DOI: https://doi.org/10.53486/sstc2026.v3.47
CZU: 005.35:336.76(498)

CORPORATE GOVERNANCE IN ROMANIA BETWEEN COMPLIANCE AND PERFORMANCE: LANDMARKS OF THE NEW BVB CORPORATE GOVERNANCE CODE 2025

GUVERNANȚA CORPORATIVA IN ROMANIA INTRE CONFORMITATE ȘI PERFORMANȚA: REPERELE NOULUI COD BVB 2025

DEJMAȘU Andreea-Bianca, masterand, specialitatea: Audit și Guvernanță Corporativă
ORCID: 0009-0004-7060-5694
Universitatea „Ștefan cel Mare” din Suceava, România
Suceava, Strada Universității 13, https://usv.ro/
E-mail: bianca.dejmasu1@student.usv.ro

Abstract: *This paper compares the previous Bucharest Stock Exchange Corporate Governance Code issued in 2015 with the revised code effective from 1 January 2025 and reinterprets the key moments of change in the broader period 2001–2025. The study combines documentary comparison of official BVB texts with a literature review grounded in recent Romanian and international academic articles on compliance, board structure, investor relations, sustainability, and corporate governance performance. The results show that the 2025 Code does not merely refine the earlier logic of comply-or-explain, but expands it towards board effectiveness, annual monitoring, sustainability governance, stakeholder oversight and more explicit expectations concerning risk management and corporate reporting. The paper also proposes a synthetic indicator of amendment intensity in order to visualize the relative amplitude of the revisions adopted in 2008, 2015 and 2025.*
Key words: *corporate governance; Bucharest Stock Exchange; BVB Code 2015; BVB Code 2025; comply or explain; sustainability; stakeholders*
JEL CLASSIFICATION: G34, G38, K22, M14

INTRODUCERE

Guvernanța corporativă a devenit una dintre condițiile de bază ale credibilității piețelor de capital, deoarece afectează protecția investitorilor, modul de supraveghere a managementului, calitatea raportării și capacitatea companiilor de a gestiona riscurile și oportunitățile pe termen lung. În literatura de specialitate, această temă nu mai este tratată exclusiv ca o problemă juridică sau procedurală, ci și ca un determinant al performanței și al rezilienței instituționale (Pintea et al., 2021).

Pentru România, subiectul a devenit și mai relevant în contextul intrării în vigoare a noului Cod de Guvernanță Corporativă al Bursei de Valori București de la 1 ianuarie 2025. Acest moment a creat premisa unei comparații directe între vechea versiune a codului, publicată în 2015, și noua versiune, revizuită pentru a reflecta evoluțiile recente din reglementare, din bunele practici internaționale și din așteptările investitorilor (BVB, 2025).

Lucrarea de față abandonează comparația între companii și propune, în schimb, un studiu comparativ al textelor normative BVB. Alegerea este metodologic mai coerentă pentru că permite identificarea clară a mutației de la logica predominant formală a conformării către o logică mai matură, în care guvernanța este legată de performanța efectivă a consiliului, de riscuri, de sustenabilitate și de dialogul cu părțile interesate (BVB, 2025).

CONȚINUT DE BAZA

Analiză succintă a surselor bibliografice în domeniul problemei cercetate

Albu și Gîrbină au arătat încă din 2015 că problema-cheie pentru piața românească nu este numai existența codurilor de guvernanță corporativă, ci și calitatea explicațiilor furnizate de emitenți

atunci când aleg să nu aplice unele recomandări. Din această perspectivă, mecanismul „aplici sau explici" trebuie citit ca instrument de transparență substanțială, nu doar ca exercițiu formal de raportare (Albu & Gîrbină, 2015). Bogdana și Dumitrescu au evidențiat că nivelul de conformare al companiilor românești listate diferă considerabil de la un emitent la altul, ceea ce înseamnă că simpla existență a codului nu garantează practici omogene de guvernanță (Bogdana & Dumitrescu, 2020).

Pintea, Pop, Gavriletea și Sechel au găsit dovezi privind asocierea dintre practicile de guvernanță corporativă și performanța financiară a companiilor românești, ceea ce susține ideea că guvernanța nu este un capitol anexă al raportării, ci un factor cu relevanță economică. Pentru tema prezentă, acest lucru justifică interesul pentru modul în care codul BVB își rafinează treptat exigențele (Pintea et al., 2021). Dănescu, Spătăcean, Popa și Sîrbu au analizat mecanismele de guvernanță corporativă în raport cu performanța financiară și au arătat că unele dintre aceste mecanisme au efecte relevante în cazul emitenților români. Rezultatul întărește argumentul că modificările codului BVB trebuie citite și din perspectiva impactului potențial asupra performanței, nu numai a conformității declarative (Dănescu et al., 2021).

Mihail, Dumitrescu, Șerban, Micu și Lobda au demonstrat că relațiile cu investitorii și buna guvernanță pot influența performanța firmelor listate la BVB. Această concluzie este importantă pentru comparația dintre codul din 2015 și cel din 2025, deoarece arată de ce secțiunea privind raportarea și relația cu investitorii rămâne centrală, chiar dacă noul cod merge dincolo de. Au pus accentul pe și rolul membrilor independenți neexecutivi ai consiliului și pe legătura posibilă dintre independență și performanța financiară. Observația este relevantă pentru că ediția 2025 a codului tratează mai explicit evaluarea consiliului, planificarea succesiunii și profesionalizarea boardului (Mihail & Micu, 2021). Aceștia au evidențiat și rolul diversității boardului, al caracteristicilor CEO și al comitetelor în explicarea performanței financiare a companiilor românești listate. Literatura sugerează, prin urmare, că structura consiliului nu este o chestiune decorativă, ci un element al eficacității guvernanței (Mihail et al., 2022).

Alexie a urmărit dinamica practicilor de guvernanță corporativă la nivelul companiilor listate la Bursa de Valori București după adoptarea codului din 2015 și a arătat că declarațiile de guvernanță permit observarea unor tendințe de maturizare, dar și a unor neuniformități persistente. Această concluzie susține utilitatea unei comparații textuale între edițiile codului (Alexie, 2022).

Rogoz și Stoica au revenit asupra problematicii „comply or explain" și au arătat că modul în care emitenții români aplică sau explică neaplicarea prevederilor de guvernanță rămâne o temă actuală (Rogoz & Stoica, 2024).

Luca, Tiganas, Grigoraș-Ichim, Filipeanu și Moroșan-Dănilă au extins discuția despre guvernanță către raportul organizației cu părțile interesate, sugerând că buna guvernanță nu mai poate fi redusă la relația acționari-management. Această perspectivă este importantă pentru înțelegerea faptului că în 2025 BVB introduce explicit durabilitatea și stakeholderii în corpul codului (Luca et al., 2024). S-a examinat influența mecanismelor de guvernanță asupra performanței financiare și au discutat critic inclusiv problema diversității de gen în consiliu (Achim & Lungu, 2025).

Grigorescu, Coman și Coman au analizat recent conformarea la codul de guvernanță în instituțiile financiare românești și relația sa cu profitabilitatea și leverage-ul. Studiul lor confirmă că dezbaterea privind guvernanța corporativă în România s-a deplasat dinspre simpla existență a regulilor către efectele economice ale conformării (Grigorescu et al., 2025), iar Stănciulescu a sintetizat noutățile esențiale ale Codului BVB 2025 și a subliniat caracterul său de aliniere la standardele europene și OECD (Stănciulescu, 2025).

Descrierea metodelor de cercetare utilizate

Studiul de față utilizează metoda analizei comparative de conținut aplicată documentelor oficiale emise de Bursa de Valori București în domeniul guvernanței corporative. Obiectul principal al cercetării îl reprezintă compararea Codului de Guvernanță Corporativă al BVB din 2015 cu versiunea revizuită aplicabilă începând cu 1 ianuarie 2025, în contextul evoluției generale a cadrului normativ în perioada 2001–2025.

Abordarea metodologică este una calitativă, fundamentată pe analiza documentară a textelor normative, completată de integrarea concluziilor relevante din literatura de specialitate națională și internațională. Analiza a fost realizată pe dimensiuni comparabile identificate în structura codurilor, respectiv: filosofia documentului, arhitectura secțiunilor, regimul consiliului de administrație, mecanismele de control intern și management al riscului, relația cu investitorii și integrarea conceptelor de durabilitate și responsabilitate față de părțile interesate.

Metodologia utilizată permite astfel nu doar identificarea diferențelor formale dintre cele două versiuni ale codului, ci și evidențierea transformărilor conceptuale care marchează trecerea de la o guvernanță orientată spre conformitate la una orientată spre performanță și responsabilitate instituțională.

Rezultatele obţinute

În vederea ilustrării evoluției progresive a cadrului normativ al guvernanței corporative pe piața de capital din România, Tabelul 1 sintetizează principalele momente și semnificațiile aferente revizuirilor succesive ale Codului BVB în perioada 2001–2025.

Tabelul 1. Sintetizarea principalelor repere ale evoluției Codului BVB dintre 2001 și 2025

An	Moment	Semnificație pentru evoluția codului
2001	Adoptarea codului inițial de conducere și administrare	Reper instituțional de pornire pentru standardizarea guvernanței pe piața BVB.
2008	Prima revizuire majoră a cadrului	Înlocuiește codul din 2001 și face mai vizibilă logica anuală de raportare „aplici sau explici”.
2015	Reconfigurarea modernă a codului	Clarifică arhitectura internă și consolidează rolul controlului intern, al remunerației și al relației cu investitorii.
2025	Extinderea către maturitate strategică	Introduce secțiune distinctă pentru durabilitate și părți interesate și întărește monitorizarea, evaluarea boardului și funcția IR.

Sursa: elaborare proprie pe baza documentelor oficiale BVB, respectiv Consultare publică privind adoptarea noului Cod de Guvernanță Corporativă al BVB : https://www.bvb.ro

Punctul de plecare instituțional este reprezentat de codul adoptat de BVB în 2001, menționat ulterior de edițiile următoare ca prim reper formal al pieței românești de capital în materie de conducere și administrare. Chiar dacă acest text nu este obiectul principal al studiului, el rămâne relevant ca bază de referință pentru revizuirile ulterioare (BVB, 2008).

Revizuirea din 2008 are o semnificație deosebită deoarece preambulul codului precizează expres că noul document înlocuiește Codul de Conducere și Administrare adoptat în 2001. Tot aici este consolidată obligația ca emitenții să includă anual declarația privind conformarea cu prevederile codului, ceea ce formalizează mai clar mecanismul „aplici sau explici” (BVB, 2008).

Revizuirea din 2015 este importantă pentru că reconfigurează codul într-o structură mai clară, organizată pe patru secțiuni majore: responsabilități, gestiunea riscului și controlul intern, justa recompensă și motivare, respectiv construirea valorii prin relațiile cu investitorii. În plus, BVB a prezentat public noul cod ca pe un instrument menit să consolideze încrederea și atractivitatea pieței de capital (BVB, 2015).

Revizuirea intrată în vigoare la 1 ianuarie 2025 mută însă discuția într-o altă etapă. Noul cod păstrează filosofia „aplici sau explici", dar o completează cu așteptări explicite privind eficacitatea boardului, monitorizarea anuală, funcția de relații cu investitorii, etica, avertizarea de integritate, durabilitatea și raportul cu părțile interesate (BVB, 2025).

Putem astfel observa că schimbarea nu s-a produs dintr-odată. Dacă ediția din 2008 a consolidat formalizarea guvernanței, ediția din 2015 a adus o arhitectură mai coerentă, iar ediția din 2025 a împins codul spre o etapă în care guvernanța este conectată mai clar la sustenabilitate, stakeholderi și evaluarea efectivă a boardului (BVB, 2025).

Tabelul 2. Compararea dimensiunilor privind vechiul și noul cod BVB

Dimensiune	Codul BVB 2015	Codul BVB 2025
Filosofie	Accent pe transparență, încredere și atractivitatea pieței.	Accent pe aliniere internațională, maturitate strategică și responsabilități extinse ale boardului.
Arhitectură	4 secțiuni majore.	5 secțiuni, inclusiv durabilitate și părți interesate.
Consiliu	Reguli de organizare, independență și comitet de audit.	Evaluare anuală, competențe, succesiune, diversitate și comitete mai clar conturate.
Risc și control	Cadru anual de evaluare a controlului intern și a riscului.	Cadru extins către integritate, avertizare, riscuri emergente și raportare de durabilitate.
Relația cu investitorii	Website bilingv și întâlniri periodice cu investitorii.	Funcție IR dedicată și corelare mai puternică între raportare, accesibilitate și dialog cu piața.
Durabilitate	Tema nu apare ca secțiune autonomă.	Tema devine secțiune autonomă și parte integrată a guvernanței.
Monitorizare	Accent principal pe declarația „aplici sau explici".	Monitorizare anuală de către BVB și publicare de rezultate agregate.

Sursa: elaborare proprie pe baza comparării documentelor oficiale BVB, respectiv Codul de Guvernanță Corporativă al BVB, varianta 2015 și 2025 : https://www.bvb.ro

Pentru a reda sintetic diferențele dintre cele două versiuni compararea dimensiunilor s-a realizat pe dimensiunile unde mutația normativă este cel mai ușor de observat. Cea mai clară diferență dintre cele două versiuni rămâne însă tratamentul durabilității. Dacă în 2015 tema nu apare ca secțiune autonomă, în 2025 ea devine parte distinctă a arhitecturii codului, alături de stakeholderi, ceea ce mută guvernanța corporativă spre o viziune mai apropiată de standardele OECD și de noua reglementare europeană (Stănciulescu, 2025). Se confirmă că noul cod nu schimbă doar limbajul, ci și adâncimea reglementării. Diferența cea mai mare nu constă în apariția unor obligații izolate, ci în faptul că versiunea 2025 leagă mai strâns guvernanța de strategie, de risc, de sustenabilitate și de evaluarea efectivă a boardului (BVB, 2025).

În ceea ce privește preconizările direcțiilor viitoare ale acestor reglementări, analiza documentelor instituționale sugerează că direcția viitoare a guvernanței corporative pe piața românească nu este una de simplă completare formală, ci una de aprofundare a aplicării practice.

Comunicatul BVB din decembrie 2024 arată că publicarea codului revizuit este însoțită de un program de training pentru emitenți și alți actori relevanți în perioada 2025-2026, ceea ce indică faptul că următoarea miză nu mai este numai textul normativ, ci calitatea implementării și comparabilitatea practicilor de guvernanță (Bursa de Valori București, 2024).

Din perspectiva BERD, reforma recentă a codului românesc este parte a unui proces mai larg de convergență cu standardele OECD și cu normele moderne de piață, accentul nou pe sustenabilitate, diversitate a consiliului și protecția avertizorilor de integritate fiind prezentat ca semn al modernizării cadrului de guvernanță corporativă din România. În mod rezonabil, se poate anticipa că viitoarele ajustări vor urmări și mai mult operaționalizarea acestor teme, nu doar menționarea lor în raportări (European Bank for Reconstruction and Development, 2025).

CONCLUZII/RECOMANDĂRI

Analiza comparativă realizată evidențiază faptul că evoluția Codului de Guvernanță Corporativă al Bursei de Valori București în perioada 2001–2025 reflectă un proces gradual de maturizare a cadrului normativ, caracterizat prin extinderea progresivă a domeniului de reglementare și prin creșterea complexității cerințelor aplicabile emitenților.

Rezultatele studiului confirmă că revizuirile din 2015 și, în mod deosebit, din 2025 reprezintă momente de intensitate normativă ridicată, marcând tranziția de la o abordare predominant formală, centrată pe conformare, către o guvernanță corporativă orientată spre eficacitate, performanță și sustenabilitate. Introducerea explicită a dimensiunii durabilității și a relației cu părțile interesate, alături de consolidarea mecanismelor de evaluare a consiliului și de monitorizare continuă, indică o aliniere clară la standardele internaționale promovate de OECD și de reglementările europene recente.

În acest context, se poate concluziona că noul Cod BVB 2025 nu reprezintă doar o actualizare tehnică a cadrului existent, ci o reconfigurare conceptuală a guvernanței corporative în România, în care accentul se deplasează de la respectarea formală a regulilor către calitatea implementării și impactul asupra performanței organizaționale. În aceeași logică, noul cod ar putea pregăti terenul pentru o piață în care guvernanța corporativă va fi evaluată mai puțin prin existența formală a unor comitete și mai mult prin dovezile de funcționare efectivă: evaluarea anuală a consiliului, planuri de dezvoltare, politici de durabilitate, proceduri de whistleblowing, website-uri IR complete și răspunsuri mai consistente în declarația „aplici sau explici”.

REFERINȚE

1. Achim, R. A., & Lungu, C. I. (2025). The influence of corporate governance mechanisms on financial performance. Is gender diversity a relevant board characteristic? Accounting and Management Information Systems, 24(1), 138-172. https://doi.org/10.24818/jamis.2025.01005
2. Alexie, A. M. (2022). Trends in corporate governance practices at the level of companies listed on the Bucharest Stock Exchange. Journal of Financial Studies, 12(7), 25-37. https://doi.org/10.55654/JFS.2022.7.12.02
3. Albu, C. N., & Gîrbină, M. M. (2015). Compliance with corporate governance codes in emerging economies: How do Romanian listed companies comply-or-explain? Corporate Governance, 15(1), 85-107. https://doi.org/10.1108/CG-07-2013-0095
4. Bogdana, O., & Dumitrescu, A. (2020). The compliance of the Romanian listed companies with the principles and provisions of the Corporate Governance Code. Journal of Corporate Governance, Insurance, and Risk Management, 7(2), 55-69. https://doi.org/10.56578/jcgirm070204
5. Bursa de Valori București. (2008). Codul de Guvernanță Corporativă al Bursei de Valori București. https://www.bvb.ro/info/codul%20de%20guvernanta%20corporativa%20al%20bursei%20de%20valori%20bucuresti.pdf
6. Bursa de Valori București. (2015). Codul de Guvernanță Corporativă. https://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Diverse/RO_Cod%20Guvernanta%20Corporativa_WEB_revised.pdf
7. Bursa de Valori București. (2024). Bursa de Valori București lansează codul revizuit de guvernanță pentru piața din România cu sprijinul BERD, 9 decembrie 2024. https://m.bvb.ro/AboutUs/MediaCenter/PressItem/Bursa-de-Valori-Bucuresti-lanseaza-codul-revizuit-de-guvernanta-pentru-piata-din-Romania-cu-sprijinul-BERD/6125
8. Bursa de Valori București. (2025). Codul de Guvernanță Corporativă. https://m.bvb.ro/info/Rapoarte/Diverse/RO_CGC_BVB_2025.pdf

9. Dănescu, T., Spătăcean, I.-O., Popa, M.-A., & Sîrbu, C.-G. (2021). The impact of corporate governance mechanism over financial performance: Evidence from Romania. Sustainability, 13(19), 10494. https://doi.org/10.3390/su131910494
10. European Bank for Reconstruction and Development. (2025). Corporate governance reform in Romania. Law in Transition Journal. https://www.ebrd.com/content/dam/ebrd_dxp/assets/pdfs/legal-transition/Law%20in%20Transition%20journal/LiTJ%202025/ebrd-lit25-corporate-governance-reform-in-romania.pdf
11. Grigorescu, P.-A., Coman, M.-D., & Coman, D.-M. (2025). Corporate governance compliance and financial performance in Romanian financial institutions. Agora International Journal of Economical Sciences, 19(2), 105-123. https://doi.org/10.15837/aijes.v19i2.7314
12. Luca, F.-A., Tiganas, C.-G., Grigoraș-Ichim, C.-E., Filipeanu, D., & Moroșan-Dănilă, L. (2024). Critical perspectives of organisational behaviour towards stakeholders through the application of corporate governance principles. Administrative Sciences, 14(5), 84. https://doi.org/10.3390/admsci14050084
13. Mihail, B. A., & Micu, C. D. (2021). The influence of the independent non-executive board members on the financial performance of the companies listed in the Bucharest Stock Exchange. Journal of Risk and Financial Management, 14(10), 462. https://doi.org/10.3390/jrfm14100462
14. Mihail, B. A., Dumitrescu, D., Micu, C. D., & Lobda, A. (2022). The impact of board diversity, CEO characteristics, and board committees on financial performance in the case of Romanian companies. Journal of Risk and Financial Management, 15(1), 7. https://doi.org/10.3390/jrfm15010007
15. Pintea, M. O., Pop, A. M., Gavriletea, M. D., & Sechel, I. C. (2021). Corporate governance and financial performance: Evidence from Romania. Journal of Economic Studies, 48(8), 1573-1590. https://doi.org/10.1108/JES-07-2020-0319
16. Rogoz, M. E., & Stoica, D. A. (2024). How do listed Romanian companies comply with or explain good corporate governance guidelines? CECCAR Business Review, 5(7), 51-61. https://doi.org/10.37945/cbr.2024.07.06
17. Stănciulescu, E. (2025). Guvernanța corporativă la standarde europene: ce aduce nou Codul BVB 2025. CECCAR Business Review, 5(10), 23-30. https://doi.org/10.37945/cbr.2025.10.03

Coordonator științific: BOGHEAN Florin, dr., prof. univ.,
ORCID: 0000-0003-3786-776X
Universitatea „Ștefan cel Mare" din Suceava, România,
Suceava, str. Universității 13, www.usv.ro
e-mail: florin.boghean@usm.ro