**UNIVERSITATEA BABEŞ BOLYAI - CLUJ-NAPOCA**

**ŞCOALA DOCTORALĂ *ŞTIINŢE ECONOMICE ŞI GESTIUNEA AFACERILOR***

**DOMENIUL FINANŢE**

**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](#_Toc452412549)

[CUVINTE CHEIE 4](#_Toc452412550)

[OBIECTIVELE CERCETĂRII 4](#_Toc452412551)

[SINTEZA CONTRIBUȚIILOR PERSONALE 5](#_Toc452412552)

[*Capitolul 1 Fundamente în stadiul cunoașterii activității fondurilor de investiții* 5](#_Toc452412553)

[*Capitolul 2 Piața fondurilor de investiții din România în context internațional* 10](#_Toc452412554)

[*Capitolul 3 Evaluarea performanței fondurilor de investiții din România* 14](#_Toc452412555)

[*Capitolul 4 Finanțarea entităților economice prin intermediul fondurilor de investiții* 20](#_Toc452412556)

[*Capitolul 5 Investigații empirice asupra evaluării performanței fondurilor de investiții din România* 25](#_Toc452412557)

[CONCLUZII FINALE ȘI PERSPECTIVE ÎN CERCETARE 28](#_Toc452412558)

[REFERINȚE BIBLIOGRAFICE PRIVIND SURSELE CITATE 30](#_Toc452412559)

# CUPRINS

|  |  |
| --- | --- |
| *Capitole* | *Pagină* |
| Introducere | 1 |
|  |  |
| **Capitol 1.** Fundamente în stadiul cunoașterii activității fondurilor de investiții | 6 |
| * 1. Clarificări conceptuale asupra tematicii studiului | 6 |
| * 1. Repere teoretice privind activitatea fondurilor de investiții | 8 |
| * 1. Sistemul de reglementare și funcționare al activității fondurilor de investiții | 14 |
| * 1. Mecanismul de funcționare și organizare al activității fondurilor de investiții | 20 |
| * 1. Impactul funcționalității fondurilor de investiții asupra economiei | 43 |
| * 1. Factori determinanți ai dinamicii activității fondurilor de investiții | 55 |
| * 1. Tendințe în dezvoltarea industriei fondurilor de investiții la nivel global | 67 |
|  |  |
| **Capitol 2.** Piața fondurilor de investiții din România în context internațional | 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 |
|  |  |
| **Capitol 3.** Evaluarea performanței fondurilor de investiții din România | 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 |
|  |  |
| **Capitol 4.** Finanțarea entităților economice prin intermediul fondurilor de investiții | 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 |
|  |  |
| **Capitol 5.** Investigații empirice asupra evaluării performanței fondurilor de investiții din România | 238 |
| 5.1. Studiu privind evaluarea determinanților 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 |
|  |  |
| **Concluzii finale** | 275 |
|  |  |
| Bibliografie | 284 |
| Lista abrevierilor | 290 |
| Lista grafice, figuri, tabele | 294 |
| Anexe | 300 |

# CUVINTE CHEIE

*Active totale nete, Capitalizare bursieră, Capital de risc, Creştere economică, Criza financiară, Eficienţă, Fluxuri de capital, Fonduri deschise de investiţii, Fonduri închise de investiţii, Indicele fondurilor mutuale, Investiţii de capital de risc, Investitori calificaţi, Investitori instituţionali, Investiţii de portofoliu, Lichiditatea pieţei de capital, Organisme de plasament colectiv, Rentabilitate, Unităţi de fond,Valoare unitară a activelor nete, Vehicule investiţionale, Volatilitate*

# OBIECTIVELE CERCETĂRII

Activitatea fondurilor de investiţii prin evoluţia lor extrem de dinamică din ultimii ani, a atras atenţia în cercetare prin înregistrarea unei volatilităţi ciclice în raport cu dinamica pieţei financiare internaţionale. Astfel, principala provocare în cercetarea activităţii fondurilor de investiţii a fost identificată odată cu încercarea de a găsi o serie de răspunsuri privind dinamica acestei industrii la nivel global cât şi la nivel naţional, în strânsă legătură cu observarea implicaţiilor directe şi indirecte ale schimbărilor economice recent manifestate pe piaţa financiară internaţională.

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

Sub aspect practic, pentru tema abordată este importantă realizarea unei radiografii asupra pieţei fondurilor de investiţii pornind de la modul de alocare a capitalurilor în fonduri de investiţii, în scopul identificării atât a zonelor de interes, cât şi a prezentării tendinţelor de redimensionare a industriei. Totodată, tematica dezbătută capătă relevanţă pentru literatura de specialitate prin faptul că încearcă să contureze semnificaţia economică a plasamentelor investiţionale în fondurile de investiţii, a rolului acestora în impulsionarea activăţii economice a companiilor finanţate, dar şi implicaţia acestora asupra susţinerii creşterii economice.

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

* delimitarea rolului activităţii fondurilor de investiţii;
* evidenţierea relaţiei de cauzalitate dintre dinamica fondurilor de investiţii şi condiţiile economice;
* evidenţierea potenţialilor factori determinanţi ai dinamicii fondurilor de investiţii;
* reflectarea influenţei şi a semnificaţiei factorilor determinaţi ai activităţii fondurilor de investiţii asupra variabilei efect urmărite;
* prezentarea şi evaluarea comparativă a modelelor propuse de către literatura de specialitate;
* construirea unor modele econometrice care să pună în evidenţă raportul dintre variabilele care definesc mediul economic şi nivelul plasamentelor investiţionale şi a investiţiilor gestionate de către fondurile de investiţii;
* analiza empirică a modelului explicativ propus, sistematizarea rezultatelor derivate din analiza empirică, cat si identificarea contribuţiilor diferitelor variabile explicative asupra variabilei dependente.

Având în vedere complexitatea, actualitatea şi dinamica continuă a acestui domeniu al fondurilor de investiţii, prezenta cercetare este semnificativă ştiinţific, contribuind sub aspect teoretic şi practic la completarea literaturii de specialitate. Cercetarea efectuată crează valoare adaugată prin faptul că abordarea noastră reprezintă un prim pas în aprecierea factorilor determinaţi ai dezvoltării pieţei româneşti a fondurilor de investiţii, în expunerea unui model de evaluare a stării de fapt a industriei fondurilor de investiţii şi implicit a prezentării stadiului actual de maturizare al pieţei naţionale a fondurilor de investiţii. Totodată, utilitatea şi originalitatea studiului întreprins rezidă din aprofundarea conexiunilor relevate în cazul particular ar României. Mai precis, teza de doctorat reuseşte să fundamenteze, printr-o structurare riguroasă a lucrării pe cinci capitole, dimensiunea industriei fondurilor de investiţii la nivel naţional şi a locului acesteia în piaţa globală a fondurilor de investiţii.

# SINTEZA CONTRIBUȚIILOR PERSONALE

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

În primul capitol al lucrării *Fundamente în stadiul cunoaşterii actvitiăţii fondurilor de investiţii*, sunt prezentate aspectele teoretice ale organizării şi funcţionării fondurilor de investiţii, punându-se accent asupra identificării implicaţiilor economice derivate din activitatea fondurilor de investiţii. Delimitările conceptuale cât şi reperele legislative identificate în conturarea mecanismului de funcţionare al fondurilor de investiţii propun conturarea unui parcurs clar în cunoaşterea şi înţelegerea activităţii acestor vehicule investiţionale. Analiza particularizată pe piaţa organismelor de plasament colectiv din România comparativ cu reperele europene completează şi aprofundează studiul înspre identificarea gradului de integrare a pieţei naţionale în piaţa unică europeană sau chiar în piaţa internaţională. 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 şi modelul UCITS dezvoltat pe piaţa unică europeană (în raport cu care piaţa naţională se aliniază treptat). Dedicând o parte importantă studiului mecanismului de organizare şi funcţionare al activităţii fondurilor de investiţii, am conturat scheme simplificate pentru cunoaşterea şi înţelegerea funcţionalităţii acestor vehicule investiţionale.

Dezvoltarea puternică a pieţelor de capital, precum şi apariţia unor inovaţii financiare au condus la apariţia a numeroase instituţii şi instrumente financiare care să perfecteze sistemul intermedierii financiare. În consecinţă, actorii implicaţi în distribuirea capitalurilor au perfectat un circuit complex al investiţiilor financiare în intermedierea ofertei (deţinători de capitaluri - investitorii) şi cererii de capitaluri (utilizatorii de capital – întreprinzătorii aflaţi în nevoie de capital). Ca rezultat, în acest circuit de mobilizare a capitalurilor, oferta de capitaluri s-a concentrat în actori precum fondurile de investiţii.

Considerând literatura de specialitate, am constatat faptul că atât evoluţia industriei gestiunii colective, cât şi 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 şi despre o **nouă etapă** în dezvoltarea pieţei fondurilor de investiţii la nivel global. Această nouă etapă apare ca o consecință a crizei economice financiare ce redimensionează industria fondurilor de investiţii la nivel global înspre promovarea principiului de supraveghere prudențială unitară a pieței financiare globale.

Activitatea de reglementare şi stabilire a normelor şi standardelor de desfăşurare a activităţii fondurilor de investiţii a înregistrat o serie de mutaţii care să permită integrarea şi consolidarea funcţiei de supraveghere a sistemului financiar într-un sistemul unic.

Principalele autorităţi de reglementare pe piaţa financiară integrată sunt prezentate în tabelul 1.1.

**Tabel 1. 1 Autorităţile de reglementare pe piaţa financiară**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Autorităţi** | **Piaţa bancară** | **Piaţa asigurărilor** | **Piaţa de capital** |
| SUA | Federal Reserve Bank (FED) | Securities and Exchange Commission (SEC) – 1934 | |
| Canada | Biroul de Supraveghere a Instituţiilor Financiare | | |
| Japan | Integrated Financial Regulator | | |
| Korea | Integrated Financial Regulator | | |
| Singapore | Integrated Financial Regulator | | |
| Australia | Banca Centrală a Australiei | Comisia pentru Valori Mobiliare şi Investiţii (ASIC) şi Autoritatea pentru Reglementare Prudenţială (APRA) | |
| **Europe** | 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 Naţionale 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”.

Ţinând cont de rolul urmărit, instituţiile curprinse sub denumirea generică de fonduri de investiţii pot fi analizate în funcţie de modul de organizare pornind de la cele două direcţii de acţiune ale acestora:

* ***atragerea fondurilor de capital*** şi constituirea propriu-zisă a fondului prin vânzare de unităţi de investiţie (unităţi de fond sau titluri de participare) investitorilor – Figura 1.1;
* ***plasamentul fondurilor acumulate*** în diferite titluri pe piaţa financiară – Figura 1.2;

**Figura 1. 1 Schema de atragere a capitalurilor şi constituirea fondului**

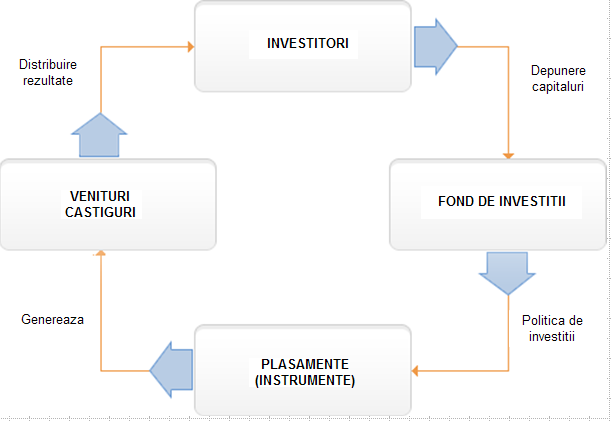
Sursa: prelucrare proprie autorului

**Figura 1. 2 Schema activităţii de plasament a fondurilor de investiţii**

Sursa: prelucrare proprie autorului

Coroborând cele două activităţi, modul de organizare şi funcţionare al fondurilor de investiţii se poate reprezenta, pe scurt, după cum reiese din figura 1.4:

**Figura 1. 3 Schema simplificată a funcţionării fondurilor de investiţii**



Sursa: prelucrare proprie autorului

Pe seama modalităţii în care aceste fonduri de investiţii acţionează pe piaţă, se trage concluzia că, acestor fonduri sunt specifice 3 ***operaţiuni***:

1. emiterea unităţilor de fond cu scopul atragerii capitalurilor investiţionale – acţiune ce implică atragerea de fonduri de la investitori, pe seama subscrierii și achiziției unităţilor de fond emise şi puse la vânzare de către fond sau compania de investiţii;
2. efectuarea plasamentelor investiţionale – fondurile de investiţii plasează cumulul de capitaluri conform unei strategiei investiţionale bine definite;
3. fructificarea investiţiei prin răscumpărarea unităţilor de fond la momentul exit-ului.

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

Procesul de migrare treptată a economiilor populaţiei dinspre depozitele bancare clasice s-a îndreptat în mare măsură spre creşterea utilizării fondurilor de investiţii, acestea înregistrând un ritm de creştere superior al activelor totale atrase. Această situaţie poate fi explicată în principal pe seama reducerii ratelor de dobândă aferentă depozitelor bancare, creşterea veniturilor populaţiei, creşterea gradului de educaţie financiară, al dezvoltării pieţei de capital, dar şi pe aprecierea avantajelor (diversificare, reducerea riscului, economii la costuri, management profesional) şi randamentului fondurilor de investiţii.

Fondurile de investiţii devin finanţatori ai datoriei publice prin prisma faptului că, prin semnificaţia lor, acestea dispun o anumită cotă din portofoliu în instrumente monetare emise de către stat. Aici o importanţă deosebită se ridică asupra activităţii 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 şi scurt ale statului, precum: titluri de stat, certificate de trezorerie, depozite bancare, certificate de depozit şi obligaţiuni.

În ţara noastră aceste fonduri au crescut în popularitate în perioada ultimilor ani. Deşi fondurile diversificate atrag cea mai mare parte a investitorilor în fondurile de investiţii româneşti, fondurile monetare au înregistrat în perioada 2006-2010 o rată medie anuală de creştere de 144,93% pe an, fiind precedate de fondurile de obligaţiuni cu o rată anuală de creştere de circa 34%. Dinamica fondurilor FM a început însă, odată cu scăderea dobânzilor la certificatele de trezorerie şi la depozitele bancare (2005 - 2006), situaţie ce a generat reducerea cotei deţinute de 31,82% în 2005 la doar 20,20% în 2006. Aceşti factori, inclusiv slaba dezvoltare a pieţei 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 câstigat teren în perioada 2005-2006, înspre piaţa fondurilor FM care a ajuns să înglobeze într-un număr de 5 fonduri în 2009 – 53,35% din volumul activelor administrate de fondurile de investiţii. Apartenenţa celor 5 fonduri FM către bănci, a generat începând cu 2007 revigorarea fondurilor FM în România, mai mult aceste fonduri monetare, BCR Monetar şi Raiffeisen Monetar au ajuns să atragă cel mai mare număr de investitori în perioada 2009-2010 (de circa 6 ori mai mare în 2009, şi de 10 ori mai mare în 2010 decât în 2008).

În contextul raportărilor statistice ale datoriei publice evidenţiate 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).

Evoluţia contribuţiei organismelor de plasament colectiv în finanţarea datoriei publice totale şi 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**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Contributia OPC in finantarea  datoriei publice (%) | **2005** | **2006** | **2007** | **2008** | **2009** | **2010** | **2011** | **2012** | **2013** | **2014** | Rata medie anuala  de contributie |
| %OPC in Datorie publica totala | 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 in Datorie publica interna | 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 Finantelor privind Datoria publică

Creşterea semnificaţiei plasamentelor administrate în economia naţională se datorează şi faptului că acestea au reusit să finanţeaze aproximativ 15% din datoria publică internă (în 2014), fiind o sursă importantă şi stabilă de acoperire a deficitului bugetului public (Raportul anual ASF, 2013), deţinând o pondere semnificativă în portofoliile investiţionale de titluri de stat cât şi de obligaţiuni municipale.

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

Fondurile de investiţii au devenit actori importanţi în gestiunea datoriei publice (Călugăru & Cistelecan 2007) şi implicit în restrângerea finanţării datoriei publice (Radu 2012), atâta timp cât aspectele reale arată că, numărul emisiunilor titlurilor de stat, al certificatelor de trezorerie şi obligaţiuni municipale este semnificativ restrâns faţă de interesul manifestat de către aceste vehicule investiţionale. Evoluţia activelor totale gestionate de vehiculele investiţionale administrate raportate la dimensiunea economiei naţionale, arată că, în timp ce sectorul asigurărilor a stagnat în detrimentul fondurilor de pensii, a crescut semnificaţia şi implicit contribuţia organismelor de plasament colectiv de la 2.24% la 5.70%, marcând o creştere de circa 3 ori în intervalul 2009-2013.

**Tabel 1. 3 Total active ca pondere in PIB pentru investiţiile financiare administrate**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Categorii de investitii financiare administrate** | **2009** | **2010** | **2011** | **2012** | **2013** | **2014** |
| Societăţi 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% |
| **Organisme de plasament colectiv (OPC)** | **2.24%** | **5.43%** | **5.08%** | **4.38%** | **5.70%** | **4.2%** |

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

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Categorii de OPC** | **2010** | **2011** | **2012** | **2013** | **2014** |
| **Organisme de plasament colectiv (OPC)** | **5.43%** | **5.08%** | **4.38%** | **5.70%** | **4.2%** |
| Fonduri închise de investiții | 0.03 | 0.05 | 0.07 | 0.10 | 0.13 |
| Fonduri deschise de investiții | 1.03 | 1.20 | 1.48 | **2.04** | **2.75** |
| 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 evoluţie pozitivă a organismelor de plasament colectiv, datorându-se în special creşterii intrărilor de capitaluri, cât şi pe seama creşterii numărului de participanţi. Pe parcursul anului 2014 fondurile închise  şi fondurile deschise de investiții au avut creșteri semnificative ale valorii activelor totale (peste 40%), în timp ce societățile de investiții financiare şi Fondul Proprietatea au înregistrat o reducere nominală a activelor, cu 2,4%  şi 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, „Piaţa fondurilor de investiţii din România în context internaţional”*, am conturat o analiză amplă asupra identificării premiselor de dezvoltare a pieţei fondurilor de investiţii din România dar şi asupra identificării avantajelor competitive oferite de piaţa naţională în contextul adâncirii globalizării şi al consolidării pieţei unice europene de capital.*

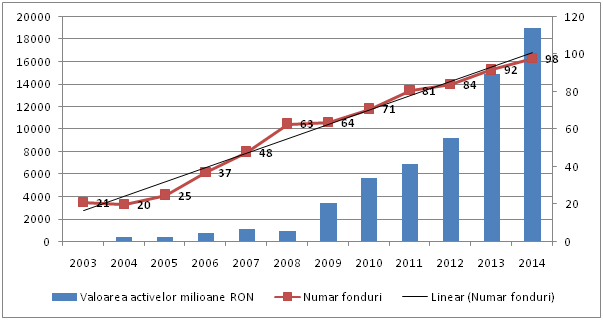
*Rezultatele obţinute evidenţiază* că îmbunătăţirea gradului de atractivitate al organismelor de plasament din România s-a conturat pe seama următoare aspecte:

* 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 obţinut 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 pieţei 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, piaţa globală orientându-se spre zona pieţelor de frontieră, inclusiv România. În caz particular, piaţa 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 prăbuşirea FMOA şi a doua în anul 2000 odată cu colapsul FNI), fondurile de investiţii din România se confruntă cu o luptă destul de dificilă în câştigarea încrederii investitorilor (Moroşan Gh., 2009).

Începând cu anul 2005 interesul pentru piaţa fondurilor de investiţii a crescut surpinzător, numărul investitorilor modificându-se anual, cu o rată medie de creştere 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, preferinţa pentru acest sector de investiţii de plasament a dus la creşterea atractivităţii fondurilor de investiţii româneşti.

**Grafic 2. 1 Evoluţia valorii activelor totale şi a numărului de fonduri de investiţii în România**



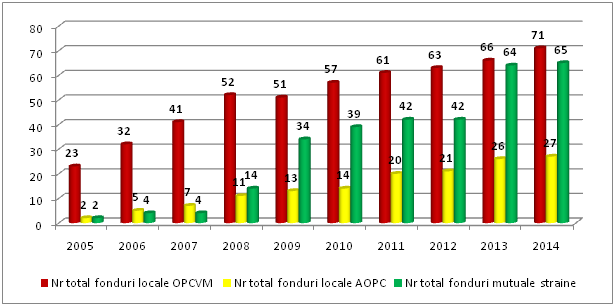
Sursa: prelucrare proprie dupa datele AAF

Deşi România avea să se confrunte în 2008 cu efectele recesiunii globale, activitatea fondurilor de investiţii 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% faţă de anul 2007. Astfel, am putea spune că, investitorii au rămas interesaţi în continuare de fondurile de investiţii româneşti contrar situaţiei observate la nivel mondial. Mai mult, perioada 2009-2014 se dovedeşte a fi cea mai activă perioadă pentru industria fondurilor de investiţii din România.

În pofida recesiunii economice globale din perioada 2008-2010, industria fondurilor de investiţii a înregistrat un ritm de dezvoltare susţinut atât în privinţa numărului de investitori cât şi în privinţa numărului de fonduri apărute pe piaţă şi 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 creştere 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, evoluţii pozitive se înregistrează şi în rândul numărului de fonduri totale înfiinţate în această perioadă. Începând cu 2008 se constituie 11 noi fonduri deschise şi 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 piaţă (71 deschise și 27 închise). Pe lângă fondurile mutuale locale, AAF raportează şi prezenţa unui număr semnificativ de fonduri mutuale străine, în creştere cu o medie anuală de 15% începând cu anul 2008, ajungând astăzi aproape să egaleze numărul fondurilor deschise de investiţii 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 investiţii în România, fondurile deschise administrează în medie o cotă de 81% pe întreaga perioadă analizată, în timp ce fondurile închise de investiţii gestionează restul de 15%. Creşterea valorii activelor nete totale pe ansamblul industriei fondurilor de investiţii 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 piaţa fondurilor de investiţii active pe piaţa locală (Anexa 5). Cu un trend ascendend atât în numărul lor cât şi al sumelor gestionate, putem aprecia că, la sfârşitul anului 2014, industria s-a dinamizat prin faptul că volumul total al activelor s-a multiplicat de 43 de ori, iar numărul fondurilor de investiţii crescând de la 4 ori faţă de situaţia anului 2005. Cu atât mai mult, ca dovadă a creşterii atractivităţii pieţei româneşti de capital şi a deschiderii financiare a acesteia, un număr semnificativ de fonduri străine sunt active pe piaţa locală a fondurilor de investiţii, în creştere 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 fluctuaţiilor ciclice resimţite de piaţa fondurilor deschise de investiţii din România, în perioada 2006-2011 (prin 20 de observaţii trimestriale), constatăm un comportament cu puternice unde ciclice în modificarea activelor totale gestionate de fondurile de acţiuni şi cele monetare dar cu tendinţe contrarii, în timp ce fondurile de obligaţiuni prezintă o fluctuaţie de intensitate redusă, iar fondurile diversificate îşi păstrează un trend constant în evoluţie, după cum reiese din graficul 2.5.

|  |  |
| --- | --- |
| **Grafic 2. 3 Fluctuaţia W a pieţei fondurilor de investiţii pe perioada crizei economice financiare** | |
| **Dinamica AT pe categorii de fonduri la nivel global** | |
|  |  |
| **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 constantă 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 prezervare a portofoliilor investitorilor.

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

* investiţia medie/investitor în totalul fondurilor deschise de investiţii 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 subscrieri de peste 5.727 milioane lei şi a unor răscumpărări de peste 4.734 milioane lei;
* în perioada 2013-2014, pe piaţa românească de capital existau 60 de fonduri deschise de investiţii dintre care 20 de obligaţiuni, 18 diversificate, 17 de acţiuni, 1 fond monetar şi alte 4 clasificate în categoria „alte fonduri”;
* numărul investitorilor în fondurile deschise de investiţii a crescut semnificativ în ultimii ani, ajungând la nivelul de 271.547 investitori în anul 2013, cu 12.46% mai mulţi faţă de anul 2012. Dintre aceştia, 9.822 au fost investitori instituţionali, în creştere cu 10.22% faţă de anul 2012;
* suma activelor nete ale fondurilor deschise de investiţii administrate local la finele anului 2011 a fost de 6.780 milioane lei, ceea ce înseamnă o creştere cu 19,11 % faţă de nivelul înregistrat la finele anului 2010;
* rata de creştere a activelor totale OPCVM a cunoscut aceeaşi dinamică ca întreaga piaţă a organismelor de plasament colectiv, devenind astfel segmentul care domină şi defineşte piaţa. Aici trebuie să recunoaştem cota semnificativă deţinută 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 atrâgând 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 distribuţia numărului al investitorilor pe categorii de fonduri se observă o concentrare a interesului către fondurile cu o politică investiţională orientată spre instrumentele cu venit fix (obligaţiuni) etc. Conform clasificării ASF (2014), fondurile de obligaţiuni reprezentau circa 94.42% din activul total administrat de fondurile deschise româneşti de investiţii;

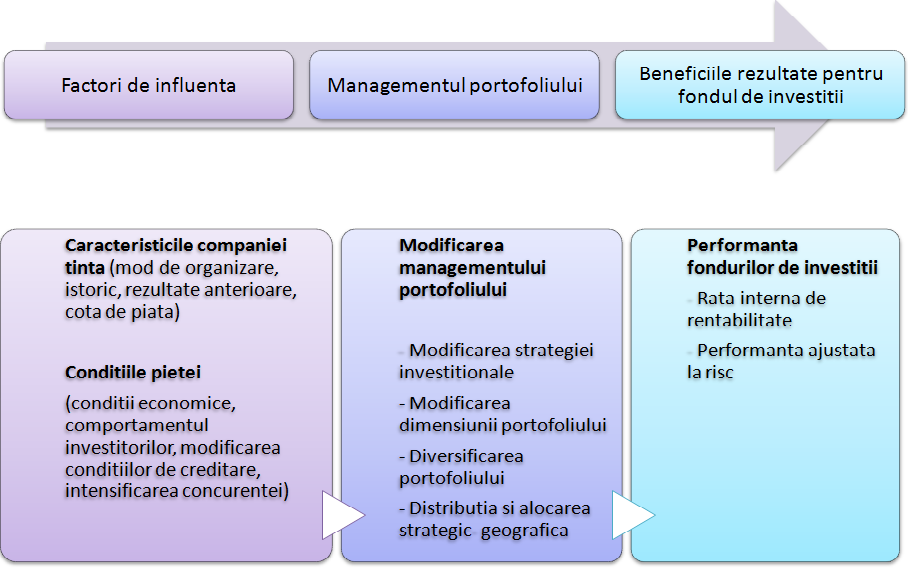
## *Capitolul 3 Evaluarea performanței fondurilor de investiții din România*

Al treilea capitol, *Evaluarea performanţei fondurilor de investiţii din România* evidenţiează principalii indicatorii de rezultate ai fondurilor de investiţii şi analiza acestora în interpretarea performanţei organismelor de plasament colectiv din România. Deopotriva, am dezvoltat si o analiză comparativă a diferitelor alternative investiţionale din perspectiva beneficiilor şi riscurilor asumate. Am evidenţiat printr-o analiză comparativă care ar fi alternativele investiţionale disponibile pe piaţa din România pe orizontul ultimilor 8 ani în invervalul 2007-2014.

În aprecierea peformanţelor fondurilor de investiţii trebuie să ţinem cont şi de interacţiunea dintre fondurile de investiţii şi companiile din portofoliu, în urma căreia se pot identifica trei categorii factori de influenţă ce pot afecta rezultatele fondurilor de investiţii (Figura 3.1):

* caracteristicile şi rezultatele companiei incluse în portofoliu
* modificările intervenite asupra strategiei investiţionale a fondului de investiţii (modificarea alocărilor, modificarea distribuţiei portofoliului etc.)
* condiţiile pieţei ca factori externi de influenţă atât pentru activitatea companiei de portofoliu cât şi asupra strategiei de management a fondului.

**Figura 3. 1 Factori de influenţă ai performanţei fondurilor de investiţii în raport cu mecanismul de funcţionare**



sursa: prelucrare proprie

Pornind 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 ( +∆%ATN);
* dividendele distribuite fondului de investiții de către compania din portofoliu pentru cota aferență participației 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 performanţei fondurilor de investiţii**

|  |  |
| --- | --- |
| *Indicatori standard de evaluare a performanţei* | *Indicatori alternativi de măsurare a performanţei portofoliului* |
| Rata Sharpe  Rata Treynor  Rata α Jensen | Rata Sortino (Sortino & Price, 1994)  Rata informaţiei (entropia portofoliului faţă de benchmark)  Rata Modigliani squared (M2)  Rata Pederson-Satchell  Indicator Omega  Măsurile VaR şi 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 informaţiilor, apreciem să utilizăm şi să raportam cercetarea la aplicabilitatea ratelor tradiţionale de evaluare a performanţei, în măsura în care istoricul evidenţelor naţionale este dezvoltat deabia începând cu anul 2000. Totodată, aprofundăm analiza performanţei prin metodele clasice datorită dificultăţii transpunerii metodelor alternative pe piaţa naţională, majoriatea acestor metode fiind specifice pieţei fondurilor americane. Recunoaştem neajunsurile măsurilor tradiţionale de evaluare a performanţei, însă considerăm oportună folosirea acestor rate de apreciere pentru fondurile deschise locale atâta timp cât aceste vehicule investiţionale beneficiază de un portofoliu diversificat diferenţiat doar de gradul de expunerere pe active, şi un risc de piaţă apropiat de riscul total al portofoliului. Astfel, această situaţie devine echivalentă pentru aplicarea ratelor clasice Sharpe, Treynor şi Jensen.

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

Pentru a evidenția măsurilor 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 performanţelor pe fiecare categorie de fonduri folosind ca elemente de referinţă evoluţia indicatorilor comparabili în raport cu expunerea acestor fonduri pe piaţă. 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 performanţei fondurilor locale mutuale consideră aprecierea evoluţiei fondurilor deschise de investiţii din România prin prisma unor indicatori ai performanţei furnizaţi de Asociaţia Administratorilor de Fonduri din România, cât şi prin modele de evaluare a performanţei ajustate la risc (în raport cu ratele Sharpe, Treynor şi Jensen). Pentru investitori, variabilele legate de performanţa şi riscul fondurilor sunt cele mai importante criterii de selecţie a oricărui plasament investiţional.

Datele analizate sunt raportate la evoluţia lunară din intervalul ultimilor 10 ani, şi anume perioada 2007-2015. Pentru emiterea unor comparaţii relevante între evoluţia ratelor de rentabilitate şi risc asociate fondurilor mutuale locale, am considerat indicele bursier BET pentru aprecierea volatilităţii pieţei, ratele medii lunare de dobândă, rata de remunerare a subscrierii pentru obligaţiuni guvernamentale, ca măsură a ratei cu risc scăzut, dar şi rata inflaţiei pentru evaluarea modificării valorii puterii de cumpărare a banilor. Datele au fost preluate şi analizate după evidenţele AAF, CNVM, ASF, BNR şi INSSE.

Deoarece studiul se concentrează pe perioada cuprinsă între anii 2007-2015, am considerat oportună analiza defalcată a performanţei fondurilor mutuale locale pe 3 subperioade: 2007-2009, 2010-2012 şi 2013-2015, intervale ce corespund debutului crizei pieţei globale de capital, perioada marcării consecinţelor crizei financiare – criza datoriilor, dar şi perioada de reviriment. Astfel, analiza performanţei este aprofundată înspre observarea rentabilităţilor, volatilităţilor şi corelaţiilor între perioadele de instabilitate (2007-2013) şi perioda de revigorare economică, având drept scop identificarea eventualelor interdependenţe între indicatorii de rentabilitate calculaţi şi condiţiile economiei.

Evidenţele ratelor de performanţă ajustată la risc, pe intervale de analiză expun deopotrivă în topul primelor 3 performanţe ale fondurile deschise de acţiuni după cum urmează:

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

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Perioda/Top performanţă | *Rata Sharpe* | *Rata Treynor* | *Rata Jensen* |
| 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 acţiuni, fondurile mutuale de acţiuni au generat performanţe sub media pieţei până în anul 2012, excepţie făcând fondul ERSTE Equity România care şi-a îmbunătăţit scorurile indicatorilor de rentabilitate-risc din perioada 2010-2012, înregistrând valori pozitive pentru cele trei rate calculate. Perioada 2013-2015 se demarcă prin relansarea pieţei acţiunilor, 6 din cele 10 fonduri incluse în analiză determinând rate pozitive de performanţă. Astfel, evidenţele ratei Sharpe, Treynor şi Jensen, definesc unitar topul primelor 3 fonduri de acţiuni cu rentabilitate în exces peste unitatea de risc asumată, şi anume: (1) fondul ERSTE Equity România, (2) BT Maxim şi (3) Raiffeisen Acţiuni.

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 evoluţia performanţei fondurilor FDD faţă de evoluţia piaţei (reprezentată prin variaţia anuală a indicelui BET) şi a ratei inflaţiei, în raport cu care observăm dinamica W din intervalul 2007-2012, perioadă puternic marcată de criza financiară globală (2007-2009) şi extinderea sa înspre criza datoriilor din perioada imediat următoare (2010-2012).

**Grafic 3. 1 Evoluţia performanţei fondurilor FDD în raport cu inflaţia şi piaţa**

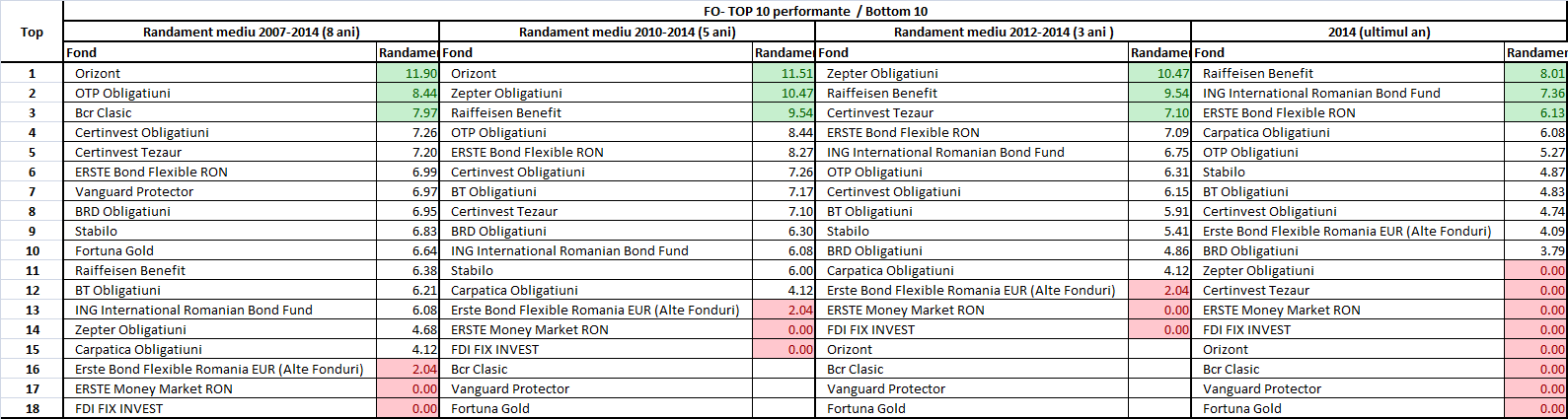


Sursa: prelucrarea autorului

Preferinţa investitorilor pentru instrumentele de risc scăzut pe perioada turbulenţelor pieţei financiare, a creat oportunităţi pentru fondurile de obligaţiuni, acestea propunând cele mai mari rentabilităţi medii pe întregul orizont investiţional analizat. Dacă randamentul mediu anual al organismelor de plasament colectiv era de 3.88% pe un plasament pe termen lung (8 ani), fondurile de obligaţiuni aveau să remunereze subscrierea acestor instrumente cu 6.91%. Acelaşi ecart pozitiv l-au propus şi pe termen mediu şi scurt, propunând o rată medie anuală de rentabilitate de 7.16% (plasament 5 ani), de 5.86% (plasament 3 ani) şi de 5.43% (ultimul an 2014), superioare ratei medii propuse de celelalte organisme de plasament colectiv, depăşind chiar rata remuneratoare a tradiţionalelor 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 Obligaţiuni şi BCR Clasic pentru plasamentele de lungă durată (8 ani). Zepter Obligaţiuni şi Raiffeisen Benefit completează paleta de fonduri performante propunând rentabilităţi medii anuale de cca. 10% pentru plasamentele de 5 ani.

**Tabel 3. 5 Performanţele fondurilor deschise de obligaţiuni în perioada 2007-2014**



Sursa: prelucrare proprie după statisticile AAF

Fondurile de obligaţiuni prezintă o corelaţie puternică faţă de instrumentele pieţei monetare (ratele cuponului pentru obligaţiunile guvernamentale, rata atribuită certificatelor de trezorerie, rata depozitelor bancare) (Tabel 3.21), fapt pentru care evoluţia performanţei acestei categorii de fonduri este într-o proporţie de peste 80% dictată de ratele acestor instrumente monetare. Recunoscute ca instrumente investiţionale cu venit fix, fondurile de obligaţiuni conferă o stabilitate mai bună comparativ cu fondurile de acţiuni şi cele diversificate.

**Tabel 3. 6 Factori semnificativi ce explică rentabilitatea FDO**

|  |  |
| --- | --- |
| **Coeficienţi corelaţie FDO faţă de** | **CORREL** |
| Rata de remunerare a obligatiunilor guvernamentale | 0.894915 |
| Rata atribuita certificatelor de trezorerie | 0.986529 |
| Rata dobanzii bancare (12 luni) | 0.955762 |
| Variatia anuala BET (decN/decN-1) | -0.7628 |

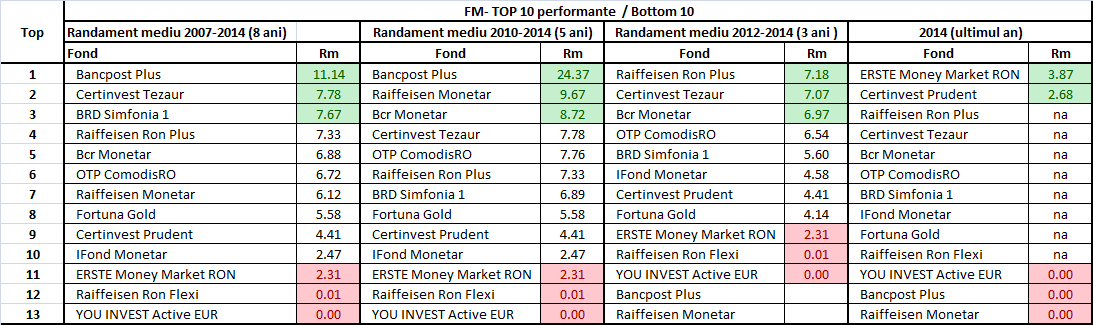
Sursa: prelucrările autorului

#### Constatăm totuşi că, aceste fonduri sunt invers corelate cu piaţa bursieră (coeficient de corelaţie -0.7628), respectiv instabilitatea pieţei nu dictează evoluţia performanţelor fondurilor deschise de obligaţiuni de pe piaţa locală. În aceste condiţii, valorile unitare ale activelor nete sunt mult mai stabile în cazul fondurilor de instrumente cu venit fix (de obligaţiuni) comparativ cu fondurile de acţiuni şi diversificate, conferind investitorilor câştiguri regulate în condiţiile 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 investiţional analizat, fondurile deschise monetare au înregistrat performanţe superioare ratei inflaţiei, cât şi rezultate mai bune decât depozitele bancare clasice în 2009 şi 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. 7 Performanţele fondurilor deschise monetare în perioada 2007-2014**



Sursa: prelucrare proprie după statisticile AAF

În condiţiile refacerii stabilităţii climatului investiţional, considerăm că investitorii vor reveni la tentaţiile obţinerii unor câştiguri mai mare prin reasumarea riscului acţiunilor şi mutarea poziţiei acestora înspre acţiuni şi fondurile de acţiuni. Preconizăm că piaţa va observa mutaţia investitorilor dinspre organismele de plasament colectiv de risc scăzut înspre vehiculele investiţionale diversificate şi treptat înspre fondurile de acţiuni. 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).

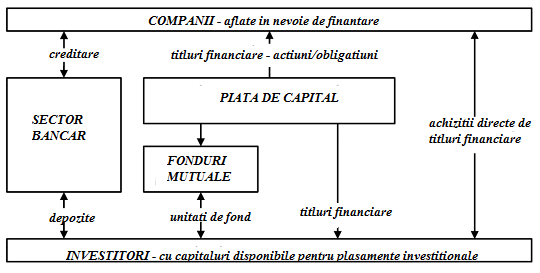
## *Capitolul 4 Finanțarea entităților economice prin intermediul fondurilor de investiții*

Capitolul patru *Finanţarea entităţilor economice prin intermediul fondurilor de investiţii,* orientează cercetarea înspre identificarea beneficiilor propuse de finanţarea entităţilor economice şi implicit a economiei prin intermediul activităţii fondurilor de investiţii. Studiul de caz pentru prezentarea acestor implicaţii a fost ales din perspectiva fondurilor de capital de risc. Această variantă de vehicule investiţionale prezintă cea mai complexă gamă de operaţiuni desfăşurate de către fondurile de investiţii, iar exemplul acestora poate expune deopotrivă beneficiile finanţării cât şi compromisurile ataşate acestei alternative de finanţare. Din punct de vedere metodologic, analiza cuprinde toate etapele aferente demarcării interesului fondurilor de investiţii asupra entităţii ţintă, pornind de la selectarea, evaluarea, realizarea, monitorizarea, lichidarea şi măsurarea performanţelor investiţiilor de capital de risc. În acest sens, datele considerate sunt reale şi exemplifică cazul unei entităţi economice naţionale, din domeniul farmaceutic, şi anume SC SICOMED SA, care a beneficiat de influzii de capital din partea a trei fonduri de investiţii şi a cărei activitate a fost restructurată şi continuată sunt noua denumire SC ZENTIVA SA.

Cazul entităţii Sicomed a devenit un exemplu elocvent al modului în care fondurile private de investiţii adaugă valoare unei companii. Astfel, după cum a fost prezentat anterior, la numai nouă luni ale anului, Zentiva a anuntat 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 constat că, în urma ciclului de investire şi finanţare propus de activitatea fondurilor de investiţii se conturează pe o relaţie bidirecţională*. Atât fluctuaţiile titlurilor tranzacţionate ale fondurilor, cât şi activitatea companiilor finanţate pot influenţa performanţele aşteptate ale investitorilor. Altfel spus, se manifestă un efect de feedback între partenerii implicaţi în acest mecanism al finanţării prin implicarea fondurilor de investiţii. Cu scopul de a remunera efortul investiţional al deţinătorilor de capitaluri, fondurile de investiţii îşi diversifică portofoliul de plasamente investiţionale înspre diferite instrumente în raport cu obiectivele acestora şi confom prospectelor de emisiune a unităţilor de fond. Diversificarea şi expunerea portofoliului, ia în calcul efectuarea unor plasamente cu diferite grade de risc, de la cele mai puţin riscante (spre exemplu: certificate de depozit, obligaţiuni guvernamentale, depozite pe termen scurt) până la titluri financiare emise de entităţi cotate şi necotate sau chiar instrumente derivate. Astfel, plasamentele investiţionale efectuate de fondurile de investiţii în titlurile financiare (acţiuni sau obligaţiuni) emise de către entităţile aflate în nevoie de surse de finanţare pentru creşterea capitalurilor disponbile pentru dezvoltarea acestora, completează ciclul de finanţare al activităţii fondurilor de investiţii, după cum se observă în figura 4.1.

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

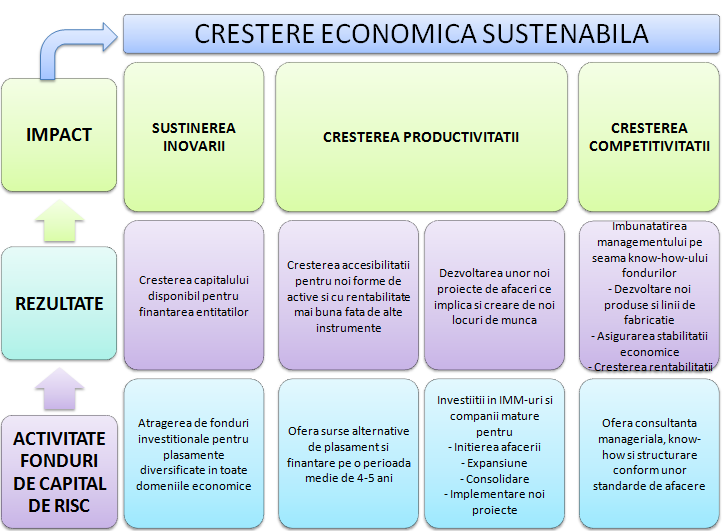


Sursa: adaptare după (Luckoff 2010)

Cu un caracter particular în rândul finanţării entităţilor prin fonduri de investiţii, îl reprezintă capitalul de risc.Ca şi sursă de finanţare externă, capitalul de risc prefigurează un parteneriat între fondul de investiţii şi beneficiarul capitalurilor prin prisma încheierii unui contract de finanţare ce va avea la bază fie o emisiune de acţiuni sau obligaţiuni fie un contract de creditare. În consecinţă, intervenţia fondului cu capital de risc se materializează prin efectuarea unui plasament investiţional prin achiziţionarea titlurilor de valoare emise de firmele cu capital privat aflate în nevoie de capitaluri de finanţare.

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 evidenţiază trei beneficii rezultate din impactul activităţii fondurilor de capital de risc, şi 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 repoziționeze companiile în care s-a investit, facându-le profitabile și capabile să se dezvolte pe piața europeană largită (Vasilescu Giurcă & Simion 2009).

Giganţii internaționali au creat fonduri de investiții destinate cu precadere pieței românești. Pe piaţa românească s-au consacrat jucători importanţi cum sunt: Advent International (deţine 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 şi 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 multiplicate de până la 5 ori, după cum urmează (Radu 2010b) a fi prezentate în tabelul 4.2. și Anexa 21.

**Tabel 4. 2 Extras privind durata medie și valoarea multiplicată a plasamentelor fondurilor de capital de risc din România**

* ADVENT INTERNATIONAL

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ***Companie finanţată*** | ***Sector*** | ***Strategie*** | ***Valoarea intrare*** | ***Valoare la exit*** | ***Preluator*** | ***Durata investitiei*** | ***Multiplicarea investitiei (coef)*** |
| Dufa | Productie de lacuri si vopseluri | *Buyout* | (2004) 18 mil EUR | (2008) 50 mil EUR | Bengross | 4-5 ani | 2.78x |
| Terapia Cluj | Productie si distib medicamente | *Achizitie si delistare* | (2003) 49,5 mil USD | (2005) 324 mil USD | Ranbaxy India | 2-3 ani | 6.5x |
| Mobifon Connex | Servicii telefonie mobila | *Dezvoltare capital* | (1997) 85 mil USD | (2004) 2,5 -3 mld USD | Telesystem International Wireless Vodafone | 8-9 ani | 29.4x |

* AIG INVESTMENTS

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ***Companie finanţată*** | ***Sector*** | ***Strategie*** | ***Valoarea intrare*** | ***Valoare la exit*** | ***Preluator*** | ***Durata investitiei*** | ***Multiplicarea investitiei*** |
| Astral Telecom | Servicii de telefonie mobila | *Buyout* | (mai 2007) 80 mil USD | (2009) 1,6 mld EUR | France Telecom, Deutche Telecom | 2-3 ani | 20x |

* GED Capital Investments

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ***Companie finanţată*** | ***Sector*** | ***Strategie*** | ***Valoarea intrare*** | ***Valoare la exit*** | ***Preluator*** | ***Durata investitiei*** | ***Multiplicarea investitiei*** |
| SICOMED | Productie si distributie medicamente | *Management replacement* | (2000) 6,8 mil EUR | (2005) 41,6 mil EUR | Zentiva | 5-6 ani | 6.11x |

* ORESA Investments

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ***Companie finanţată*** | ***Sector*** | ***Strategie*** | ***Valoarea intrare*** | ***Valoare la exit*** | ***Preluator*** | ***Durata investitiei*** | ***Multiplicarea investitiei*** |
| FLANCO FLAMINGO |  | *Fuziune/ exit partial* | (1997) 300 000 EUR | (2006) 38 mil EUR |  | 9-10 ani | 126x |
| LA FANTANA |  | *Buyout* | (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 acelorași sectoare 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, Credisson), 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), distributie 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 piata de capital (Galeteanu 2009). Cu rate de dobândă pe termen scurt de 13.1% și 11.8% (raportata la rata dobanzii in EUR la 3 luni), respectiv de 7.7% și 9.7% pe termen lung (raportata la rata dobanzii 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 **învestițiile au crescut cu peste 400%**, după un an în care rata de creștere nu a depășit 60% pe piața locală.

Conform rezultatelor evidenţiate 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. 3 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 investitiilor effectuate (∆%) |  | -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 *Start-up* | 1 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| Finantare de expansiune, dezvoltare si consolidare *Growth* | 3 | 10 | 12 | 10 | 8 | 7 | 6 |
| Finantare prin achizitie titluri *Buyouts* | 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 Distribuţia sectorială a invesiţiilor 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, acelaşi sector a generat o valoarea maximă de exit şi în 2009, cifrată la o valoare de 14.965 mii EUR. În raport cu aceste valori de multiplicare a investiţiilor, 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*

Investigaţiile empirice cuprinse în capitolul al cincilea privind *evaluarea performanţelor fondurilor deschise din România* dar şi *analiza eficienţei fondurilor de investiţii prin utilizarea metodei Data Envelopment Analsys* completează substanțial cercetarea de față, rezultatele obținute fiind semnificative pentru activitatea fondurilor de investiții din România.

*Modelul econometric elaborat* *în prima parte* cuantifică şi explică performanța activităţii fondurilor deschise de investiţii din România prin prisma a unui panel de date cu 8 indicatori, cu frecvenţă lunară între anii 2006 şi 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 creşterii activelor totale nete a fondurilor de investiţii. Pe de altă parte, istoricul moderat și nesofisticarea investitorilor, reprezintă factori inhibatori pentru dinamica fondurilor de investiţii. Acest model poate fi studiat şi îmbunătăţit în viitor, mai ales că din multitudinea de factori ce pot influenţa 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 permiţând fundamentarea analizei eficienţei fondurilor de investiţii prin metoda neparametrică Data Envelopment Analysis – DEA.

În evaluarea performanţei fondurilor mutuale, abordarea DEA constă în construirea unor indici de performanţă ai fondurilor mutuale prin încorporarea mai multor factori distribuiţi între variabilele de input şi de output ale modelului:

* variabilele input (introduse în model ca intrări, eforturi): costurile fondurilor (comisioane de răscumpărare, taxe de consultanţă, cheltuieli administrative, cheltuieli operaţionale etc), măsurile riscului (volatilitatea pieţei şi dispersia rentabilităţilor fondului faţă de rentabilitatea ratelor de siguranţă) şi aprecierea mărimii fondurilor (cota de piaţă, volumul activelor totale gestionate şi fluxurile de creştere a acestora);
* variabilele output (rezultatele modelării): rentabilitatea aşteptată sau rentabilitatea aşteptată în exces faţă de rata fără risc, indicatorii de dominanţă stochastică şi indicii de performanţă (Sharpe, Traynor, Jensen α), corelaţi în mod corespunzător cu tipologia fondurilor de investiţii pe care le influenţează.

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 şi nici distribuţia acestora
* DEA măsoară performanţa unui fond raportându-se la cele mai bune performanţe ale categoriei şi raportarea acestora la „frontiera celor mai bune rezultate”;
* oferă informaţii asupra cauzelor ineficienţei fondurilor şi identifică modalităţile de redirecţionare a fondurilor spre nivelul optim de eficienţă;
* oferă posibilitatea de îmbunătăţire pentru fiecare input şi output prin marcarea eficienţei pieţei fondurilor în raport cu frontierea fondului cu cele mai bune rezultate

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

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

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

Indicatorii de evaluare ai eficienţei activităţii fondurilor de investiţii au fost raportaţi la evidenţele literaturii de specialitate (Eling M., 2006; Babalos et al., 2009; Roman M. M., Suciu C.M., 2013; Manta A.G., Bădircea R.M., 2014), iar dimensionarea lor a fost structurată de indicatorii de risc şi cost pentru input-uri şi indicatorii de rezultat pentru variabila de output.

Inputurile modelului sunt date de indicatorii ce alcătuiesc vectorul „risc – cost - mărime” (simbolizaţi I1, I2, I3) şi sunt reprezentate diferenţiat 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 performanţei 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 evidenţă prin tabel 5.2.

**Tabel 5. 2 Variabilele input – output privind modelul de eficienţă DEA**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Modelul DEA de testare a eficienţei FDA** | | | |
| **Input** | | **Output** | |
| I1: Indicele de cost *Ic*  I2: Elemente de risc  I3: Măsuri ale mărimii: *cota de piaţă, lnATN, ∆%ATN* |  | | O1: Performanţa ajustată la risc apreciată prin Rata Jensen / Rata Treynor / Rata Sharpe |
| **Modelul DEA de testare a eficienţei FDD** | | | |
| **Input** | | **Output** | |
| I1: Indicele de cost  I2: Elemente de risc  I3: Măsuri ale mărimii: *cota de piaţă, lnATN, ∆%ATN* |  | | O1: Performanţa ajustată la risc apreciată prin Rata Sharpe / Rata Treynor |
| **Modelul DEA de testare a eficienţei FDO** | | | |
| **Input** | | **Output** | |
| I1: Indicele de cost  I2: Elemente de risc  I3: Măsuri ale mărimii: *cota de piaţă, lnATN, ∆%ATN* |  | | O1: Performanţa ajustată la risc apreciată prin Rata Sharpe |

Sursa: prelucrare proprie autorului

Analizând matricea corelaţiilor pentru indicatorii dimensiunii risc şi cost, am constatat că nu există o corelaţie puternică între aceştia, ceea ce favorizează construcţia modelului de evaluare în raport cu cei 4 indecşi de evaluare de structura 3 input-uri şi 1 output.

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

**Tabel 5. 3 Scala de eficienţă economică**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Scor de eficienţă economică** | **Grilă de evaluare a eficienţei** | **Simbolizare** |
| SE ≥ 80% | Eficienţă crescută |  |
| 80% ≥ SE ≥ 50% | Eficienţă peste medie | C:\Users\Ioana_Florin\AppData\Local\Microsoft\Windows\Temporary Internet Files\Content.IE5\CQW8PB81\attention-icon-2332-large[1].png |
| SE ≤ 50% | Eficienţă 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. 4 Scorurile de eficienţă şi ineficienţă aferente organismelor de plasament colectiv din România pe categorii**



Sursa: calcule proprii

Aplicarea şi 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 prelucării în DEA a datelor în cele două variante cercetate fac referire la faptul că:

* analiza eficienţei organismelor de plasament colectiv din România perioada 2007-2014 a fost cea mai fructuoasă ăn raport cu rezultatele obţinute de ansamblul pieţei în anul 2007, 2010 dar şi în anul 2013, în timp ce anul 2009 şi 2011 au generat cele mai mari scoruri de ineficienţă;
* perioada crizei economice financiare a deschis piaţa fondurilor de investiţii din România şi înspre fondurile străine, acestea reuşind să devanseze în 2013 şi 2014 majoritatea cotelor de eficienţă propuse de fondurile locale. Printre fondurile străine de investiţii active pe piaţă în perioada 2008-2014, fondurile Pioneer au marcat cele mai bune rate de rentabilitate;
* descreşterea 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 eficienţei de peste 80%;
* fondurile închise de acţiuni (excepţie SIF şi FP) au propus de asemenea randamente bune prin Certinvest Arta Romania, Certinvest Leader, Hermes şi Matador, mai mult, per ansamblul pieţei acestea au reuşit să propună randamente mai bune decât fondurile deschise de investiţii (după cum este cazul anilor 2009 şi 2013);
* fondurile deschise de investiţii au avut o evoluţie fluctuantă, marcată de o puternică restrângere în 2009 şi 2011, dar care au reuşit să plaseze actractivitatea pieţei româneşti pe frontierea eficienţei peste medie, în raport cu cele mai bune randamente propuse de:

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

Cu toate acestea, datorită complexităţii deosebite a eficienţei, literatura de specialitate nu a ajuns la aprecierea acestei noţiuni printr-un singur indicator care să analizeze în mod complet eficienţa 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 investiţii 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 şi facilitarea accesului la finanțare economiei.

Documentaţia ştiinţifică realizată în decursul perioadei de pregătire avansată a dus la conturarea unui studiu amplu asupra evaluării dimensiunii pieţei fondurilor de investiţii din România şi a identificării potenţialului de creştere al acestei industrii. În opinia noastră, potenţialul de creştere al pieţei fondurilor de investiţii din România este ridicat, fiind susţinut de semnalele pozitive venite atât din partea economiilor dezvoltate (cu privire la stoparea recesiunii şi adoptarea măsurilor de gestionare a crizelor), dar şi de interesul crescut al investitorilor locali pentru aceste instrumente, ca alternativă de investiţii.

Interesul spre studiul industriei fondurilor de investiţii a apărut întrucât lucrările de cercetare realizate până în acest moment nu sunt foarte numeroase, mai ales în ceea ce priveşte radiografierea pieţei fondurilor de investiţii din România. În aceste condiţii, am conturat cercetarea privind identificarea şi cunoaşterea oportunităţilor investiţionale propuse de către fondurile de investiţii din România cât şi înţelegerea implicaţiei fondurilor de investiţii în economie prin activitatea de finanţare alternativă propusă de către aceste vehicule investiţionale. Astfel, *cercetarea întreprinsă* asupra analizei „Fondurilor de investiţii din România între oportunitate investiţională şi alternativă de finanţare a economiei”**,** pentru perioada ultimilor 10 ani, *contribuie semnificativ la dezvoltarea cunoaşterii în domeniul studiat prin următoarele direcţii:*

* + - aplicarea unui corp de metode şi tehnici cantitative (statistică descriptivă, analiza corelaţiei şi regresiei cu date panel), pentru analiza dimensiunii industriei, a evaluării performanţelor activităţii fondurilor de investiţii cât şi de identificare a factorilor de influenţă ai activităţii fondurilor de investiţii din România;
    - adaptarea unor metode specifice analizei eficienţei microeconomice, respectiv metoda DEA, pentru evaluarea celor mai bune variante de performanţă şi identificarea unor potenţiale portofolii optime;
    - utilizarea în analizele efectuate a celor mai noi date existente la nivel naţional, respectiv a datelor rezultate din statisticile autorităţilor naţionale de reglementare (CNVM şi ASF) dar şi evidenţele Asociaţiei Administratorilor de Fonduri din România. Datele sunt comparabile la nivel internaţional cu cele ale altor ţări din UE, datele fiind raportate la datele statistice ale EFAMA, EVCA şi ICI.

În aceste condiţii, abordarea practică a cercetării întreprinse este scoasă în evidenţă prin evaluarea gradului de internaţionalizare a pieţei fondurilor de investiţii, evaluarea eficienţei fondurilor de investiţii din România, dar şi analiza asupra principalilor factori stimulatori şi inhibatori ai industriei fondurilor de investiţii din România.

În urma cercetării întreprinse, *propun următoarele aspecte de luat în calcul în vederea atragerii investitorilor în scopul susţinerii şi redresării economiei naţionale pe calea investiţiilor 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 pieţei de capital la piaţa internaţională, simultan cu sprijinirea revigorării activității de creditare şi a refacerii încrederii, de natură să contribuie la redresarea economiei româneşti;
* atragerea de capital și investiții atât autohtone cât și străine reprezintă calea reală spre consolidarea pieței fondurilor de investiții dar și a susținerii competiţiei pe piaţă;
* creşterea promovării acestor plasamente către investitorii individuali ca alternativă pentru tradiționalele forme de economisire;
* susţinerea unei pieţe bursiere active care să susţină interactivitatea între deţinătorii de capital şi cei aflaţi în nevoie de resurse pentru dezvoltarea afacerilor;
* recâştigarea încrederii investitorilor pentru titlurile tranzacţionate pe piaţa de capital, atâta timp cât prudenţa şi reticenţa atât a investitorilor cât şi a emitenţilor restrâng lichiditatea bursei naţionale;
* susţinerea dezvoltării unei pieţe bursiere universale de îndată ce piaţa capătă forme de maturizare. În condiţiile în care lichiditatea curentă este în creştere, echilibrul macroeconomic şi creşterea economică sunt peste media ţărilor din UE, evoluţia pieţei bursiere din România prefigurează condiţiile unei pieţe cu adevărat stabile. Mai mult, primirea calificativului *investment grade* este un preambul al unei posibile avansări în următori doi ani la statul de piaţă emergentă, statut ce i-ar putea asigura principalul motor de creşterere.

Prin prisma aspectelor cercetate în această lucrare, considerăm că ea este utilă tuturor celor interesaţi de efecturarea unor plasamente investiţionale, cât şi specialiştilor în domeniu, cercetarea prefigurând o radiografiere complexă a pieţei naţioanle a fondurilor de investiţii.

*Viitoarele studii* ar putea să fie orientate înspre adâncirea cercetării factorilor determinanţi asupra eficienţei şi ineficienţei. Specificarea modelului de analiză se va contura pe seama evoluţiei eficienței fondurilor de investiții (ca variabilă dependentă) şi potenţialii factori descriptori pot fi consideraţi a fi creșterea economică, inflația, rata nominală de economisire, evoluţia BET, BET-FI, intensitatea competiției, gradul de libertate al pieței, capitalizare bursieră, increderea investitorilor, criza economică financiară (dummy), nivelul fiscalitate, cât şi indicatori ce ţin de structura industriei (eg. număr fonduri, numar 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, obligatiuni, certificate). În acest mod, se va putea verifica dacă rezultatele sunt pertinente, iar entităţile 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, *Piaţa de capital şi restructurarea economică*, Editura Economică, Bucureşti.
6. Badunenko, O, Barasinska, N & Schäfer, D 2009, 'Determinants of Private Equity Investment in European Companies', *Available at SSRN 1342642*.
7. Băileşteanu, G 1998, *Diagnostic, risc şi eficienţă în afaceri, Ediţia a II-a*, Editura Mirton Timişoara, Timişoara.
8. Barna, F 2004, *Piaţa de capital. Analize şi strategii investiţionale*, Editura Universităţii de Vest, Timişoara.
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 & Cistelecan, L 2007, 'TD. Fondurile de investiţii pe piaţa financiară a României', FSEGA - UBB Cluj Napoca, Cluj Napoca.
12. Câmpianu, B 2012, 'Dezvoltarea pieţei de capital', *Revista MONITOR STRATEGIC, Institutul pentru Studii Politice de Apărare şi Istorie Militară, Sectiunea Securitatea Economica a Romaniei, Comunicare susţinută în cadrul „Proiectului Foişor”, 24 aprilie 2012*, p. Bucureşti.
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 reorietare 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 & Ţurcaş, DL 2009, 'Performanţa fondurilor deschise de investiţii din România în contextul crizei financiare', *Revista de Economie Teoretică şi Aplicată*, p. 26.
18. Costică, M 2004, *Fiscalitate-investiţii. Analiză şi modelare econometrică*, Editura Junimea, Iaşi.
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. Evaluing 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 SSNR. 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. Diaconaşu, DE & Asăvoaei, A 2011, 'The Role of Investment Funds in Romania.', *Romanian Economic Journal, 14(39)*, pp. 45-59.
29. Diaconiţa (Enciu), M & Basno, C 2003, 'TD. Tendinţe actuale în orientarea şi diversificarea plasamentelor de capital', ASE Bucureşti, Bucureşti.
30. Diaconu, M 2012, 'Caracteristici şi factori cu impact asupra activităţii investiţionale a capitalurilor de risc în România', *Revista de Economie Teoretică şi Aplicată, Vol XIX, No.7, Issue 572*, pp. 93-114.
31. Duhnea, C & Mitrescu, SG 2009, 'Finantarea corporatiilor prin emisiuni de obligatiuni pe piata de capital din Romania', *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.
37. Feleagă, N 2008, 'Activismul investitorilor şi guvernanţa corporativă', *Contabilitatea, Expertiza şi Auditul Afacerilor nr. 4*, na Aprilie 2008, p. 54.
38. Feleaga, N n.a., 'Investitorii institutionali si guvernanta intreprinderii', *Economie Teoretica si Aplicata*, pp. 55-60.
39. Feleaga, N, Feleaga, L, Dragomir, VD & Bigioi, AD 2011, 'Guvernanţa corporativă în economiile emergente: cazul României', *Economie teoretică şi 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 performanţelor fondurilor mutuale din România*, Editura Casa Cărţii de Ştiinţă 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 finanţare a dezvoltării. Studiu de caz. Fondul European de Investiţii.*, 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 Persistance. 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 si Burse de valori, Academia de Studii Economice Bucuresti, Bucuresti.
74. Năstase, G, Badea, D & Năstase, DI 2009, 'Finanţarea transferului de tehnologie prin capitaluri de risc', *Revista de Economie Teoretica si Aplicata* , p. 507.
75. Negrea, B, Ţâţu, 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 financiara din Romania în cadrul modificării condiţiilor de piaţă', *Revista Economie Teoretica si Aplicata*, p. 311.
77. **Nistor, I & Radu, I 2011, 'Global tendencies in investment fund market development', *Revista Finante-Provocarile 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. Niţu, A 2005, *Piaţa de capital. Modele. Instituţii. Mecanisme*, Editura Universităţii de Vest, Timişoara.
80. Nițu, A 2009, *Piața de capital. Instituții*, Editura Universității de Vest, Timișoara.
81. Olteanu, V & Vlad, B 2010, 'Comportamentul consumatorilor de produse si servicii financiare (investitorii)', *Revista de Marketing Online*, vol Vol 1., no. Nr.4, pp. 3-7.
82. Onofrei, M 2000, *Impactul politicilor financiare asupra societăţii*, Editura Economică, Bucureşti.
83. Paun, ID & Pascu-Nedelcu, M 2009, 'Interdependenţa dintre pieţele de capital în condiţii de stabilitate economică şi în condiţii de criză – studiu econometric al efectului de contagiune', *A 10-a conferinţă internaţională Finanţele şi stabilitatea economico financiară în contextul crizei financiare, 11-12 Decembrie 2009*, ASE Bucuresti, Suplimentul revistei Economie Teoretică şi Aplicată, Bucuresti.
84. Pecican, EŞ 2007, *Econometria.pentru economişti! Ediţia a III-a*, Editura Economică, Bucureşti.
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 , RR Donnelly.
90. PitchBook 2015, 'Global Exit Report and Data Sheet', www.pitcbbook.com/reports.html, RR Donnelly.
91. Pop, IA 2006, *Concepte, forme si modalitati de participatii si investitii financiare in economia romaneasca*, Editura Alma Mater, Cluj-Napoca.
92. Popa, A & Cristea, M 2007, 'Fondurile de pensii în cadrul investitorilor instituţionali', *Revista Finanţe-provocările viitorului Nr.6-2007, Anul VI, Editura Universităţii din Craiova*, pp. 113-120.
93. Popescu, C 2015, 'Factoring 2014-2015. Investitiile fac diferenta', *Piata financiara*, 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, *Societăţile de intermediere financiară*, Editura Dacia, Cluj-Napoca.
96. PulsCapital 2013, 'Cresterea lichidităţii - cheia in promovarea BVB la statutul de piata emergenta', *Puls Capital-Buletin de informare şi analiză a pieţei 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, 'Importanţa fondurilor private de investiţii', *Buletinul Ştiinţific al Facultăţii de Finanţe, Bănci şi Contabilitate, UCDC Braşov 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 investiţii', *Buletinul Ştiinţific al Facultăţii de Finanţe, Bănci şi Contabilitate, UCDC Braşov, Nr.11-2010, Editura Infomarket Braşov*, 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 Stiinte Economice, Craiova.**
102. **Radu, I 2010c, 'Premisele istorice ale industriei fondurilor private equity', *Buletinul Ştiinţific al Facultăţii de Finanţe, Bănci şi Contabilitate, UCDC Braşov, Nr.11-2010, Editura Infomarket Braşov*, pp. 335-338.**
103. **Radu, I 2010d, 'Ref. doc. 1. Motivaţia constituirii fondurilor de investiţii', FSEGA-UBB Cluj Napoca, Cluj-Napoca.**
104. **Radu, I 2011, 'Ref.doc.2 - Piaţa fondurilor de investiţii - studiu comparativ', FSEGA-UBB Cluj Napoca, Cluj-Napoca.**
105. **Radu, I 2012, 'Rolul fondurilor de investiţii în sprijinirea economiei reale şi fundamentarea premiselor de dezvoltare economică sustenabilă', *Buletinul Ştiinţific al Facultăţii de Finanţe, Bănci şi Contabilitate - UCDC Braşov, 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 Stiinte Economice, Oradea, http://ideas.repec.org/a/ora/journl/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 Braşov Vol.5(54)*, p. 155.**
108. Raţiu-Suciu, C, Luban, F, Hîncu, D & Ciocoiu, N 2009, *Modelare economică - Ediţia a II-a*, Editura ASE, Bucureşti.
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 corelaţiei dintre dimensiunea şi performanţa fondurilor private de pensii', *Revista Economie teoretică şi 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 eficientei activitatii de cercetare dezvoltare inovare prin metoda DEA', *The 7th International Conference on Management of Technological Changes*, Grecia, Alexandrupolis.
114. Roșoiu, L 2010, 'Fondurile de acțiuni, în cursă cu indicii bursieri', *Forbes România*, 17 Mai 2010, pp. 26-27.
115. Saman, C 2009, 'Influenţa incertitudinii macroeconomice asupra investiţiilor- 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, 'Pieţe de capital şi strategii investiţionale,', *A 10-a conferinţă internaţională Finanţele şi stabilitatea economic în contextul crizei financiare, 11-12 Decembrie 2009*, ASE Bucuresti, Suplimentul Revistei de Economie Teoretică şi Aplicată, Bucuresti.
129. Vasilescu Giurcă, L & Simion, S 2009, 'Facilitatea accesului întreprinderilor mici şi mijlocii inovative la fondurile de capital de risc', *Revista de Finanţe Publice şi Contabilitate No.1*, 2009, pp. 22-26.
130. Vasilescu, LG & Popa, A 2011, 'Fondurile cu capital de risc – alteranativă de dezvoltare şi inovare pentru firme,', *Analele Universităţii Constantin Brancusi din Targu Jiu, Seria Economie, Nr.1- 2011,* pp. 204-213.
131. Vasilescu, I & Românu, I 2000, *Investiţii*, 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 contexul 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', *Piața 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. Zoicaş-Ienciu, A 2009, *Comportamentul investiţional pe piaţa bursieră din România*, Editura Risoprint, Cluj Napoca.