



UNIVERSITATEA
1 DECEMBRIE 1918
DIN ALBA IULIA

Jean Monnet Module
621032-EPP-1-2020-1-RO-EPPJMOMODULE
Corporate governance in the EU



With the support of the
Erasmus+ Programme
of the European Union

GUVERNANȚĂ CORPORATIVĂ ÎN UE

CORPORATE GOVERNANCE IN THE EU

Alba Iulia, 2023



CUPRINS

CAP. 1 O INTRODUCERE ÎN GUVERNANȚA CORPORATIVĂ: FORMAREA

STRATEGIEI ȘI CREAREA DE VALOARE 9

Rezultatele așteptate ale învățării 9

1.1 Definirea și importanța guvernancei corporative..... 10

1.2 Evoluția guvernancei corporative în Uniunea Europeană..... 10

1.3 Reglementări europene fundamentale până în ianuarie 2023 11

1.4 Paradigme academice: între acționari și stakeholderi 12

1.5 Studiu de caz: Wirecard 12

1.6 Concluzii..... 13

CAP. 2 PROPRIETATEA ȘI ACȚIONARIIL..... 16

Obiective..... 16

Rezultatele așteptate ale învățării 16

2.1 Proprietatea și structurile de acționariat 17

2.2 Reglementările Uniunii Europene privind drepturile acționarilor..... 17

Directiva privind Drepturile Acționarilor II (SRD II, 2017/828/UE) 18

Directiva privind Raportarea Non-Financiară (NFRD, 2014/95/UE) 18

Pachetul de Reformă a Auditului (2014) 18

Regulamentul privind Taxonomia (2020/852/UE)..... 18

2.3 Rolul și responsabilitățile acționarilor..... 19

2.4 Studiu de caz: limitele implicării acționarilor în scandalul Wirecard..... 20

2.5 Concluzii..... 20

CAP. 3 CONSILIUL DE ADMINISTRAȚIE..... 23

Obiective..... 23

Rezultatele așteptate ale învățării 23

3.1. Consiliul de administrație în arhitectura guvernancei..... 23

3.2. Mandatul consiliului: strategie, supraveghere, responsabilitate..... 24

3.2.1. Strategia 24

3.2.2. Supravegherea și controlul 24

3.2.3. Responsabilitate..... 25

3.3. Componenta consiliului: dimensiune, competențe, independență, diversitate 25

3.3.1. Dimensiune și structură 25

3.3.2. Independență..... 25



3.3.3. Diversitate (de gen, competențe, experiențe).....	26
3.3.4. Matricea de competențe (skills matrix)	26
3.4. Comitete ale consiliului: audit, remunerare, nominalizare.....	26
3.4.1. Comitetul de Audit	26
3.4.2. Comitetul de Remunerare	27
3.4.3. Comitetul de Nominalizare.....	27
3.4.4. Comitetul de Sustenabilitate/ESG.....	27
3.5. Procesele consiliului: informație, deliberare, evaluare	28
3.5.1. Fluxul de informații.....	28
3.5.2. Deliberarea și cultura consiliului	28
3.5.3. Evaluarea consiliului	28
3.6. Supravegherea riscurilor: rolul consiliului	28
3.7. Sustenabilitatea în decizia consiliului	29
3.8. Interacțiunea consiliului cu acționarii și stakeholderii	29
3.9. Studii de caz și lecții: Wirecard.....	29
3.10. Concluzii.....	30
Lecturi de bază	30
Lecturi suplimentare	31
Rapoarte și surse legislative cheie (până la ianuarie 2023).....	31
CAP 4 MANAGEMENTUL ȘI REMUNERAREA	33
Obiective.....	33
Rezultatele așteptate ale învățării	33
4.1. Managementul executiv în arhitectura guvernantei	33
4.2. Principii de proiectare a remunerației.....	34
4.3. Cadrul european relevant (până la ianuarie 2023).....	34
4.3.1. SRD II (Directiva (UE) 2017/828) – „say on pay” și transparență.....	34
4.3.2. NFRD (Directiva 2014/95/UE) – integrarea ESG	35
4.3.3. Pachetul de Reformă a Auditului (2014) – încredere în raportări.....	35
4.3.4. Regulamentul privind Taxonomia (UE) 2020/852 – direcționarea capitalului	35
4.4. Instrumente și mecanisme: dincolo de „cât” spre „cum”	36
4.4.1. Bonusuri anuale (STI).....	36
4.4.2. Planuri pe termen lung (LTI).....	36
4.4.3. Malus & clawback	36



4.4.4. Pay mix și pay ratio	36
4.5. Riscuri și tensiuni în remunerare.....	37
4.5.1. Short-termism	37
4.5.2. Asumare excesivă de risc	37
4.5.3. Manipularea indicatorilor	37
4.6. Guvernanța remunerării: rolul consiliului și al comitetului de remunerare	37
4.7. Investitori instituționali și proxy advisors.....	38
4.8. Transparență și calitatea dezvoltării	38
4.9. Studiu de caz: Wirecard – când stimulentele și controlul eșuează	39
4.10. Concluzii.....	39
Lecturi de bază	39
Lecturi suplimentare	40
Rapoarte și surse legislative cheie (până la ianuarie 2021).....	40
CAP 5 TRANSPARENȚĂ, RAPORTARE ȘI COMUNICARE.....	41
Obiective.....	42
Rezultatele așteptate ale învățării	42
5.1. Transparența ca fundație a guvernanței	42
5.2. De la raportarea financiară la raportarea non-financiară	43
5.3. Cadrul european relevant (până la ianuarie 2023).....	43
5.3.1. SRD II (Directiva (UE) 2017/828) – transparență orientată spre implicarea acționarilor	43
5.3.2. NFRD (Directiva 2014/95/UE) – „materialitatea dublă” și raportarea ESG	44
5.3.3. Pachetul de Reformă a Auditului (2014) – credibilitatea raportării.....	44
5.3.4. Regulamentul privind Taxonomia (UE) 2020/852 – transparența sustenabilității	45
5.4. Comunicarea corporativă: de la conformitate la strategie	45
5.5. Calitatea informației: relevanță, comparabilitate, inteligibilitate	46
5.6. Capcane frecvente și remedii.....	46
5.7. Raportarea riscurilor și rolul Comitetului de Audit	47
5.8. Integrarea sustenabilității în povestea de capital	47
5.9. Studiu de caz: Wirecard – ce se întâmplă când transparența eșuează.....	48
5.10. Concluzii.....	48
Lecturi de bază	48
Lecturi suplimentare	49



Rapoarte și surse legislative cheie (până la ianuarie 2023).....	49
CAP 6 COMUNICAREA PENTRU GUVERNANȚA CORPORATIVĂ ÎN ERA TEHNOLOGIEI INFORMAȚIEI.....	51
Obiective.....	51
Rezultatele așteptate ale învățării	51
6.1. Digitalizarea guvernanței: de la canal la arhitectură informațională	52
6.2. Instrumente și practici ale comunicării digitale	52
6.3. Cadrul european aplicabil comunicării digitale (până la ian. 2023).....	53
6.3.1. SRD II (2017/828/UE) – comunicare acționarială electronică.....	53
6.3.2. NFRD (2014/95/UE) – raportare non-financiară online	54
6.3.3. Reforma Auditului (2014) – digitalizarea relației cu auditorul.....	54
6.3.4. Regulamentul privind Taxonomia (2020/852) – transparența digitală a sustenabilității.....	54
6.3.5. Reglementări conexe cu impact direct asupra comunicării digitale	54
6.4. Avantaje și riscuri ale comunicării digitale.....	55
6.5. Comunicarea în adunările generale electronice	56
6.6. Raportarea non-financiară în mediu digital: materialitate, verificabilitate, lizibilitate	57
6.7. Etica, tonul și consecvența mesajului.....	57
6.8. Studiu de caz: Wirecard – când tehnologia amplifică, dar nu înlocuiește guvernanța	57
6.9. Concluzii.....	58
Lecturi de bază	58
Lecturi suplimentare	59
Rapoarte și surse legislative cheie (până la ianuarie 2023).....	59
CAP 7 RESPONSABILITATEA SOCIALĂ CORPORATIVĂ.....	60
Obiective.....	60
Rezultatele așteptate ale învățării	60
7.1. Ce este CSR? Evoluție conceptuală și diferențe terminologice	60
7.2. De ce contează CSR în guvernanță? De la legitimitate la valoare	61
7.3. Cadrul european relevant (până la ian. 2023)	62
7.3.1. NFRD – Directiva 2014/95/UE.....	62
7.3.2. SRD II – Directiva (UE) 2017/828.....	62
7.3.3. Pachetul de Reformă a Auditului (2014) și Regulamentul (UE) 537/2014	62



7.3.4. Regulamentul privind Taxonomia (UE) 2020/852	63
7.4. CSR în arhitectura guvernantei: roluri și responsabilități.....	63
7.4.1. Consiliul de administrație	63
7.4.2. Managementul executiv	64
7.4.3. Remunerarea.....	64
7.5. Măsurarea și raportarea CSR: de la intenții la date	64
7.6. CSR și lanțul de aprovizionare.....	65
7.7. „Business case”-ul CSR vs. Criticile	65
7.8. Riscuri, capcane și cum le evităm	66
7.9. Studiu de caz – Lecții din Wirecard, prin prisma CSR	66
7.10. Pași practici pentru integrarea CSR în guvernanță (foaie de parcurs).....	67
Concluzii.....	67
Lecturi de bază	68
Lecturi suplimentare	68
Rapoarte și surse legislative cheie (până la ianuarie 2023).....	68
CAP 8 PRACTICI DE GUVERNANȚĂ CORPORATIVĂ ÎN	
FRANȚA/SPANIA/PORTUGALIA	70
Obiective.....	70
Rezultatele așteptate ale învățării	70
8.1. Cadru comun și diversitate națională.....	70
8.2. Franța	71
8.2.1. Arhitectură instituțională și modele de consiliu	71
8.2.2. Coduri de guvernanță și „comply or explain”	71
8.2.3. Transparență, remunerare și implicarea acționarilor	71
8.2.4. Raportare non-financiară și sustenabilitate.....	72
8.2.5. Audit și calitatea raportării	72
8.3. Spania	72
8.3.1. Modelul de consiliu și cultura „comply or explain”	72
8.3.2. Drepturile acționarilor și transparența	73
8.3.3. Raportare ESG și rolul comitetelor	73
8.3.4. Audit, integritate și încredere în piață.....	73
8.4. Portugalia	74
8.4.1. Modele de guvernanță și rolul CMVM.....	74



8.4.2. Implicarea acționarilor și remunerarea	74
8.4.3. Raportare non-financiară și sustenabilitate.....	74
8.4.4. Audit și control intern	75
8.5. Elemente comune și linii de convergență.....	75
8.6. Provocări și riscuri transversale	76
8.7. Lecții din eșecuri de guvernare – relevanța Wirecard pentru regiune.....	76
8.8. Concluzii.....	77
Lecturi de bază	77
Lecturi suplimentare	77
Rapoarte și surse legislative cheie (până la ianuarie 2023).....	78
CAP 9 PRACTICI DE GUVERNANȚĂ CORPORATIVĂ ÎN GERMANIA/DANEMARCA/OLANDA	79
Obiective.....	79
Rezultatele așteptate ale învățării	79
9.1. Cadru comun european și particularisme naționale	79
9.2. Germania: dualism, cogestiune și disciplină procedurală	80
9.2.1. Arhitectura de guvernare: sistemul dual și Mitbestimmung.....	80
9.2.2. Codul german de guvernare corporativă și „comply or explain”	81
9.2.3. SRD II, NFRD și Reforma Auditului în context german	81
9.2.4. Dinamica investitorilor și a piețelor	81
9.3. Danemarca: consens, transparență și responsabilitate față de stakeholderi	82
9.3.1. Arhitectură și cultură de consiliu.....	82
9.3.2. Integrarea sustenabilității.....	82
9.3.3. Audit și încredere	82
9.4. Olanda: supraveghere puternică, dialog investitor și disciplină a proceselor	83
9.4.1. Modele de consiliu și „structuurregime”	83
9.4.2. Codul olandez de guvernare și stewardship-ul investitorilor	83
9.4.3. NFRD, Taxonomia și disciplina datelor	83
9.4.4. Audit și comitete	84
9.5. Elemente comune și linii de convergență.....	84
9.6. Riscuri și provocări transversale	85
9.7. Studiu de caz – Wirecard: un stres-test pentru guvernare.....	85
9.8. Concluzii.....	86



Lecturi de bază	86
Lecturi suplimentare	86
Rapoarte și surse legislative cheie (până la ianuarie 2023).....	87
CAP 10 PRACTICI DE GUVERNANȚĂ CORPORATIVĂ ÎN ROMÂNIA	88
Obiective.....	88
Rezultatele așteptate ale învățării	88
10.1. Context și evoluție: de la armonizare legislativă la practică	89
10.2. Arhitectura legislativ-instituțională.....	89
10.2.1. Drept societar și piața de capital.....	89
10.2.2. Codul de Guvernanță Corporativă al BVB (2016)	89
10.2.3. Drepturile acționarilor – SRD II în România	90
10.2.4. Raportarea non-financiară – NFRD	90
10.2.5. Reforma Auditului (2014) și auditul statutar.....	91
10.2.6. Taxonomia UE (2020) – efecte timpurii.....	91
10.2.7. Raportarea electronică – ESEF/iXBRL	92
10.2.8. CSRD și ESRS – pregătirea în România (2022)	92
10.3. Rolul instituțiilor: ASF, BVB și autoritatea de audit.....	92
10.4. Guvernanța întreprinderilor publice (IEP)	93
10.5. Practici în companiile listate: consilii, comitete, remunerare, IR	93
10.5.1. Consiliul și comitetele.....	93
10.5.2. Remunerarea – efectele SRD II.....	93
10.5.3. Relația cu investitorii (IR) și transparența.....	94
10.6. ESG în România: de la conformitate la strategie	94
10.7. Provocări structurale și riscuri	95
10.8. Lecții din eșecuri europene – relevanța Wirecard.....	95
10.9. Foaie de parcurs pentru îmbunătățirea guvernanței (recomandări).....	96
Concluzii.....	96
Lecturi de bază	97
Lecturi suplimentare	97
Rapoarte și surse legislative cheie (până la ianuarie 2023).....	97



CAP. 1 O INTRODUCERE ÎN GUVERNANȚA CORPORATIVĂ: FORMAREA STRATEGIEI ȘI CREAREA DE VALOARE

Obiective

Acest prim capitol își propune să introducă studenții în universul complex al guvernanței corporative, un domeniu interdisciplinar aflat la intersecția dintre economie, drept și științele manageriale. Din perspectiva Uniunii Europene (UE), guvernanța corporativă este concepută ca un set de mecanisme, reguli și practici prin care companiile sunt conduse și supravegheate, în scopul de a asigura un echilibru între interesele diverse ale actorilor implicați: acționari, conducere executivă, angajați, creditori, clienți și societatea în ansamblul său. Obiectivul general al cursului este de a înțelege modul în care structurile de guvernanță influențează procesul de formare a strategiei și contribuie la crearea de valoare sustenabilă.

De asemenea, se urmărește analiza impactului reglementărilor europene asupra consolidării transparenței și responsabilității în companii, precum și a rolului pe care acestea îl au în integrarea dimensiunilor sociale, de mediu și de guvernanță (ESG) în strategia organizațională. În acest sens, guvernanța corporativă este abordată nu doar ca un mecanism de protejare a investitorilor, ci și ca un instrument de consolidare a încrederii publicului în funcționarea economiei de piață și de orientare către obiectivele Pactului Verde European.

Rezultatele așteptate ale învățării

La finalul acestui capitol, studenții vor fi capabili:

- să definească și să explice conceptul de guvernanță corporativă în raport cu evoluția sa istorică și cu contextul european;

- să identifice principalele instrumente legislative și normative care reglementează domeniul, în special Directivele și Regulamentele Uniunii Europene în vigoare până în ianuarie 2023;
- să analizeze legătura dintre guvernanță, strategie și mecanismele de creare a valorii într-o companie;
- să interpreteze critic paradigmele academice referitoare la orientarea către acționari versus orientarea către stakeholderi;
- să aplice noțiunile teoretice prin analiza unor studii de caz relevante, cum este scandalul Wirecard și evoluțiile ulterioare.

1.1 Definirea și importanța guvernanței corporative

Guvernanța corporativă este definită, în literatura de specialitate, ca ansamblul mecanismelor prin care companiile sunt conduse și controlate (Tricker, 2019). Această definiție aparent simplă ascunde o realitate complexă, deoarece include dimensiuni juridice, economice și organizaționale. Ea vizează modul în care sunt luate deciziile strategice, cum este monitorizată activitatea managerială și cum sunt protejate interesele investitorilor și ale altor părți interesate.

Diferența fundamentală dintre management și guvernanță constă în nivelul de abordare: managementul se concentrează asupra deciziilor operaționale de zi cu zi, în timp ce guvernanța fixează cadrul de ansamblu, principiile și regulile după care compania este administrată. Într-o economie globalizată și puternic reglementată, calitatea guvernanței corporative este esențială pentru menținerea încrederii investitorilor, pentru accesul la piețele de capital și pentru asigurarea unei creșteri economice sustenabile.

1.2 Evoluția guvernanței corporative în Uniunea Europeană

În Uniunea Europeană, dezvoltarea guvernanței corporative a fost puternic influențată de crize și scandaluri financiare care au evidențiat vulnerabilități ale sistemelor de control. Cazurile Parmalat, Enron sau, mai recent, Wirecard, au demonstrat că lipsa unor

mecanisme eficiente de supraveghere și de transparență poate conduce la pierderi de proporții și la erodarea încrederii în piețele financiare.

Ca răspuns, UE a promovat un cadru legislativ menit să asigure transparența, responsabilitatea și sustenabilitatea. Dacă inițial accentul a fost pus pe consolidarea drepturilor acționarilor și pe calitatea raportărilor financiare, treptat legislația a integrat dimensiuni sociale și de mediu. Începând cu 2021, accentul se mută pe **raportarea sustenabilității prin CSRD**, pe **Taxonomia UE** și pe **dezvoltarea standardelor ESRS**, ceea ce marchează tranziția de la paradigma profitului exclusiv către paradigma valorii sustenabile și a impactului corporativ asupra societății și mediului.

În **2022**, Uniunea Europeană a făcut pași decisivi prin adoptarea Directivei privind Raportarea de Sustenabilitate Corporativă (CSRD), care înlocuiește NFRD și stabilește un cadru obligatoriu de raportare pentru toate companiile mari și listate. Aceasta marchează tranziția către un sistem consolidat de raportare ESG, cu accent pe transparență și comparabilitate la nivel european.

1.3 Reglementări europene fundamentale până în ianuarie 2023

Un prim reper major îl constituie Directiva privind Drepturile Acționarilor II (SRD II, 2017/828/UE), care a întărit mecanismele de implicare a acționarilor în procesul decizional.

Un al doilea reper esențial este Directiva privind Raportarea Non-Financiară (NFRD, 2014/95/UE), înlocuită și extinsă prin **propunerea Directivei privind Raportarea de Sustenabilitate Corporativă (CSRD, aprilie 2021)**. Aceasta lărgeste aria de aplicare (toate companiile mari și listate), introduce standarde obligatorii de raportare (ESRS) și consolidează auditul informațiilor non-financiare.

Regulamentul privind Taxonomia (2020/852/UE) a introdus un cadru unitar de clasificare a activităților economice durabile. Începând cu **1 ianuarie 2022**, companiile vizate de NFRD sunt obligate să raporteze proporția activităților eligibile pentru taxonomie, ceea ce marchează o schimbare semnificativă în raportarea corporativă europeană.

De asemenea, **Strategia de finanțare sustenabilă a UE (iulie 2021)** a completat pachetul legislativ, vizând direcționarea fluxurilor de capital către investiții verzi și crearea unei infrastructuri financiare favorabile tranziției.

Un pas major îl constituie adoptarea **Directivei (UE) 2022/2464** privind Raportarea de Sustenabilitate Corporativă (CSRD), intrată în vigoare în **noiembrie 2022**, care extinde obligațiile de raportare la toate companiile mari și listate, introducând standardele ESRS elaborate de EFRAG. În paralel, au fost publicate actele delegate ale Regulamentului privind Taxonomia, ce clarifică criteriile tehnice de eligibilitate pentru mai multe sectoare economice.

1.4 Paradigme academice: între acționari și stakeholderi

Literatura de specialitate a fost mult timp divizată între două paradigme. Pe de o parte, *shareholder primacy* consideră maximizarea valorii pentru acționari ca obiectiv unic al firmei, justificat prin teoria agenției. Pe de altă parte, paradigma *stakeholder governance* susține că organizațiile au o responsabilitate extinsă față de angajați, comunitate, mediu și societate în ansamblu (Solomon, 2020).

Uniunea Europeană a înclinat constant către cea de-a doua abordare, favorizând o guvernanță echilibrată care îmbină performanța financiară cu responsabilitatea socială. Integrarea raportării non-financiare prin NFRD și extinderea acesteia prin CSRD demonstrează această orientare, alături de adoptarea Taxonomiei și a viitoarelor standarde ESRS.

Adoptarea **CSRD în 2022** confirmă orientarea Uniunii Europene către paradigma guvernanței centrate pe stakeholderi, întrucât obligă companiile să raporteze nu doar performanța financiară, ci și impactul asupra mediului, societății și guvernanței interne

1.5 Studiu de caz: Wirecard

Un exemplu ilustrativ pentru vulnerabilitățile guvernanței corporative europene este scandalul Wirecard. Considerată până în 2020 o companie de succes în domeniul

plăților electronice, Wirecard a ajuns în centrul unui colaps spectaculos după ce s-a descoperit lipsa unor active în valoare de 1,9 miliarde de euro.

În 2021, investigațiile ulterioare și reformele din Germania au adus schimbări semnificative, inclusiv întărirea competențelor **autoritatea de supraveghere BaFin** și introducerea unor cerințe suplimentare privind auditul și controlul companiilor de interes public. Acest context arată că lecțiile Wirecard nu au rămas doar la nivel teoretic, ci au condus la ajustări legislative și instituționale cu impact asupra întregii Uniuni Europene.

1.6 Concluzii

Guvernanța corporativă, așa cum s-a conturat în Uniunea Europeană până în ianuarie 2023, reprezintă un cadru complex, multidimensional și dinamic, menit să răspundă atât nevoilor piețelor de capital, cât și cerințelor societății. Prin integrarea transparenței, responsabilității și sustenabilității în procesele decizionale, guvernanța devine un instrument nu doar de protecție a investitorilor, ci și de creare a unei valori durabile.

Strategia corporativă și guvernanța sunt inseparabile: strategia stabilește obiectivele, iar guvernanța asigură cadrul prin care acestea sunt urmărite și evaluate. Noile reglementări – CSRD, Taxonomia și Strategia de finanțare sustenabilă – arată că accentul cade tot mai mult pe raportarea holistică, auditabilă și orientată către impactul pe termen lung.

Evoluțiile legislative din 2022, în special CSRD și extinderea cadrului Taxonomiei, consolidează tendința spre o guvernanță corporativă orientată către sustenabilitate și impact pe termen lung, pregătind terenul pentru raportările obligatorii..

Lecturi de bază

- Tricker, B. (2019). *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. Oxford University Press.
- Solomon, J. (2020). *Corporate Governance and Accountability*. Wiley.
- McCrum, D. (2020). *Money Men: A Hot Startup, a Billion Dollar Fraud, a Fight for the Truth*. Random House.



- European Commission (2021). Proposal for a Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). Brussels.
- Solomon, J. (2022). Corporate Governance and Accountability. Wiley.
- Tricker, B. (2022). Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices. Oxford University Press.

Lecturi suplimentare

- Clarke, T. (2017). *International Corporate Governance: A Comparative Approach*. Routledge.
- Mallin, C. A. (2019). *Corporate Governance*. Oxford University Press.
- Eccles, R. G., & Klimenko, S. (2019). *The Investor Revolution: Shareholders Lead on Sustainability*. Harvard Business Review, 97(3), 106–116.
- Schütze, M. (2021). Wirecard and its Consequences: Lessons for Corporate Governance and Regulation. Journal of Financial Regulation and Compliance, 29(4), 515–528.
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2022). Corporate Sustainability: A Strategy? Harvard Business School Working Paper.
- Eccles, R. G., & Klimenko, S. (2022). The Investor Revolution: Shareholders Lead on Sustainability. Harvard Business Review.

Rapoarte și surse legislative

- Comisia Europeană (2014). Directiva 2014/95/UE privind prezentarea de informații nefinanciare.
- Parlamentul European și Consiliul (2017). Directiva (UE) 2017/828 privind implicarea pe termen lung a acționarilor (SRD II).
- Uniunea Europeană (2014). Regulamentul (UE) nr. 537/2014 privind auditul statutar.
- Uniunea Europeană (2020). Regulamentul (UE) 2020/852 privind taxonomia durabilității.
- Comisia Europeană (2021). Propunerea de Directivă privind raportarea de sustenabilitate corporativă (CSRD).



- Uniunea Europeană (2021). *Strategia de finanțare sustenabilă a Uniunii Europene. Bruxelles.*
- European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) (2021). *Reports on the development of EU Sustainability Reporting Standards (ESRS).*
- Directive (EU) 2022/2464 (CSRD) – privind raportarea de sustenabilitate corporativă, adoptată în noiembrie 2022.
- EFRAG (2022). Exposure Drafts of European Sustainability Reporting Standards (ESRS).
- European Commission (2022). Delegated Acts to the EU Taxonomy Regulation.
- OECD (2022). Corporate Governance Factbook.
- European Green Deal – Fit-for-55 Package (2022).



CAP. 2 PROPRIETATEA ȘI ACȚIONARIII

Obiective

Scopul acestui capitol este de a introduce studenții în problematica proprietății și a acționarilor în cadrul guvernancei corporative europene. Proprietatea nu reprezintă doar un drept juridic asupra capitalului, ci și un mecanism fundamental prin care se stabilesc responsabilități, se exercită influență strategică și se generează valoare. Înțelegerea modului în care structura acționariatului influențează strategiile corporative, procesul decizional și raporturile de guvernare este esențială pentru a putea explica diferențele dintre modele naționale și pentru a analiza impactul legislației Uniunii Europene.

Capitolul urmărește, de asemenea, să evidențieze rolul acționarilor ca actori activi în guvernarea corporativă, în special după adoptarea unor directive fundamentale la nivel european, menite să sporească transparența și responsabilitatea. Accentul se pune pe echilibrul dificil dintre orientarea către interesele acționarilor și integrarea obiectivelor de sustenabilitate și responsabilitate socială, mai ales în contextul noilor reglementări intrate în vigoare până la ianuarie 2023.

Rezultatele așteptate ale învățării

La finalul acestei unități, studenții vor fi capabili să:

- definească conceptele de proprietate și acționariat în cadrul guvernancei corporative;
- explice modul în care structurile de acționariat (dispersate sau concentrate, private sau de stat) influențează controlul asupra companiilor și strategiile acestora;
- analizeze reglementările europene referitoare la drepturile acționarilor și raportarea non-financiară până la ianuarie 2023;
- evalueze critic rolul acționarilor în promovarea transparenței și sustenabilității;
- interpreteze cazuri practice, precum scandalul Wirecard și lecțiile post-2020, pentru a înțelege limitele implicării acționarilor în asigurarea unei guvernance eficiente.



2.1 Proprietatea și structurile de acționariat

Proprietatea asupra companiilor este nucleul guvernancei corporative. Modul în care este distribuită proprietatea – fie sub forma unui acționariat concentrat (de exemplu, control exercitat de o familie, stat sau un investitor strategic) sau a unui acționariat dispersat (cu mulți acționari minoritari) – determină profund echilibrul de putere și eficiența mecanismelor de control.

În tradiția anglo-saxonă, proprietatea dispersată este tipică marilor corporații listate, unde acționarii minoritari au un rol important, dar sunt vulnerabili la deciziile manageriale. În schimb, în modelul continental european, mai frecvent întâlnim structuri de acționariat concentrate, unde acționarul majoritar exercită o influență directă asupra deciziilor strategice.

Această diferență între modele nu este doar o chestiune de structură, ci și una de filozofie economică. În modelul anglo-saxon predomină paradigma „shareholder primacy”, conform căreia compania există în primul rând pentru a maximiza profitul acționarilor. În modelul continental, mai ales în state precum Germania sau Franța, compania este văzută ca o entitate socială, cu responsabilități față de angajați, comunități și alte categorii de stakeholderi (Aguilera & Jackson, 2003).

Începând cu 2021, acționarii instituționali și fondurile mari de investiții (ex. BlackRock, Vanguard) au început să condiționeze sprijinul lor de integrarea criteriilor ESG în strategia companiilor, accentuând trecerea de la o viziune exclusiv financiară la una sustenabilă.

2.2 Reglementările Uniunii Europene privind drepturile acționarilor

Pentru a consolida rolul acționarilor, Uniunea Europeană a adoptat o serie de directive și regulamente care stabilesc cadrul legal al participării acestora în viața companiilor.

Directiva privind Drepturile Acționarilor II (SRD II, 2017/828/UE)

Această directivă reprezintă un pilon central al reglementării europene. Ea a introdus mecanisme concrete prin care acționarii pot exercita mai eficient controlul asupra companiilor, precum:

- dreptul de vot asupra politicilor de remunerare („say on pay”);
- transparența în tranzacțiile cu părți afiliate;
- accesul la informații privind identitatea altor acționari;
- promovarea implicării acționarilor pe termen lung, printr-o relație mai transparentă cu societățile listate (Parlamentul European și Consiliul, 2017).

SRD II marchează o schimbare de paradigmă: acționarii nu mai sunt priviți doar ca **investitori pasivi**, ci ca parteneri activi în procesul de guvernanță.

Directiva privind Raportarea Non-Financiară (NFRD, 2014/95/UE)

Prin această directivă, acționarii au primit instrumente suplimentare pentru a evalua nu doar performanța financiară, ci și **impactul social și de mediu** al companiilor. Raportarea non-financiară oferă investitorilor posibilitatea de a lua decizii mai informate și de a orienta capitalul către entități responsabile, cu strategii sustenabile.

Pachetul de Reformă a Auditului (2014)

Această reformă a sporit încrederea acționarilor în informațiile financiare puse la dispoziție de companii. Prin consolidarea independenței auditorilor și prin introducerea rotației obligatorii a firmelor de audit, UE a redus riscul conflictelor de interese și a întărit **fiabilitatea datelor** necesare deciziilor investiționale.

Regulamentul privind Taxonomia (2020/852/UE)

Deși adoptat relativ recent, acest regulament a avut un impact semnificativ, oferind acționarilor criterii clare pentru a evalua dacă o companie contribuie la tranziția către o economie sustenabilă. Prin aceasta, acționarii sunt transformați în **agenți ai schimbării**, care pot direcționa resursele către proiecte cu valoare adăugată pe termen lung, nu doar către profit imediat.

Propunerea de Directivă privind Raportarea de Sustenabilitate Corporativă (CSRD, 2021)

Lansată în aprilie 2021, CSRD extinde aria de aplicare la toate companiile mari și listate, introduce standarde obligatorii de raportare (ESRS) și obligă la auditarea informațiilor de sustenabilitate. Aceasta consolidează rolul acționarilor, oferindu-le acces la date comparabile și credibile despre impactul companiilor.

În 2022 s-a accentuat activismul acționarilor pe teme ESG, mai ales în Europa, unde fonduri mari precum BlackRock și State Street au exercitat presiuni asupra companiilor pentru a integra obiective de tranziție climatică în strategiile corporative. Această tendință a consolidat importanța transparenței în raportarea riscurilor legate de climă și guvernanta

2.3 Rolul și responsabilitățile acționarilor

Acționarii nu sunt doar beneficiari ai dividendelor, ci și actori cu responsabilități în guvernanta corporativă. Prin participarea la adunările generale, prin votul asupra deciziilor strategice și prin dialogul constant cu managementul, aceștia contribuie la orientarea pe termen lung a companiei.

În ultimul deceniu, s-a observat o creștere a fenomenului de **shareholder activism**, prin care investitorii instituționali sau chiar grupuri de acționari minoritari exercită presiuni asupra companiilor pentru a îmbunătăți guvernanta, a reduce riscurile și a promova sustenabilitatea. În 2021, activismul ESG a devenit vizibil la nivel global, iar exemple precum cazul ExxonMobil – *Engine No. 1* arată cum acționarii pot influența direct strategia climatică a unei companii.

Literatura de specialitate (Eccles & Klimenko, 2019) arată că implicarea activă a acționarilor poate reduce comportamentele oportuniste ale managerilor și poate crește valoarea pe termen lung.

La nivel european, anul 2022 a adus un număr record de rezoluții pe teme de mediu și climă propuse de acționari. Exemple notabile includ presiuni asupra companiilor din sectorul energetic și financiar pentru alinierea strategiilor la obiectivele Acordului de la Paris

2.4 Studiu de caz: limitele implicării acționarilor în scandalul Wirecard

Scandalul Wirecard ilustrează modul în care mecanismele formale de guvernare și implicarea acționarilor pot eșua atunci când transparența și supravegherea sunt compromise. Deși acționarii aveau acces la rapoarte auditate și la informații oficiale, realitatea contabilă a fost distorsionată timp de ani de zile.

În 2021, ca răspuns la acest caz, Germania a reformat **autoritatea de supraveghere BaFin**, întărindu-i competențele și consolidând controalele asupra companiilor de interes public. Acest episod arată că simpla participare a acționarilor nu garantează o guvernare solidă, fiind nevoie de un cadru instituțional robust și de o raportare corectă (McCrum, 2020).

2.5 Concluzii

Proprietatea și acționariatul constituie fundamente ale guvernării corporative, însă rolul lor a evoluat semnificativ în Uniunea Europeană. Dacă în trecut accentul era pus pe drepturile de proprietate și distribuirea profiturilor, astăzi acționarii sunt percepuți ca parteneri activi în promovarea strategiilor sustenabile și în protejarea interesului public.

Legislația europeană, prin SRD II, NFRD, CSRD și Regulamentul Taxonomiei, a creat instrumente concrete prin care acționarii pot participa la luarea deciziilor, pot evalua performanța non-financiară și pot direcționa investițiile către o economie sustenabilă. Cu toate acestea, limitele cazurilor de eșec, precum Wirecard, arată că implicarea acționarilor trebuie dublată de un cadru de guvernare robust, bazat pe transparență, responsabilitate și supraveghere eficientă.

Tendențele recente confirmă consolidarea rolului acționarilor ca agenți de schimbare în direcția sustenabilității, ceea ce anticipează o creștere a responsabilităților companiilor în raport cu obiectivele climatice și sociale europene.



Lecturi de bază

- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). *The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants*. *Academy of Management Review*, 28(3), 447–465.
- Eccles, R. G., & Klimenko, S. (2019). *The Investor Revolution: Shareholders Lead on Sustainability*. *Harvard Business Review*, 97(3), 106–116.
- McCrum, D. (2020). *Money Men: A Hot Startup, a Billion Dollar Fraud, a Fight for the Truth*. Random House.
- Gillan, S., & Starks, L. (2021). *Activist Investors, ESG, and Corporate Governance*. *Annual Review of Financial Economics*, 13, 305–324.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2022). The Evolution of Shareholder Activism. *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Mallin, C. (2022). *Corporate Governance*. Oxford University Press.

Lecturi suplimentare

- Tricker, B. (2019). *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. Oxford University Press.
- Mallin, C. A. (2019). *Corporate Governance*. Oxford University Press.
- Clarke, T. (2017). *International Corporate Governance: A Comparative Approach*. Routledge.
- Dimson, E., Karakaş, O., & Li, X. (2022). Active Ownership and ESG Engagement. *Review of Financial Studies*.
- Bebchuk, L. A., & Tallarita, R. (2022). The Illusory Promise of Stakeholder Governance. *Cornell Law Review*.

Rapoarte și surse legislative cheie

- Comisia Europeană (2014). Directiva 2014/95/UE privind raportarea non-financiară.
- Parlamentul European și Consiliul (2017). Directiva (UE) 2017/828 privind implicarea pe termen lung a acționarilor (SRD II).
- Uniunea Europeană (2014). Regulamentul (UE) nr. 537/2014 privind auditul statutar.



- Uniunea Europeană (2020). Regulamentul (UE) 2020/852 privind taxonomia durabilității.
- Comisia Europeană (2021). Propunerea de Directivă privind raportarea de sustenabilitate corporativă (CSRD).
- BaFin (2021). Reforma supravegherii financiare în Germania după cazul Wirecard.
- European Commission (2022). Shareholder Rights Directive II – Implementation Report.
- BlackRock (2022). Investment Stewardship Report.
- State Street Global Advisors (2022). Annual Stewardship Report.
- European Securities and Markets Authority (ESMA) (2022). Trends, Risks and Vulnerabilities Report.

CAP. 3 CONSILIUL DE ADMINISTRAȚIE

Obiective

Acest capitol are ca obiectiv principal analiza rolului, responsabilităților și structurii consiliului de administrație în governanța corporativă a Uniunii Europene. Ne propunem (i) să înțelegem cum asigură consiliile supravegherea managerială și orientarea strategică; (ii) să examinăm modul în care integrează obiectivele de sustenabilitate în decizie; (iii) să clarificăm impactul cadrului legislativ european asupra atribuțiilor consiliului; și (iv) să exersăm o evaluare critică a independenței, diversității și eficienței consiliilor, inclusiv prin analiza unui studiu de caz (Wirecard).

Rezultatele așteptate ale învățării

La finalul capitolului, studenții vor putea:

- să explice rolul consiliului în arhitectura guvernantei corporative și relația sa cu acționarii, managementul și stakeholderii;
- să descrie diferențele dintre sistemele unitar și dualist și implicațiile lor pentru supraveghere;
- să analizeze impactul SRD II, NFRD, Pachetului de Reformă a Auditului (2014), Regulamentului privind Taxonomia (2020) și propunerii CSRD (2021) asupra consiliilor (până la ianuarie 2023);
- să evalueze critic conceptul de independență, diversitate și eficiență a consiliilor, incluzând competențe digitale și climatice;
- să aplice conceptele la studii de caz și să propună recomandări de îmbunătățire a funcționării consiliilor.

3.1. Consiliul de administrație în arhitectura guvernantei

Consiliul de administrație reprezintă organul central al guvernantei corporative. El este responsabil de **stabilirea direcției strategice, numirea și evaluarea conducerii**

executive, supravegherea riscurilor și asigurarea conformității. În literatura de specialitate (Tricker, 2019; Solomon, 2020), consiliul este „gardianul” interesului corporativ pe termen lung: veghează la echilibrul dintre performanță și prudență, între inovație și control.

Două mari modele instituționale coexistă în Europa:

- **Sistemul unitar (one-tier)** – un singur consiliu, care combină funcția de supraveghere cu cea de orientare strategică. Este comun în statele anglo-saxone și în mai multe state UE.
- **Sistemul dualist (two-tier)** – separă **consiliul de supraveghere** (monitorează și numește) de **consiliul de conducere/directorat** (gestionează operațiunile). Modelul german/ austriac ilustrează această separare, permițând o linie clară între control și execuție.

Alegerea modelului influențează procesele de raportare, dinamica puterii și calitatea deliberării. Totuși, indiferent de model, funcțiile de **strategie, supraveghere, numire/remunerare și control al riscurilor** rămân definitorii.

3.2. Mandatul consiliului: strategie, supraveghere, responsabilitate

3.2.1. Strategia

Consiliul aprobă strategia corporativă, stabilește obiectivele pe termen mediu și lung, validează ipoteze de piață și alocări de capital, și se asigură că planurile sunt coerente cu toleranța la risc a companiei. Un consiliu eficace solicită **scenarii alternative, indicatori-cheie (KPI) clari, metrice ESG** acolo unde sunt relevante și **portofolii de investiții** aliniate obiectivelor strategice.

În 2022, la nivel european s-a accentuat importanța includerii competențelor climatice și digitale în consiliile de administrație. Raportul OECD (2022) și recomandările Comisiei Europene au subliniat necesitatea ca board-urile să dispună de expertiză în domeniul sustenabilității și al digitalizării pentru a răspunde cerințelor CSRD și tranziției verzi

3.2.2. Supravegherea și controlul

Funcția de supraveghere impune consiliului să monitorizeze **performanța financiară, integritatea raportărilor, eficacitatea controlului intern și conformitatea**. În logica „**Three Lines Model**”, prima linie (management) operează și controlează; a doua (funcții de risc și conformitate) monitorizează; a treia (audit intern) oferă asigurare independentă. Consiliul, prin **Comitetul de Audit**, coordonează această arhitectură.

3.2.3. Responsabilitate

Membrii consiliului exercită **datoria de diligență** (duty of care) și **datoria de loialitate** (duty of loyalty), acționând în interesul companiei și al tuturor acționarilor, evitând conflictele de interese. În Europa continentală, aceste datorii sunt completate de o sensibilitate sporită față de **stakeholderi** (angajați, creditori, comunitate), mai ales în sectoarele de interes public.

3.3. Componenta consiliului: dimensiune, competențe, independență, diversitate

3.3.1. Dimensiune și structură

Consiliile trebuie să fie suficient de **mari** pentru a acoperi competențe esențiale (financiar, juridic, industrie, IT/cyber, sustenabilitate), dar nu atât de mari încât să devină ineficiente. O regulă practică este între 7–13 membri în companiile mari listate, adaptată specificului național.

3.3.2. Independență

„Independența” nu este doar statut formal (fără relații comerciale semnificative sau raporturi de rudenie cu managementul), ci și **independență de gândire**: capacitatea de a contesta ipoteze, de a cere explicații și de a rezista presiunilor. SRD II întărește transparența în ce privește **tranzacțiile cu părți afiliate**, tocmai pentru a proteja independența și interesul companiei.

De asemenea, dezbaterile recente pun accent pe rolul administratorilor independenți în monitorizarea raportării ESG și în supravegherea implementării standardelor ESRS, care devin parte integrantă a responsabilităților de guvernanță.

3.3.3. Diversitate (de gen, competențe, experiențe)

Numeroase coduri naționale și ghiduri UE promovează diversitatea ca mijloc de a îmbunătăți calitatea deciziilor. Diversitatea reduce riscul „gândirii de grup”, aduce perspective multiple asupra riscurilor și oportunităților și corelează pozitiv cu performanța de guvernanță. NFRD solicită dezvăluiri privind diversitatea în consilii, iar **în 2021–2022 accentul s-a mutat și pe competențele digitale și climatice ale membrilor board-ului.**

3.3.4. Matricea de competențe (skills matrix)

O practică matură este utilizarea unei **matrice de competențe** pentru a identifica lacune (ex. digital, M&A, ESG, piețe internaționale) și pentru a ghida recrutarea și planificarea succesiunii.

3.4. Comitete ale consiliului: audit, remunerare, nominalizare, sustenabilitate

3.4.1. Comitetul de Audit

Este pivotul **integrității raportării** și al **controlului intern**. Pachetul de Reformă a Auditului (2014) și Regulamentul (UE) 537/2014 cer consiliilor (în special la entități de interes public) să asigure **independența auditorilor, rotația firmelor de audit** și o **relație profesionist-sceptică** cu auditorul extern. Comitetul de Audit supraveghează auditul intern, riscurile materiale, fraudele și eficacitatea controalelor.

3.4.2. Comitetul de Remunerare

SRD II introduce „say on pay”: acționarii votează politica de remunerare și rapoartele aferente. Comitetul de Remunerare leagă stimulentele de **performanța pe termen lung** și tot mai des de **indicatori ESG** (în virtutea presiunilor investitorilor și ale NFRD), evitând **măsurile exclusiv pe termen scurt**.

3.4.3. Comitetul de Nominalizare

Asigură **planificarea succesiunii** pentru CEO și pozițiile-cheie, conduce procesul de **evaluare anuală a consiliului**, și propune candidați cu profiluri aliniate strategiei și **matricei de competențe**.

3.4.4. Comitetul de Sustenabilitate/ESG

Deși nu este impus la nivel UE, multe companii mari au instituit un comitet dedicat, care integrează **riscurile/opportunitățile ESG** în strategie și rapoarte (NFRD) și monitorizează **alinieră la Taxonomie** și pregătirea pentru standardele ESRS (în contextul CSRD 2021).

Adoptarea CSRD (2022) plasează consiliile de administrație în centrul procesului de guvernare sustenabilă, acestea fiind responsabile de validarea raportărilor și de integrarea riscurilor de mediu și sociale în strategia corporativă

3.5. Procesele consiliului: informație, deliberare, evaluare

3.5.1. Fluxul de informații

Calitatea deciziilor depinde de **calitatea materialelor** furnizate consiliului: concise, focalizate pe riscuri și rezultate, livrate **în timp util** (de regulă 5–7 zile înaintea ședinței). Președintele consiliului și secretariatul guvernantei au rol crucial în asigurarea unui flux informațional credibil.

3.5.2. Deliberarea și cultura consiliului

Eficiența rezultă dintr-o cultură a **interpelării constructive** (constructive challenge). Președintele facilitează participarea tuturor, gestionează conflictele și asigură un climat de **încredere și responsabilitate**. Separarea funcțiilor **Chair/CEO** (acolo unde sistemul permite) este recomandată pentru a evita concentrarea puterii.

3.5.3. Evaluarea consiliului

Evaluările **anuale** (interne) și, periodic, **externe** (de exemplu, la 2–3 ani) identifică punctele tari și ariile de îmbunătățire: compoziție, timp alocat, calitatea agendelor, eficiența comitetelor, relația cu managementul. Rezultatele trebuie să se traducă în **planuri concrete** (training, schimbări de componență, ajustări procedurale).

3.6. Supravegherea riscurilor: rolul consiliului

Consiliul definește **apetitul la risc**, aprobă **cadrele de management al riscurilor** și monitorizează riscurile materiale (financiare, operaționale, juridice, reputaționale, cibernetice, ESG). NFRD cere dezvăluiri privind **riscurile non-financiare** și modul în care sunt gestionate.

Pentru entitățile de interes public, Regulamentul 537/2014 întărește relația consiliu–auditor extern asupra riscurilor de raportare. Începând cu 1 ianuarie 2022, raportarea privind **eligibilitatea la Taxonomie** a devenit obligatorie, ceea ce sporește rolul consiliilor în supravegherea riscurilor și oportunităților de tranziție verde.

3.7. Sustenabilitatea în decizia consiliului

Regulamentul privind **Taxonomia** (2020/852) oferă criterii pentru clasificarea activităților economice durabile. În practică, consiliile trebuie să se asigure că investițiile, finanțarea și strategia sunt **aliniată** la obiectivele de mediu atunci când compania își asumă asemenea ținte și când raportarea o cere.

NFRD solicită informații despre politici, riscuri și rezultate în domeniile E, S și G, iar **CSRD (2021)** anunță introducerea standardelor **ESRS** și obligativitatea auditării informațiilor de sustenabilitate. Toate acestea deplasează centrul de greutate al guvernancei către valoarea pe termen lung și responsabilitatea socială.

3.8. Interacțiunea consiliului cu acționarii și stakeholderii

Consiliile trebuie să mențină un **dialog structurat** cu acționarii (inclusiv instituționali), să prezinte **politici de remunerare** clare (SRD II), să explice tranzacțiile cu părți afiliate și să răspundă preocupărilor privind **strategie, risc, sustenabilitate**. În paralel, consultarea **stakeholderilor** (angajați, comunități) oferă consiliului un barometru al riscurilor sociale și reputaționale, util în decizii.

3.9. Studii de caz și lecții: Wirecard

Cazul **Wirecard** (Germania) a arătat cum un consiliu poate eșua în funcția de supraveghere chiar într-un sistem cu reguli sofisticate. **Deficiențe-cheie** evidențiate:

- **Scepticism insuficient** față de management și lipsă de **verificări independente** pe fluxurile de numerar/activele din jurisdicții îndepărtate;

- **Comitet de Audit** care nu a exercitat un control eficace asupra auditorilor;
- Dependență excesivă de **asigurările formale** (audit extern) fără investigații proprii atunci când semnalele de alarmă au apărut;
- **Rapoarte înșelătoare** și comunicare publică agresiv optimistă care au creat un nor reputațional ce a inhibat întrebările dificile.

Lecții pentru consilii: întărirea scepticismului, utilizarea de **verificări independente** (forensic/„second opinion”), consolidarea funcției de **audit intern**, îmbunătățirea **informărilor pe risc** și setarea unei **culturi de etică** unde „veștile proaste” circulă rapid până la consiliu.

În 2021, reforma BaFin din Germania a întărit așteptările de supraveghere pentru companiile de interes public.

3.10. Concluzii

Consiliul de administrație reprezintă nodul decizional unde se intersectează strategia, supravegherea riscurilor și responsabilitatea corporativă. Cadrul european (SRD II, NFRD, Reforma Auditului 2014, Taxonomia 2020) a ridicat standardele de transparență și implicare, plasând sustenabilitatea în centrul agendei consiliilor. Până la ianuarie 2023, accentul se mută pe pregătirea pentru **aplicarea CSRD** și a **standardelor ESRS**, pe raportarea conform cerințelor Taxonomiei, precum și pe consolidarea competențelor digitale și climatice în cadrul board-urilor. Cazul Wirecard rămâne un avertisment că reglementările sunt necesare, dar nu suficiente: practica, etica și curajul de a adresa întrebări dificile fac diferența între un consiliu formal și unul cu adevărat eficace.

Lecturi de bază

- Tricker, Bob. *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. 4th ed. Oxford: Oxford University Press, 2019.
- Eccles, Robert G., și Svetlana Klimenko. „The Investor Revolution: Shareholders Lead on Sustainability.” *Harvard Business Review* 97, nr. 3 (2019): 106–16.
- McCrum, Dan. *Money Men: A Hot Startup, a Billion Dollar Fraud, a Fight for the Truth*. Londra: Random House, 2020.



- Adams, Renée B., de Haan, Jakob, Terjesen, Siri. „Board Diversity and Corporate Governance: Progress and Challenges.” *Annual Review of Financial Economics* 13 (2021): 305–324.
- Tricker, B. (2022). *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. Oxford University Press.
- Mallin, C. (2022). *Corporate Governance*. Oxford University Press.

Lecturi suplimentare

- Mallin, Christine A. *Corporate Governance*. 6th ed. Oxford: Oxford University Press, 2019.
- Clarke, Thomas. *International Corporate Governance: A Comparative Approach*. Londra: Routledge, 2017.
- Solomon, Jill. *Corporate Governance and Accountability*. 5th ed. Chichester: Wiley, 2020.
- TCFD. *Guidance on Metrics, Targets, and Transition Plans*. 2021.
- OECD (2022). *Corporate Governance Factbook*.
- Adams, R., & Ferreira, D. (2022). Board Structure and Sustainability Oversight. *Journal of Corporate Finance*.
- Larcker, D., & Tayan, B. (2022). *Board Governance and Sustainability*. Stanford Closer Look Series.

Rapoarte și surse legislative cheie (până la ianuarie 2023)

- Comisia Europeană. **Directiva 2014/95/UE** a Parlamentului European și a Consiliului din 22 octombrie 2014 privind prezentarea de informații nefinanciare și privind diversitatea (NFRD).
- Parlamentul European și Consiliul. **Directiva (UE) 2017/828 (SRD II)** din 17 mai 2017 privind încurajarea implicării pe termen lung a acționarilor.
- Uniunea Europeană. **Regulamentul (UE) nr. 537/2014** din 16 aprilie 2014 privind cerințele specifice referitoare la auditul statutar al entităților de interes public.
- Uniunea Europeană. **Regulamentul (UE) 2020/852** din 18 iunie 2020 privind instituirea unui cadru pentru facilitarea investițiilor durabile (Taxonomia UE).



- Comisia Europeană (2021). Propunere de Directivă privind raportarea de sustenabilitate corporativă (CSRD).
- EFRAG (2021). Lucrări pentru dezvoltarea standardelor ESRS.
- BaFin (2021). Elemente Directive (EU) 2022/2464 (CSRD) – cu accent pe responsabilitățile board-ului în raportarea de sustenabilitate.
- EFRAG (2022). European Sustainability Reporting Standards (ESRS) – Exposure Drafts.
- European Commission (2022). Recommendations on Sustainable Corporate Governance.
- OECD (2022). Corporate Governance Factbook. ale reformei supravegherii post-Wirecard.

CAP 4 MANAGEMENTUL ȘI REMUNERAREA

Objective

Acest capitol analizează rolul conducerii executive și politicile de remunerare în guvernanta corporativă europeană. Ne interesează cum se proiectează pachetele de compensații pentru a alinia interesele managerilor cu cele ale acționarilor și ale altor părți interesate, cum influențează acestea strategia și crearea de valoare pe termen lung, și în ce fel reglementările UE – în special **SRD II**, **NFRD**, **Pachetul de Reformă a Auditului**, **Regulamentul privind Taxonomia și adoptarea CSRD (2022)** – cer transparență, responsabilitate și sustenabilitate.

Rezultatele așteptate ale învățării

La final, studenții vor putea:

- să explice conceptele de bază ale guvernantei remunerației și relația lor cu teoria agenției;
- să analizeze mecanismele de compensație (fixă/variabilă, acțiuni, opțiuni, bonusuri, deferral, malus/clawback);
- să evalueze impactul SRD II, NFRD, Reformei Auditului (2014), Taxonomiei (2020) și CSRD (2021) asupra politicilor de remunerare;
- să identifice riscuri (ex. short-termism, asumare excesivă de risc, manipulare a indicatorilor) și să propună remedii;
- să aplice conceptele la un studiu de caz (Wirecard), extrăgând lecții pentru proiectarea și supravegherea remunerației executive.

4.1. Managementul executiv în arhitectura guvernantei

Conducerea executivă (CEO, CFO, echipa de top management) reprezintă „prima linie” în **implementarea strategiei**. Guvernanta urmărește să creeze **alinie** între obiectivele managerilor și interesele companiei/ acționarilor, reducând problemele clasice de **agenție** (separarea proprietății de control). Instrumentul central de aliniere este

remunerația legată de performanță, proiectată să stimuleze decizii cu **orizont lung**, inovare și disciplină în utilizarea capitalului.

4.2. Principii de proiectare a remunerației

O politică de remunerare matură combină:

- **Componenta fixă** (salariu de bază) – asigură stabilitate și atragerea talentului;
- **Variabila pe termen scurt (STI)** – bonusuri anuale corelate cu indicatori financiari și operaționali (ex. marjă, flux de numerar, calitatea execuției bugetului), dar cu **plafonări și corecții de risc**;
- **Variabila pe termen lung (LTI)** – acțiuni/opțiuni/planuri de performanță condiționate, cu **perioade de vesting** și **holding** post-vesting pentru a descuraja „arbitrajul” pe termen scurt;
- **Deferral, malus și clawback** – amânarea plăților, reducerea/ anularea plăților necuvenite și recuperarea sumelor în caz de eroare, fraudă sau încălcări de politică.

În logica performanței sustenabile, pachetele includ **KPI multicriteriale**: financiar (profitabilitate ajustată de risc, ROCE/ROE, FCF), operațional (siguranță, calitatea livrării), **ESG** (mediu, social, guvernanta), conformitate și etică.

În 2022–2023, presiunea reglementărilor europene și a investitorilor instituționali a determinat managementul executiv să integreze obiective ESG în strategia corporativă, ca parte a procesului de conformare cu CSRD și Taxonomie. Această schimbare evidențiază rolul executivilor ca promotori ai tranziției verzi și digitale.

4.3. Cadrul european relevant (până la ianuarie 2023)

4.3.1. SRD II (Directiva (UE) 2017/828) – „say on pay” și transparență

SRD II întărește **drepturile acționarilor** asupra politicilor de remunerare: votul („say on pay”) asupra **politicii și raportului de remunerare**, transparența **lanțului de proprietate** și a **tranzacțiilor cu părți afiliate**. Aceasta apropie politicile de remunerare de **strategia pe termen lung**, cerând o **expunere narativă** a felului în care structura de pay susține modelul de afaceri, riscurile și sustenabilitatea.

4.3.2. NFRD (Directiva 2014/95/UE) – integrarea ESG

NFRD obligă marile companii să publice informații **non-financiare**: politici, riscuri și rezultate în materie de **mediu, social, drepturile omului, anticorupție, diversitate**. În practică, aceasta împinge consiliile și comitetele de remunerare să **coreleze** stimulentele cu **indicatori ESG** relevanți (de ex., intensitate a emisiilor, siguranța muncii, diversitate în leadership, scoruri de etică/ conformitate).

4.3.3. Pachetul de Reformă a Auditului (2014) – încredere în raportări

Regulile UE privind **independența auditorilor**, rotația firmelor și limitarea serviciilor de consultanță reduc riscul de **raportare distorsionată** care ar putea „hrăni” bonusuri nemeritate. **Comitetul de Audit** are un rol central în asigurarea **calității datelor** ce alimentează formulele de bonus și LTI.

4.3.4. Regulamentul privind Taxonomia (UE) 2020/852 – direcționarea capitalului

Taxonomia oferă un **cadru comun** pentru a identifica activitățile **durabile**. Deși nu impune direct structura remunerației, ea influențează **așteptările investitorilor** și designul KPI, încurajând legarea LTI de **ținte climatice/ de mediu** acolo unde compania și sectorul o justifică.

4.3.5. Propunerea CSRD (2021)

Propunerea CSRD (2021) - consolidarea raportării de sustenabilitate
Extinde aria entităților raportatoare, introduce standardele **ESRS** și auditarea informațiilor de sustenabilitate. Consiliile și comitetele de remunerare trebuie să coreleze stimulentele cu obiectivele ESG pe termen lung.

Tendențele recente arată o corelare tot mai strânsă între remunerarea variabilă a executivilor și indicatorii ESG. În 2022, numeroase companii europene au introdus criterii legate de reducerea emisiilor de carbon, diversitate de gen și performanță socială în schemele de bonusuri. Această aliniere răspunde atât presiunilor investitorilor, cât și recomandărilor Comisiei Europene privind guvernanta sustenabilă.

4.4. Instrumente și mecanisme: dincolo de „cât” spre „cum”

4.4.1. Bonusuri anuale (STI)

Bune practici:

- **coș de indicatori** (financiari + operaționali + conformitate);
- **„profit gate”** sau **„risk-adjusted gate”** (bonus plătit doar peste anumite praguri);
- **downward discretion** pentru a ajusta rezultatele în situații neprevăzute (ex. câștiguri excepționale fără substanță economică).

4.4.2. Planuri pe termen lung (LTI)

- **Acțiuni de performanță**: atribuirea în funcție de îndeplinirea **țintelor pe 3–5 ani** (TSR relativ, ROCE, CFROI) și, când e relevant, **ținte ESG**;
- **Opțiuni pe acțiuni**: utilizate prudent, cu **price-setting** corect, **perioade de vesting** suficient de lungi și **clawback**;
- **Mecanisme de „holding”** după vesting pentru a evita monetizarea imediată.

4.4.3. Malus & clawback

Devine standard european: posibilitatea reducerii/recuperării plăților variabile.

4.4.4. Pay mix și pay ratio



Mixul (ponderea fix/variabil/LTI) diferă în funcție de sector, ciclicitate și maturitate. **Raportul dintre remunerarea CEO și salariul median** devine indicator monitorizat de investitori, cerând explicații privind **echitatea internă** și legătura cu productivitatea și performanța.

Adoptarea Directivei CSRD (2022) implică o responsabilitate directă a managementului pentru calitatea și completitudinea informațiilor raportate, ceea ce consolidează legătura dintre controlul managerial și guvernanta corporativă sustenabilă.

4.5. Riscuri și tensiuni în remunerare

4.5.1. Short-termism

Orientarea excesivă pe rezultate anuale poate stimula **tăieri de investiții** (R&D, formare, întreținere) sau **shift-uri contabile** pentru „a face numerele”. Antidot: pondere mai mare a **LTI**, perioade mai lungi, KPI de **calitate** (inovație, siguranță, satisfacție clienți).

4.5.2. Asumare excesivă de risc

Structuri de bonus cu **convecsitate** mare (sus mari, jos limitați) încurajează jocuri riscante. Soluții: **cap-uri**, **curbe S** de plată, ajustări de risc, rol activ al **Comitetului de Risc** și al Comitetului de Audit.

4.5.3. Manipularea indicatorilor

Dependința de un singur KPI (ex. EPS) poate genera „**earnings management**”. Soluții: **coș de KPI**, ajustări de calitate, confirmare independentă a datelor (audit intern/extern).

4.6. Guvernanta remunerării: rolul consiliului și al comitetului de remunerare

Comitetul de Remunerare, compus preponderent din **administratori independenți**, este responsabil de:

- **politica** de remunerare și **alinierea** la strategie/risc/ESG;
- **revizuirea** pay mix, deferral, malus/clawback;
- **benchmarking** (evitând „ratchet effect” prin creșteri automate „la medie”);
- **planificarea succesiunii** și **contractele** (termeni de încetare, non-compete);
- **dialogul** cu acționarii și **raportarea** (clară, concisă, cu justificări).

SRD II cere **votul acționarilor** asupra politicii/raportului, iar în unele jurisdicții votul poate fi **obligatoriu** sau **consultativ** (specificul este național, dar principiul transparenței și al responsabilității este comun).

Remunerația executivilor nu mai este privită exclusiv prin prisma performanței financiare, ci și a îndeplinirii obiectivelor ESG, ceea ce marchează o schimbare structurală în mecanismele de guvernanță corporativă europeană.

4.7. Investitori instituționali și proxy advisors

Investitorii instituționali (fonduri de pensii, administratori de active) și **proxy advisors** (ex. ISS, Glass Lewis) influențează standardele de piață: publică **ghiduri** privind remunerația, semnalează „**pay for performance misalignment**”, contestă **clauze excesive** (ex. „golden parachutes”), și promovează **ESG KPI**. NFRD și presiunile legate de **sustenabilitate** au amplificat dialogul consiliu–investitori pe teme de pay.

4.8. Transparență și calitatea dezvăluirii

Un raport de remunerare valoros:

- explică **strategia** de remunerare și **rațiunea** fiecărei componente;
- arată **legătura** între rezultate și plată (ex. grafice pay vs performance, tabele de realizare a Țintelor);

- detaliază **KPI, greutate, ținte** (în măsura în care nu dezvăluie informații comerciale sensibile), **deferral, malus/clawback**;
- prezintă **scenarii** („what if?”) și **stress-testing** (cum ar varia plata la rezultate diferite).

4.9. Studiu de caz: Wirecard – când stimulentele și controlul eșuează

În **Wirecard**, colapsul din 2020 a expus deficiențe severe în **supravegherea raportărilor** și în **cultura etică**. Deși compania afișa **creștere accelerată**, mecanismele de **verificare independentă** au fost insuficiente, iar **scepticismul** consiliului și al comitetului de audit – mult prea scăzut. Din perspectiva remunerației, lecția centrală este că **plata dependentă de rezultate raportate**, în lipsa unor **controale robuste** și a **ajustărilor de calitate**, poate **recompensa performanța iluzorie**. Conexiunile cu **malus/clawback** și cu **deferral** devin esențiale: o porțiune semnificativă a plăților trebuie **amânată**, supusă **verificărilor ulterioare** și **recuperabilă** dacă raportarea s-a dovedit eronată. Cazul subliniază și rolul **Comitetului de Audit** în certificarea bazei de date pentru plată și importanța **coerenței** între **ESG/etică** și stimulente (McCrum, 2020).

4.10. Concluzii

Remunerația executivă este un **mecanism de guvernare** cu efecte directe asupra **comportamentului managerial** și asupra **traectoriei strategice**. Cadrul european până în ianuarie 2023, accentul se deplasează către:

- transparență (SRD II);
- integrarea ESG în stimulente (NFRD, Taxonomie, CSRD);
- responsabilitate și încredere în raportări (Reforma Auditului);
- echitate internă și sustenabilitate pe termen lung.

Lecturi de bază



- Tricker, Bob. *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. 4th ed. Oxford: Oxford University Press, 2019.
- Eccles, Robert G., și Svetlana Klimenko. „The Investor Revolution: Shareholders Lead on Sustainability.” *Harvard Business Review* 97, nr. 3 (2019): 106–16.
- McCrum, Dan. *Money Men: A Hot Startup, a Billion Dollar Fraud, a Fight for the Truth*. Londra: Random House, 2020.
- European Commission. *Proposal for a Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*, 2021.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2022). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*.
- Edmans, A. (2022). *Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*. Cambridge University Press.

Lecturi suplimentare

- Mallin, Christine A. *Corporate Governance*. 6th ed. Oxford: Oxford University Press, 2019.
- Clarke, Thomas. *International Corporate Governance: A Comparative Approach*. Londra: Routledge, 2017.
- Solomon, Jill. *Corporate Governance and Accountability*. 5th ed. Chichester: Wiley, 2020.
- TCFD. *Guidance on Metrics, Targets, and Transition Plans*, 2021.
- Frydman, C., & Jenter, D. (2022). CEO Compensation. *Annual Review of Financial Economics*.
- Kaplan, S. N. (2022). Executive Compensation and Corporate Governance. *Journal of Economic Perspectives*.
- Krueger, P., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2022). The Importance of Climate Risks for Institutional Investors. *Review of Financial Studies*.

Rapoarte și surse legislative cheie (până la ianuarie 2021)



- Comisia Europeană. **Directiva 2014/95/UE** (NFRD) privind prezentarea de informații non-financiare și diversitate.
- Parlamentul European și Consiliul. **Directiva (UE) 2017/828 (SRD II)** privind implicarea pe termen lung a acționarilor.
- Uniunea Europeană. **Regulamentul (UE) 2020/852** privind instituirea unui cadru pentru facilitarea investițiilor durabile (Taxonomia UE).
- Uniunea Europeană. **Regulamentul (UE) nr. 537/2014** privind cerințele specifice pentru auditul statutar al entităților de interes public.
- Comisia Europeană (2021). Propunere CSRD.
- EFRAG (2021). Progrese pentru standardele ESRS.
- Directive (EU) 2022/2464 (CSRD) – responsabilități ale managementului în raportarea de sustenabilitate.
- European Commission (2022). Sustainable Corporate Governance Initiative.
- OECD (2022). Corporate Governance Factbook.
- Glass Lewis (2022). Executive Compensation Trends in Europe.

CAP 5 TRANSPARENȚĂ, RAPORTARE ȘI COMUNICARE

Obiective

Acest capitol își propune să clarifice rolul **transparenței**, al **dezvăluirii informațiilor** și al **comunicării corporative** în guvernanta corporativă a Uniunii Europene. Vom examina cum raportarea financiară și **non-financiară** contribuie la încrederea investitorilor și a publicului, cum sunt ancorate aceste practici în reglementări și coduri, și în ce fel comunicarea susține **crearea de valoare** și **prevenirea crizelor de încredere**. Un accent aparte cade pe integrarea **sustenabilității** și pe calitatea dialogului cu piețele.

Rezultatele așteptate ale învățării

La finalul capitolului, studenții vor putea:

- să explice de ce transparența și comunicarea sunt pilonii bunei guvernante;
- să identifice principalele instrumente UE (SRD II, NFRD, Reforma Auditului 2014, Taxonomia 2020, CSRD 2021) și logica lor;
- să argumenteze legătura dintre raportare și crearea valorii (financiare și non-financiare);
- să recunoască capcanele (supraîncărcare informațională, limbaj „boilerplate”, greenwashing, raportare selectivă) și să propună remedii;
- să aplice conceptele la un studiu de caz (Wirecard), extrăgând lecții pentru practică.

5.1. Transparența ca fundație a guvernantei

Transparența este condiție necesară pentru responsabilitate și funcționarea piețelor de capital. Fără informații oportune și comparabile, stakeholderii operează sub asimetrie informațională, vulnerabili la abuzuri și evaluări eronate. În 2021–2022, accentul s-a deplasat de la transparență formală la transparență **substanțială**, axată pe **narațiune coerentă, verificabilă și relevantă** pentru decizii.

Adoptarea Directivei (UE) 2022/2464 privind Raportarea de Sustenabilitate Corporativă (CSRD) în noiembrie 2022 marchează o schimbare structurală a transparenței în Uniunea Europeană, înlocuind NFRD și extinzând obligațiile de raportare către toate

companiile mari și listate. Această reglementare aduce un cadru uniform de raportare ESG și introduce standardele ESRS elaborate de EFRAG

5.2. De la raportarea financiară la raportarea non-financiară

Evoluția cadrului european a extins raportarea de la indicatorii financiari la integrarea performanței ESG.

Factori-cheie:

- riscurile climatice și sociale devin determinante pentru costul capitalului;
- cererea investitorilor pentru date comparabile;
- necesitatea de a evalua reziliența pe termen lung.

Astfel, raportarea financiară (standardele IFRS, audit extern) este completată **CSRD**.

Spre deosebire de NFRD, CSRD impune raportarea conform unor standarde detaliate (ESRS) și introduce obligația auditării informațiilor de sustenabilitate, ceea ce consolidează credibilitatea datelor publicate. În plus, raportările vor trebui realizate în format digital (XHTML, cu etichetare XBRL), asigurând interoperabilitatea și comparabilitatea la nivel european.

5.3. Cadrul european relevant (până la ianuarie 2023)

5.3.1. SRD II (Directiva (UE) 2017/828) – transparență orientată spre implicarea acționarilor

SRD II consolidează **drepturile acționarilor** și calitatea **informațiilor** necesare exercitării lor. Dimensiunile cheie:

- **Transparența remunerației:** politică și raport de remunerare, supuse votului („say on pay”), cu explicația **cum** remunerația susține **strategia** și **valoarea pe termen lung**.
- **Tranzacții cu părți afiliate:** dezvăluiri și controale pentru a preveni **tunelarea** valorii.

- **Identificarea acționarilor** și facilitarea comunicării: asigurarea unui **dialog** mai direct și informat între companie și baza sa de investitori.

Prin SRD II, comunicarea nu mai este un unilateral „raport către piață”, ci devine un **schimb** menit să încurajeze **implicarea pe termen lung**.

5.3.2. NFRD (Directiva 2014/95/UE) – „materialitatea dublă” și raportarea ESG

NFRD obligă marile companii să publice informații privind **mediul, aspectele sociale, drepturile omului, anti-corupția și diversitatea**. Noul pas conceptual pe care l-a legitimat în practica europeană este „**materialitatea dublă**”:

- **materialitate financiară**: ce factori non-financiari pot **afecta** performanța/valorile financiare ale firmei (ex. riscuri climatice);
- **materialitate de impact**: ce **impact** are firma asupra mediului și societății, relevant pentru stakeholderi și politice publice.

Această dublă lentilă schimbă modul în care companiile definesc „ce contează” și impune o **narațiune coerentă** între strategie, riscuri și rezultate.

5.3.3. Pachetul de Reformă a Auditului (2014) – credibilitatea raportării

Reforma a întărit **independența auditorilor** (rotație, restricții de servicii non-audit) și a clarificat rolul **Comitetului de Audit** în supravegherea raportării. Mesajul: **calitatea și fiabilitatea** datelor (inclusiv cele care alimentează indicatorii de performanță și remunerația) sunt inseparabile de buna guvernare.

5.3.4. Regulamentul privind Taxonomia (UE) 2020/852 – transparența sustenabilității

Taxonomia introduce un **vocabular comun** pentru activitățile economice „durabile”, facilitând comparabilitatea și direcționarea capitalului. Pentru emitent, înseamnă să explice **gradul de aliniere** la criteriile Taxonomiei; pentru investitor, să evalueze **coerența** dintre promisiunile de tranziție și realitatea modelului de afaceri.

În 2022 au fost adoptate acte delegate suplimentare care extind criteriile tehnice de eligibilitate pentru noi sectoare economice, inclusiv transport și activități energetice. Aceste clarificări sunt esențiale pentru aplicarea corectă a Taxonomiei în raportările companiilor.

5.4. Comunicarea corporativă: de la conformitate la strategie

O arhitectură de comunicare matură include:

- **Raportul anual și raportul non-financiar/ de sustenabilitate** (structurate, comparabile, cu indicatori clari și metodologii explicite);
- **Raportări intermediare** (semestriale, trimestriale, unde aplică), comunicate cu **consistență**;
- **Guvernanța relațiilor cu investitorii (IR)**: prezentări, discuții one-on-one, conferințe, **politică de ghidaj** (sau opțiunea explicită de a nu emite ghidaj), **perioade de liniște** înainte de rezultate;
- **Comunicarea digitală** (site-ul de relații cu investitorii, arhivă de rapoarte și webinare, accesibilitate, limbaj clar);
- **Comunicarea în criză**: proceduri, responsabilități, mesaje-cheie, ritm al actualizărilor, coordonare între juridic, financiar și operațional.
- Utilizarea **XBRL** și a formatului electronic unic european (ESEF) – obligatoriu din 2021 pentru raportările financiare anuale.

Principiul de fond: trecerea de la o **logică de conformitate** („bifăm cerințele”) la o **logică strategică** („explicăm cum creăm valoare și cum gestionăm riscurile”), folosind o narațiune **coerentă, credibilă și fără contradicții** între documente și canale.

Un pas major în convergența internațională îl constituie lansarea de către IFRS Foundation a International Sustainability Standards Board (ISSB), care în 2022 a publicat primele drafturi de standarde globale (IFRS S1 și S2). Acestea vor funcționa complementar cu ESRS, dar vor facilita și comparabilitatea la nivel global.

5.5. Calitatea informației: relevanță, comparabilitate, inteligibilitate

Transparența valoroasă nu se măsoară în pagini, ci în **claritatea răspunsurilor** la întrebările pe care investitorii le au despre **modelul de afaceri, riscuri, capital alocat, sustenabilitate și reziliență**. Trei criterii esențiale:

1. **Relevanță** – informații care „duc la decizie”: KPI bine aleși (inclusiv ESG), praguri de **materialitate** explicate, legături evidente între obiective, riscuri și rezultate.
2. **Comparabilitate** – metodologii stabile, serii de timp, referințe la standarde recunoscute (GRI, TCFD, viitoarele ESRS), coerență între perioade.
3. **Inteligibilitate** – evitarea jargonului opac; **narațiune** logică, diagrame/ tabele care luminează, nu complică.

5.6. Capcane frecvente și remedii

- **Supraîncărcarea informațională (information overload)**: prea multe date fără ierarhie reduc comprehensiunea. *Remediu*: structură clară, sumar executiv, ierarhizare a riscurilor, trimiteri încrucișate.
- **„Boilerplate”** (formulări generice): limbaj vag care poate acoperi lipsa de substanță. *Remediu*: indicatori *specifici*, studii de caz, exemple de implementare, eșantioane de proiecte și rezultate măsurabile.

- **Greenwashing:** afirmații ecologice fără acoperire în date. *Remediu:* legarea afirmațiilor de **KPI auditabili**, metodologii publice, **alinie la Taxonomie** acolo unde este relevant.
- **Selectivitatea:** comunicarea „numai a veștilor bune” erodează credibilitatea. *Remediu:* echilibru între oportunități și riscuri, inclusiv lecții din proiecte eșuate și corecții strategice.

5.7. Raportarea riscurilor și rolul Comitetului de Audit

Raportarea riscurilor – financiare, operaționale, de conformitate, cibernetice și ESG – trebuie să includă **apetitul la risc**, mecanismele de **monitorizare** și **măsuri de atenuare**. Comitetul de Audit:

- coordonează **controlul intern** și relația cu **auditul extern** (Reforma 2014);
- se asigură că **baza de date** utilizată în raportări este **solidă**;
- verifică **consistența** dintre raportarea financiară și cea non-financiară (de ex., investiții în tranziția climatică vs. narativul ESG).

Din 2022, raportarea Taxonomiei obligă consiliile să monitorizeze riscurile de tranziție și fizice legate de climă. Comitetul de Audit trebuie să asigure consistența dintre raportarea financiară și cea non-financiară.

5.8. Integrarea sustenabilității în povestea de capital

Investitorii doresc să înțeleagă **cum** se transformă modelul de afaceri în contextul tranziției verzi și al așteptărilor sociale. O comunicare matură:

- prezintă **teza investițională** a tranziției (unde și de ce se alocă capital);
- leagă **KPI ESG** de **alocarea capitalului** și de **remunerație**;
- explică **aliniearea** (sau lipsa ei, cu plan corectiv) la criteriile **Taxonomiei**;
- arată **trade-off-uri**: costuri pe termen scurt vs. beneficii pe termen lung, impact asupra marjelor și asupra riscului.

5.9. Studiu de caz: Wirecard – ce se întâmplă când transparența eșuează

Wirecard ilustrează modul în care **defectele sistemice** de raportare și comunicare pot ascunde realități operaționale. În pofida **rapoartelor auditate** și a unei comunicări aparent sofisticate, compania a menținut o **narațiune** care nu corespundea **fluxurilor reale de numerar** și **existenței activelor**. Lipsa scepticismului adecvat în **Comitetul de Audit**, dependența de asigurări formale fără **verificări independente** și o **comunicare defensivă** cu piața au amplificat prejudiciul.

Lecții:

- transparența **formalistă** nu substituie **substanța** și **verificarea**;
- trebuie cultivate **mecanisme de alarmă**: audit intern robust, investigații independente, clarificări publice rapide când apar semne de întrebare;
- comunicarea credibilă presupune **recunoașterea promptă a riscurilor** și **corectarea narațiunii** înainte ca încrederea să se erodeze ireversibil.

5.10. Concluzii

Transparența, raportarea și comunicarea sunt active strategice ale guvernantei. Cadrul european până la ianuarie 2023 – SRD II, NFRD, Reforma Auditului, Taxonomia și CSRD – consolidează orientarea către valoare sustenabilă și dialog autentic cu stakeholderii. Diferența o face capacitatea entității de a livra o **narațiune coerentă și verificabilă**, care arată cum creează valoare pe termen lung.

Prin CSRD, ESRS și extinderea Taxonomiei, Uniunea Europeană a creat până la ianuarie 2023 cel mai complex cadru de raportare de sustenabilitate la nivel global, integrând transparența financiară și non-financiară într-o arhitectură unitară.

Lecturi de bază

- Tricker, Bob. *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. 4th ed. Oxford: Oxford University Press, 2019.



- Eccles, Robert G., & Klimenko, Svetlana. “The Investor Revolution: Shareholders Lead on Sustainability.” *Harvard Business Review* 97(3) (2019): 106–116.
- McCrum, Dan. *Money Men: A Hot Startup, a Billion Dollar Fraud, a Fight for the Truth*. Random House, 2020.
- European Commission. Proposal for a Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), 2021.
- GRI (2021). Global Reporting Standards.
- SASB (2022). Sustainability Accounting Standards.
- EFRAG (2022). European Sustainability Reporting Standards – Exposure Drafts.

Lecturi suplimentare

- Mallin, Christine A. *Corporate Governance*. 6th ed. Oxford University Press, 2019.
- Clarke, Thomas. *International Corporate Governance: A Comparative Approach*. Routledge, 2017.
- Solomon, Jill. *Corporate Governance and Accountability*. 5th ed. Wiley, 2020.
- TCFD. Guidance on Metrics, Targets, and Transition Plans. 2021.
- Eccles, R. G., & Krzus, M. P. (2022). The Future of Corporate Reporting: ESG and Beyond. *Journal of Applied Corporate Finance*.
- KPMG (2022). Survey of Sustainability Reporting.
- PwC (2022). CSRD Readiness Report.

Rapoarte și surse legislative cheie (până la ianuarie 2023)

- Comisia Europeană. **Directiva 2014/95/UE** privind prezentarea de informații nefinanciare și privind diversitatea (NFRD).
- Parlamentul European și Consiliul. **Directiva (UE) 2017/828 (SRD II)** privind încurajarea implicării pe termen lung a acționarilor.
- Uniunea Europeană. **Regulamentul (UE) nr. 537/2014** privind cerințele specifice referitoare la auditul statutar al entităților de interes public.
- Uniunea Europeană. **Regulamentul (UE) 2020/852** privind instituirea unui cadru pentru facilitarea investițiilor durabile (Taxonomia UE).
- Comisia Europeană (2021). Propunere CSRD.



- EFRAG (2021). Documente de lucru privind ESRS.
- ESMA (2021). Implementarea formatului ESEF/XBRL pentru raportările financiare.
- Directive (EU) 2022/2464 (CSRD).
- EFRAG (2022). Draft ESRS Standards.
- European Commission (2022). Delegated Acts under the EU Taxonomy Regulation.
- IFRS Foundation (2022). ISSB Exposure Drafts (IFRS S1, S2).
- European Securities and Markets Authority (ESMA) (2022). Guidelines on Non-Financial Reporting Supervision.

CAP 6 COMUNICAREA PENTRU GUVERNANȚA CORPORATIVĂ ÎN ERA TEHNOLOGIEI INFORMAȚIEI

Obiective

Acest capitol explorează rolul comunicării în guvernanța corporativă în contextul **transformării digitale**. Examinăm cum platformele online, raportarea electronică, rețelele sociale și tehnologiile emergente (de ex., analytics, AI) reconfigurează relația dintre companii, acționari și stakeholderi. Din perspectivă europeană, discutăm **implicațiile juridice și practice** ale digitalizării, modul în care comunicarea electronică sprijină **transparența, responsabilitatea și sustenabilitatea**, precum și riscurile aferente (securitate cibernetică, confidențialitate, supraîncărcare informațională).

Rezultatele așteptate ale învățării

La finalul capitolului, studenții vor putea:

- să explice mecanismele prin care tehnologia informației amplifică sau distorsionează comunicarea corporativă;
- să identifice cadrul legislativ european relevant pentru comunicarea digitală în guvernanța corporativă (SRD II, NFRD, Reforma Auditului 2014, Taxonomia 2020) și reglementările conexe (GDPR, MAR, NIS, **ESEF**, precum și **CSRD 2021** ca direcție de consolidare);
- să evalueze avantajele (viteza, accesibilitatea, interactivitatea) și riscurile (cyber, confidențialitate, dezinformare) ale digitalizării comunicării;
- să aplice criterii de calitate și etică în proiectarea comunicării digitale (materialitate, relevanță, verificabilitate, lizibilitate);
- să analizeze critic un studiu de caz (Wirecard), extrăgând lecții pentru prevenirea abuzurilor și întărirea încrederii.

6.1. Digitalizarea guvernantei: de la canal la arhitectură informațională

Transformarea digitală nu înseamnă doar noi canale de comunicare, ci o **reconfigurare a fluxurilor informaționale**: de la documente tipărite la **rapoarte electronice**; de la adunări generale în sală la **platforme de vot electronic**; de la comunicate unidirecționale la **dialog continuu** cu investitorii pe website-ul de IR, webcasturi și Q&A online. În acest ecosistem, compania devine un **nod informațional** care agregă, structurează și distribuie date către multiple audiențe, în timp real sau aproape în timp real. Digitalul accelerează **temporalitatea** guvernantei (reacții rapide, trasabilitate sporită), dar impune standarde mai înalte de **coerență** (aceleași mesaje pe toate canalele), **acuratețe** (corectitudine factuală) și **protecție** (securitate cibernetică, confidențialitatea datelor).

Începând cu 2022, toate entitățile listate din Uniunea Europeană sunt obligate să publice rapoartele anuale în format ESEF (European Single Electronic Format), utilizând etichetarea iXBRL. Această cerință crește gradul de transparență și facilitează accesul automatizat la date financiare și non-financiare.

6.2. Instrumente și practici ale comunicării digitale

(a) **Website-ul de relații cu investitorii (IR)**. Reprezintă depozitul oficial al informațiilor publice: rapoarte anuale și semestriale, raportări curente, secțiuni dedicate **remuneratiei** (SRD II), **NFRD/ESG**, calendar financiar, webcasturi și arhive. Calitatea unui site IR se evaluează prin accesibilitate, structură logică, **consistența documentelor** și promptitudinea actualizării.

(b) **Raportarea electronică și formatele digitale**. În UE, ESEF impune publicarea rapoartelor financiare anuale în **(i)XBRL** (aplicabil exercițiilor care încep la 1 ian. 2020; utilizat la publicarea rapoartelor 2021). Rezultatul: căutabilitate, comparabilitate, analizabilitate sporită.

(c) **Adunări generale electronice și e-voting.** SRD II facilitează utilizarea mijloacelor electronice pentru participare, informare și vot, crescând **accesul** și **implicarea** acționarilor (inclusiv transfrontalier). Platformele trebuie să asigure autentificare, confidențialitate, jurnalizare a voturilor și suport tehnic adecvat.

(d) **Social media și canale interactive.** Rețelele sociale amplifică **reach-ul** și permit clarificări rapide, dar implică riscuri de **dezvăluire selectivă** sau **inexactă**. Comunicarea pe aceste canale trebuie aliniată cu **regulile pieței** (vezi MAR) și documentația formală; postările devin parte a **dosarului public**.

(e) **Webcasturi, call-uri de rezultate, Q&A.** Practici standard care susțin **simetria informațională**: aceeași informație pentru toți, în același timp, cu transcrieri arhivate. Moderarea Q&A este esențială pentru **egalitatea accesului** la clarificări.

(f) **Analitică și AI în comunicare.** Instrumente de **text mining** și **sentiment analysis** pot sprijini funcția de IR și monitorizarea **riscului reputațional**; totuși, interpretarea rămâne o responsabilitate umană, iar utilizarea datelor trebuie să respecte **GDPR**.

Tot mai multe companii experimentează utilizarea inteligenței artificiale și a tehnologiilor blockchain pentru verificarea și trasabilitatea informațiilor raportate. În 2022, la nivel european, au apărut primele proiecte-pilot de raportare bazată pe blockchain, menite să sporească încrederea investitorilor în datele de sustenabilitate.

6.3. Cadrul european aplicabil comunicării digitale (până la ian. 2023)

6.3.1. SRD II (2017/828/UE) – comunicare acționarială electronică

SRD II consolidează dreptul companiilor și intermediarilor de a utiliza **mijloace electronice de comunicare** pentru convocări, informări, vot și identificarea acționarilor. Scopul: **implicare pe termen lung**, eficiență operațională și trasabilitate a proceselor decizionale.

6.3.2. NFRD (2014/95/UE) – raportare non-financiară online

Directiva impune publicarea de informații privind **mediu, social, drepturile omului, anti-corupție, diversitate**. În practică, companiile pun la dispoziție **rapoarte online** și **date ESG** (adesea într-un hub dedicat), crescând **accesibilitatea** publicului și a investitorilor. Încurajează hub-uri ESG digitale (politici, riscuri, rezultate) și anunță tranziția către standardizare prin **CSRD (2021)**.

6.3.3. Reforma Auditului (2014) – digitalizarea relației cu auditorul

Regulile privind **independența** și **rotația** auditorilor, precum și documentația electronică, întăresc **trasabilitatea** și **calitatea** raportărilor. Comitetul de Audit trebuie să se asigure că **fluxurile digitale** de raportare financiară sunt robuste și **securizate**.

6.3.4. Regulamentul privind Taxonomia (2020/852) – transparența digitală a sustenabilității

Taxonomia creează un **cadru comun** pentru clasificarea activităților durabile. Chiar dacă nu reglementează canalele, ea stimulează **publicarea digitală** a gradului de aliniere și a metodologiilor, pentru a permite **verificarea** de către investitori.

De la **1 ianuarie 2022**, entitățile vizate raportează **eligibilitatea** activităților la Taxonomie; urmează convergența cu **ESRS** (în contextul CSRD).

6.3.5. Reglementări conexe cu impact direct asupra comunicării digitale

- **GDPR (Regulamentul (UE) 2016/679)**: protecția datelor cu caracter personal – crucială pentru **identificarea acționarilor**, platforme de vot, newslettere IR, înregistrări de call-uri. Principii: **legalitate, minimizare, securitate**, drepturi ale persoanei vizate.

- **MAR (Regulamentul (UE) nr. 596/2014)** privind abuzul de piață: obligații de **dezvăluire în timp util** a informațiilor privilegiate, menținerea **listelor de inițiați**, controlul **comunicării publice** (inclusiv online) pentru a preveni manipularea pieței.
- **Directiva NIS (2016/1148/UE)**: securitatea rețelilor și sistemelor informatice – relevantă pentru **platformele critice** (site IR, vot electronic, depozit de rapoarte), guvernanta **incidentelor cibernetice** și **continuitatea** operațiunilor.
- **ESEF** (formatul electronic unic european): rapoarte financiare anuale **în iXBRL** pentru emitenți, îmbunătățind **interoperabilitatea** și **analiza**.
- **CSRD (Propunerea 2021)** – pregătirea standardizării digitale, Extinde aria entităților, introduce auditarea informațiilor de sustenabilitate și standardele ESRS (EFRAG). Implicație: guvernanta datelor ESG devine parte a infrastructurii digitale de raportare/comunicare.

Tendențele recente arată o creștere a așteptărilor stakeholderilor ca informațiile ESG să fie comunicate nu doar prin rapoarte anuale, ci și în timp real, prin platforme digitale interactive. Acest lucru transformă comunicarea corporativă într-un proces continuu, dinamic și bidirecțional.

6.4. Avantaje și riscuri ale comunicării digitale

Avantaje

- **Rapiditate și cost redus:** publicații simultane către piețe multiple; webcasturi înlocuiesc evenimente costisitoare.
- **Acces și incluziune:** participarea facilitată a acționarilor mici, a investitorilor străini și a stakeholderilor non-financiari.
- **Trasabilitate și auditabilitate:** jurnalizarea accesărilor, a voturilor, a modificărilor versiunilor de documente.
- **Analizabilitate:** date structurate (ESEF/iXBRL) permit **screening** și **benchmarking**.

Riscuri

- **Securitate cibernetică:** atacuri DDoS pe site-ul IR, compromiterea conturilor social media, falsificarea anunțurilor („account takeover”).
- **Confidențialitate:** expunerea datelor acționarilor (GDPR), scurgeri de informații privilegiate (MAR).
- **Dezinformare/volatilitate:** viralizarea conținutului nevalidat, „spoofing” de comunicate, ecosisteme de **rumori** amplificate algoritmic.
- **Supraîncărcare informațională:** „zgomot” care diluează semnificația datelor relevante; risc de **boilerplate**.

Măsuri de atenuare

- **Guvernanță cibernetică** (rol de comitet/raportare la consiliu), teste de penetrare, MFA, proceduri de incident response, back-up și **planuri de continuitate**.
- **Convergență legală:** alinierea mesajelor la **MAR, GDPR, SRD II**; instruirea purtătorilor de cuvânt.
- **Politici editoriale:** controlul versiunilor, workflow de aprobare, „**four-eyes** principle”, timpi de embargo.
- **Calitate narativă:** sinteze executive, ierarhizare a riscurilor, indicatori **materiali**, legături între KPI și strategia pe termen lung.

6.5. Comunicarea în adunările generale electronice

Platformele de **AGM/EGM** digitale trebuie să asigure **echitate procedurală**: acces, autentificare, verificarea identității, mecanisme robuste de **Q&A** (inclusiv întrebări scrise prealabile), **timp adecvat** pentru deliberare și **probatoriu** (loguri, înregistrări). Consiliul și secretariatul guvernanței au obligația de a verifica **funcționarea tehnică** înainte de eveniment și de a publica **instrucțiuni clare** pentru acționari.

6.6. Raportarea non-financiară în mediu digital: materialitate, verificabilitate, lizibilitate

Calitatea raportării ESG publicate online depinde de:

- **Materialitate dublă** (NFRD): selectarea subiectelor în funcție de impactul asupra **valorii** și **societății/mediului**;
- **Verificabilitate**: metodologii explicite, serii de timp, aliniere la standarde recunoscute (acolo unde compania optează), **consistență** cu Taxonomia;
- **Lizibilitate**: navigare clară, **glosar**, **databook** cu indicatori, descărcabile în formate deschise (CSV, XLSX).

6.7. Etica, tonul și consecvența mesajului

În era digitală, comunicarea devine **continuu evaluată** de investitori, presă și comunitate. Reputația se construiește prin **consecvență** (mesaje aliniate cu faptele), **echilibru** (prezentarea riscurilor, nu doar a oportunităților) și **responsabilitate** (corecții rapide când apar erori). O comunicare etică privilegiază **claritatea** în fața cosmetizării, iar „designul” narativ urmărește **explicarea deciziilor**, nu ascunderea lor.

6.8. Studiu de caz: Wirecard – când tehnologia amplifică, dar nu înlocuiește guvernanta

Wirecard a utilizat canale moderne de comunicare (rapoarte digitale, prezentări, comunicate), însă **forma** a acoperit **substanța**: fluxuri de numerar opace, active inexistente, controale deficitare. În mediul digital, o **narațiune coerentă dar falsă** se poate propaga mai repede, iar **contranarațiunile** (semnale de avertizare din presă/investigatori) pot fi **contestabile** prin retorică agresivă. Lecțiile principale:

- **Scepticismul consiliului** și **verificările independente** (forensic, „second opinion”) sunt indispensabile, indiferent cât de sofisticată pare infrastructura digitală de raportare;



- **Comitetul de Audit** trebuie să testeze **calitatea datelor** care alimentează mesajele publice;
- **Politicile de criză** trebuie să favorizeze **clarificarea promptă**, nu negarea reflexă;
- Platformele digitale **nu** pot înlocui **etică, control și transparență substanțială**.

6.9. Concluzii

Comunicarea pentru guvernanta corporativă în era IT este o **arhitectură integrată** de date, procese, responsabilități și valori. Cadrul european – SRD II, NFRD, Reforma Auditului 2014, Taxonomia 2020, completat de GDPR, MAR, NIS și ESEF, cu tranziția către CSRD/ESRS – încurajează transparența digitală, protecția datelor, integritatea piețelor și reziliența cibernetică. Organizațiile performante transformă tehnologia în **avantaj de guvernanta**: narațiuni clare, date verificabile, procese sigure și dialog autentic.

Digitalizarea raportării corporative a devenit, până la ianuarie 2023, o componentă obligatorie a guvernantei, consolidată de ESEF/iXBRL și completată de tendințele emergente în AI și blockchain, care promit o transparență și o credibilitate sporite.

Lecturi de bază

- Tricker, Bob. *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. 4th ed., Oxford University Press, 2019.
- Eccles, Robert G., & Klimenko, Svetlana. “The Investor Revolution: Shareholders Lead on Sustainability.” *Harvard Business Review* 97(3), 2019, pp. 106–116.
- McCrum, Dan. *Money Men: A Hot Startup, a Billion Dollar Fraud, a Fight for the Truth*. Random House, 2020.
- European Commission. Proposal for a Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), 2021.
- Bebbington, J., Unerman, J., & O’Dwyer, B. (2022). *Sustainability Accounting and Accountability*. Routledge.
- ICAEW (2022). *Digital Reporting and Corporate Communication*.



Lecturi suplimentare

- Mallin, Christine A. *Corporate Governance*. 6th ed., Oxford University Press, 2019.
- Clarke, Thomas. *International Corporate Governance: A Comparative Approach*. Routledge, 2017.
- Solomon, Jill. *Corporate Governance and Accountability*. 5th ed., Wiley, 2020.
- ESMA. Ghiduri & materiale ESEF/iXBRL (2021).
- EY (2022). ESEF Reporting: Challenges and Best Practices.
- Deloitte (2022). The Future of Digital Corporate Reporting.
- PwC (2022). Blockchain and ESG Reporting.

Rapoarte și surse legislative cheie (până la ianuarie 2023)

- Comisia Europeană. **Directiva 2014/95/UE** privind prezentarea de informații nefinanciare și privind diversitatea (NFRD).
- Parlamentul European și Consiliul. **Directiva (UE) 2017/828 (SRD II)** privind încurajarea implicării pe termen lung a acționarilor.
- Uniunea Europeană. **Regulamentul (UE) 2020/852** privind instituirea unui cadru pentru facilitarea investițiilor durabile (Taxonomia UE).
- Uniunea Europeană. **Regulamentul (UE) nr. 537/2014** privind cerințele specifice referitoare la auditul statutar al entităților de interes public (Reforma Auditului).
- Uniunea Europeană. **Regulamentul (UE) 2016/679 (GDPR)** privind protecția datelor cu caracter personal.
- Uniunea Europeană. **Regulamentul (UE) nr. 596/2014 (MAR)** privind abuzul de piață.
- Uniunea Europeană. **Directiva (UE) 2016/1148 (NIS)** privind securitatea rețelelor și a sistemelor informatice.
- ESMA (2021) – implementarea ESEF (iXBRL) pentru rapoartele anuale.
- European Commission (2022). European Single Electronic Format (ESEF) – Guidance.
- ESMA (2022). Supervisory Briefing on ESEF Implementation.
-



- OECD (2022). Digitalisation and Corporate Governance.
- World Economic Forum (2022). Digital Transformation Initiative in ESG.

CAP 7 RESPONSABILITATEA SOCIALĂ CORPORATIVĂ

Obiective

Acest capitol urmărește să explice **ce este CSR**, de ce devine **parte intrinsecă a guvernanței corporative** în UE și cum contribuie la **crearea valorii pe termen lung**. Analizăm relația dintre CSR, **transparență** și **sustenabilitate**, ancorând discuția în directivele europene relevante și în practici manageriale care transformă angajamentele etice în **procese, KPI și decizii**.

Rezultatele așteptate ale învățării

La final, studenții vor putea:

- defini și diferenția CSR, ESG și sustenabilitatea în context corporativ;
- explica de ce și cum este integrată CSR în strategia și guvernanța firmelor europene;
- interpreta cerințele NFRD, SRD II, Regulamentul Auditului (2014), **Taxonomia (2020)** și **propunerea CSRD (2021)** pentru politicile CSR;
- evalua critic „business case-ul” CSR (valoare, risc, cost al capitalului) și principalele critici (costuri, arbitrar, greenwashing);
- traduce conceptele în mecanisme concrete (rolul consiliului și comitetelor, KPI, ținte, remunerare, raportare);
- extrage lecții de guvernanță din cazuri reputaționale (ex. Wirecard).

7.1. Ce este CSR? Evoluție conceptuală și diferențe terminologice

În accepțiunea clasică (Carroll, 1999), CSR reprezintă **asumarea voluntară și strategică** a unor responsabilități economice, legale, etice și filantropice față de societate. În Europa, CSR a evoluat de la proiecte izolate de **filantropie** spre **integrarea riscurilor**

și oportunităților sociale și de mediu în modelul de afaceri, apropiindu-se de ceea ce literatura recentă numește **ESG** (set de criterii măsurabile) și de **sustenabilitate** (reziliență și valoare pe termen lung).

Diferențe utile:

- **CSR** – concept umbrelă despre **responsabilitatea** corporativă față de stakeholderi;
- **ESG** – **metrica** utilizată de investitori pentru a evalua performanța non-financiară (environment, social, governance);
- **Sustenabilitate** – **orientarea strategică** către crearea de valoare pe termen lung, ținând cont de limitele de mediu și de contractul social.

Adoptarea Directivei CSRD (2022) marchează trecerea de la raportarea voluntară la cea obligatorie privind sustenabilitatea. Companiile mari și listate din Uniunea Europeană sunt obligate să publice informații detaliate despre impactul lor social, de mediu și de guvernanta, conform standardelor ESRS.

7.2. De ce contează CSR în guvernanta? De la legitimitate la valoare

Trei rațiuni principale:

1. **Legitimite și licență socială de operare:** companiile își păstrează acceptarea socială prin conformitate și comportamente etice vizibile.
2. **Gestionarea riscurilor și a costului capitalului:** practici CSR solide pot reduce riscurile de reglementare, litigii, accidente, întreruperi operaționale și pot îmbunătăți **percepția investitorilor**, influențând **prima de risc**.
3. **Inovație și avantaj competitiv:** presiunea tranziției ecologice și a preferințelor consumatorilor induce inovare în produse, procese și lanțuri de aprovizionare.

În UE, aceste rațiuni sunt **instituționalizate** prin cerințe de **raportare, implicare a acționarilor și standardizare** a informațiilor, pentru a facilita deciziile investiționale.

În februarie 2022, Comisia Europeană a prezentat propunerea pentru Directiva privind due diligence-ul în materie de sustenabilitate corporativă (CSDDD), care impune companiilor să identifice, să prevină și să atenueze riscurile sociale și de mediu de-a lungul



lanțului de aprovizionare. Această inițiativă consolidează rolul ESG ca element central al guvernanței corporative.

7.3. Cadrul european relevant (până la ian. 2023)

7.3.1. NFRD – Directiva 2014/95/UE

NFRD obligă marile companii să **raporteze** politici, riscuri și rezultate privind **mediul, aspectele sociale, drepturile omului, anticorupția și diversitatea**. Ea consolidează abordarea europeană a „**materialității duble**”:

- **materialitate financiară**: cum afectează factorii ESG performanța financiară;
- **materialitate de impact**: ce impact are compania asupra mediului și societății.

7.3.2. SRD II – Directiva (UE) 2017/828

SRD II întărește **rolul acționarilor** în monitorizarea practicilor CSR prin:

- votul asupra **politicii de remunerare** și al **raportului de remunerare** („say on pay”), încurajând **alinierea stimulentei** la obiective pe termen lung și, când e cazul, la **KPI ESG**;
- transparența **tranzacțiilor cu părți afiliate** și identificarea acționarilor – condiții pentru dialogul responsabil pe teme de sustenabilitate.

7.3.3. Pachetul de Reformă a Auditului (2014) și Regulamentul (UE) 537/2014

Întărește **independența** auditorilor și rolul **Comitetului de Audit**, sporind încrederea în **calitatea datelor** (inclusiv cele care sprijină indicatorii non-financiari integrați în decizii și remunerare).

7.3.4. Regulamentul privind Taxonomia (UE) 2020/852

Instituie un **cadru comun** de clasificare a activităților economice „durabile” din punct de vedere ecologic. Efectul în CSR: crește presiunea pentru **raportarea gradului de aliniere** la criteriile de mediu și pentru conectarea **planurilor strategice la tranziția verde** (unde este relevant).

7.3.5. Propunerea CSRD (Comisia Europeană, 2022)

Extinde aria companiilor vizate, introduce **standardele ESRS** (elaborate de EFRAG) și **auditarea** informațiilor de sustenabilitate. Implicație: CSR trece de la narativ voluntar la **raportare standardizată, comparabilă și verificabilă**.

7.3.6. (Context investitori) SFDR (Reg. 2019/2088, aplicabil 2022)

Impune administratorilor de active dezvăluiri despre integrarea riscurilor de sustenabilitate și efectele adverse, amplificând cererea pentru **date ESG de calitate** din partea emitentelor.

Green Deal Industrial Plan, anunțat în 2022, plasează companiile europene într-un context strategic nou, în care sustenabilitatea devine atât o cerință de reglementare, cât și o sursă de competitivitate globală. Acest plan încurajează investițiile în tehnologii verzi și alinierea strategiilor corporative la obiectivele climatice.

7.4. CSR în arhitectura guvernanței: roluri și responsabilități

7.4.1. Consiliul de administrație

Consiliul este responsabil de **integrarea** CSR în strategie, de **definirea apetitului la risc** ESG, de **supravegherea** politicilor (etice, sociale, de mediu) și de **calibrarea** indicatorilor. Practici mature:

- includerea competențelor ESG în **matricea de competențe** a consiliului;
- instituirea unui **comitet dedicat** (sustenabilitate/CSR) sau alocarea clară a responsabilităților în comitetele existente (audit, risc, remunerare);
- **evaluări periodice** ale consiliului cu accent pe supravegherea ESG.

7.4.2. Managementul executiv

Traducerea angajamentelor în **proces operaționale**, ținte anuale și multianuale, **bugete**, responsabilități funcționale (ex. achiziții responsabile, securitate ocupațională, managementul energiei și deșeurilor, etică în afaceri). Integrarea CSR în **sistemele de control intern**.

7.4.3. Remunerarea

Legarea unei părți din **STI/LTI** de indicatori ESG relevanți (siguranță, emisii, diversitate în leadership, scoruri de etică, satisfacție clienți) și utilizarea **deferral/malus/clawback** pentru a evita recompensarea performanței nesustenabile sau obținute prin conduită inadecvată.

7.5. Măsurarea și raportarea CSR: de la intenții la date

O arhitectură robustă de măsurare presupune:

- **KPI specifici și auditabili:** intensitate a emisiilor (ex. tCO₂e/unitate), rata accidentelor, rotația angajaților, procent achiziții sustenabile, training etică, incidente de conformitate etc.;
- **metodologii explicite și serii de timp;** unde firma optează, **alinie** la cadre de raportare recunoscute (de ex., GRI) și, pentru climă, referiri la recomandările TCFD
- **consistență** între raportarea financiară și non-financiară (aceleași ipoteze, aceleași perioade, aceeași granularitate a riscurilor).

Materialitatea dublă ghidează selecția temelor: se raportează ceea ce este **material** pentru investitori și **semnificativ** pentru impactul asupra mediului/societății.

7.6. CSR și lanțul de aprovizionare

Multe riscuri ESG se manifestă în **lanțul de valoare** (materii prime, subcontractori, logistică). Politicile CSR eficiente includ:

- **clauze contractuale** și **coduri de conduită** pentru furnizori;
- **evaluări de due diligence** (drepturi ale omului, anti-mită, mediu);
- **audituri tematice** și planuri de remediere;
- **trasabilitate** și **indicatori** privind conformitatea furnizorilor.

7.7. „Business case”-ul CSR vs. Criticile

Argumente pro (literatura și practica):

- corelație pozitivă (în medie) între **performanța ESG** și **performanța ajustată la risc**;
- **cost mai scăzut al capitalului** pentru emitenți credibili ESG;
- **loialitate** și **productivitate** crescută a angajaților; **reputație** și **acces la piațe**.

Critici (Crane, Matten & Spence, 2008; alte voci):

- risc de **deturnare** de la obiectivul economic;
- **arbitrar** în selecția indicatorilor și în cântărirea stakeholderilor;
- **greenwashing**: comunicarea depășește realitatea;
- costuri de conformitate și raportare care pot depăși beneficiile în unele contexte.

Răspuns managerial: ancorarea CSR în **strategie**, **KPI clari**, **proces de alocare a capitalului** și **mecanisme de control** (audit, comitete, verificare externă selectivă).

7.8. Riscuri, capcane și cum le evităm

- **Greenwashing:** promisiuni fără dovezi. *Remediu:* date măsurabile, ținte datate, verificări independente, coerență cu **Taxonomia** acolo unde e cazul.
- **Boilerplate:** limbaj generic. *Remediu:* migrare către **studii de caz** și rezultate concrete.
- **Fragmentarea datelor:** rapoarte ESG care nu „vorbesc” cu finanțele. *Remediu:* guvernanta a datelor, responsabil clar, **Comitetul de Audit** asigură consistența.
- **Selecție convenabilă a indicatorilor:** raportarea „doar a veștilor bune”. *Remediu:* abordare **echilibrată** (oportunități + riscuri), explicații pentru ținte ratate și **planuri corective**.
- **Supraîncărcare:** multe pagini, puțină substanță. *Remediu:* **materialitate** și sinteze executive.

7.9. Studiu de caz – Lecții din Wirecard, prin prisma CSR

Wirecard nu este un caz „clasic” de CSR, dar oferă **lecții de guvernanta** relevante:

- **Etica și integritatea datelor** sunt fundamentul oricărei afirmații CSR. Fără **raportare fidelă** și **control intern** credibil, politicile CSR devin **retorică**.
- **Rolul Comitetului de Audit:** verifică nu doar cifrele financiare, ci și **baza de date** pentru indicatorii non-financiari utilizați în comunicare și remunerare.
- **Cultura organizațională:** climatul în care semnalele de alarmă sunt descurajate contravine oricărei pretenții de responsabilitate.
- **Transparența în criză:** răspunsul rapid și onest la întrebări legitime este un test major al credibilității CSR.



7.10. Pași practici pentru integrarea CSR în guvernanta (foaie de parcurs)

1. **Diagnosticul materialității** (dublă materialitate) – dialog structurat cu stakeholderi.
2. **Aliniere strategică** – legarea temelor materiale de **obiective, bugete și capital alocat**.
3. **Guvernanta clară** – roluri pentru consiliu/comitete; responsabil executiv pentru ESG.
4. **KPI & ținte** – puține, **relevante**, auditable; calendar de ținte intermediare.
5. **Remunerare** – integrare atentă a indicatorilor ESG (unde sunt materiale).
6. **Raportare** – narațiune coerentă, date consecvente, verificări selective; acces online.
7. **Îmbunătățire continuă** – evaluări anuale, lecții învățate, corecții de curs.

Concluzii

În Uniunea Europeană, CSR nu mai este o anexă filantropică, ci o **dimensiune strategică** a guvernantei. **NFRD** fixează exigența raportării, **SRD II** leagă sustenabilitatea de implicarea acționarilor și de remunerație, **Reforma Auditului (2014)** întărește credibilitatea datelor, **Taxonomia (2020)** oferă un limbaj comun pentru tranziția verde, iar **CSRD (2021)** deschide tranziția către **standardizare (ESRS) și audit** al informațiilor. Valoarea apare când CSR este **internalizată în decizii, procese și stimulente**, iar comunicarea devine transparentă, echilibrată și verificabilă. Lecțiile din Wirecard reamintesc că **etica și controlul** preced orice pretenție de responsabilitate socială.

CSR și ESG nu mai reprezintă doar dimensiuni complementare ale activității corporative, ci, până la ianuarie 2023, au devenit factori obligatorii de raportare și instrumente cheie pentru competitivitate și reziliență organizațională



Lecturi de bază

- Carroll, A. B. (1999). "Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct." *Business & Society*, 38(3), 268–295.
- Crane, A., Matten, D., & Spence, L. (2008). *Corporate Social Responsibility: Readings and Cases in a Global Context*. Routledge.
- McCrum, D. (2020). *Money Men: A Hot Startup, a Billion Dollar Fraud, a Fight for the Truth*. Random House.
- Carroll, A. B., & Brown, J. A. (2022). Corporate Social Responsibility: A Review of Current Concepts and Practices. *Business & Society*.
- Freeman, R. E. (2022). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press.

Lecturi suplimentare

- Tricker, B. (2019). *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. Oxford University Press.
- Mallin, C. A. (2019). *Corporate Governance*. 6th ed., Oxford University Press.
- Solomon, J. (2020). *Corporate Governance and Accountability*. 5th ed., Wiley.
- TCFD (2021). *Guidance on Metrics, Targets, and Transition Plans*.
- Eccles, R. G., & Strohle, J. C. (2022). Exploring the Materiality of ESG Factors. *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2022). *ESG and Corporate Strategy*. Harvard Business School Working Paper.
- KPMG (2022). *The Time Has Come: The KPMG Survey of Sustainability Reporting*.

Rapoarte și surse legislative cheie (până la ianuarie 2023)

- Comisia Europeană. **Directiva 2014/95/UE** privind prezentarea de informații nefinanciare și diversitate (NFRD).
- Parlamentul European și Consiliul. **Directiva (UE) 2017/828 (SRD II)** privind implicarea pe termen lung a acționarilor.



- Uniunea Europeană. **Regulamentul (UE) nr. 537/2014** privind cerințele specifice pentru auditul statutar al entităților de interes public (Pachetul de Reformă a Auditului 2014).
- Uniunea Europeană. **Regulamentul (UE) 2020/852** privind instituirea unui cadru pentru facilitarea investițiilor durabile (Taxonomia UE).
- Comisia Europeană (2021). Propunerea CSRD (standardele ESRS dezvoltate de EFRAG).
- (Context investitori) SFDR (2019/2088) – dezvăluiri pentru participanții la piețele financiare (aplicabil din 2021).
- Directive (EU) 2022/2464 (CSRD).
- European Commission (2022). Proposal for a Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD).
- European Commission (2022). Green Deal Industrial Plan.
- EFRAG (2022). Exposure Drafts of ESRS.
- World Economic Forum (2022). ESG Metrics and Reporting Initiative.



CAP 8 PRACTICI DE GUVERNANȚĂ CORPORATIVĂ ÎN FRANȚA/SPANIA/PORTUGALIA

Obiective

Capitolul analizează, din perspectivă comparativă, **configurațiile naționale** ale guvernanței corporative în Franța, Spania și Portugalia. Ne interesează: (i) **arhitectura consiliilor** și comitetelor, (ii) **rolul codurilor de guvernanță** și al autorităților pieței de capital, (iii) **mecanismele de transparență și implicare a acționarilor**, (iv) integrarea **sustenabilității (ESG)** și (v) **convergența** generată de directivele UE.

Rezultatele așteptate ale învățării

La finalul capitolului, studenții vor putea:

- descrie **trăsăturile definitorii** ale guvernanței în Franța, Spania și Portugalia;
- explica **cum** se articulează dreptul național cu instrumentele UE (**SRD II, NFRD, Reforma Auditului 2014, Taxonomia 2020**, pregătirea pentru CSRD/ESRS);
- evalua rolul **codurilor „comply or explain”** și al **autorităților de supraveghere** în uniformizarea practicilor;
- interpreta **implicațiile culturale și instituționale** (profilul acționariatului, rolul statului, piața de capital) asupra guvernanței;
- discuta punctele forte, vulnerabilitățile și **lecțiile** pentru convergența europeană.

8.1. Cadru comun și diversitate națională

În Uniunea Europeană, **convergența** este determinată de reglementări precum **SRD II** (drepturile acționarilor, „say on pay”, tranzacții cu părți afiliate), **NFRD** (raportare non-financiară), **Reforma Auditului 2014** (independența auditorilor) și **Taxonomia 2020** (clasificarea activităților durabile). Pe acest **schelet comun** se așază **specificul național**: tradițiile juridice (civil law), rolul statului în economie, structura acționariatului (de la grupuri de control la free float ridicat), gradul de dezvoltare al piețelor de capital și **cultura consiliilor**.

Adoptarea Directivei CSRD (2022) a consolidat cerințele de raportare de sustenabilitate, introducând standardele ESRS, iar la nivel global ISSB a publicat primele drafturi (IFRS S1 și S2), ceea ce sporește presiunea pentru convergență internațională.

8.2. Franța

8.2.1. Arhitectură instituțională și modele de consiliu

Franța oferă **opțiuni între două modele**:

- **Sistem unitar** (conseil d'administration) – cu un consiliu unic și director general (CEO) sau președinte–director general (PDG), și comitete specializate (audit, remunerare, nominalizări).
- **Sistem dual** (conseil de surveillance & directoire) – separă **supravegherea de conducere**, apropiat de modelul german.

Această flexibilitate permite firmelor să-și **potrivească guvernanța** cu mărimea, sectorul și structura acționariatului. Istoric, **statul** a deținut participații importante în companii strategice, ceea ce a influențat practica numirilor și a controlului.

8.2.2. Coduri de guvernanță și „comply or explain”

Referința uzuală este **Codul AFEP–MEDEF** pentru societățile listate, aplicat în logica „**comply or explain**”. Codul detaliază: rolul și independența administratorilor, funcționarea comitetelor, criteriile de **remunerare** (inclusiv componente pe termen lung), gestionarea **conflictelor de interese** și **diversitatea** în consilii. Raportarea anuală trebuie să arate **conformitatea** sau **explicațiile** pentru abateri.

8.2.3. Transparență, remunerare și implicarea acționarilor

Sub influența **SRD II**, companiile franceze prezintă **politica de remunerare** și **raportul de remunerare** pentru votul acționarilor („say on pay”), cu accent pe **alinieră**

la strategia pe termen lung. Tranzacțiile cu **părți afiliate** sunt supuse unui regim riguros de aprobare și dezvăluire, încurajând **controlul** de către consiliu și acționari.

8.2.4. Raportare non-financiară și sustenabilitate

Franța are o tradiție timpurie în raportarea extra-financiară, consolidată odată cu **NFRD**. Companiile mari publică informații asupra **mediului, socialului și eticii**, iar presiunile investitorilor împing către **KPI măsurabili** și integrarea **ESG** în remunerație acolo unde este material. Taxonomia 2020 și CSRD (2022) adaugă noi cerințe de clasificare și raportare, inclusiv auditarea informațiilor ESG și publicarea acestora în format digital ESEF/iXBRL, cu impact direct asupra narațiunilor strategice.

8.2.5. Audit și calitatea raportării

Reforma Auditului 2014 a întărit **independența auditorilor**, rotația firmelor și rolul **Comitetului de Audit**. În contextul pieței franceze, aceasta susține **credibilitatea** datelor care alimentează atât indicatorii financiari, cât și pe cei **ESG**.

Puncte forte: paleta de **modele de consiliu**, codul AFEP–MEDEF matur, tradiție a raportării extra-financiare.

Vulnerabilități: complexitatea relației stat–companie în unele sectoare; gestionarea echilibrului între **control** și **agilitate** în consilii.

8.3. Spania

8.3.1. Modelul de consiliu și cultura „comply or explain”

Spania funcționează predominant cu **sistem unitar**, sprijinit de **Comisia Națională a Pieței de Valori (CNMV)** prin **Codul de Bună Guvernare**. Codul operează în logica „comply or explain” și acoperă: componența consiliului (independență, diversitate),



funcționarea **comitetelor** (audit, remunerare, nominalizări), dialogul cu acționarii, politica de risc și integritate.

8.3.2. Drepturile acționarilor și transparența

Sub **SRD II**, companiile spaniole supun votului acționarilor **politica de remunerare** și prezintă **raportul anual** detaliat, explicând **legătura** dintre plată și **strategia pe termen lung**. CNMV monitorizează **explicațiile** pentru abaterile de la cod și publică **ghiduri** pentru îmbunătățirea raportării.

8.3.3. Raportare ESG și rolul comitetelor

Transpunerea **NFRD** a determinat companiile să publice **informații nefinanciare** relevante: riscuri climatice, lanț de aprovizionare, drepturile omului, anticorupție, diversitate. Practic, se consolidează rolul **Comitetului de Audit** în verificarea **coerenței** între raportarea financiară și cea ESG, iar **Comitetul de Remunerare** este încurajat să includă **indicatori non-financiari** acolo unde sunt materialii.

Din 2022, pregătirea pentru CSRD și ESRS a determinat CNMV să publice recomandări suplimentare privind calitatea și comparabilitatea informațiilor ESG, anticipând obligațiile de audit și digitalizare a raportării

8.3.4. Audit, integritate și încredere în piață

Reforma Auditului 2014 disciplinează relația cu auditorii (rotație, limitarea serviciilor non-audit), întărind încrederea în **calitatea raportărilor**. În piața spaniolă, unde multe companii au operațiuni internaționale, credibilitatea datelor este esențială pentru **costul capitalului**.

Puncte forte: cod CNMV clar, cultură a **explicării** abaterilor, consolidarea **comitetelor**.

Vulnerabilități: provocări în **uniformizarea calității** raportării ESG între sectoare; riscul de „boilerplate” în dezvăluiri, dacă explicațiile nu sunt specifice.

8.4. Portugalia

8.4.1. Modele de guvernare și rolul CMVM

Portugalia oferă **mai multe modele** de guvernare pentru societățile listate, permițând o **adaptare** la mărime și complexitate:

- modelul „clasic” (consiliu de administrație + **consiliu fiscal**/comisie de audit);
- modelul cu **comitet de audit** în cadrul consiliului;
- modelul **dual** (consiliu de supraveghere + consiliu executiv).

CMVM (Comisia Pieței de Valori Mobiliare) promovează un **Cod de Guvernare** bazat pe „**comply or explain**”, orientat către independență, eficiența consiliilor, control intern și **transparență**.

8.4.2. Implicarea acționarilor și remunerarea

Sub influența **SRD II**, companiile își supun **politica de remunerare** evaluării acționarilor, cresc transparența în **tranzacții cu părți afiliate** și detaliază modul în care **stimulentele** susțin **strategia**. CMVM și piața locală au împins către **clarificarea** indicatorilor de performanță și a mecanismelor de **malus/clawback** în cazuri justificate.

8.4.3. Raportare non-financiară și sustenabilitate

Transpunerea **NFRD** a extins raportarea ESG în Portugalia, companiile prezentând **politici, riscuri și rezultate** în domeniile mediu, social, etică și **lanț de aprovizionare**.

Taxonomia 2020 impune o nouă disciplină: definirea **alinimentului** activităților la criteriile ecologice, cu implicații pentru **strategia de investiții** și **narațiunea de capital**.

CSRD (2022) extinde aria de aplicare a raportării la toate companiile mari și listate, introducând cerințe standardizate (ESRS), care vor trebui auditate și publicate electronic, ceea ce ridică ștacheta de transparență pentru emitenții portughezi

8.4.4. Audit și control intern

Prin **Reforma Auditului 2014**, accentul cade pe **independență** și **calitate**. **Comitetul de Audit/Consiliul Fiscal** verifică **robustețea** sistemelor de control, inclusiv pentru datele **ESG**, asigurându-se că raportarea publică este **fiabilă**.

Puncte forte: **flexibilitate** a modelelor de guvernare, **cod CMVM** cu accent pe control intern și transparență.

Vulnerabilități: dimensiunea relativ mai mică a pieței poate afecta **disponibilitatea** administratorilor independenți foarte specializați; **consistența** adoptării celor mai bune practici diferă între companii.

8.5. Elemente comune și linii de convergență

1. **Coduri naționale „comply or explain”** (AFEP–MEDEF, CNMV, CMVM): cristalizează **bune practici** peste cerințele legale.
2. **SRD II**: consolidează **implicarea acționarilor** (say on pay, tranzacții cu părți afiliate), îmbunătățind **dialogul** consiliu–investitori.
3. **Reforma Auditului 2014**: întărește **credibilitatea** datelor și rolul **Comitetului de Audit**.
4. **Taxonomia 2020**: impune **transparență** privind **alinirea** activităților la obiectivele de mediu, cu efecte asupra **alocării capitalului** și **narațiunii** strategice.
5. **ESEF/iXBRL** – standardizează electronic raportările financiare anuale ale emitenților, crescând comparabilitatea.

6. **CSRD (2022):** instituționalizează raportarea de sustenabilitate prin standarde ESRS, impune auditarea informațiilor și digitalizarea lor, împingând consiliile să integreze ESG în strategie și remunerație.
7. **ISSB (2022):** stabilește primele standarde internaționale de raportare a sustenabilității (IFRS S1 și S2), menite să faciliteze convergența globală.

8.6. Provocări și riscuri transversale

- **Calitatea explicațiilor** („explain”) – riscul de **formulări generice**; remediu: justificări **specifice**, legate de strategie și context.
- **Integrarea ESG** – dincolo de raportare, în **bugete, KPI și remunerație**; altfel apare riscul de **greenwashing**.
- **Diversitatea și independența** consiliilor – presiunea de a crește **diversitatea de gen și competențele** (ESG, digital, risc), menținând **independența** reală.
- **Calitatea auditului și a datelor** – consolidarea **controlului intern** pentru a susține indicatorii (financiari și non-financiari).
- **Dialogul cu investitorii** – de la întâlniri ceremoniale la **engagement** substanțial pe teme de strategie, risc și sustenabilitate.

8.7. Lecții din eșecuri de guvernare – relevanța Wirecard pentru regiune

Deși **Wirecard** este un caz german, lecțiile sunt **pan-europene: transparența formală** și codurile nu substituie **substanța** – adică scepticismul profesionist în consilii și comitete, **verificările independente, coerența** între cifre și narațiuni, **clauzele de recurs** (malus/clawback) și o **cultură etică** în interiorul organizației. Pentru Franța, Spania și Portugalia, mesajul este că **implementarea și supravegherea** sunt la fel de critice ca **regulile**.

8.8. Concluzii

Franța, Spania și Portugalia demonstrează **pluralitatea europeană** a guvernantei: modele instituționale diferite, dar **aliniat** la standardele UE în materie de **drepturi ale acționarilor, transparență, audit și sustenabilitate**. Codurile „comply or explain” creează **elasticitate** și **învățare** din practici, iar presiunea investitorilor pentru **ESG credibil** și **remunerație aliniată** accelerează convergența. Lecția centrală: **echilibrul** dintre specificul național și cadrul comun european produce cea mai bună **calitate a guvernantei**, cu efecte directe asupra **valorii pe termen lung**.

Până la ianuarie 2023, convergența europeană este consolidată de CSRD și ESRS, care ridică standardele raportării ESG, iar complementaritatea cu inițiativele ISSB deschide calea unei arhitecturi globale de guvernanță și transparență corporativă

Lecturi de bază

- Tricker, Bob. *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. 4th ed. Oxford: Oxford University Press, 2019.
- Aguilera, Ruth V., & Jackson, Gregory. “The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants.” *Academy of Management Review* 28(3) (2003): 447–465.
- McCrum, Dan. *Money Men: A Hot Startup, a Billion Dollar Fraud, a Fight for the Truth*. Random House, 2020.

Lecturi suplimentare

- Mallin, Christine A. *Corporate Governance*. 6th ed. Oxford University Press, 2019.
- Clarke, Thomas. *International Corporate Governance: A Comparative Approach*. Routledge, 2017.
- Solomon, Jill. *Corporate Governance and Accountability*. 5th ed. Wiley, 2020.



Rapoarte și surse legislative cheie (până la ianuarie 2023)

- Comisia Europeană. **Directiva (UE) 2022/2464 (CSRD)**
- Parlamentul European și Consiliul. **Directiva (UE) 2017/828 (SRD II)** privind încurajarea implicării pe termen lung a acționarilor.
- Uniunea Europeană. **Regulamentul (UE) 2020/852** privind instituirea unui cadru pentru facilitarea investițiilor durabile (Taxonomia UE).
- Uniunea Europeană. **Regulamentul (UE) nr. 537/2014** privind cerințele specifice referitoare la auditul statutar al entităților de interes public (Reforma Auditului 2014).
- ESEF/iXBRL – formatul electronic unic pentru rapoartele financiare anuale ale emitenților (aplicabil la publicările pentru exercițiile ce încep 1 ian. 2020).
- Propunerea CSRD (2021) – trecerea la standarde ESRS și audit pentru informațiile de sustenabilitate
- EFRAG (2022). Draft ESRS
- IFRS Foundation (2022). ISSB Exposure Drafts (IFRS S1, S2).



CAP 9 PRACTICI DE GUVERNANȚĂ CORPORATIVĂ ÎN GERMANIA/DANEMARCA/OLANDA

Obiective

Capitolul urmărește să ofere o **lectură comparativă** a guvernantei corporative în trei jurisdicții influente din UE: Germania (model dual și cogestiune), Danemarca (cultură de consens și responsabilitate stakeholder), Olanda (disciplină de supraveghere și dialog structurat cu investitorii). Analizăm **arhitectura consiliilor, rolul codurilor de guvernare și convergența** generată de legislația europeană (SRD II, NFRD, Reforma Auditului, Taxonomia), cu accent pe **transparență, responsabilitate și sustenabilitate**.

Rezultatele așteptate ale învățării

La final, studenții vor putea:

- să descrie diferențele structurale ale modelelor de consiliu și **implicarea angajaților** (cogestiune) în Germania, față de abordările daneză și olandeză;
- să explice **impactul directivelor UE** asupra drepturilor acționarilor, raportării non-financiare, auditului și strategiilor de sustenabilitate;
- să evalueze **mecanismele naționale** (coduri „comply or explain”, autorități, comitete) prin care principiile UE se materializează în practică;
- să aplice un cadru critic de analiză asupra unui **eșec de guvernare** (Wirecard) și să extragă lecții transferabile.

9.1. Cadru comun european și particularisme naționale

În toate cele trei jurisdicții, **scheletul normativ** este comun:

- **SRD II (2017/828/UE)** – întărește drepturile acționarilor (inclusiv „say on pay”), transparența tranzacțiilor cu părți afiliate, identificarea acționarilor și facilitarea dialogului;

- **NFRD (2014/95/UE)** – instituționalizează raportarea non-financiară (ESG) pe baza **materialității duble**;
- **Reforma Auditului 2014 (Reg. 537/2014)** – consolidează independența auditorilor și rolul comitetelor de audit;
- **Taxonomia (UE) 2020/852** – creează un **vocabular comun** al activităților durabile.
- **ESEF/iXBRL** – publicarea electronică standardizată a rapoartelor anuale.

Pe acest cadru, fiecare țară suprapune **tradiții juridice și instituționale** proprii: în Germania, **cogestiunea** și dualismul; în Danemarca, **consensul nordic**, transparența și răspunderea față de stakeholderi; în Olanda, **disciplinarea supravegherii**, dialogul structurat cu investitorii și un ecosistem puternic al stewardship-ului instituțional.

Adoptarea Directivei (UE) 2022/2464 privind Raportarea de Sustenabilitate Corporativă (CSRD) extinde obligațiile de raportare ESG către toate companiile mari și listate și introduce standardele ESRS. Complementar, IFRS Foundation a lansat în 2022 primele standarde globale de sustenabilitate (IFRS S1 și S2) prin ISSB, ceea ce favorizează convergența internațională.

9.2. Germania: dualism, cogestiune și disciplină procedurală

9.2.1. Arhitectura de guvernanță: sistemul dual și Mitbestimmung

Modelul german distinge clar între:

- **Vorstand** (consiliul de conducere) – conduce operațiunile și este colectiv responsabil;
- **Aufsichtsrat** (consiliul de supraveghere) – numește/demisează Vorstand, aprobă decizii majore, supraveghează riscurile și auditul.

Un element definitoriu îl reprezintă **cogestiunea (Mitbestimmung)**: în companiile de peste anumite praguri, **reprezentanții angajaților** dețin locuri în consiliul de supraveghere. Efectul: o guvernanță a **negocierii** între capital și muncă, cu accent pe **orizontul lung și stabilitate**.

9.2.2. Codul german de guvernanță corporativă și „comply or explain”

Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK) funcționează pe baza „comply or explain” și definește: independența membrilor, structura comitetelor (audit, nominalizări/remunerare), conflictul de interese, evaluarea consiliilor, transparența remunerației (componente fixe/variabile, pe termen lung, clawback acolo unde e cazul). DCGK, împreună cu **Legea societăților pe acțiuni** și regulamentele piețelor, conferă o **disciplină procedurală** robustă.

9.2.3. SRD II, NFRD și Reforma Auditului în context german

Transpunerea **SRD II** a consolidat **say on pay** și dezvăluirea tranzacțiilor cu părți afiliate, iar **NFRD** a împins companiile mari spre **raportare ESG** structurată (riscuri climatice, lanț de aprovizionare, drepturile omului). **Comitetul de Audit** joacă un rol central în verificarea **calității datelor**, atât financiare, cât și non-financiare, în spiritul **Reformei Auditului 2014**.

SRD introduce obligativitatea auditării informațiilor ESG și raportarea digitală (ESEF/iXBRL), cu impact direct asupra calității supravegherii de către Aufsichtsrat

9.2.4. Dinamica investitorilor și a piețelor

Piața de capital germană găzduiește investitori instituționali exigenți (inclusiv internaționali). **Dialogul consiliu–investitori** este susținut de practici de IR mature (webcasturi, raportări detaliate, actualizări periodice).

Puncte forte: separarea clară între conducere și supraveghere; **cogestiunea** care favorizează stabilitatea; cod matur.

Provocări: complexitate procedurală; riscul de **dependență** excesivă de reputația auditului dacă scepticismul consiliului scade (lecția Wirecard).

9.3. Danemarca: consens, transparență și responsabilitate față de stakeholderi

9.3.1. Arhitectură și cultură de consiliu

Companiile daneze operează, în majoritate, cu **model unitar** (board of directors + management executiv), însă cultura de **consens** și **deschidere** imprimă o guvernare pragmatică și orientată spre **dialog**. **Recomandările daneze de guvernare corporativă** (emise sub egida Comitetului de Guvernare, aplicabile companiilor listate pe Nasdaq Copenhagen) funcționează în regim „**comply or explain**” și acoperă: independență, diversitate, evaluări anuale, control al riscului, **dialog cu investitorii**.

9.3.2. Integrarea sustenabilității

Transpunerea **NFRD** a întărit raportarea **ESG**, în linie cu valorile societale nordice: mediu, drepturile omului, integritate în lanțul de aprovizionare. Consiliile sunt încurajate să **integreze** aspectele ESG în **strategie** și, atunci când sunt materiale, în **remunerație**.

Din 2022, companiile daneze se pregătesc pentru aplicarea CSRD și ESRS, ceea ce implică formalizarea mai strictă a indicatorilor și integrarea raportării digitale, consolidând tradiția daneză a transparenței.

9.3.3. Audit și încredere

Conform **Reformei Auditului 2014**, **Comitetul de Audit** supraveghează independența auditorilor, controlul intern și **consistența** dintre datele financiare și cele non-financiare. În ecuația daneză, **încrederea** publică este un capital major, iar **transparența** este abordată ca **activ strategic**.

Puncte forte: calitate a dialogului cu investitorii, **consecvență** și **simplitate** în raportare, încredere socială ridicată.

Provocări: asigurarea că „**explain**” este substanțial; menținerea **standardelor de independență** într-o comunitate de afaceri relativ compactă.

9.4. Olanda: supraveghere puternică, dialog investitor și disciplină a proceselor

9.4.1. Modele de consiliu și „structuurregime”

Olanda utilizează frecvent un **model cu supraveghere robustă**: în multe companii există **Consiliu de Supraveghere** (non-executiv) și **Consiliu Executiv**, deși cadrul permite și **model unitar**. Tradițional, în anumite companii s-a aplicat „**structuurregime**”, întărind puterile organelor de supraveghere în numire și strategie, în echilibru cu drepturile acționarilor.

9.4.2. Codul olandez de guvernanta și stewardship-ul investitorilor

Codul olandez de guvernanta corporativă (logica „**apply or explain**”) pune accent pe **independență**, „**in-control statement**” (declarația privind adecvarea controlului intern), remunerare aliniată pe termen lung și **dialogul constructiv** cu acționarii. Ecosistemul local include actori precum inițiativele de **stewardship** ale investitorilor instituționali, care promovează **angajamentul** pe teme de strategie și ESG.

9.4.3. NFRD, Taxonomia și disciplina datelor

Companiile olandeze au fost printre adoptatorii precoci ai **raportării ESG**. **NFRD** ancorează această practică, iar **Taxonomia 2020** adaugă cerințe de **alinie** și **indicatori** privind activitățile durabile, cu impact asupra **tezei investiționale** și a narativului de creare a valorii.

CSRD (2022) impune trecerea la raportarea conform ESRS și auditarea informațiilor ESG, ceea ce ridică nivelul de rigurozitate și responsabilitate al companiilor olandeze, aflate deja printre pionierii transparenței.

9.4.4. Audit și comitete

Conform **Reformei Auditului 2014**, **Comitetul de Audit** asigură calitatea și independența auditului, și monitorizează **riscurile** majore (financiare, operaționale, de conformitate, ESG). În practică, comitetul este „gardianul” **consistenței** dintre narațiunea publică și **date**.

Puncte forte: cultură de **supraveghere exigentă**, dialog **substanțial** cu investitorii, **proces și control intern** bine formalizate.

Provocări: gestionarea echilibrului între **protecția pe termen lung** (anti-takeover) și **responsabilitatea** față de acționarii minoritari; evitarea formalismului în raportarea ESG.

9.5. Elemente comune și linii de convergență

1. **Coduri naționale** cu mecanisme „**comply/apply or explain**” – flexibilitate cu responsabilitate publică pentru abateri motivate.
2. **Consolidarea comitetelor de audit** – pivot pentru calitatea datelor și relația cu auditorii (Reforma 2014).
3. **Implicarea acționarilor** – prin **SRD II** (say on pay, părți afiliate, identificarea acționarilor), ceea ce întărește **dialogul** consiliu–investitori.
4. **Integrarea sustenabilității** – CSRD (2022), ESRS și Taxonomia transformă raportarea ESG din simplă conformitate într-o dimensiune strategică, cu KPI măsurabili, audit și digitalizare.
5. **Profesionalizarea IR** – comunicare digitală, ESEF/iXBRL (acolo unde este aplicabil), webcasturi, arhive deschise, politici de **egalitate a accesului** la informație.

6. **ISSB (2022)** – stabilește primele standarde internaționale de raportare a sustenabilității (IFRS S1 și S2), facilitând convergența UE–global.

9.6. Riscuri și provocări transversale

- **Formă vs. substanță:** coduri sofisticate pot coexista cu **practici slabe** dacă scepticismul consiliilor scade.
- **Green/ESG washing:** presiunea raportării poate încuraja narațiuni optimiste fără **ancoră în date**; remediul constă în **KPI auditabili** și **verificări**.
- **Complexitatea dualismului** (DE) sau a regimurilor speciale (NL) poate întârzia reacțiile la risc dacă procesele nu sunt **bine coregrafiate**.
- **Calitatea explicațiilor** în regim „explain” (DK, NL): necesara **specificitate** contextuală, nu fraze standard.

9.7. Studiu de caz – Wirecard: un stres-test pentru guvernanta

Cazul **Wirecard** (Germania) arată cum **transparența formală** și auditul pot eșua dacă lipsesc:

- **scepticismul consiliului de supraveghere** și verificările independente atunci când apar semnale de alarmă;
- **controlul intern** robust asupra fluxurilor de numerar și existenței activelor;
- **comunicarea onestă** cu piața și un **comitet de audit** orientat pe **substanța datelor**, nu pe aparențe.

Lecția pentru DE/DK/NL: implementarea autentică a principiilor – **verificare, independență, date solide** – este mai importantă decât conformitatea formală. Cadrul UE (SRD II, NFRD, Reforma Auditului, Taxonomia) oferă instrumente; **calitatea supravegherii** și **etica organizațională** le dau eficiență.



9.8. Concluzii

Germania, Danemarca și Olanda demonstrează că **diversitatea instituțională** poate coexista cu **convergența** spre standarde comune: **drepturi ale acționarilor** consolidate, **raportare ESG** credibilă, **audit independent** și orientarea către **valoarea pe termen lung**. Dualismul german ancorează **disciplină și cogestiune**, modelul danez valorifică **consensul și încrederea**, iar cel olandez excelează în **supraveghere și dialog** cu investitorii. Eficiența finală depinde de **substanță**: de abilitatea consiliilor de a transforma regulile în **procese vii, decizii prudente și narațiuni susținute de date**.

Până la ianuarie 2023, arhitectura guvernantei corporative în Germania, Danemarca și Olanda este puternic influențată de CSRD și ESRS, care impun o raportare standardizată și auditabilă, și de ISSB, care deschide calea unei convergențe globale.

Lecturi de bază

- Jackson, Gregory. „Stakeholders under Pressure: Corporate Governance and Labour Management in Germany and Japan.” *Corporate Governance: An International Review* 13(3) (2005): 419–428.
- Tricker, Bob. *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. 4th ed. Oxford: Oxford University Press, 2019.
- McCrum, Dan. *Money Men: A Hot Startup, a Billion Dollar Fraud, a Fight for the Truth*. Random House, 2020.

Lecturi suplimentare

- Mallin, Christine A. *Corporate Governance*. 6th ed. Oxford University Press, 2019.
- Clarke, Thomas. *International Corporate Governance: A Comparative Approach*. Routledge, 2017.
- Solomon, Jill. *Corporate Governance and Accountability*. 5th ed., Wiley, 2020.



Rapoarte și surse legislative cheie (până la ianuarie 2023)

- Comisia Europeană. **Directiva (UE) 2022/2464 (CSRD)**
- Parlamentul European și Consiliul. **Directiva (UE) 2017/828 (SRD II)** privind încurajarea implicării pe termen lung a acționarilor.
- Uniunea Europeană. **Regulamentul (UE) nr. 537/2014** privind cerințele specifice referitoare la auditul statutar al entităților de interes public.
- Uniunea Europeană. **Regulamentul (UE) 2020/852** privind taxonomia activităților economice durabile.
- ESEF/iXBRL – format electronic unic pentru rapoartele anuale (aplicabil la publicarea rapoartelor pentru exercițiile începute la 1 ian. 2020).
- EFRAG (2022). Draft ESRS.
- IFRS Foundation (2022). ISSB Exposure Drafts IFRS S1 & S2.



CAP 10 PRACTICI DE GUVERNANȚĂ CORPORATIVĂ ÎN ROMÂNIA

Obiective

Capitolul analizează **evoluția și stadiul** guvernancei corporative în România, relația dintre **cadrele europene** și **transpunerea națională**, rolul instituțiilor (ASF, BVB, autoritatea de audit), precum și provocările specifice unei piețe emergente: **lichiditate redusă, acționariat concentrat, calitatea dezvoltărilor**, profesionalizarea consiliilor și integrarea **ESG** în strategie și raportare.

Capitolul integrează adoptarea Directivei (UE) 2022/2464 (CSRD) și pregătirea pentru standardele ESRS, precum și cerințele ESEF/iXBRL aplicabile emitenților

Rezultatele așteptate ale învățării

La final, studenții vor putea:

- descrie **arhitectura instituțională** a guvernancei corporative în România și principalele reglementări;
- explica **influența** directivelor și regulamentelor UE asupra cadrului național (SRD II, CSRD, Reforma Auditului 2014, Taxonomia 2020, ESEF/iXBRL);
- evalua **rolul BVB** și al **ASF** în promovarea standardelor de transparență, protecția investitorilor și buna funcționare a pieței;
- identifica **provocările** și **bunele practici** din mediul listat și din sectorul întreprinderilor publice;
- formula **recomandări** pentru îmbunătățirea guvernancei și a credibilității raportării.



10.1. Context și evoluție: de la armonizare legislativă la practică

După aderarea la UE, România a urmat o **traietorie accelerată de armonizare** normativă pentru a atrage investiții și a alinia practicile de piață la standardele europene. Această evoluție are trei piloni:

1. **Modernizarea legislației pieței de capital** și a guvernancei societare (în jurul Legii societăților, reglementărilor privind emitenții și partenerilor de piață).
2. **Consolidarea instituțiilor de supraveghere – Autoritatea de Supraveghere Financiară (ASF) și Bursa de Valori București (BVB)** ca promotor al standardelor.
3. **Integrarea cadrului UE de transparență, implicare a acționarilor și audit** la nivelul emitenților, cu accent pe **raportarea non-financiară** și, mai recent (din 2020), pe **Taxonomia** activităților durabile.

Acești piloni au produs o **îmbunătățire vizibilă** a cadrului formal. În practică însă, **calitatea implementării** diferă între companii, sectoare și tipuri de acționariat (privat vs. public).

În 2022 a fost adoptată CSRD, care extinde obligațiile de raportare de sustenabilitate pentru companiile mari și listate și introduce standardele ESRS; în paralel, s-au consolidat cerințele de publicare electronică a rapoartelor prin ESEF/iXBRL

10.2. Arhitectura legislativ-instituțională

10.2.1. Drept societar și piața de capital

Cadrul societar (Legea societăților) stabilește **organele de conducere** și raporturile cu acționarii; legislația pieței de capital (înlocuind treptat vechile acte cu reglementări aliniate MiFID/Prospectus/Abuse) guvernează **obligațiile de transparență, abuzul de piață, ofertelor publice și guvernancea emitenților**. ASF supraveghează respectarea regulilor, iar **BVB** impune standarde de listare și **cerințe de raportare**.

10.2.2. Codul de Guvernanță Corporativă al BVB (2016)



Instrument-cheie pentru emitenții listați, **Codul BVB (2016)** funcționează în regim „**comply or explain**” și cuprinde:

- **structura și eficiența consiliului** (componență, independență, evaluare anuală, politicile de diversitate);
- **comitete** (audit, remunerare/nominalizări), **sistem de control intern și gestiunea riscurilor**;
- **drepturile acționarilor și tratamentul echitabil** al minoritarilor;
- **transparența** (raportare financiară, curentă și periodică) și **politicile de relații cu investitorii (IR)**.

Comaniile publică **Declarația „Comply or Explain”**, prezentând conformitatea sau justificând abaterile, fapt ce stimulează **convergența graduală** spre bune practici.

10.2.3. Drepturile acționarilor – SRD II în România

Transpunerea **SRD II** a consolidat:

- **„say on pay”**: politica de remunerare supusă votului acționarilor și **raportul de remunerare anual**;
- **transparența tranzacțiilor cu părți afiliate**: proceduri de aprobare și raportare menite să protejeze **acționarii minoritari**;
- **identificarea acționarilor** și facilitarea **exercitării drepturilor** (inclusiv prin mijloace electronice).
- Efectul: **dialog mai structurat** consiliu–investitori, responsabilizare sporită a consiliilor în calibrul stimulentei și al **controlului conflictelor de interes**.

10.2.4. Raportarea non-financiară – NFRD

Transpunerea **NFRD** a impus companiilor mari (inclusiv anumite entități listate) să dezvăluie **politici, riscuri și rezultate** privind **mediul, aspectele sociale, drepturile omului, anticorupția și diversitatea**. Practic, raportarea non-financiară a migrat de la

abordări **narative** la **KPI** mai clari, iar unele companii au început să **integreze** indicatori ESG în **strategie** și, selectiv, în **remunerație** (acolo unde sunt materiali).

În noiembrie 2022, Directiva (UE) 2022/2464 (CSRD) a înlocuit NFRD, extinzând aria entităților vizate și impunând raportare conform standardelor ESRS, cu obligație de audit și publicare digitală. Implementarea se face etapizat începând cu exercițiile ulterioare, însă pregătirea a început din 2022.

10.2.5. Reforma Auditului (2014) și auditul statutar

Regulamentul (UE) 537/2014 și transpunerea națională au întărit:

- **independența** auditorilor (rotație, limitarea serviciilor non-audit);
- rolul **Comitetului de Audit** în supravegherea **controlului intern** și a **calității raportării**;
- transparența **raportului auditorului**.

În România, o parte din întreprinderile mari și din emitenții cu **interes public** au trebuit să-și consolideze **procesele** pentru a susține date **fiabile**.

10.2.6. Taxonomia UE (2020) – efecte timpurii

Intrarea în vigoare a **Regulamentului (UE) 2020/852** a introdus, încă din 2020, exigența unui **cadru comun** de definire a activităților „durabile”. Pentru emitenții români cu **activități cu impact de mediu**, aceasta a însemnat inițierea **cartografierii** portofoliului de activități față de criteriile de taxonomie și pregătirea **indicatorilor** de aliniere (aspecte care au început să se reflecte în narațiunile de sustenabilitate pre-2021). În 2022, actele delegate ale Taxonomiei au extins criteriile tehnice pentru sectoare suplimentare, sprijinind calculul indicatorilor de eligibilitate/aliniere raportați de emitenți.

10.2.7. Raportarea electronică – ESEF/iXBRL

La nivel UE, rapoartele anuale trebuie publicate în **xHTML**, iar situațiile consolidate IFRS marcate **iXBRL**, potrivit **ESEF**; ESMA a publicat taxonomiile și suitele de conformitate pentru exercițiile raportate începând cu publicările aferente anului 2022 (cu aplicare etapizată în statele membre). ASF a comunicat, în 2021, particularități naționale și materiale de sprijin pentru adoptarea ESEF.

10.2.8. CSRD și ESRS – pregătirea în România (2022)

Adoptarea CSRD în noiembrie 2022 a declanșat procese interne de pregătire la nivelul emitenților: cartografierea gap-urilor față de proiectele ESRS ale EFRAG, revizuirea guvernancei datelor non-financiare și planificarea auditului informațiilor de sustenabilitate. La nivel instituțional, materialele de orientare publicate la nivel european au fost preluate progresiv în practică prin consultanță, seminare și ghiduri de piață.

10.3. Rolul instituțiilor: ASF, BVB și autoritatea de audit

- **ASF:** supraveghează emitenții, intermediarii și piețele, aplică **regimul sancționator**, emite **reglementări secundare** și ghiduri. Un accent constant: **protecția investitorilor și corectitudinea informațiilor publice**. Pentru emitenții listați la BVB, raportul anual în format xHTML cu etichetare iXBRL a devenit standardul de publicare, în linie cu cerințele ESMA.
- **BVB:** definește **criterii de listare**, monitorizează conformarea la **Codul de Guvernare**, promovează standarde de **IR** (calendar, webcast, prezentări) și programe pentru **vizibilitatea companiilor**.
- **Supravegherea auditului:** consolidată post-2014, cu accent pe **independență**, **calitate** și **coerență** între raportarea financiară și narațiunile non-financiare ale emitenților.

10.4. Guvernanța întreprinderilor publice (IEP)

Un domeniu distinct îl reprezintă **întreprinderile publice** (companii de stat sau cu statul acționar semnificativ). România a introdus un cadru de **profesionalizare** a guvernanței IEP (selectarea pe criterii de competență, **mandate pe obiective**, transparență, **raportare**), având ca scop:

- **separarea** rolului de acționar de cel de **reglementator**;
- **numiri** profesioniste în consilii și management;
- **ținte de performanță** și **raportare** periodică;
- reducerea **tranzacțiilor netransparente** și a **conflictelor de interese**.

Progresul a fost **vizibil** în unele companii mari, însă **consistența** implementării a variat, mai ales în condiții de **volatilitate politică**.

10.5. Practici în companiile listate: consilii, comitete, remunerare, IR

10.5.1. Consiliul și comitetele

Pe segmentul listat, companiile au consolidat treptat:

- **independența** consiliilor (peste pragurile minime) și **diversitatea** de competențe (financiar, juridic, sectorial);
- funcționarea **Comitetului de Audit** (supravegherea controlului intern, risc, relația cu auditorii);
- apariția/comasarea **Comitetelor de Remunerare/Nominalizări** (politici de plată, selecție, evaluare).

10.5.2. Remunerarea – efectele SRD II

„Say on pay” a adus în prim-plan **politici de remunerare** mai transparente: structură **fixă/variabilă**, ponderea **pe termen lung**, criterii de **performanță** (în unele cazuri, ESG). Deși alinierea este în progres, piața a cerut **mai multă claritate** asupra KPI, a **deferral-ului** și a mecanismelor **malus/clawback**.

10.5.3. Relația cu investitorii (IR) și transparența

Practicile de IR s-au profesionalizat: **calendare financiare, rapoarte trimestriale/semestriale, webcasturi, politici de comunicare**. Persistă însă **diferențe** între emitenți în **calitatea dezvăluirilor**, în special pe **non-financiar** (de unde utilitatea NFRD și a **Taxonomiei** pentru disciplinarea narațiunii).

10.6. ESG în România: de la conformitate la strategie

Sub presiunea **NFRD** și a investitorilor instituționali, companiile mari au început să:

- definească **teme materiale** (mediu, sănătate și securitate, lanț de aprovizionare, etică, diversitate);
- asocieze **KPI** măsurabili (rata accidentelor, intensitatea emisiilor, pondere furnizori evaluați, training etică, cazuri confirmate de nerespectare);
- integreze (selectiv) **indicatori ESG** în **remunerație**;
- facă **due diligence** pe lanțul de aprovizionare (clauze, audituri, planuri de remediere).

Rămâne esențială **coerența** între raportarea financiară și cea non-financiară și evitarea **greenwashing-ului**: adică **date verificabile, serii de timp, explicarea Țintelor** ratate și **planuri corective**.

Adoptarea CSRD (2022) accelerează tranziția de la raportări narative la raportări standardizate, auditate și digitalizate (ESEF/iXBRL), crescând comparabilitatea și credibilitatea informațiilor ESG

10.7. Provocări structurale și riscuri

1. **Lichiditate și free float** reduse în segmente ale pieței → interacțiune mai slabă cu investitorii și **preț al capitalului** mai puțin eficient.
2. **Concentrarea acționariatului** (grupuri de control/fondatori) → risc de **tranzacții cu părți afiliate** și **tratament inegal** al minoritarilor dacă nu există **proceduri solide** și **consilii independente**.
3. **Calitatea inegală a raportării** (mai ales la non-financiar) → dificultăți în **comparabilitate** și **analiză**.
4. **Profesionalizarea consiliilor**: nevoia de **competențe în risc, audit, digital** și **ESG**, de **evaluări periodice** și **planuri de succesiune**.
5. **Guvernanța întreprinderilor publice**: aplicare **neuniformă** a regulilor de profesionalizare și **volatilitate** în numiri.

Răspuns recomandat:

- întărirea **procedurilor pentru părți afiliate** (screening, comitet independent, fairness opinions);
- **independență** reală în consilii și **diversitate** de competențe;
- **audit intern** puternic și **mapare a riscurilor** (inclusiv ESG);
- **politici IR** proactive și **raportare integrată** a riscurilor.

10.8. Lecții din eșecuri europene – relevanța Wirecard

Deși cazul **Wirecard** nu este românesc, el este **normativ** pentru piața locală:

- **Scepticismul** consiliilor și **Comitetului de Audit** este esențial – niciun audit extern nu substituie **întrebările dificile** și **verificările independente**.
- **Controlul intern** al fluxurilor de numerar și **substanța tranzacțiilor** trebuie testate dincolo de documente.
- **Transparența în criză** contează: comunicarea rapidă și onestă cu investitorii reduce **riscul reputațional** și **costul capitalului**.

10.9. Foaie de parcurs pentru îmbunătățirea guvernanței (recomandări)

1. **Consilii mai puternice:** majoritate de **independenți**, **matrice de competențe** (financiar, sector, risc, ESG, digital), **evaluare anuală** externă la intervale.
2. **Comitete eficiente:** **audit** (fără excepție), **remunerare/nominalizări**, eventual **sustenabilitate** acolo unde materialitatea o cere; mandate, calendare de lucru, **minute** și **follow-up** pe acțiuni.
3. **Politici pentru părți afiliate:** praguri clare, **opinia comitetului independent**, dezvăluire **proactivă** și **justificată**.
4. **Remunerare aliniată:** KPI financiar + (unde e cazul) **KPI ESG**; **deferral**, **malus/clawback**; **raport anual** explicit.
5. **Raportare ESG robustă:** Raportare ESG conform CSRD/ESRS: materialitate dublă, KPI auditabili, etichetare digitală, coerență cu datele financiare și rezumat executiv pentru investitori.
6. **IR proactiv:** calendar, **Q&A** tematice, **webcasturi**, pagina de IR cu **arhivă** și **politică de dezvăluiri**; feedback structurat din partea investitorilor.
7. **IEP:** aplicare consecventă a regulilor de **profesionalizare**, **mandate pe obiective**, transparență în **numiri** și **raportare**; separare strictă între **politică** și **administrare**.

Concluzii

România a parcurs **pași substanțiali** în dezvoltarea cadrului de guvernanță corporativă, aliniindu-se standardelor UE: **drepturi ale acționarilor** întărite (SRD II), **raportare non-financiară** instituționalizată (NFRD), **audit** mai credibil (Reforma 2014) și primele efecte ale **Taxonomiei** în narațiunea strategică. **Substanța** – calitatea consiliilor, robustețea controlului intern, transparența și dialogul cu investitorii – rămâne însă **factorul decisiv** pentru acces la capital și **valoare pe termen lung**. Provocările (lichiditate, acționariat concentrat, consistența implementării în IEP) sunt **gestionabile** printr-o



guvernanta orientata pe **procese, date verificabile și responsabilitate** față de toți stakeholderii.

Până la ianuarie 2023, CSRD și ESRS ridică ștacheta pentru emitenții români, iar ESEF/iXBRL devine infrastructura tehnică a transparenței, facilitând accesul investitorilor la date comparabile.

Lecturi de bază

- Tricker, Bob. *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. 4th ed., Oxford University Press, 2019.
- Mallin, Christine A. *Corporate Governance*. 6th ed., Oxford University Press, 2019.

Lecturi suplimentare

- Clarke, Thomas. *International Corporate Governance: A Comparative Approach*. Routledge, 2017.
- Solomon, Jill. *Corporate Governance and Accountability*. 5th ed., Wiley, 2020.
- Bursa de Valori București. *Codul de Guvernanta Corporativă*, 2016.
- EFRAG (2022). European Sustainability Reporting Standards – Exposure Drafts.
- ICAEW (2022). Digital Reporting and ESEF.

Rapoarte și surse legislative cheie (până la ianuarie 2023)

- Comisia Europeană. **Directiva (UE) 2022/2464 (CSRD)**
- Parlamentul European și Consiliul. **Directiva (UE) 2017/828** privind încurajarea implicării pe termen lung a acționarilor (SRD II).
- Uniunea Europeană. **Regulamentul (UE) 2020/852** privind instituirea unui cadru pentru facilitarea investițiilor durabile (Taxonomia UE).
- Uniunea Europeană. **Regulamentul (UE) nr. 537/2014** privind cerințele specifice referitoare la auditul statutar al entităților de interes public (Reforma Auditului 2014).
- ESEF/iXBRL – obligații UE și resurse ESMA; materiale ASF pentru emitenți.



- ESEF/iXBRL – cerințe ESMA; comunicări ASF privind implementarea (2021–2022).
- EFRAG (2022) – proiecte ESRS; IFRS Foundation/ISSB (2022) – drafturi IFRS S1 și S2.

Sprijinul acordat de Comisia Europeană pentru elaborarea acestei publicații nu constituie o aprobare a conținutului, care reflectă doar opiniile autorilor, iar Comisia nu poate fi trasă la răspundere pentru orice utilizare a informațiilor conținute în aceasta.

The European Commission's support for the production of this publication does not constitute an endorsement of the contents, which reflect the views only of the authors, and the Commission cannot be held responsible for any use which may be made of the information contained therein.