Cercetare empirică privind evoluția conformității cu cerințele Codului de guvernanță corporativă al Bursei de Valori București

Autor: Bojan Andreea Mădălina

Coordonator științific: Prof. univ. dr. Lungu Camelia-Iuliana

ACADEMIA DE STUDII ECONOMICE DIN BUCUREȘTI
Facultatea de Contabilitate și Informatică de Gestiune
Program de masterat Contabilitate, Audit și Informatică de Gestiune

Rezumat: *Acest studiu se orientează spre problematica guvernanței corporative, deopotrivă din perspectivă teoretică și empirică. Cercetarea se concentrează asupra modului în care evoluează aplicarea cerințelor incluse în Codul de guvernanță emis de Bursa de Valori București de către companii care activează în industria farmaceutică. Informațiile utilizate au fost preluate din rapoartele anuale ale companiilor, iar metoda de cercetare utilizată este aceea a analizei de conținut. Prima secțiune se plasează în stadiul cunoașterii, prin prisma revizuirii literaturii de specialitate, cu trimiteri către studii relevante ce vizează guvernanța în accepțiune generală, particularizându-se ulterior pe situația României, cu prezentarea prevederilor specifice cuprinse în Codul de guvernanță corporativă emis de BVB. Cea de-a doua secțiune se prezintă sub forma identificării metodei de cercetare utilizate și a modalității de colectare a datelor. În cuprinsul celei de-a treia secțiuni se prezintă analiza rezultatelor din perioada de referință 2015-2019. Se procedează la examinarea Declarațiilor de conformitate ale companiilor din eșantion și sunt consemnate principalele rezultate. Sunt formulate sinteze privind nivelurile de conformitate prin identificarea prevederilor îndeplinite, a celor a căror îndeplinire este parțială, precum și a cerințelor nerespectate. În cele din urmă, finalizarea cercetării are loc prin prezentarea concluziilor, în ultima secțiune. Imaginea de ansamblu a fiecărei companii este susținută de examinarea comparativă a conformității, la finalul cercetării.*

Cuvinte-cheie: guvernanță corporativă, conformitate, părți interesate, transparență, codul de guvernanță corporativă al BVB

Abstract: *This study presents issue of corporate governance, both from theoretical and empirical perspective. The research focuses on how the application of the requirements included in the Governance Code issued by the Bucharest Stock Exchange by companies operating in the pharmaceutical industry is evolving. The used information was taken from the annual reports of the companies, and the used research method is that of content analysis. The first section covers the literature review, with references to relevant studies on governance in general, later focusing on the Romanian context, with presentation of specific previsions included in the Corporate Governance Code issued by the Bucharest Stock Exchange. The second section presents both by identifying of the research method used and how the data was collected. The content of the third section presents the results analysis, in the reference period 2015-2019. The conformity Declaration of the sampled companies are examined and the main results are recorded. Summaries of compliance levels are formulated by identifying the met previsions, those whose fulfilment is partial, as well as the non-compliant requirements. The last section contents the conclusions. An overview of each company is supported by the comparative examination of compliance at the end of the research.*

Keywords: corporate governance, compliance, stakeholders, transparency, (BVB) BSE's corporate governance code

Introducere

Economia stă sub semnul transformărilor, având în vedere domeniile diverse de activitate ale entităților economice ancorate în realitatea contemporană. Unul dintre aspectele esențiale este concretizat sub forma sporirii gradului de adaptabilitate, pe de o parte, din punctul de vedere al transmiterii informațiilor. Pe de altă parte însă, este esențială stabilirea de relații statornice cu părțile interesate. Companiile se confruntă cu dezvoltarea tehnologiei, mediul concurențial, precum și cu modificările de ordin legislativ ce le guvernează activitatea, iar profesia contabilă este direct implicată. Numeroși reprezentanți ai profesiei atribuie un rol important modalității de prezentare a informațiilor, atitudinii față de riscuri și performanțelor înregistrate în raport cu obiectivele.

Aspectele anterior menționate se înscriu în definirea guvernanței corporative. Conceptul de *guvernanță corporativă* constituie un subiect complex, ce poate fi abordat din mai multe perspective. În accepțiune generală, guvernanța corporativă reprezintă un ansamblu de reguli și politici ce influențează modul în care o entitate economică este organizată, condusă și controlată. Principalii actori pe scena guvernanței corporative sunt reprezentanții Consiliului de Administrație,

investitorii existenți și potențiali, urmați de reprezentanții conducerii. În plan secundar, se identifică furnizorii, clienții, angajații, băncile, autoritățile și societatea în ansamblul ei[1].

România a fost un spectator activ la multitudinea schimbărilor din contextul socio-economic și cultural. Decorul politic a culminat cu tranziții ale regimului, fapt ce a condus la apariția și dezvoltarea guvernanței corporative destul de tardiv, începând cu anul 2000. Parcursul de la regimul comunist către cel democratic a fost unul sinuos, marcat de dezechilibru. Bursa de Valori București consemnează primele tranzacționări începând cu anul 1995. În anul 2001 a fost creată categoria *plus* de societăți cotate, reprezentând „categoria plusului de transparență", considerată superioară. Astfel că se încadrau în această categorie numai acele societăți cotate care preiau în totalitate cerințele prevăzute în Codul de guvernanță[2].

Având ca scop extinderea cercetărilor anterioare, prezentul studiu abordează subiectul guvernanței corporative deopotrivă din perspectivă empirică și teoretică. Informațiile sintetizate din cercetări relevante pentru tema abordată redau stadiul cunoașterii guvernanței corporative și prezentarea caracteristicilor considerabile ale acestui concept. Cercetarea empirică se raportează la nivelul de conformitate cu prevederile Codului de guvernanță al Bursei de Valori București al unor companii românești din industria farmaceutică. Lucrarea este relevantă prin prisma utilizării unor date primare, culese prin analiza de conținut a rapoartelor anuale ale companiilor, concomitent cu identificarea cerințelor specifice prevăzute de Codul de guvernanță al BVB. În plus, sunt analizate, din perspectiva convergenței, Declarațiile „Aplici sau Explici", perioada de referință fiind cuprinsă între 2015 și 2019.

Obiectivul studiului este de a investiga conformitatea guvernanței corporative a companiilor cu cerințele incluse în Codul de guvernanță emis de Bursa de Valori București. În prima secțiune are loc trecerea de la general către particular, prin revizuirea literaturii de specialitate. Cea de-a doua secțiune dezvoltă metodologia cercetării bazate pe culegere primară de date, analiză de conținut și analiză comparativă. Secțiunea a treia detaliază rezultatele cercetării. La final sunt prezentate concluziile.

1. Revizuirea literaturii de specialitate

1.1. Guvernanța corporativă în context internațional

Guvernanța corporativă reflectă legăturile ce se stabilesc între acționari, principalele părți interesate, conducerea companiei și Consiliul de Administrație. Conform mai multor studii efectuate, precum Salvioni (2003)[3], Achim et al. (2015)[4], s-a concluzionat că bunele practici de guvernanță corporativă impactează în mod direct performanțele din punct de vedere financiar. De asemenea, o influență pozitivă identificată este ilustrată prin facilitarea accesului la diverse surse de finanțare și prin modalitățile de motivare a angajaților[5].

Utilizarea termenului de „guvernanță corporativă" a apărut și s-a dezvoltat în Statele Unite, în jurul anilor '70, fiind ulterior adoptat și aplicat la nivel global. Într-o oarecare măsură, guvernanța a apărut ca răspuns la numeroasele scandaluri financiare ce dominau lumea americană. Unul dintre exemplele ilustrative în acest sens sunt cazul „Watergate", în care urmările implicării companiilor în politică sunt cât se poate de nefavorabile. Le Roy și Marchesnay (2005)[6] emit

---

[1] Giurcă Vasilescu, L., *Corporate governance in developing and emerging countries. The case of Romania*, Munich Personal RePEc Archive, 2008, pag. 3-12.

[2] Feleagă, N., Feleagă, L., Dragomir, V., D., Bigioi, A., D., *Guvernanța corporativă în economiile emergente: cazul României*, Economie Teoretică și Aplicată, 2011, pg. 3-15.

[3] Salvioni, D., M., *Corporate Governance and Global Responsability*, Symphonya. Emerging Issue in Management, Niccolò Cusano University, 2003, pg. 44-54.

[4] Achim, M., V., Borlea, S., N., Mare, C., Corporate Governance and Business Performance: Evidence for the Romanian Economy, Journal of Business Economics and Management, Vilnius Gediminas Technical University, 2015, pg. 458-474.

[5] Manolescu, M., Roman, A., G., Mocanu, M., *Corporate Governance in Romania: from regulation to implementation*, Accounting and Management Information Systems, Bucharest University of Economic Studies, 2011, pg. 4-24.

premisa conform căreia în unele dintre situații au fost utilizate practici de contabilitate creativă, care sunt privite asemenea unor mijloace de manipulare a rezultatelor financiare. Evoluția lumii afacerilor în condițiile globalizării presupune orientări noi de gestionare a afacerilor care includ, printre altele, standarde ce vizează ambianța socială ori mediul înconjurător. Mai mult decât atât, se urmărește menținerea dimensiunii etice a afacerilor. Aceste schimbări și adaptări se produc în contextul guvernanței corporative, a cărei însemnătate se reflectă în performanțele companiilor[6].

De-a lungul timpului, definirea conceptului de guvernanță corporativă a fost abordată diferențiat. Conform „The Journal of Finance" (1997)[7], guvernanța este prezentată drept modul care garantează beneficiile investitorilor în urma resurselor financiare investite. O altă definiție este dată de „Financial Times" (1997)[7] și plasează guvernanța corporativă în centrul relațiilor pe care întreprinderea le stabilește cu acționarii și cu societatea în ansamblu. În opinia lui Wolfensohn (1999)[7], guvernanța susține manifestarea unor comportamente etice, marcate de integritate și responsabilitate. Rezultatul urmărit este prezentarea veridică și transparentă a informațiilor. Banca Mondială percepe guvernanța în sens mai larg, rezumându-se nu doar la relațiile din mediul intern (conducere, management), cât preponderent la părțile interesate („stakeholderi")[7].

Autorii Friedman și Miles (2006)[8] consideră că termenul de *guvernanță corporativă* nu poate fi caracterizat printr-o singură definiție. Guvernanța încadrează domeniile economic, legislativ și instituțional, urmărind să sugereze cele mai bune practici prin care au loc conducerea și controlul în cadrul entităților economice. Forul de conducere are responsabilitatea de a asigura conduita etică și de a fixa principalele direcții strategice. Ulterior, are loc elaborarea politicilor prin care strategiile sunt aplicate, adăugându-se perspectivele privind prezentarea informațiilor și mecanismele de supraveghere[8].

Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică identifică și dezvoltă o serie de principii fundamentale, în canoanele cărora trebuie să se înscrie guvernanța corporativă. Amintim fundamentarea cadrului de guvernanță corporativă pe o bază transparentă de furnizare a informațiilor, poziția părților interesate, susținută prin drepturile acestora. În plus, ținem seama de aplicarea unui tratament echitabil față de acționari, indiferent de procentajul deținut. Totodată, principiile implică asigurarea transparenței, deopotrivă în transmiterea informațiilor financiare și nefinanciare. Consiliul de Administrație își asumă o serie de responsabilități față de companie și acționari[9].

Sistemele de business tot mai complexe și inovative, iar fenomenul globalizării și identificarea unor comportamente uneori lipsite de etică fac obiectul unei viziuni multidimensionale. O asemenea viziune accentuează caracterul marcant al relațiilor pe care compania le stabilește cu utilizatorii de informații și despre care se dorește să fie durabile. Identificăm, așadar, o serie de direcții de acțiune ale guvernanței corporative. Dintre acestea, amintim actualizarea permanentă în raport cu reglementările și codurile de conduită pentru guvernanță, promovarea culturii organizaționale bazate pe etică și integritate. Adăugăm concentrarea asupra așteptărilor părților interesate și a societății, gestionarea prudentă a riscurilor, comunicarea transparentă, crearea unui sistem solid de valori. Nu în ultimul rând, includem deciziile ce vizează dezvoltarea financiară[10].

Printre beneficiile guvernanței, se remarcă înregistrarea performanțelor din punct de vedere financiar, dezvoltarea de strategii privind atragerea investițiilor, dezvoltarea capitalului intelectual

---

[6] Achim, M., V., Borlea, S., N., Mare, C., Corporate Governance and Business Performance: Evidence for the Romanian Economy, Journal of Business Economics and Management, Vilnius Gediminas Technical University, 2015, pg. 458-474.

[7] Telembeci, D., *Guvernanța corporativă*, Analele Universității Libere Internaționale din Moldova (Seria Economie), ULIM, 2014, pg. 142-149.

[8] Gachie, W., Govender, W., *Practical Application of Corporate Governance Principles in a Developing Country: A Case Study*, Virtus Interpress, 2017, pg. 67-75.

[9] OECD, *Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, 2015.

[10] Salvioni, D., M., *Corporate Governance and Global Responsability*, Symphonya. Emerging Issue in Management, Niccolò Cusano University, 2003, pg. 44-54.

prin motivarea angajaților. Prin dezvoltarea de servicii și produse noi are loc menținerea mediului competitiv. Ansamblul acestor avantaje conduce la crearea de valoare pentru acționari[6].

Practicile de guvernanță corporativă își lărgesc orizonturile de acțiune, vizând sfera juridică, instituțională și culturală. În același timp, sunt examinate performanțele obținute în funcție de obiectivele stabilite, precum și atitudinea întreprinderilor față de riscuri. Având în vedere detaliile amintite, considerăm guvernanța corporativă drept o componentă esențială a economiei contemporane[11].

1.2. Guvernanța corporativă în cercetările științifice din România

După instaurarea regimului comunist, România a traversat etape dificile din punct de vedere economic, politic, social și educațional. Climatul a fost caracterizat prin instabilitate, diverse instituții au fost desființate, iar statul deținea puterea în mod exclusiv. Din aceste cauze România a evoluat lent pe mai multe planuri, urmările regimului de tip totalitar având repercusiuni ce au fost resimțite pentru o lungă perioadă de timp. Date fiind condițiile, în ceea ce privește guvernanța corporativă, conceptul a fost preluat și a început să fie aplicat la începutul anilor 2000. Putem asocia adoptarea guvernanței cu o formă fără fond, întrucât sunt identificate multe lacune, precum faptul că managerii și proprietarii stabilesc legături a căror natură nu este analizată în detaliu. Concomitent, în susținerea formei fără fond vine imposibilitatea alinierii reglementărilor contabile naționale cu acelea internaționale. Informațiile financiare identificate nu pot fi evaluate în mod fiabil și nu sunt comparabile[12].

În perioada 2001-2002, numeroase companii românești au ieșit de sub influența și controlul statului, orientându-se către fundamentarea sectorului privat. Aprecierea evoluției din acea perioadă este pozitivă, însă direct proporțională cu o gestionare deficitară. Se dorește stabilizarea cadrului legislativ și instituțional, iar atenția este concentrată asupra numărului în creștere de acționari, a intereselor acestora în contrapartidă cu acelea ale managerilor. Printre direcțiile de acțiune se numără și protejarea acționarilor minoritari[13].

Unele dintre studiile efectuate consideră că rapoartele publicate de companiile românești se remarcă prin lipsa de transparență în prezentarea informațiilor. Într-o astfel de conjunctură, este de dorit adaptarea la sistemul de guvernanță corporativă. Alte studii, precum Dobroțeanu et al. (2009)[14], Dobroțeanu et al. (2010)[14], examinează modul în care companiile listate își adaptează rapoartele pe baza cerințelor Codului de guvernanță emis de BVB. Hotărâtoare este și transparența entităților privind prezentarea către utilizatori a principiilor de guvernanță. Pentru a veni în sprijinul României, OECD (Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică) lansează un program care are un scop precis, și anume optimizarea aplicării guvernanței corporative. Dintre principalele finalități urmărite, amintim identificarea guvernanței corporative la nivelul României, emiterea unor propuneri de îmbunătățire. Se dorește transformarea României într-un participant activ la teme de discuții privind guvernanța în context internațional[14].

Instituția centrală care stabilește recomandări și direcții de urmat pentru România în contextul adoptării guvernanței corporative este Banca Mondială. Una dintre propuneri constă în existența periodică a Adunărilor Generale ale Acționarilor companiilor listate. Se urmărește implementarea practicilor de audit extern, pentru justificarea modului în care acționarii au utilizat resursele și au condus la îndeplinirea obiectivelor companiei, în raport cu obiectivele stabilite și cu sursele de finanțare utilizate. Itinerarul parcurs în adoptarea corectă a guvernanței accentuează importanța controlului intern, despre care considerăm că are rolul de a se asigura că obiectivele stabilite sunt consecvente, statornice. Adăugăm, de asemenea, identificarea principalelor mijloace

---

[11] Davis, G., F., *New Directions in Corporate Governance,* Annual Review of Sociology, Annual Reviews, 2005, pg. 143-162.

[12] Albu, N., Durica, A., Grigore, N., Grigoraș, D., Mateescu, R., Ichim, A., *Guvernanța corporativă în România. Percepții și perspective*, Contabilitatea, expertiza și auditul afacerilor, CECCAR, 2013, pg. 37-42.

[13] Bădulescu, A., Bădulescu, D., *Corporate Governance in Romania. The state of the art and recent developments*, Analele Universității din Oradea, Editura Universității din Oradea, 2008, pg. 2-14.

[14] Răileanu, A., S., Dobroțeanu, C., L., Dobroțeanu, L., *Probleme de actualitate cu privire la măsurarea nivelului de guvernanță corporativă în România*, CAFR, 2011, pg. 11-15.

de acțiune pentru a urca „scara succesului” și a ajunge la performanțe, cuantificarea rezultatelor și crearea de perspective pentru viitor[15].

În ciuda contextului la o primă vedere nefavorabil și a presiunilor interne și externe cu care România s-a confruntat, putem afirma că, pe măsură ce practicile de guvernanță sunt utilizate, încrederea investitorilor naționali și internaționali sporește considerabil. Încrederea investitorilor constituie o condiție imperioasă în atragerea surselor de finanțare și, implicit, în dezvoltarea economică pe termen lung. Adoptarea Codului de guvernanță corporativă presupune prezentarea anuală, față de BVB, a Declarației de conformitate, cunoscută și sub numele de Declarația „Aplici sau Explici”. Despre Codul de guvernanță de la nivelul României, considerăm că este aliniat cu Codurile de guvernanță aplicate de statele UE și că oferă recomandări relevante pentru directori și membrii Consiliului de Administrație[16].

Din studiul efectuat de Fülöp (2012), care are ca perioadă de referință anul 2010, reiese faptul că aplicarea Declarației „Aplici sau Explici” de către companiile naționale întâmpină dificultăți. Modul în care companiile completează Declarația este voluntar și relevă maniera în care cerințele și recomandările sunt sau nu respectate, însă survin obstacole prin prisma industriilor diferite de activitate[17].

Declarația de conformitate atestă adoptarea Codului de guvernanță. Poate exista contextul în care companiile nu sunt de acord cu unele prevederi și cerințe ale Codului. Ca urmare a exprimării dezacordului, entitățile pot alege să nu accepte respectivele prevederi, însă justificările trebuie să fie întemeiate și detaliat explicate[18].

Subiectul guvernanței corporative rămâne în continuare de actualitate, iar unul dintre studiile ilustrative în acest sens este efectuat de Lungu et al. în anul 2020. Prin revizuirea literaturii de specialitate, autorii plasează pe o poziție centrală mecanismele de guvernanță corporativă, corelate cu înregistrarea performanțelor de către companii, raportându-se la contextul național. Având în vedere că România este o țară emergentă, autorii sunt interesați de modul în care evoluează cercetarea în domeniul guvernanței într-o astfel de conjunctură, precum și de abordarea guvernanței în relație directă cu parcurgerea unui traseu ascendent de către companii, din punctul de vedere al atingerii obiectivelor. Potrivit literaturii de specialitate, printre factorii marcanți ce însoțesc guvernanța se numără sustenabilitatea și inovația. Se constată că interesul pentru cercetarea în domeniul guvernanței crește direct proporțional cu dezvoltarea mediului antreprenorial. Începând cu anul 2012, România se bucură de un număr tot mai mare al studiilor de specialitate în domeniul guvernanței, paroxismul fiind atins în anul 2019, când se înregistrează cea mai mare frecvență a publicării lucrărilor în reviste special destinate[19].

În examinarea guvernanței, cercetătorii români utilizează atât variabile calitative, cât și cantitative. Printre variabilele calitative, se pot menționa gradul de independență al Consiliului, cât și componența sa, respectiv numărul membrilor și calitatea acestora. Din punct de vedere cantitativ, pentru cuantificarea performanțelor se fac trimiteri la indicatori cum ar fi, de exemplu, rentabilitatea activelor[19].

---

[15] Grosu, M., *Codes and Practices of implementation of Corporate Governance in Romania and resulting reporting, (*European Integration – New Challenges), Analele Universității din Oradea, Editura Universității din Oradea, 2011, pg. 699-704.

[16] Popescu, Gh., N., Popescu, V., A., Popescu C., R., *Corporate Governance in Romania: Theories and Practices*, în S. N. Boubaker, *Corporate Governance and Corporate Social Responsibility: Emerging Markets Focus.* World Scientific Publishing House, 2014, pg. 375-401.

[17] Fülöp, M., T., *Rolul guvernanței corporative eficiente în vederea înțelegerii și aplicării adecvate a principiului transparențeide către entitățile românești*, CAFR, 2012, pg. 48-53.

[18] Ionescu, I., Damoc, C., Rusu, R., *Guvernanța corporativă în România: necesitate sau birocrație?*, CAFR, 2015, pg. 49-58.

[19] Lungu, C., I., Mititean, P., Caraiani, C., Constantinescu, D., *A structured literature review of corporate governance and performance research within an emerging country setting*, Bucharest University of Economic Studies, 2020, pg. 708-734.

1.3. Codul de guvernanță corporativă al Bursei de Valori București

În continuare, sunt analizate principalele cerințe prevăzute în Codul de guvernanță emis de Bursa de Valori București (2015), pentru a crea contextul premergător examinării datelor publicate de către companiile din eșantion. Codul de guvernanță subliniază faptul că principala caracteristică a informațiilor prezentate ar trebui să fie transparența, iar prevederile sunt menite să susțină dezvoltarea de relații durabile între acționari și așa-numiții „deținători de interese”[20].

Prima secțiune (A) cuprinde principii generale și constă în prezentarea responsabilităților Consiliului, atât din punctul de vedere al componenței, cât și prin prisma activităților întreprinse. Identificăm distincția nivelurilor ierarhice, în funcție de modul de administrare. În cadrul sistemului unitar se remarcă existența Consiliului de Administrație, în timp ce sistemul dualist funcționează cu ajutorul Consiliului de Supraveghere/Directoratului. Dintre prevederile ce trebuiesc respectate, se atrage atenția asupra manifestării unor comportamente etice din partea membrilor Consiliului. O cerință obligatorie este ca aceștia să fie independenți și să fie în număr de minim 5 pentru formarea componenței Consiliului[20].

Cea de-a doua secțiune (B) vizează mecanismele de gestionare a riscurilor și de control intern. Maniera în care entitatea gestionează riscurile și întrebuințează mecanismele de control intern este determinată în mod direct de către Consiliu. Se procedează la aplicarea practicilor de audit intern, care au ca scop evaluarea obiectivă și a cărei constituire și componență se stabilesc în urma deciziilor Consiliului. Evaluarea sistemului de control intern se înscrie în rândul atribuțiilor Comitetului de audit, alături de asigurarea aplicării reglementărilor specifice în misiunea de audit[20].

Cea de-a treia secțiune (C) include prevederi ce vizează sistemul de recompensă și motivare. Aceste două sisteme sunt interdependente, astfel că motivarea Consiliului și a conducerii crește direct proporțional cu beneficiile obținute. Politica de remunerare este definită de transparență și trebuie să se găsească în concordanță cu performanțele și evoluția Consiliului și conducerii[20].

Secțiunea a patra (D) este orientată către cerințele de raportare a informațiilor și descrie crearea de valoare prin intermediul stabilirii relațiilor statornice cu investitorii. Pentru a-și asigura accesul la surse de finanțare, entitatea trebuie să ia contact deopotrivă cu mediul național și internațional. Din acest punct de vedere, este sugerată prezentarea bilingvă a informațiilor, în limba română și în limba engleză. Mai mult decât atât, societatea trebuie să se asigure că acționarii participă la Adunările Generale. Simultan, se apreciază obiectiv conformitatea ori lipsa conformității cu cerințele BVB privind guvernanța. Rezultă, așadar, că entitățile au obligația de a include în rapoartele anuale aprecierile nefavorabile și de a face permanent previziuni[20].

Cele patru secțiuni însumează setul de principii pe care entitățile cotate le respectă astfel încât să întocmească raportări anuale relevante și complexe. Utilitatea raportărilor rezidă în încrederea sporită a investitorilor și interesul acestora manifestat față de entitățile românești.

Subordonarea față de cerințele practicilor de guvernanță încurajează competitivitatea și mediul concurențial, detalierea progresului ori, după caz, regresului companiei și formularea recomandărilor. În opinia mea, Codul de guvernanță emis de BVB reprezintă un mijloc prin care România iese treptat de sub tenebrele ignoranței în rândul piețelor de capital.

2. Metodologia cercetării

2.1. Metoda de cercetare

În elaborarea studiului, metoda de cercetare acționează în două direcții, cercetarea fundamentală și cercetarea empirică. Cercetarea fundamentală constă în surprinderea conceptelor tratate din punct de vedere teoretic și dezvoltarea elementelor de conținut ale acestora. Se urmărește revizuirea literaturii de specialitate cu privire la tema guvernanței corporative în accepțiune generală, particularizându-se ulterior prin problematica guvernanței corporative în România.

[20] Bursa de Valori București, *Codul de Guvernanță Corporativă*, 2015.

Cercetarea empirică are ca punct de plecare sfera aplicativă și este dominată de modul însușirii practicilor existente în Codul de guvernanță al BVB. Are loc analiza de conținut a raportărilor privind guvernanța, în vederea identificării conformității cu cerințele BVB. Într-o primă etapă, a fost urmărită frecvența îndeplinirii cerințelor Codului de guvernanță pe cele patru secțiuni principale. Comentariile companiei referitor la cerințele neîndeplinite sunt analizate și expuse critic, fiind apoi completate cu informații extrase din surse adiacente. Caracterul empiric al cercetării este dat și de atenția concentrată asupra Declarațiilor „Aplici sau Explici" pentru eșantionul ales, și anume companii care activează în industria farmaceutică. Fiind vorba despre companii cotate, culegerea datelor este sprijinită de comunicarea prin mijloace electronice. Accesul la informații este facilitat de rapoartele anuale publicate de Bursa de Valori București, precum și individual, de către fiecare companie, prin publicarea respectivelor rapoarte pe site-ul web oficial. Documentarea este efectuată în temeiul rapoartelor anuale, care includ cadrul de guvernanță corporativă aplicat, precum și Declarațiile de conformitate cu prevederile Codului BVB. Cercetarea se concretizează pe o abordare te tip analitic, perioada de referință fiind intervalul 2015-2019.

2.2. Colectarea datelor

Eșantionul este format din 5 companii românești listate, și anume Antibiotice S.A., Biofarm S.A., Farmaceutica Remedia S.A., Ropharma S.A. și, nu în ultimul rând, Zentiva S.A. Similitudinea dintre companii este dată de principalul domeniu în care activează, și anume industria farmaceutică. Datele utilizate sunt dintre cele disponibile publicului larg, cuprinse în rapoartele anuale trimise spre publicare către BVB și simultan existente pe site-ul web oficial al fiecăreia dintre cele 5 companii.

Coordonatele temporale ale analizei sunt date de perioada cuprinsă între anul 2015 și anul 2019. Sunt urmărite secțiunile din rapoarte ce înglobează detalii despre guvernanța corporativă, examinându-se Declarațiile privind alinierea practicilor raportat la criteriile BVB.

În continuare, are loc investigarea datelor pentru fiecare companie din eșantion, consemnându-se conformitatea ori lipsa acesteia și eventualele justificări preluate din rapoarte. În secțiunea „Concluzii" este accentuată o scurtă analiză comparativă privind evoluția companiilor pe durata examinată și existența asemănărilor din punctul de vedere al evoluției conformității.

3. Analiza rezultatelor privind conformitatea cu cerințele Codului de guvernanță corporativă al BVB

3.1. Guvernanța corporativă în cadrul Antibiotice S.A.

Dat fiind faptul că în anul 2015 nu este implementată obligativitatea de a completa Declarația de conformitate, detalierea conformității cu Codul de guvernanță este realizată exclusiv printr-o secțiune special destinată în Raportul anual. În Raportul administratorilor aferent anului 2015, reprezentanții societății declară faptul că privesc Codul de guvernanță al BVB asemenea unui factor intermediar benefic în stabilirea relațiilor cu părțile interesate și în mecanismele de conducere ale companiei. Societatea consideră că practicile de guvernanță asigură dezvoltarea pe termen lung, accesul la informații, precum și transparența în prezentare. Astfel, Antibiotice S.A. susține că aplică „practici de afaceri transparente" și asigură conformitatea cu cerințele Codului BVB în exercițiul financiar 2015[21].

Conform Raportului publicat pentru anul 2015, se consemnează următoarele structuri ca fundament pentru o bună guvernanță în cadrul societății: Consiliul de Administrație, Comitetele consultative, reprezentanții conducerii executive. Se adaugă Codul de etică, activitățile privind controlul intern și managementul riscului, Codul privind guvernanța corporativă, precum și „Codul de bune practici pentru promovarea medicamentelor eliberate pe bază de prescripție medicală și

[21] Antibiotice S.A., *Raportul administratorilor*, 2015.

pentru interacțiunile cu profesioniștii din domeniul medical”[19]. Remarcăm, astfel, că societatea este condusa și organizată în sistem unitar[22].

Una dintre responsabilitățile Consiliului de Administrație este de a asigura concordanța cu cadrul legal și îndeplinirea sarcinilor în acord cu obiectul principal de activitate al societății. Membrii Consiliului sunt în număr de 5 și se preocupă permanent de supravegherea activității, examinarea detaliată a activității directorilor, precum și de asigurarea aplicării unor tratamente echitabile în raport cu acționarii [22]. Din aceste aspecte rezultă că prevederile Secțiunii A din Codul de guvernanță al BVB sunt respectate.

Dintre Comitetele consultative, se pot menționa Comitetul de audit, cel de nominalizare și remunerare, Comitetul privind politicile comerciale. Despre Codul de etică se consemnează în Raportul anual faptul că susține funcționarea societății prin prisma valorilor corporative și a responsabilităților și obligațiilor de afaceri asumate. Printre detaliile esențiale prevăzute în raport se numără, de asemenea, cele ale activității de control intern, ale Comitetului de audit și misiunilor acestuia[22].

Conformitatea cu Codul de guvernanță al BVB în anul 2016, 2017 Tabel 1

Prevederi respectate pentru fiecare secțiune	Prevederi îndeplinite	Prevederi îndeplinite parțial	Prevederi neîndeplinite
Secțiunea A. Responsabilități (11)	A1-A3, A5-A11	A4	-
Secțiunea B. Sistemul de gestiune a riscului și de control intern (12)	B1-B12	-	-
Secțiunea C. Justa recompensă și motivare (1)	C1	-	-
Secțiunea D. Adăugarea de valoare prin relațiile cu investitorii (10)	D1-D10	-	-

Sursa: Prelucrare proprie a datelor din Raportul administratorilor Antibiotice S.A. aferent perioadei 2016-2017

Anul 2016 este perioada în care societatea începe să completeze Declarația de conformitate inclusă în Raportul administratorilor. Pentru exercițiul 2016, se observă un grad foarte mare de conformitate cu cerințele prevăzute de BVB. O singură prevedere este îndeplinită parțial, întrucât în cadrul Consiliului de Administrație un singur membru este independent, cerințele impunând un număr de minimum 2 membri independenți, pentru categoria „Premium” din care societatea face parte[23].

Pentru anul 2017, situația este similară celei din anul anterior, fără a surveni modificări. Sunt respectate prevederile privind responsabilitățile, cu excepția prevederii 4 din secțiunea A. Din componența Consiliului de Administrație face în continuare parte un singur membru independent, deși limita minimă este de 2. Secțiunile privind gestionarea riscului, controlul intern, remunerarea, motivarea și crearea de valoare sunt întru totul conforme cu cerințele BVB[24].

Conformitatea cu Codul de guvernanță al BVB în anul 2018, 2019 Tabel 2

Prevederi respectate pentru fiecare secțiune	Prevederi îndeplinite	Prevederi îndeplinite parțial	Prevederi neîndeplinite
Secțiunea A. Responsabilități (11)	A1-A11	-	-
Secțiunea B. Sistemul de gestiune a riscului și de control intern (12)	B1-B12	-	-
Secțiunea C. Justa recompensă și motivare (1)	C1	-	-
Secțiunea D. Adăugarea de valoare prin relațiile cu investitorii (10)	D1-D10	-	-

Sursa: Prelucrare proprie a datelor din Raportul administratorilor Antibiotice S.A. aferent perioadei 2018-2019

[22] Antibiotice S.A., *Raportul administratorilor*, 2015.
[23] Antibiotice S.A., *Raportul administratorilor*, 2016.
[24] Antibiotice S.A., *Raportul administratorilor*, 2017.

În anul 2018, toate prevederile BVB privind guvernanța au fost îndeplinite. Consiliul de Administrație are de această dată în componența sa 4 membri independenți, spre deosebire de perioadele de raportare 2016 și 2017, momente în care un singur membru al Consiliului era independent. Despre prevederea cu numărul 8 din prima secțiune, privind evaluarea Consiliului și consemnarea rezultatelor acesteia, societatea prezintă o explicație suplimentară, prin care confirmă faptul că evaluarea a avut loc, iar obiectivele de performanță au fost îndeplinite în decursul anului. În ceea ce privește prevederea cu numărul 10 din secțiunea A, cu referiri la numărul membrilor independenți din cadrul Consiliului, societatea confirmă îndeplinirea acesteia, menționând că totalul este de 4 membri independenți[25].

Referitor la anul 2019, situația rămâne una echilibrată, asemenea celei din anul anterior. Nu sunt consemnate probleme la nivelul numărului de membri independenți, cum s-a întâmplat pentru anii 2016 și 2017. Consiliul are în componența sa în continuare 4 membri independenți, se constată că au fot îndeplinite criteriile de performanță stabilite, Comitetul de audit evaluează sistemul de control intern, iar informațiile raportate rămân în continuare transparente, la dispoziția publicului larg[26].

3.2. Guvernanța corporativă în cadrul Biofarm S.A.

Conformitatea cu Codul de guvernanță al BVB în anul 2015 Tabel 3

Prevederi respectate pentru fiecare secțiune	Prevederi îndeplinite	Prevederi îndeplinite parțial	Prevederi neîndeplinite
Secțiunea A. Responsabilități (11)	A1-A3, A5, A7, A9, A10	A4	A6, A8, A11
Secțiunea B. Sistemul de gestiune a riscului și de control intern (12)	B11	B9, B12	B1-B8, B10
Secțiunea C. Justa recompensă și motivare (1)	-	C1	-
Secțiunea D. Adăugarea de valoare prin relațiile cu investitorii (10)	D1-D7	D8	D9, D10

Sursa: Prelucrare proprie a datelor din Raportul administratorilor Biofarm S.A. aferent anului 2015

Biofarm S.A. face parte din categoria „Premium" și se numără printre companiile care în 2015 completează și publică Declarația de conformitate. În urma examinării datelor din Raportul administratorilor aferent anul 2015 și a Declarației de conformitate, se constată că există unele prevederi îndeplinite parțial ori neîndeplinite. Din cadrul secțiunii A („Responsabilități"), cerința cu numărul 4 este îndeplinită parțial. Această cerință se referă la calitatea membrilor Consiliului de Administrație. Societatea confirmă faptul că în componența Consiliului de Administrație se găsesc, în majoritate, membri neexecutivi. Referitor la independența administratorilor, compania consemnează că aceștia nu îndeplinesc condiția privitoare la independență. Numirea in funcție a administratorilor a avut loc de către Adunarea Generală a Acționarilor. Biofarm S.A. consemnează că la momentul anului 2015 poziția unuia dintre administratori este provizorie, urmând a fi confirmată de AGA[27].

În ceea ce privește prevederea numărul 6 din secțiunea A, privind raporturile stabilite de membrii Consiliului cu acționarii care dețin peste 5% dintre drepturile de vot, compania aduce o explicație suplimentară, aceea că implementarea prevederii în cauză va avea loc în decursul anului 2016. Cerința cu numărul 8 din secțiunea A ce vizează evaluarea Consiliului, respectiv existența unui ghid de evaluare, nu este respectată. Neconformitatea este explicată prin faptul că societatea urmează să elaboreze un ghid privind evaluarea, în cuprinsul căruia să fie incluse criteriile, scopurile, precum și frecvența evaluărilor [27].

Cea de-a 11-a cerință din prima secțiune a Codului BVB nu este îndeplinită. Prevederea face referire la existența unui Comitet de normalizare, care să fie format preponderent din membri

[25] Antibiotice S.A., *Raportul administratorilor*, 2018.
[26] Antibiotice S.A., *Raportul administratorilor*, 2019.
[27] Biofarm S.A., *Raportul administratorilor*, 2015.

neexecutivi și care să vină în sprijinul Consiliului. Compania menționează că la finalul exercițiului financiar 2015 nu există un astfel de Comitet, dar că urmează a fi constituit în condițiile în care este necesar[28].

În urma examinării secțiunii B, se constată lipsa conformității față de multe dintre cerințe. Una singură este integral îndeplinită și vizează misiunile de audit intern, respectiv realizarea acestora de către departamentul intern special desemnat ori de către o terță entitate, independentă[26].

Prevederile 9 și 12 din cadrul secțiunii B sunt îndeplinite parțial. Cerința cu numărul 9 interzice în mod direct tratamentul preferențial aplicat în relația cu acționarii și relațiile cu părțile afiliate. Biofarm S.A. menționează că nu a elaborat politici special destinate relațiilor cu părțile afiliate, așadar recomandarea cuprinsă în Codul BVB este parțial respectată. Cerința cu numărul 12 face referire la misiunile de audit. Astfel că departamentul de audit intern are obligația de a raporta toate informațiile ori concluziile finale ale misiunilor față de Consiliu. Intermediarul transmiterii informațiilor este Comitetul de audit. La momentul anului 2015, în cadrul întreprinderii nu există constituit un Comitet de audit, iar informațiile sunt furnizate Consiliului de Administrație și Directorului general prin intermediul auditorului intern. Comunicarea dintre Consiliu, Director și auditor este, astfel, nemijlocită[28].

Secțiunea C include o singură cerință, conformitatea fiind și în acest caz parțială. Potrivit secțiunii C, este necesar ca politica de remunerare să fie publică, disponibilă pe site-ul web al companiei, iar dovada implementării să constea într-o declarație inclusă în Raportul anual. Explicația companiei este aceea că politica de remunerare a fost stabilită, urmând ca declarația să fie integrată în cuprinsul raportului anual[28].

Secțiunea D înglobează detalii privind crearea de valoare prin relațiile stabilite cu investitorii. Biofarm S.A. îndeplinește parțial una dintre cerințele acestei secțiuni, în timp ce două dintre ele nu sunt îndeplinite. Rezultă, astfel, conformitate parțială ori lipsa conformității. Cerința cu numărul 8 face referire la prezentarea bilingvă a situațiilor financiare semestriale și trimestriale, a indicatorilor financiari și a factorilor ce își exercită influența asupra performanțelor de ordin economic. Societatea menționează însă că astfel de informații sunt prezentate în rapoartele semestriale și anuale[28].

Cerințele 9 și 10 din secțiunea D nu sunt respectate. Prima dintre ele vizează obligativitatea organizării a minimum două ședințe anual la care să ia parte investitorii și managerii și ale căror concluzii să fie publicate pe site-ul web oficial al companiei. Biofarm S.A. explică faptul că organizarea acestor ședințe va fi decisă în funcție de preferințele și doleanțele investitorilor. Ultima cerință, dar nu cea din urmă, se raportează la evenimentele cultural-artistice, educaționale și științifice care exercită o influență importantă asupra procesului evolutiv al companiei. Dacă strategia de dezvoltare a societății se fundamentează pe astfel de activități, este necesară stabilirea unor politici interne specifice. Reprezentanții declară că, la nivelul anului 2015, nu este necesară elaborarea unor politici specifice, deoarece întreprinderea nu este implicată în activități cultural-artistice cu impact asupra inovației și dezvoltării afacerii. Dacă se va dovedi că activitățile anterior menționate vor exercita o influență semnificativă, compania își ia angajamentul de a elabora politicile specifice în cauză[28].

Din analiza Raportului administratorilor și implicit a Declarației de conformitate pentru anul 2016, nu se constată foarte multe aspecte distincte față de anul anterior. Singurul plus înregistrat este acela al conformității cu prevederea numărul 6 din secțiunea A, ce descrie relațiile cu părțile afiliate, mai exact cu acționarii care dețin un procent de peste 5% în totalul drepturilor de vot. Este necesar ca membrii Consiliului să consemneze existența rapoartelor cu acești acționari și să prezinte particularitățile relațiilor stabilite. Comparativ cu anul 2015, când prevederea în cauză nu era îndeplinită, în exercițiul financiar 2016 se înregistrează un parcurs evolutiv[29].

Situația anului 2017 este similară aceleia din 2016. Cuprinsul secțiunii C despre politica de remunerare este în continuare respectat parțial, Biofarm S.A. explicând că a procedat la elaborarea

[28] Biofarm S.A., *Raportul administratorilor*, 2015.
[29] Biofarm S.A., *Raportul administratorilor*, 2016.

unei asemenea politici. În toate dintre cele 4 secțiuni există atât cerințe neconforme cu codul BVB, cât și o serie de prevederi respectate doar parțial[30].

Pentru anul 2018 aprecierea este una echilibrată, însă similară cu aceea analizată în perioada 2016-2017. În continuare se constată existența administratorilor care nu sunt independenți, iar procedurile privind evaluarea Consiliului se mențin în curs de elaborare. Comitetul de normalizare este inexistent, menționându-se că acesta va fi constituit în măsura în care este necesar. Se constată că multe dintre cerințele regăsite în cuprinsul secțiunii B nu sunt respectate, aducându-se explicațiile aferente pentru caracterul neconform cu criteriile stipulate de BVB. De exemplu, nu există un Comitet de audit constituit. Cât despre politicile specifice relațiilor cu părțile afiliate, explicația este aceea că urmează a fi elaborate. În plus, se consemnează obligativitatea publicării raportărilor de tip financiar[31].

Conformitatea cu Codul de guvernanță al BVB în anul 2019 Tabel 4

Prevederi respectate pentru fiecare secțiune	Prevederi îndeplinite	Prevederi îndeplinite parțial	Prevederi neîndeplinite
Secțiunea A. Responsabilități (11)	A1-A3, A5-A7, A9, A10	A4	A8, A11
Secțiunea B. Sistemul de gestiune a riscului și de control intern (12)	B9, B10, B11	B12	B1-B8
Secțiunea C. Justa recompensă și motivare (1)	-	C1	-
Secțiunea D. Adăugarea de valoare prin relațiile cu investitorii (10)	D1-D7	D8	D9, D10

Sursa: Prelucrare proprie a datelor din Raportul administratorilor Biofarm S.A. aferent anului 2019

Conformitatea cu Codul de guvernanță al BVB înregistrează o evoluție semnificativă la nivelul anului 2019. În secțiunea A nu se constată diferențe comparativ cu anii anteriori, însă practicile de guvernanță sunt vădit îmbunătățite printr-un număr mai mare de prevederi respectate din cadrul secțiunii B. Astfel, în timp ce în perioadele anterioare o singură cerință din cuprinsul acestei secțiuni era respectată în totalitate, și anume B11 (referitoare la existența misiunilor de audit intern), în anul 2019 se adaugă încă două cerințe a căror îndeplinire este totală. Cerința cu numărul 10 este aceea ce include detaliile referitoare la relațiile cu părțile afiliate, respectiv cu investitorii care dețin mai mult de 5% din totalul drepturilor de vot. Se constată că o politică privind problematica în cauză a fost elaborată și aplicată. Cerința 10 din secțiunea B, privitoare la interzicerea tratamentelor preferențiale aplicate acționarilor este pe deplin respectată în exercițiul financiar 2019. Conformitatea cu cea de-a treia secțiune rămâne în continuare parțială, asemenea celei din perioada 2015-2018. Nu sunt înregistrate modificări nici la nivelul secțiunii D. Raportările financiare sunt obligatorii, iar despre ședințele cu investitorii, societatea menționează că vor fi organizate în funcție de solicitările acestora[32].

3.3. Guvernanța corporativă în cadrul Farmaceutica Remedia S.A.

Pentru anul 2015 se constată că nu a fost completată o Declarație de conformitate. În schimb, în Raportul administratorilor, există o secțiune distinctă alocată guvernanței corporative. Farmaceutica Remedia S.A. asigură că practicile de guvernanță au fost aplicate corespunzător, subordonându-se cerințelor BVB. Societatea este reprezentată și administrată de către Consiliul de Administrație și de către Directorul general. Tratamentul aplicat față de acționari este unul echitabil, care asigură respectarea tuturor drepturilor acestora. Conform declarațiilor companiei, raportările sunt transparente, întocmite bilingv și disponibile atât prin publicarea de către BVB, cât și pe site-ul web oficial. Detaliile la care organizația asigură accesul în contextul guvernanței corporative sunt Actul constitutiv, particularități privind Consiliile și Comitetele, aspecte ce țin de

[30] Biofarm S.A., *Raportul administratorilor*, 2017.
[31] Biofarm S.A., *Raportul administratorilor*, 2018.
[32] Biofarm S.A., *Raportul administratorilor*, 2019.

Regulamentul intern al Consiliului de Administrație. Politicile de remunerare, distribuire de dividende și relații cu părțile afiliate se supun întru totul condițiilor prevăzute de Codul BVB. Este asigurată conformitatea deplină cu cerințele de guvernanță și aplicarea acestora pentru obținerea de performanțe. Se consemnează principalele ședințe ce au avut loc în cursul anului 2015 și se prezintă deciziile adoptate. Direcțiile de acțiune ale ședințelor se concentrează asupra alegerii Președintelui CA, a Comitetului de audit, al celui privind remunerarea, precum și a Comitetului de normalizare. Evaluarea controlului intern se numără printre atribuțiile Comitetului de audit. Sunt surprinse, totodată, detalii ce țin de gestiunea riscului și de raportarea conducerii executive față de situațiile problematice[33].

Pentru anul 2016, practicile de guvernanță aplicate sunt evidențiate prin includerea în Raportul anual a Declarației de conformitate.

Conformitatea cu Codul de guvernanță al BVB în anul 2016 Tabel 5

Prevederi respectate pentru fiecare secțiune	Prevederi îndeplinite	Prevederi îndeplinite parțial	Prevederi neîndeplinite
Secțiunea A. Responsabilități (11)	A1, A2, A4-A6, A9-A11	A8	A3, A7
Secțiunea B. Sistemul de gestiune a riscului și de control intern (12)	B2-B4, B6-B12	B1, B5	-
Secțiunea C. Justa recompensă și motivare (1)	C1	-	-
Secțiunea D. Adăugarea de valoare prin relațiile cu investitorii (10)	D1, D2, D4-D10	D3	-

Sursa: Prelucrare proprie a datelor din Raportul administratorilor Farmaceutica Remedia S.A. aferent anului 2016

Gradul conformității înregistrate în anul 2016 este ridicat. Există doar două dintre prevederi care nu sunt îndeplinite, din cuprinsul secțiunii A. Cerința cu numărul 3 prevede ca din Consiliu să facă parte un număr minim de 5 membri, dar Consiliul Farmaceutica Remedia S.A. este constituit doar din 3 membri. Ce-a de-a șaptea cerință solicită existența unui secretar care să sprijine întreaga activitate a Consiliului. În cadrul companiei însă, suportul este asigurat de un departament specializat în probleme organizatorice și gestionarea relațiilor cu investitorii. Ce-a de-a opta cerință impune existența politicilor specifice de evaluare a Consiliului în funcție de anumite criterii prestabilite. Compania explică faptul că evaluarea membrilor Consiliului are loc raportat la performanțele consemnate în politicile interne și că va ține seama de cerința în cauză, pentru eventuala elaborare a unui ghid intern de evaluare[34].

Prima dintre prevederile secțiunii B aduce în discuție existența Comitetului de audit, în cadrul căruia este necesar ca minim unul dintre membri să fie administrator neexecutiv independent. În plus, majoritatea membrilor trebuie să fie deține calificări în domeniu, experiență în misiuni de audit și bune cunoștințe de contabilitate. Societatea argumentează că din structura Comitetului de audit fac parte doar doi membri, dintre care unul dintre ei deține calitatea de administrator neexecutiv independent. Din acest punct de vedere, se supune cerinței de conformitate. Neconformitatea rezidă din lipsa unui membru care să dispună de calificare și experiență în domeniu, iar Farmaceutica Remedia S.A. argumentează că va ține seama de acest aspect[34].

Cea de-a cincea cerință din cuprinsul secțiunii B prevede evaluarea și gestionarea conflictelor de interese survenite în tranzacțiile societății de către Comitetul de audit. Explicația companiei este aceea că evaluarea acestor categorii de conflicte este realizată sub influența prețurilor de transfer[35].

În cadrul secțiunii D există o singură cerință față de care conformitatea este parțială, și anume cerința cu numărul 11. Cerința constă în necesitatea implementării politicilor privind previziunile, a căror publicare nu este însă imperioasă. În accepțiunea companiei, previziunile se

[33] Farmaceutica Remedia S.A., *Raportul administratorilor*, 2015.
[34] Farmaceutica Remedia S.A., *Raportul administratorilor*, 2016.

prezintă sub forma bugetelor de venituri și cheltuieli ori sub forma planului elaborat în materie de investiții. Din explicația suplimentară reiese intenția Consiliului de a emite politici specifice de previziuni pentru perioadele următoare[35].

Conformitatea cu Codul de guvernanță al BVB în anul 2017 Tabel 6

Prevederi respectate pentru fiecare secțiune	Prevederi îndeplinite	Prevederi îndeplinite parțial	Prevederi neîndeplinite
Secțiunea A. Responsabilități (11)	A1-A7, A9-A11	A8	-
Secțiunea B. Sistemul de gestiune a riscului și de control intern (12)	B2-B4, B6-B12	B1, B5	-
Secțiunea C. Justa recompensă și motivare (1)	C1	-	-
Secțiunea D. Adăugarea de valoare prin relațiile cu investitorii (10)	D1, D2, D4-D10	D3	-

Sursa: Prelucrare proprie a datelor din Raportul administratorilor Farmaceutica Remedia S.A. aferent anului 2017

Aprecierea conformității pentru anul 2017 este una favorabilă, întrucât nu mai există prevederi neîndeplinite, iar numărul celor îndeplinite parțial se găsește în scădere comparativ cu anul 2016. Astfel că în secțiunea A o singură prevedere se menține îndeplinită parțial, cea care se focalizează asupra politicilor de evaluare a Consiliului. Din declarația companiei rezidă că reprezentanții Consiliului vor reanaliza prevederea în cauză și vor ține seama de elaborarea unui cadru privind evaluarea[36] .

Secțiunea B se menține la un nivel al conformității similar celui din 2016. Obligativitatea publicării politicii de remunerare inclusă în secțiunea C este în continuare respectată. În ceea ce privește ultima secțiune, excepția de la conformitate este dată de cea de-a treia cerință. Argumentele emise de societate pentru a justifica lipsa conformității sunt rapoartele anuale ori semestriale disponibile public și care pun informațiile previzionate la dispoziția investitorilor prin intermediul bugetelor de venituri și cheltuieli. Societatea își asumă angajamentul de a ține seama de elaborarea unui cadru conceptual pe care să fie fundamentate politicile de previziuni[36].

Anul 2018 aduce cu sine cel mai ridicat nivel de conformitate, comparativ cu perioadele anterioare. Pe baza raportului anual, se consemnează că există o singură cerință a cărei alinieri față de Codul BVB este parțială, și anume cea de-a opta cerință inclusă în prima secțiune. Conform explicațiilor date de companie, Consiliul urmează să se concentreze asupra prevederilor cerinței în cauză și să acționeze în consecință, prin elaborarea și implementarea politicilor de evaluare[37].

Respectarea prevederilor secțiunii B este susținută de explicațiile suplimentare. De exemplu, despre Comitetul de normalizare se precizează că este format preponderent din membri neexecutivi, unul dintre aceștia fiind neexecutiv independent. Componența comitetului de audit se aliniază și ea cu cerințele BVB, dat fiind faptul că membrii sunt în număr de 3, doi dintre aceștia fiind administratori neexecutivi independenți. Comitetului de audit îi revine îndatorirea de a gestiona conflictele de interese ce iau naștere ca urmare a tranzacțiilor efectuate de societate[37].

[35] Farmaceutica Remedia S.A., *Raportul administratorilor*, 2016.
[36] Farmaceutica Remedia S.A., *Raportul administratorilor*, 2017.
[37] Farmaceutica Remedia S.A., *Raportul administratorilor*, 2018.

Conformitatea cu Codul de guvernanță al BVB în anul 2019 Tabel 7

Prevederi respectate pentru fiecare secțiune	Prevederi îndeplinite	Prevederi îndeplinite parțial	Prevederi neîndeplinite
Secțiunea A. Responsabilități (11)	A1, A2, A4-A11	-	A3
Secțiunea B. Sistemul de gestiune a riscului și de control intern (12)	B1-B12	-	-
Secțiunea C. Justa recompensă și motivare (1)	C1	-	-
Secțiunea D. Adăugarea de valoare prin relațiile cu investitorii (10)	D1-D10	-	-

Sursa: Prelucrare proprie a datelor din Raportul administratorilor Farmaceutica Remedia S.A. aferent anului 2019

Exercițiul financiar 2019 este momentul în care nu există prevederi a căror îndeplinire să fie parțială, comparativ cu perioadele anterioare. Conform datelor sintetizate în Tabelul 7, se observă că o singură cerință nu este îndeplinită. Prevederea face parte din secțiunea „Responsabilități" și privește componența Consiliului, mai precis numărul minim de membri, în număr de 5. În cadrul Farmaceutica Remedia S.A., Consiliul de Administrație este format, în 2019, din numai 3 membri. Compania motivează neconformitatea prin confruntările cu provocări din realitatea contemporană, dat fiind contextul actual. Se urmărește elaborarea unei noi strategii de afaceri, care aduce cu sine suplimentarea costurilor și investițiilor. În Raportul anual, societatea oferă asigurarea privind îndeplinirea viitoare a prevederii în cauză, prin organizarea alegerilor în perioada 2020-2021[38]. O situație similară este consemnată în perioada de raportare 2016, când Consiliul este compus din 3 membri.

3.4. Guvernanța corporativă în cadrul Ropharma S.A.

Din examinarea situațiilor publicate pentru anul 2015, se constată că sunt conturate principalele particularități privind guvernanța, alături de cadrul de adoptare și aplicare. Cea mai importantă dintre măsurile adoptate este reprezentată de includerea unui capitol special destinat guvernanței în Raportul anual. Ropharma S.A. afirmă că au fost înregistrate progrese considerabile în contextul conformității cu standardele de guvernanță, iar transparența este caracteristica dominantă a informațiilor trimise spre publicare[39].

La nivelul anului 2015, printre responsabilitățile Consiliului de Administrație se numără cele de inventariere a patrimoniului, activități privind analiza periodică, aprobarea sistemului legat de acordare de bonusuri și remunerare. Consiliul este responsabil, totodată, cu monitorizarea activităților Directorilor [39].

Conformitatea cu Codul de guvernanță al BVB în anul 2016-2019 Tabel 8

Prevederi respectate pentru fiecare secțiune	Prevederi îndeplinite	Prevederi îndeplinite parțial	Prevederi neîndeplinite
Secțiunea A. Responsabilități (11)	A1-A11	-	-
Secțiunea B. Sistemul de gestiune a riscului și de control intern (12)	B1-B12	-	-
Secțiunea C. Justa recompensă și motivare (1)	C1	-	-
Secțiunea D. Adăugarea de valoare prin relațiile cu investitorii (10)	D1, D2, D4-D9	-	D3, D10

Sursa: Prelucrare proprie a datelor din Raportul administratorilor Ropharma S.A. aferent perioadei 2016-2019

Anul 2016 beneficiază de aprecieri favorabile din perspectiva conformității practicilor de guvernanță. Majoritatea prevederilor sunt îndeplinite în totalitate, neconcordanța întâlnindu-se numai în cazul a două dintre ele. Cerințele neconforme fac parte din secțiunea D, care stabilește statornicirea relațiilor cu investitorii astfel încât acestea să conducă la crearea de valoare.

[38] Farmaceutica Remedia S.A., *Raportul administratorilor*, 2019.
[39] Ropharma S.A., *Raportul administratorilor*, 2015.

Prevederea cu numărul 3 presupune elaborarea unei politici de previzionare. Ropharma S.A. aduce explcația conform căreia politica de previziuni este în curs de elaborare. Cerința cu numărul 10 accentuează fundamentarea unor politici specifice în contextul în care compania susține diverse activități cultural-artistice ori sportive și științifice, menite să îi îmbunătățească strategia de dezvoltare. Argumentul adus pentru neconformitate constă în confirmarea faptului că astfel de politici nu sunt necesare, în ciuda faptului că societatea este implicată în evenimente de tipul celor menționate[40].

Pentru anul 2017 situația se menține în aceiași parametri, cu două dintre prevederi neconforme. Se constată că sunt aduse informații suplimentare la nivelul unor cerințe îndeplinite în totalitate. Astfel, compania menționează, referitor la prevederea numărul 9 din secțiunea A, că situația întâlnirilor Consiliului și deciziile adoptate sunt detaliate în Raportul anual, la capitolul special destinat („Guvernanța Corporativă"). Prin explicația suplimentară, Ropharma S.A. întărește convingerea că prevederile BVB privind Codul de guvernanță sunt aplicate[41].

Anul 2018 nu aduce cu sine modificări, aplicarea practicilor de guvernanță rămânând constantă, similară cu perioada 2016-2017. Politica de previziuni a societății se găsește încă în curs de elaborare, iar formele de expresie artistică pe care compania le susține și în care este implicată nu beneficiază de tratament diferențiat printr-un cadru de politici special emise[42].

Conformitatea cu cerințele BVB privind guvernanța rămâne neschimbată în anul 2019, raportat la perioadele anterioare. Societatea este în continuare de părere că politica internă special destinată promovării evenimentelor cultural-artistice și educative nu este necesară. În același timp, explicația suplimentară în ceea ce privește politica de previziuni constă în faptul că se găsește în proces de finalizare[43].

3.5. Guvernanța corporativă în cadrul Zentiva S.A.

Pentru anul 2015 compania nu procedează la completarea și publicarea Declarației de conformitate. În capitolul „Guvernanța corporativă" inclus în Raportul anual aferent perioadei, Zentiva S.A. consemnează o serie de detalii definitorii. Prima dintre mențiuni este aceea că societatea este administrată în sistem unitar, prin Directorul General, a cărui supervizare este responsabilitatea Consiliului de Administrație. Compania menționează că aplică în mod voluntar Codul BVB privind guvernanța, raportând stadiul conformității și asumându-și transmiterea transparentă a datelor[44].

Declarația de conformitate pentru anul 2015 este prezentată sub forma unui raport în care reprezentanții societății concentrează practicile și evenimentele esențiale privind funcționarea mecanismului de guvernanță. Politicile asigură transparența în comunicare prin publicarea informațiilor pe site-ul web al companiei. Sunt incluse detalii referitoare la componența Consiliului de Administrație, calitatea membrilor, asigurări cu privire la informarea permanentă a investitorilor[44].

Consiliul este format preponderent din membrii neexecutivi și independenți, al căror mandat este de 4 ani. În anul 2015, administratorii sunt în număr de 5 și respectă toate cerințele prevăzute în Codul BVB. Sunt incluse detalii privind politica de remunerare și activitatea Consiliului în examinarea situațiilor financiare pentru a lua cele mai bune decizii în stabilirea obiectivelor viitoare. Drepturile și tratamentul echitabil al acționarilor sunt, de asemenea, consemnate în Raportul anual la momentul anului 2015[44].

---

[40] Ropharma S.A., *Raportul administratorilor*, 2016.
[41] Ropharma S.A., *Raportul administratorilor*, 2017.
[42] Ropharma S.A., *Raportul administratorilor*, 2018.
[43] Ropharma S.A., *Raportul administratorilor*, 2019.
[44] Zentiva S.A., *Raportul administratorilor*, 2015.

Conformitatea cu Codul de guvernanță al BVB în anul 2016 Tabel 9

Prevederi respectate pentru fiecare secțiune	Prevederi îndeplinite	Prevederi îndeplinite parțial/neîndeplinite
Secțiunea A. Responsabilități (11)	A3-A7, A9, A10	A1, A2, A8, A11
Secțiunea B. Sistemul de gestiune a riscului și de control intern (12)	B9, B11	B1-B8, B10-B12
Secțiunea C. Justa recompensă și motivare (1)	-	C1
Secțiunea D. Adăugarea de valoare prin relațiile cu investitorii (10)	D4-D6, D8, D10	D1-D3, D7, D9

Sursa: Prelucrare proprie a datelor din Raportul administratorilor Zentiva S.A. aferent perioadei 2016

Situația anului 2016 ridică o serie de probleme, din cauza faptului că multe dintre cerințele Codului de guvernanță sunt nerespectate în totalitate ori parțial. În toate dintre cele 4 secțiuni este întâlnită neconformitatea. Prima prevedere inclusă în secțiunea A se referă la Regulamentul intern al Consiliului, în care este esențială necesitatea consemnării responsabilităților și funcțiilor conducerii. Societatea face trimitere la Actul constitutiv disponibil pe pagina oficială de internet, pentru a consulta detaliile menționate. Mai mult decât atât, conform celei de-a doua cerințe, politicile privitoare la conflictele de interese trebuie să fie incluse în cuprinsul Actului constitutiv. Explicația Zentiva S.A. este aceea că identificarea și soluționarea conflictelor de interese are loc prin procedurile care se aplică la nivel local sau de grup[45].

În secțiunea A, cerința cu numărul 8 este despre politicile de evaluare a Consiliului. Din explicația oferită de companie, concluzionăm că prevederea este respectată parțial, întrucât are loc evaluarea Consiliului, însă nu organizată după schema unor politici bine definite, ci ghidată de practicile interne. Prevederea cu numărul 11 din prima secțiune este nerespectată în mod justificat, deoarece societatea, făcând parte din categoria „Standard", nu are obligația de a constitui un Comitet de normalizare[45].

Cerința B1 este parțial îndeplinită, întrucât în cadrul companiei nu există constituit un Comitet de audit care să eficientizeze activitatea de control intern. Se menționează însă că una dintre propuneri este constituirea unui Comitet de audit. Așadar, toate cerințele din secțiunea B care fac referiri la Comitetul de audit și responsabilitățile acestuia nu sunt respectate, întrucât la momentul anului 2016 în companie nu există un astfel de Comitet. În schimb, cerința cu numărul 9, privind interzicerea aplicării tratamentelor preferențiale față de investitori, este în deplină conformitate. Se remarcă lipsa unei politici special destinate tranzacțiilor cu părțile afiliate. Compania oferă însă asigurări că toate tranzacțiile cu părți afiliate sunt evaluate și gestionate corespunzător[45].

Misiunile de audit au loc în companie, fapt ce reiese din respectarea cerinței cu numărul 11 din secțiunea B. Se consemnează existența departamentului de audit intern. Prevederea cu numărul 12 consemnează că departamentul de audit este subordonat Consiliului de audit. Neconformitatea este evidentă, având în vedere că nu este constituit Comitetul de audit în cadrul companiei[45].

Secțiunea C nu se găsește în conformitate cu prevederile emise de BVB, dat fiind faptul că nu există o politică special destinată cadrului de remunerare. Secțiunea D se evidențiază, de asemenea, prin lipsă de conformitate. Prevederile 2 și 3, referitoare la politici pentru distribuirea dividendelor, respectiv politici pentru previziuni, nu sunt respectate. Compania declară că va ține seama de aceste aspecte. Conform cerinței D7, accesul participării Adunările acționarilor ar trebui să fie permis analiștilor financiari, presei, consultanților și experților, pe baza unor invitații prealabile. Conform datelor preluate din Raportul anual, considerăm că societatea își asumă selecția participanților, întrucât prevederea este îndeplinită parțial sau total. Necesitatea organizării a cel puțin două ședințe cu analiștii și investitorii în fiecare an, conform cerinței 9 din secțiunea D,

[45] Zentiva S.A., *Raportul administratorilor*, 2016.

este evaluată în funcție de deciziile luate la nivel intern, fapt din care reiese conformitatea parțială[46].

Conformitatea cu Codul de guvernanță al BVB în anul 2017 Tabel 10

Prevederi respectate pentru fiecare secțiune	Prevederi îndeplinite	Prevederi neîndeplinite/îndeplinite parțial
Secțiunea A. Responsabilități (11)	A3, A5-A7, A9, A10	A1, A2, A4, A8, A11
Secțiunea B. Sistemul de gestiune a riscului și de control intern (12)	B1-B4, B6-B9, B11	B5, B10, B12
Secțiunea C. Justa recompensă și motivare (1)	-	C1
Secțiunea D. Adăugarea de valoare prin relațiile cu investitorii (10)	D4-D6, D8, D10	D1-D3, D7, D9

Sursa: Prelucrare proprie a datelor din Raportul administratorilor Zentiva S.A. aferent perioadei 2017

Anul 2017 este apreciat printr-un nivel mediu al conformității. În ceea ce privește secțiunea A „Responsabilități", sunt îndeplinite prevederile referitoare la numărul membrilor ce fac parte din Consiliu, detaliile privind calitatea membrilor, față de care acționarii trebuie să se găsească în cunoștință de cauză. Cerința privind relațiile cu părțile afiliate este, de asemenea, respectată și se consemnează existența unui secretar responsabil cu sprijinirea întregii activități a Consiliului. Conform cerinței cu numărul 9, Declarația de guvernanță detaliază întâlnirile Consiliului și ale comitetelor în decursul anului (numărul de întâlniri, frecvența participării administratorilor), precum și emiterea rapoartelor privind desfășurarea întâlnirilor și principalele teme de discuții și direcții de acțiune[47].

Pentru prima dintre secțiuni, sunt consemnate practici neconforme la nivelul Regulamentului intern. Cerințele BVB prevăd existența unui astfel de Regulament, însă societatea oferă explicația conform căreia funcționarea și responsabilitățile Consiliului sunt prevăzute în Actul constitutiv. Prevederile din Actul constitutiv nu fac însă referiri la soluționarea conflictelor de interese, despre care societatea menționează că sunt gestionate pe baza unor proceduri interne, iar de aici rezidă neconformitate față de cea de-a doua cerință din secțiunea A. Conform cerinței cu numărul 4, majoritatea membrilor Consiliului nu trebuie să dețină funcții executive. Societatea face parte din categoria „Standard", astfel că în componența Consiliului trebuie să existe cel puțin un membru independent. Din Declarația de guvernanță a companiei reiese faptul că prevederile nu sunt îndeplinite ori îndeplinirea lor este parțială, fără a fi aduse explicații suplimentare. Potrivit cerinței 8, privitoare la evaluarea Consiliului și la formularea principalelor concluzii și recomandări, societatea trebuie să raporteze periodic evaluările efectuate sub supravegherea Președintelui ori a Comitetului de organizare, pe baza unor politici concis stabilite. Zentiva S.A. detaliază că evaluările au loc bazate pe proceduri interne, de unde rezultă conformitate parțială. Ultima prevedere a secțiunii A nu este respectată, întrucât compania face parte din categoria „Standard" și nu are obligația constituirii unui Comitet de normalizare[47].

În secțiunea B se identifică un total de trei prevederi neconforme cu Codul de guvernanță. Situația este mai echilibrată decât în anul 2016, moment în care doar două dinte cerințele secțiunii B erau în deplină concordanță cu Codul BVB. În primă instanță, Comitetului de audit îi revine responsabilitatea de a gestiona conflictele de interese și relațiile cu părțile afiliate, însă compania motivează că amănuntele privind existența conflictelor de interese sunt avute în vedere prin prisma documentației interne. În același timp, cerința 10 din cuprinsul secțiunii B urmărește aprobarea de către Consiliu a tuturor tranzacțiilor cu părțile afiliate, raportat la opinia Comitetului de audit. Pentru anul 2017, explicația adusă de Zentiva S.A. este aceea că respectivele tranzacții sunt

[46] Zentiva S.A., *Raportul administratorilor*, 2016.
[47] Zentiva S.A., *Raportul administratorilor*, 2017.

evaluate în raport cu *Ghidul prețurilor de transfer* emis de OECD și cu legislația națională în vigoare. Neconformitatea rezultă din faptul că evaluarea are loc în cadrul companiei și este efectuată de către specialiști interni. Cerința 12 din secțiunea B descrie modul în care departamentul de audit intern raportează către Comitetul de audit, iar ulterior raportările sunt transmise către Consiliu. Raportările sunt efectuate pentru a asigura îndeplinirea responsabilităților de către departamentul de audit. Societatea se găsește în neconformitate, motivând că funcțiile departamentului de audit intern și implicit ale Comitetului de audit nu se subordonează integral față de Consiliu[48].

„Justa recompensă și motivarea" fac obiectul secțiunii C din Codul de guvernanță. În exercițiul financiar 2017, Zentiva S.A. îndeplinește parțial condițiile de conformitate, afirmând că administratorul independent beneficiază de o remunerație fixă, ceilalți membri ai Consiliului au mandate gratuite, iar în viitor nu se dorește modificarea semnificativă a sistemului de remunerare. Lipsesc referirile la o posibilă politică de remunerare și la prezentarea publică a modului în care este implementată[48].

Situația *Adăugarea de valoare prin relația cu investitorii* se menține similară celei de la momentul anului 2016. Astfel că, în continuare, societatea menționează că își va concentra atenția asupra elaborării unor politici de distribuire a dividendelor și de previziuni. Auditorilor externi și investitorilor le este în continuare permis accesul la Adunările generale, în cadrul cărora Consiliul prezintă mecanismele de control intern. Organizarea a cel puțin două ședințe anuale obligatorii este luată în seamă raportat la principiile adoptate intern[48].

Conformitatea cu Codul de guvernanță al BVB în anul 2018 Tabel 11

Prevederi respectate pentru fiecare secțiune	Prevederi îndeplinite	Prevederi neîndeplinite/îndeplinite parțial
Secțiunea A. Responsabilități (11)	A3-A7, A9, A10	A1, A2, A8, A11
Secțiunea B. Sistemul de gestiune a riscului și de control intern (12)	B1,B2, B4, B7-B9, B11	B3, B5, B6, B10, B12
Secțiunea C. Justa recompensă și motivare (1)	-	C1
Secțiunea D. Adăugarea de valoare prin relațiile cu investitorii (10)	D4-D6, D8, D10	D1-D3, D5, D7, D9

Sursa: Prelucrare proprie a datelor din Raportul administratorilor Zentiva S.A. aferent perioadei 2018

Comparativ cu 2017, exercițiul financiar 2018 se prezintă cu o serie de modificări în aplicarea mecanismelor de guvernanță corporativă. De exemplu, dacă în anul 2017 prevederea cu numărul 4 din secțiunea A era încadrată în categoria celor nerespectate, în 2018 situația este diferită. Rezultă că, în cadrul Consiliului, majoritatea membrilor nu dețin funcții executive și cel puțin un membru este independent. Cerința privitoare la regulamentul intern se găsește în continuare în neconformitate, alături de cea a efectuării evaluărilor Consiliului[49].

Modificări sunt consemnate și la nivelul secțiunii B. De exemplu, la nivelul anului 2017 existau doar trei prevederi neîndeplinite ori îndeplinite parțial, iar în 2018, în lista de neconformitate s-au mai înscris două cerințe (3 și 6). Prevederile pretind evaluarea anuală a mecanismelor de control intern prin intermediul Comitetului de audit, precum și efectuarea evaluării măsurii în care sistemul de management al riscului funcționează eficient. Societatea se găsește, la momentul anului 2018, în procesul de implementare a unor noi proceduri privind evaluarea. Astfel, Comitetul de audit își va însuși responsabilitățile de evaluare a controlului intern începând cu anul 2019. Probarea eficienței controlului intern și a gestiunii riscurilor este stabilită cu ajutorul politicilor de la nivel de grup[50].

[48] Zentiva S.A., *Raportul administratorilor*, 2017.
[49] Zentiva S.A., *Raportul administratorilor*, 2018.
[50] Zentiva S.A., *Raportul administratorilor*, 2018.

Atât în cadrul recompensei și motivării, cât și în contextul creării de valoare prin prisma relațiilor cu investitorii, aprecierea se menține constantă cu aceea existentă în perioada 2016-2017. Politicile de distribuire a dividendelor și cele pentru previziuni prezintă în continuare interes pentru a fi fundamentate în cadrul companiei. Cerințele referitoare la raportările auditorilor externi se mențin în exercițiul financiar 2018. Cât despre ședințele semestriale cu investitorii și analiștii, acestea sunt în continuare stabilite în funcție de cerințele acestei categorii de părți interesate[50].

Conformitatea cu Codul de guvernanță al BVB în anul 2019 Tabel 12

Prevederi respectate pentru fiecare secțiune	Prevederi îndeplinite	Prevederi neîndeplinite/îndeplinite parțial
Secțiunea A. Responsabilități (11)	A3-A7, A9, A10	A1, A2, A8, A11
Secțiunea B. Sistemul de gestiune a riscului și de control intern (12)	B1,B2, B9, B11	B3-B8, B10, B12
Secțiunea C. Justa recompensă și motivare (1)	-	C1
Secțiunea D. Adăugarea de valoare prin relațiile cu investitorii (10)	D4-D6, D8, D10	D1-D3, D5, D7, D9

Sursa: Prelucrare proprie a datelor din Raportul administratorilor Zentiva S.A. aferent perioadei 2019

În urma examinării situației pentru anul 2019, se constată că în respectarea secțiunii A nu intervin modificări față de exercițiul 2018. Se mențin în continuare nerespectate prevederile existenței unui Regulament intern care să includă responsabilitățile Consiliului. Cerințele referitoare la calitatea membrilor sunt îndeplinite, însă Zentiva S.A. nu a elaborat, la nivelul anului 2019, o politică privind evaluarea Consiliului. În continuare societatea nu se găsește în obligativitatea de a constitui un Comitet de normalizare[51].

În ceea ce privește secțiunea B, se observă că devin mai numeroase cerințele nerespectate ori cele respectate parțial, comparativ cu exercițiul financiar anterior. Astfel, sunt nerespectate prevederile B3-B7, care vizează Comitetul de audit. Neconformitatea rezultă din faptul că evaluarea controlului intern și a eficienței managementului riscurilor nu este efectuată de Comitetul de audit, ci se desfășoară pe baza politicilor interne de la nivelul societății. Conform prevederii cu numărul 8, rapoartele solicitate de Codul de guvernanță este necesar să fie întocmite de către Comitetul de audit, însă se observă, și de această dată, neconformitatea. În cadrul companiei, rapoartele sunt furnizate Consiliului de către funcția de control intern. Politica referitoare la analiza tranzacțiilor cu părțile afiliate, din cuprinsul cerinței cu numărul 10, se menține în continuare nerespectată. Experților interni le revine responsabilitatea evaluării tranzacțiilor, conform politicii în vigoare privind prețurile de transfer[51].

La nivelul secțiunilor C și D, situația se menține constantă, asemenea celei din perioada 2017-2018. Se constată însă o îmbunătățire în contextul politicii de remunerare solicitate prin intermediul cerinței din cuprinsul secțiunii C. După cum societatea a explicat la nivelul anului 2018, în 2019 se găsește în proces de elaborare a unor politici ce urmează să fie aplicate în contextul remunerării și despre care menționează că urmează a fi publicate. Previziunile și distribuirea de dividende nu beneficiază încă de politici clar definite, însă societatea încadrează inițiativele elaborării în categoria subiectelor de discuții și evaluare. Solicitarea organizării ședințelor semestriale este în continuare evaluată în contextul principiilor interne aplicate, situație similară cu anii anteriori[51].

[51] Zentiva S.A., *Raportul administratorilor*, 2019.

3.6. Analiză comparativă și dezbateri

Societatea Antibiotice S.A. se remarcă prin cel mai înalt nivel al conformității cerințelor referitoare la guvernanță. În anul 2015, Antibiotice S.A. asigură aplicarea celor mai bune practici și subordonarea față de cerințele din Codul BVB. Compania își exprimă opinia favorabilă, explicând că aplicarea practicilor de guvernanță conduce către statornicirea relațiilor cu părțile interesate și implicit către înregistrarea de performanțe. În perioada 2016-2017, o singură cerință din cuprinsul Codului de guvernanță nu este îndeplinită, dat fiind faptul că în componența Consiliului de Administrație se găsește un singur membru independent, minimul fiind de 2. Apogeul este atins în perioada 2018-2019, când nivelul de conformitate este de 100%. Sunt îndeplinite toate prevederile înscrise în Codul BVB, iar conformitatea este asociată cu parcurgerea unui traseu ascendent de către companie, prin dezvoltare și inovare.

Deși este singura dintre companiile eșantionului care completează Declarația „Aplici sau Explici" și o include în Raportul anual aferent anului 2015, Biofarm S.A. se remarcă prin prevederi neîndeplinite ori a căror îndeplinire este parțială. De exemplu, în 2015 niciunul dintre administratori nu este independent, nu există încă politici special elaborate pentru evaluarea Consiliului, iar Comitetul de normalizare nu este constituit. În cadrul companiei au loc misiuni de audit intern, însă nu există constituit un Comitet de audit. De asemenea, politica de remunerare este elaborată, fără a fi însă implementată. Pentru perioada 2016-2018 situația se menține constantă, cu o singură prevedere în plus în rândul celor respectate, comparativ cu exercițiul 2015, și anume detalierea rapoartelor cu părțile afiliate. Anul 2019 aduce schimbări doar în contextul secțiunii B, unde totalul prevederilor respectate este acum în număr de 3. Prevederii inițial respectate, i se adaugă cea referitoare la interzicerea aplicării tratamentelor preferențiale pentru acționari și cea care vizează relațiile cu părțile afiliate.

Pentru Farmaceutica Remedia S.A., aprecierea evoluției este pozitivă de la o perioadă la alta. În detaliile oferite în Raportul anual pentru 2015, compania asigură aplicarea unor bune practici de guvernanță. Odată cu anul 2016, moment în care începe a fi completată Declarația de conformitate, pot fi emise aprecieri relevante. În 2016, Consiliul de Administrație este format doar din 3 membri, nu există desemnat un secretar al Consiliului și nu există fundamentat un set de politici privind evaluarea și previziunile. Pentru anul 2017, nu mai sunt consemnate prevederi total neîndeplinite, ci numai o parte dintre acestea, a căror îndeplinire este parțială. Astfel, nu există încă o politică special destinată evaluării Consiliului, iar Comitetul de audit nu are în componența sa cel puțin un membru cu pregătire și experiență corespunzătoare. În plus, evaluarea conflictelor de interese nu este efectuată de către Comitetul de audit. Elaborarea politicii de previziuni este încă în desfășurare, până la momentul anului 2018, când are loc implementarea. În 2018, politica privind evaluarea Consiliului nu este în vigoare. Conform datelor furnizate în Raportul anual, implementarea are loc în 2019. Anul 2019 este momentul în care numărul membrilor Consiliului este în inferioritate față de limita minimă impusă; Consiliul numără doar 3 membri.

În cadrul Ropharma S.A. este menținut un grad foarte ridicat al consecvenței, fiindcă situația conformității rămâne constantă de la un exercițiu la altul. Mai mult decât atât, doar două dintre prevederi se găsesc în neconformitate în toată perioada analizată. Amintim cerința privind politicile de previziuni (în curs de elaborare) și politica privind implicarea în activități cultural-artistice și susținerea acestora, pe care compania nu o consideră necesară.

Deoarece în 2015 Declarația de conformitate nu este completată și inclusă în Raportul anual publicat de Zentiva S.A., singurele informații la care ne raportăm sunt cele din secțiunea destinată guvernanței. Se fac asigurări privind conformitatea, însă o apreciere concretă poate fi făcută abia începând cu anul 2016. Discordanțele privind existența unui Comitet de normalizare sunt justificate, deoarece compania face parte din categoria „Standard" și nu îi revine această obligație. Contextul problematic este dat de lipsa unui Comitet de audit, de care însă societatea își ia angajamentul că va ține seama. În perioada 2016-2019, nivelul conformității se menține relativ constant. Pentru secțiunile C și D nu sunt înregistrate modificări, iar în cadrul secțiunii A singura diferență este dată de situația din 2017, moment în care calitatea de persoane neexecutive a membrilor Consiliului este neîndeplinită ori conformă parțial. În cuprinsul secțiunii B apar cele

mai multe variații. Anul 2017 se bucură de o apreciere superioară, deoarece analizând secțiunea B se constată că doar 3 dintre prevederi sunt nerespectate ori respectate parțial, spre deosebire de perioada 2016, când numai două dintre cerințele secțiunii B sunt în totalitate conforme cu Codul BVB. În 2018 se înregistrează neconformitate privind evaluarea sistemului de control intern, evaluarea conflictelor de interese, lipsa unor politici special destinate tranzacțiilor cu părțile afiliate și privitoare la previziuni. La momentul anului 2019, în cadrul companiei nu există elaborată și publicată o politică privitoare la distribuirea de dividende, iar evaluarea sistemului de control intern și a conflictelor de interese este realizată prin intermediul politicilor interne, stabilite la nivel de grup.

4. Concluzii

Rezultatele cercetării se concretizează sub forma aprecierii conformității mecanismelor de guvernanță aplicate în companii naționale din industria farmaceutică față de cerințele stipulate de Bursa de Valori București în Codul de guvernanță corporativă. Datele utilizate sunt cele disponibile publicului larg prin intermediul site-ului BVB, dar pe care companiile au totodată obligativitatea de a le prezenta pe paginile de internet oficiale, în secțiuni special destinate. Au fost supuse analizei Rapoartele anuale, respectiv capitolele privind guvernanța și implicit Declarațiile de conformitate, iar perioada de referință este cuprinsă în intervalul 2015-2019.

Eșantionul este format din 5 companii, dintre care două se încadrează în categoria „Premium". Conform *Ghidului admiterii acțiunilor societăților pe Piața Reglementată a Bursei de Valori București*, publicat în 2015, din categoria „Premium" fac parte acele categorii de companii ale căror acțiuni tranzacționate liber la bursă au o valoare cel puțin egală cu 40.000.000 euro sau care au procedat la încheierea unui contract în vederea susținerii lichidității pieței acțiunilor emise[52]. Antibiotice S.A. și Biofarm S.A. se înscriu în categoria „Premium", în timp ce Farmaceutica Remedia S.A., Ropharma S.A. și Zentiva S.A. sunt înregistrate în categoria „Standard".

În ceea ce privește contextul național, România a tranzitat perioade dificile, caracterizate prin instabilitate, fapt ce a întârziat evoluția din perspectivă economică, socială și culturală. În ciuda tuturor obstacolelor, se constată că reprezentanții marilor companii fac eforturi considerabile pentru a se alinia la prevederile emise de BVB și pentru a ajunge într-o situație de echilibru față de celelalte state europene, în condițiile adoptării guvernanței corporative.

Unele dintre studiile efectuate cu referiri la cazul României, precum Răileanu et al. (2011)[53], Feleagă et al. (2011)[54], Gîrbină et al. (2012)[55], pun sub semnul îndoielii preluarea, aplicarea principiilor privind guvernanța, precum și măsura în care informațiile sunt caracterizate de transparență. S-a constatat că numeroase prevederi ale Codului BVB nu sunt respectate, iar reprezentanții societăților românești manifestă reticență în divulgarea informațiilor, rezultând un grad redus al transparenței. Avem în vedere însă faptul că în România cadrul guvernanței corporative începe să prindă contur în perioada 2000-2001, comparativ cu alte economii dezvoltate, familiarizate la acea perioadă cu reglementările și aplicarea guvernanței. În ciuda obstacolelor întâmpinate, se remarcă faptul că întreprinderile românești își concentrează atenția spre a atinge un nivel ascendent al conformității și transparenței în prezentarea datelor. Aprecierile referitoare la transparență sunt susținute de studiul efectuat de autorii Albu și Mateescu (2014), ale cărui concluzii relevă superioritatea companiilor din industria farmaceutică în publicarea și

[52] Bursa de Valori București, *Ghidul admiterii acțiunilor societăților pe Piața Reglementată a Bursei de Valori București*, 2015.

[53] Răileanu, A., S., Dobroțeanu, C., L., Dobroțeanu, L., *Probleme de actualitate cu privire la măsurarea nivelului de guvernanță corporativă în România*, CAFR, 2011, pg. 11-15.

[54] Feleagă, N., Feleagă, L., Dragomir, V., D., Bigioi, A., D., *Guvernanța corporativă în economiile emergente: cazul României*, Economie Teoretică și Aplicată, 2011, pg. 3-15.

[55] Gîrbină, M., M., Albu N., Albu C., N., *Corporate governance disclosures in Romania: An examination of reporting practices by companies listed on the Bucharest Stock Exchange*, În Boubaker, S., Nguyen, D., K., *Board Directors and Corporate Social Responsibility*, Palgrave Macmillan, 2012, pg. 122-141.

prezentarea informațiilor, comparativ cu alte sectoare de activitate, precum petrol, gaze și energie. Societățile care activează în domeniul farmaceutic își consolidează poziția în mediul antreprenorial prin performanțe financiare, la a căror obținere participă activ mecanismele de guvernanță[56].

Studiul indică faptul că sunt înregistrate îmbunătățiri semnificative în perioada analizată, pe baza aplicării voluntare de către companii a cadrului de guvernanță, cât și prin constrângerea derivată din obligativitate. De exemplu, pentru anul 2015 completarea și publicarea Declarației „Aplici sau Explici" nu a fost obligatorie. Ca urmare a acestui context, identificăm că numai Biofarm S.A. completează și publică Declarația de conformitate în perioada de raportare 2015. Celelalte companii din eșantion se rezumă la detalierea informațiilor exclusiv prin intermediul secțiunii destinate guvernanței din Raportul anual, completarea și publicarea declarației începând din anul 2016.

Analizând comparativ conformitatea societăților din eșantion, se constată că un nivel superior al respectării prevederilor BVB este înregistrat în cadrul Antibiotice S.A. și Ropharma S.A. În cadrul Antibiotice S.A. o singură prevedere este îndeplinită parțial în perioada 2016-2017, urmând ca pentru 2018-2019 să fie înregistrat un nivel de 100% al conformității. În ceea ce privește compania Ropharma S.A., se constată cel mai consecvent nivel al conformității în perioada 2016-2019. Se mențin în neconformitate două dintre cerințe. Celelalte societăți examinate prezintă situații problematice la calitatea membrilor Consiliului, la existența Comitetelor de audit și de normalizare, în ceea ce privește stabilirea politicilor de previziuni ori legate de evaluarea Consiliului și distribuirea de dividende.

Putem considera că, la nivelul perioadei 2015, analiza lasă loc interpretărilor. Aprecierile companiilor sunt pozitive și caracterizate prin subiectivitate, fapt ce poate denatura realitatea, prin omisiunea unor mențiuni de nerespectare a cerințelor stipulate de BVB. În același timp, unele dintre lămuririle suplimentare sunt lacunare, reprezentate de răspunsuri închise, ce nu sunt însoțite de explicațiile care să ateste motivele neconformității.

În ciuda acestui aspect, se constată că societățile întreprind demersuri considerabile pentru înțelegerea și aplicarea corectă a mecanismelor de guvernanță corporativă și își exprimă acordul cu privire la relația direct proporțională dintre cadrul guvernanței și dezvoltarea durabilă prin înregistrarea de performanțe.

Limitele studiului sunt date, pe de o parte, de numărul redus al companiilor, fapt ce nu permite testarea unor ipoteze din punct de vedere statistic. Testarea de ipoteze ar fi fost realizată cu dificultate în cadrul eșantionului ales. Pe de altă parte, limitele constau în condițiile date de anul 2015, moment la care completarea și publicarea Declarației de conformitate nu a fost obligatorie. Astfel, tendința dominantă a companiilor este de a prezenta în Rapoartele anuale evaluări favorabile privind guvernanța corporativă. În lipsa Declarației privind conformitatea, detaliile publicate sunt marcate de subiectivitate, nemaifiind astfel reflectată o reprezentarea fidelă a realității. În susținerea acestei convingeri ținem seama de situația Biofarm S.A., singura societate din eșantion care prezintă în Raportul anului 2015 Declarația de conformitate. Exprimând în mărime relativă măsurarea gradului de conformitate, observăm că este de numai 45%.

Studiul compensează însă prin caracterul investigativ, având ca scop crearea unei imagini veridice privind înțelegerea și aplicarea guvernanței în contextul național. Cercetarea poate prezenta interes, pe de o parte, pentru investitori ori intermediari financiari, care sunt implicați direct în activitățile pieței de capital. Pe de altă parte, se adresează reprezentanților profesiei, din pricina faptului că permite analiza obiectivă și crearea unei imagini de ansamblu asupra mecanismelor de guvernanță. Avantajul este dat de observarea nivelurilor de conformitate pentru o industrie specifică. Lucrarea este reprezentativă deoarece extinde perspectivele cercetărilor existente în domeniu și poate constitui un punct de pornire al abordărilor empirice în efectuarea studiilor viitoare.

[56] Albu, N., Mateescu, R., A., *The relationship between entrepreneurship and corporate governance. The case of Romanian listed companies*, Amfiteatru Economic, Editura ASE, 2014, pg. 44-61.

Bibliografie

1. Achim, M., V., Borlea, S., N., Mare, C., *Corporate Governance and Business Performance: Evidence for the Romanian Economy*, Journal of Business Economics and Management, Vilnius Gediminas Technical University, 2015.

2. Albu, N., Durica, A., Grigore, N., Grigoraș, D., Mateescu, R., Ichim, A., *Guvernanța corporativă în România. Percepții și perspective,* Contabilitatea, expertiza și auditul afacerilor, CECCAR, 2013.

3. Albu, N., Mateescu, R., A., *The relationship between entrepreneurship and corporate governance. The case of Romanian listed companies*, Amfiteatru Economic, Editura ASE, 2014.

4. Antibiotice S.A., *Raportul administratorilor pentru perioada 2015-2019.* Preluat pe 27.03.2021, de pe https://www.bvb.ro/FinancialInstruments/Details/FinancialInstrumentsDetails.aspx?s=ATB

5. Bădulescu, A., Bădulescu D., *Corporate Governance in Romania: The State of the Art and Recent Developments*, Analele Universității din Oradea, Editura Universității din Oradea, 2008.

6. Biofarm S.A., *Raportul administratorilor pentru perioada 2015-2019.* Preluat pe 27.03.2021, de pe https://www.bvb.ro/FinancialInstruments/Details/FinancialInstrumentsDetails.aspx?s=BIO

7. Bursa de Valori București, *Codul de Guvernanță Corporativă.* Bursa de Valori București, 2015.

8. Bursa de Valori București, *Ghidul admiterii acțiunilor societăților pe Piața Reglementată a Bursei de Valori București.* Bursa de Valori București, 2015.

9. Davis, G., F., *New Directions in Corporate Governance*. Annual Review of Sociology, Annual Reviews, 2005.

10. Farmaceutica Remedia S.A., *Raportul administratorilor pentru perioada 2015-2019.* Preluat pe 25.03.2021, de pe https://www.bvb.ro/FinancialInstruments/Details/FinancialInstrumentsDetails.aspx?s=RMAH.

11. Feleagă, N., Feleagă, L., Dragomir, V., D., Bigioi, A., D., *Guvernanța corporativă în economiile emergente: cazul României,* Economie Teoretică și Aplicată, Editura Economică, 2011.

12. Fülöp, M., T., *Rolul guvernanței corporative eficiente în vederea înțelegerii și aplicării adecvate a principiului transparenței de către entitățile românești,* Audit Financiar, CAFR, 2012.

13. Gachie, W., Govender, W., *Practical Application of Corporate Governance Principles in a Developing Country: A Case Study*, Risk Governance and Control Financial Markets & Institutions, Virtus Netpress, 2017.

14. Giurca Vasilescu, L., *Corporate governance in developing and emerging countries. The case of Romania*, Munich Personal RePEc Archive, MPRA, Munich Personal RePEc Archive , 2008.

15. Gîrbină, M., M., Albu N., Albu C., N., *Corporate governance disclosures in Romania: An examination of reporting practices by companies listed on the Bucharest Stock Exchange*,

În Boubaker, S., Nguyen, D., K., *Board Directors and Corporate Social Responsibility,* Palgrave Macmillan, 2012.

16. Grosu, M., *Codes and Practices of implementation of Corporate Governance in Romania and resulting reporting,* European Integration – New Challenges, Analele Universității din Oradea, Editura Universității din Oradea, 2011.

17. Ionescu, I., Damoc, C., Rusu, R., *Guvernanța corporativă în România: necesitate sau birocrație?*, Audit Financiar, CAFR, 2015.

18. Lungu, C., I., Mititean, P., Caraiani, C., Constantinescu, D., *A structured literature review of corporate governance and performance research within an emerging country setting,* Accounting and Management Information Systems, Bucharest University of Economic Studies, 2020.

19. Manolescu, M., Roman, A., G., Mocanu, M, *Corporate Governance in Romania: from regulation to implementation*, Accounting and Management Information Systems, Bucharest University of Economic Studies, 2011.

20. OECD. (2015). Principles of Corporate Governance. Paris: OECD Publishing. Preluat pe 21.03.2021 de pe https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf.

21. Popescu, Gh., N., Popescu, V., A., Popescu, C., R., *Corporate Governance in Romania: Theories and Practices*, în Boubaker, S., Nguyen, D., K., *Corporate Governance and Corporate Social Responsibility: Emerging Markets Focus,* World Scientific Publishing House, 2014.

22. Răileanu, A., S., Dobroțeanu, C., L., Dobroțeanu, L., *Probleme de actualitate cu privire la măsurarea nivelului de guvernanță corporativă în* România, Audit Financiar, CAFR, 2011.

23. Ropharma S.A., *Raportul administratorilor pentru perioada 2015-2019.* Preluat pe 29.03.2021, de pe https://www.bvb.ro/FinancialInstruments/Details/FinancialInstrumentsDetails.aspx?s=RPH

24. Salvioni, D., M., *Corporate Governance and Global Responsability,* Symphonya. Emerging Issue in Management, Niccolò Cusano University, 2003.

25. Telembeci, D., *Guvernanța corporativă.* Analele Universităţii Libere Internaţionale din Moldova (Seria Economie), ULIM, 2014.

26. Zentiva S.A., *Raportul administratorilor pentru perioada 2015-2019.* Preluat pe 29.03.2021, de pe https://www.bvb.ro/FinancialInstruments/Details/FinancialInstrumentsDetails.aspx?s=SCD