'Facilitatea accesului întreprinderilor mici și mijlocii inovative la fondurile de capital de risc', *Revista de Finanțe Publice și Contabilitate No.1*, 2009, pp. 22-26.
- 130.Vasilescu, LG & Popa, A 2011, 'Fondurile cu capital de risc – alternativă de dezvoltare și inovare pentru firme.', *Analele Universității Constantin Brancusi din Targu Jiu, Seria Economie, Nr.1- 2011*, pp. 204-213.
- 131.Vasilescu, I & Românu, I 2000, *Investiții*, Editura Economică, Bucuresti.
- 132.Voicu, E 2011, 'UCITS IV. Pasaportul SAI si noile reguli de informare a investitorilor', Conference presentation, Institutul Bancar Roman, Piata de capital din Romania in contextul schimbarii europene - operatiuni transfrontaliere cu instrumente financiare, Bucuresti.
- 133.Voinea, O 2015, 'Adevar sau Provocare - Codul Fiscal între relansarea economiei si impactul bugetar', *Piata financiara*, Martie 2015, pp. 18-22.
- 134.Voinea, O 2015, 'Marcarea la piață, un imens beneficiu pentru industria fondurilor', *Piata financiară*, Martie 2015, p. 59.
- 135.World Economic Forum January 2008, 'Private Equity and Employment', The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008, WEF.
- 136.Zoicaș-Ienciu, A 2009, *Comportamentul investițional pe piața bursieră din România*, Editura Risoprint, Cluj Napoca.