

Apreciata constant de ghidurile juridice internaționale pentru mandatele sofisticate, practica de Capital Markets a CMS România a devenit, prin consistența și profunzime, unul dintre pilonii reputației firmei pe piața locală și un reper important în rețeaua sa regională. De vorba cu Cristina Reichmann (Partener) despre disciplina pregătirii pentru bursă, finețea aplicării regulilor de piață și forța unei echipe care lucrează articulat, cu roluri clare și obiective aliniate



Practica de Capital Markets de la CMS România s-a impus, în ultimii ani, ca unul dintre reperele incontestabile ale pieței, combinând expertiza tehnică rafinată cu o înțelegere foarte clară a mecanismelor de listare și finanțare prin bursă. Echipa coordonată de Cristina Reichmann – avocat recunoscut în mod constant de *Chambers Europe* pentru mandatele sofisticate de piață de capital și poziționată în eșalonul superior al specialiștilor din România – duce la capăt proiecte complexe cu o siguranță care inspiră încredere atât emitenților, cât și intermediarilor și investitorilor instituționali. *Legal 500* descrie grupul de Capital Markets din biroul de la București ca fiind o piesă-cheie a ofertei internaționale CMS în regiune, subliniind rolul Cristinei Reichmann și al echipei sale în tranzacții de acțiuni și obligațiuni, listări inițiale, emisiuni de obligațiuni cu randament ridicat și finanțări structurate. În același registru, *IFLR1000* și alte publicații specializate o indică pe Cristina Reichmann drept unul dintre avocații de referință ai pieței românești în aria juridică financiară și de piață de capital, confirmând consistența performanței sale pe termen lung.

Forța practicii nu sta însă doar în numele din directoare, ci în modul în care echipa funcționează în proiecte reale: mandatele de listare, oferte publice de preluare, emisiuni de obligațiuni și restructurări de finanțare sunt gestionate integrat, cu fluxuri de lucru care conectează natural specialiștii de corporate/M&A, bancar, concurență, fiscal, litigii și energie. CMS București a dovedit că poate orchestra tranzacții transfrontaliere în care legislația românească se intersectează cu regulamentele europene și cu regulile piețelor externe, fără ca această complexitate să se vadă în experiența de zi cu zi a clientului. Într-o piață în care tendințele majore – digitalizare, noi reguli privind abuzul de piață, criterii de sustenabilitate și raportări nefinanciare – ridică permanent ștacheta de conformare, echipa CMS reușește să transforme presiunea reglementării într-un avantaj competitiv pentru clienții săi. Proiectele sunt pregătite „din culise” cu o disciplină rar întâlnită: guvernanta aliniată standardelor bursiere, proceduri funcționale pentru informații privilegiate, seturi financiare impecabile și arhitecturi ESG credibile, capabile să treacă testul celor mai exigenți investitori.

În același timp, practica de Capital Markets a CMS este conectată direct la pulsul pieței: lucrează în egala măsură pe mandatele de equity și pe cele de debt, înțelege când diluarea prin majorări de capital este soluția corectă și când emisiunile de obligațiuni – inclusiv „verzi” sau legate de obiective de sustenabilitate – oferă o rută mai eficientă de finanțare. Această capacitate de a alege și structura inteligent instrumentul potrivit pentru fiecare emitenț, în funcție de contextul de piață și de profilul financiar, face diferența între tranzacțiile care doar își propun să intre în fereastra de oportunitate și cele care chiar reușesc să o traverseze. Prezența constant laudativă în *Legal 500*, *Chambers Europe* și *IFLR1000* nu este, astfel, doar un simplu demers de imagine, ci reflectă o practică matură, care a dovedit, dosar după dosar, că poate livra la nivel înalt în cel mai sofisticat segment al finanțărilor corporative.

Citește și

→ [VIDEO-INTERVIURI ESENȚIALE | Horea Popescu, Managing Partner CMS Romania și Head of CEE Corporate M&A: De când coordonez practica de fuziuni și achiziții în CEE, este pentru prima dată când numărul tranzacțiilor din România este cel mai mare din regiune după primele noua luni. A fost un an interesant din perspectiva private equity, însă investitorii strategici rămân în continuare cei de baza. Toate ariile de practică au fost foarte ocupate, dar finanțările și departamentul de Banking, cu mandate ce însumează 3 miliarde euro, "poarta coroana" anul acesta](#)

CMS România pe piața de capital: un an dinamic, reforme urgente și mandate cu amprenta regională

Pentru echipa de piețe de capital a CMS România, anul acesta a fost unul dens, cu proiecte care acopera întreg spectrul de tranzacții listate. „Echipa Capital Markets a CMS, biroul din București, a oferit asistență juridică pe mai multe tipuri de tranzacții ECM (*Equity Capital Markets*) și DCM (*Debt Capital Markets*) atât pe partea cumpărătorilor - spre exemplu, oferte publice voluntare prin care s-a preluat controlul în societăți listate, cât și pe partea unor investitori strategici în oferte publice, dar și în emisiuni de obligațiuni”, a explicat [Cristina Reichmann](#), *Partener și coordonator al practicii de Capital Markets, FIS & Structured Finance*. Dincolo de formularea tehnică, acest lucru arată că echipa a fost prezentă deopotrivă în tranzacții de acțiuni și de obligațiuni, în poziții cheie atât pentru clienți care preiau controlul în emitenți, cât și pentru cei care își consolidează expunerea ca investitori ancora. În acest moment, sunt mai multe mandate de listare aflate în stadii diferite.

Contextul general îi confirmă evaluarea: piața locală nu a fost statică, ci a pus pe masă o diversitate de structuri și dosare. „A fost un an dinamic pentru piața de capital din România, atât ca volum, dar și ca diversitate a tranzacțiilor (IPOs, oferte publice de preluare, emisiuni de obligațiuni etc.) și sperăm ca acest trend să continue anul viitor pentru că sunt multe potențiale tranzacții și unele în desfășurare care nu vor putea fi finalizate până la sfârșitul anului”, a subliniat **Cristina Reichmann**. Ea descrie un pipeline consistent, în care o parte dintre tranzacții vor „muta” efectele reale în 2026, dar își au originile în munca juridică depusă deja în acest an, în fazele de structurare, due-diligence și dialog cu autoritățile de reglementare.

În spatele acestei dinamici se află, însă, și o infrastructură de reguli care trebuie actualizată. Din perspectiva cadrului legal, Cristina Reichmann indică trei direcții urgente în care modificările ar putea avea efect aproape imediat. Prima ține de un proiect normativ aflat deja în discuție: „În primul rând, consider bine-venit *Proiectul de lege Ecosistem* ce vizează simplificarea procedurilor de autorizare/înregistrare la ASF pentru anumite tipuri de fonduri de investiții alternative (FIA), în special cele destinate investitorilor profesionali”, a arătat ea. Proiectul ar putea deveni o piesă importantă în dezvoltarea segmentului de fonduri alternative, însă, pentru a fi cu adevărat eficient, avocatul atrage atenția că este nevoie de reguli clare și unitare la nivel de piață.

„Ar fi util, însă ca acesta să prevadă o metodologie unitară și standardizată la nivel de piață cu privire la instrumentele cu venit fix precum și să clarifice metodologia de lucru între entitățile reglementate și Depozitarul Central”, a detaliat **Cristina Reichmann**. Cu alte cuvinte, nu este suficientă o simplificare administrativă pentru fonduri; e nevoie și de un limbaj comun în zona instrumentelor cu venit fix, astfel încât emitentul, intermediarul, depozitarul central și investitorul să opereze pe aceleași repere tehnice și procedurale. O astfel de standardizare ar reduce blocajele de interpretare, ar scurta timpurile de implementare și ar da mai multă previzibilitate proiectelor de finanțare prin obligațiuni.

A doua direcție indicată de partenerul CMS privește marile operațiuni corporative care se derulează pe piața de capital – de la oferte publice până la delistări. „În al doilea rând, consider că este nevoie de mai mare claritate și viteză a procedurilor corporative majore, pentru ca ofertele publice, majorările de capital social, mecanismele de squeeze-out și delistările să aibă un calendar procedural ferm, cu pași administrativi previzibili și durate de implementare scurte”, a precizat **Cristina Reichmann**. Din perspectiva ei, succesul unei tranzacții nu depinde doar de calitatea documentației sau de interesul investitorilor, ci și de faptul că actorii implicați știu exact ce urmează, în cât timp și în ce succesiune se iau deciziile și avizele.

În mod natural, discuția ajunge la digitalizarea procedurilor. „Digitalizarea integrală a interacțiunii cu autoritățile și operatorii de piață, sprijinite de depuneri electronice, semnatura electronică calificată și posibilitatea organizării adunărilor generale în format hibrid cu vot electronic securizat ar putea duce la scurtarea timpului și fluidizarea proceselor”, a comentat **Cristina Reichmann**. Ea pune accent pe o abordare în care fluxul dintre ASF, bursa, registru comerțului și emitent să fie digital pe tot parcursul, nu doar punctual – de la depunerea documentelor și până la formalitățile în registrul acționarilor sau în registrul comerțului. În acest context, avocatul menționează că „un dialog ASF-BVB-ONRC este absolut esențial, iar o reală fluidizare a proceselor și a guvernantei ar fi reprezentată de alinierea Legii nr. 31/1990 privind societățile la mecanismele digitale actuale ale societăților și la standardele societăților listate”.

Al treilea pilon vizează disciplina de piață și guvernanta emitentilor. „În al treilea rând, consolidarea guvernantei, transparenței și disciplinei de piață în special în materia prevenirii abuzului de piață (*MAR*), raportarea tranzacțiilor cu părți afiliate și raportare de sustenabilitate”, a punctat **Cristina Reichmann**. Din perspectiva ei, nu este suficientă existența unor norme generale la nivel european; este nevoie de un ghidaj practic, adaptat pieței locale, care să îi ajute pe emitenți să înțeleagă ce, când și cum trebuie raportat, fără teama de a greși „în plus” sau „în minus”. „Un ghid comun ASF-BVB cu exemple sectoriale ar reduce semnificativ riscul de supra- sau sub-raportare”, a evaluat ea.

În aceeași linie, **Cristina Reichmann** consideră esențială modernizarea regimului tranzacțiilor cu părți afiliate și ancorarea lui în standardele europene din zona drepturilor acționarilor și a raportării de sustenabilitate. „În aceeași logică, un cadru modernizat pentru tranzacțiile cu părți afiliate, corelat cu SRD II, și un „*comply or explain*” efectiv monitorizat pe zona de sustenabilitate (corelat cu CSRD) ar crește comparabilitatea, disciplina de guvernanta și încrederea investitorilor instituționali, fără a împovăra nejustificat emitenții”, a explicat ea. Rezultatul ar fi o piață în care investitorii instituționali pot compara mai ușor emitenții, iar companiile înțeleg că transparența nu este o sarcină birocratică, ci un instrument de acces la capital pe termen lung.

De altfel, pentru partenerul CMS, aceste trei intervenții – clarificarea și accelerarea procedurilor corporative, ruta digitalizată pentru relația cu autoritățile și ghidaj practic pentru transparența – ar putea fi implementate fără reforme radicale, prin ajustări bine ținute. „Aceste trei intervenții, respectiv claritate și viteză în tranzacțiile corporative, ruta accelerată și digitalizată pentru tranzacțiile pe piață, respectiv ghidaj practic pentru transparența și guvernanta, pot fi implementate rapid prin ajustări punctuale de reglementare și procedură. Beneficiul ar fi imediat: cost de capital mai scăzut, acces mai facil la finanțare și o piață mai atractivă pentru investitorii pe termen lung”, a sintetizat **Cristina Reichmann**.

Pe acest fundal, CMS își poziționează practica de piețe de capital într-o zonă de expertiză matură, cu acoperire completă pe zona de equity și debt. „CMS este unul dintre liderii pieței de avocatură în domeniul piețelor de capital, cu o vastă experiență atât cu privire la tranzacții ECM, cât și DCM”, a declarat ea. Echipa din București lucrează constant cu birourile CMS din centre financiare, astfel încât proiectele transfrontaliere să fie tratate unitar, cu aceeași disciplină a documentației și a calendarului în toate jurisdicțiile implicate. „Lucrăm în echipe integrate împreună cu colegii noștri din jurisdicțiile relevante precum Londra, Luxemburg, Frankfurt, Paris, Varșovia Amsterdam și nu numai pentru tranzacțiile transfrontaliere”, a nuanțat Cristina Reichmann.

Portofoliul de servicii acopera întreg ciclul de finanțare pe piața de capital. „CMS ofera consultanța atât emitenților, cât și intermediarilor (inclusiv consorții) și investitorilor strategici în acțiuni și obligațiuni”, a menționat avocata. Practic, echipa intervine în toate etapele: de la oferte publice inițiale și secundare, planuri de tip stock-option, plasamente private și emisiuni de obligațiuni, până la conformitatea cu legislația specifică și dialogul cu autoritățile de reglementare. „Serviciile noastre de consultanță acopera integral aspectele juridice pentru oferte publice inițiale (*IPOs*), oferte publice secundare (*SPO*), planuri de opțiuni pe acțiuni, plasamente private, emisiuni/investiții în obligațiuni, conformitatea cu legislația piețelor de capital și aspecte de reglementare”, a detaliat **Cristina Reichmann**. În plus, echipa lucrează inclusiv pe produse structurate și pe mandatele de structurare și lansare a fondurilor alternative, într-o zonă în care detaliul tehnic și alinierea la normele europene fac diferența.

Când vine vorba despre direcțiile spre care se concentrează acum interesul clienților, răspunsul este nuanțat, dar ferm orientat spre tranzacții strategice și obligațiuni. „Vedem un mare interes pentru preluarea unor societăți listate de către societăți din regiune, dar și o dinamică a segmentului obligațiunilor (corporative, MREL, Tier-2) stimulate de diversificarea surselor de finanțare, de cerințe legate de adecvare a capitalului, rezoluție și redresare (în cazul instituțiilor de credit), dar și de integrarea criteriilor ESG în strategiile emitenților”, a relevat **Cristina Reichmann**. În oglindă, interesul pentru noi listări există, dar este filtrat cu atenție în funcție de sector și de nivelul de pregătire al emitenților pentru standarde de guvernanta tot mai sofisticate. „Interesul pentru listări noi există, dar este selectiv și puternic corelat cu anumite sectoare, dar și cu pregătirea emitenților pentru noi standarde de guvernanta”, a adăugat ea.

Mandatele recente ilustrează, în concret, această combinație de componenta regională, tranzacții de control și expunere pe obligațiuni. „Printre mandatele recente care au implicat și o coordonare transfrontalieră menționăm asistența juridică oferită grupului Maspex în cadrul ofertei publice voluntare de preluare a pachetului majoritar de acțiuni în cadrul Purcari Wineries Public Company Limited (Purcari). Aceasta este prima tranzacție a Maspex pe piața de capital din România”, a expus **Cristina Reichmann**. Odata cu finalizarea cu succes a ofertei și obținerea tuturor aprobarilor de reglementare, Maspex a ajuns să controleze 72,8% din acțiunile Purcari, poziție care îi conferă controlul asupra Purcari și a dezvoltării direcției strategice a societății. „Echipa CMS a asistat Maspex încă de la începutul tranzacției, cu privire la toate aspectele juridice ale acesteia”, a arătat avocata interviuata de **BizLawyer**.

Un al doilea mandat important a vizat sectorul agro-alimentar, pe segmentul AeRO al Bursei de Valori București: echipa din București „a asigurat asistența juridică Buildcom EOOD în achiziția pachetului majoritar de acțiuni (91,42%) în Argus S.A., producatorul român de ulei vegetal și, indirect, a 95,36% din acțiunile pe care Argus le deține în Comcereal S.A. Tulcea, de la Infinity Capital Investments”, a descris **Cristina Reichmann**. În această tranzacție, un rol important îl are și statutul Argus ca emitenț listat: „Argus S.A. este listată pe sistemul multilateral de tranzacționare AeRO administrat de Bursa de Valori București. Echipa CMS a asistat Buildcom EOOD încă de la începutul tranzacției, cu privire la toate aspectele juridice ale acesteia”, a completat ea.

La acestea se adaugă mandatele prin care CMS a stat alături de investitori strategici în zona obligațiunilor bancare și a ofertelor publice. „Amintim aici și asistarea unor investitori strategici care au investit în IPOs dar și în obligațiuni emise de instituții de credit - de tip MREL și Tier-2”, a consemnat **Cristina Reichmann**. Este un segment unde cerințele de capital, mecanismele prin care o bancă este gestionată atunci când ajunge în criză, de la măsuri de stabilizare până la soluții de ieșire controlată de pe piață, fără a afecta sistemul financiar, precum și integrarea criteriilor ESG au transformat obligațiunile într-un instrument esențial pentru finanțarea instituțiilor de credit, iar complexitatea documentației impune echipe juridice cu experiență solidă și vizibilitate regională. În ansamblu, tabloul pe care îl conturează practica de *Capital Markets* a CMS România este cel al unei echipe care nu doar urmărește evoluțiile din piață, ci contribuie activ la modelarea lor, atât prin mandatele gestionate, cât și prin viziunea asupra reformelor necesare în arhitectura normativă a pieței de capital.

Citește și

[→ CMS, alături de Buildcom EOOD la achiziția Argus în România. Echipa pluridisciplinară, cu Rodica Manea \(Corporate M&A\) și Cristina Reichmann în prim plan](#)

[→ CMS a asistat Maspex în oferta publică voluntară de preluare a Purcari Wineries din România. O echipa multijurisdicțională remarcabilă, coordonată de Cristina Reichmann \(partener\), a gestionat juridic proiectul](#)

Conformare, listări și saltul spre bursele internaționale: presiunile reale din viața unui emitent listat

Pentru un emitent listat, viața de zi cu zi începe – și adesea se complică – cu regimul de raportare curentă și continuă. Nu este vorba doar de bifarea unor formulare standard, ci de un mecanism intern care trebuie să funcționeze ca un ceas, indiferent de contextul de piață. „Din perspectiva unui emitent listat, principalele griji de conformare pornesc de la necesitatea de a opera un regim de raportare curentă și continuă robust, predictibil și bine documentat”, a explicat *Cristina Reichmann, Partener și coordonator al practicii de Capital Markets, FIS & Structured Finance la CMS România*. Ea arată că adevărata dificultate nu stă doar în întrebările „ce” și „când” se raportează, ci mai ales în „cum” este fundamentată această decizie, de la primele semnale interne până la forma finală a raportului către piață.

În practică, asta înseamnă proceduri interne clare de identificare a evenimentelor relevante, traseul de aprobare, minutele și documentele-suport care arată că analiza materialității a fost efectiv făcută. „Presiunea timpului, asimetriile informaționale între departamente și calendarul de raportare financiară pot conduce la întârzieri sau rapoarte incomplete, cu riscuri de sancțiuni și de pierdere a încrederii pieței”, a explicat **Cristina Reichmann**.

Alta zonă de vulnerabilitate este conformarea cu regulile privind abuzul de piață. Emitenții trebuie să gestioneze un regim MAR care nu se reduce la câteva formulare în manualul de conformitate, ci presupune o arhitectură de lucru foarte aplicată. „O a doua zonă critică este conformarea cu regulile privind abuzul de piață (MAR), respectiv identificarea, calificarea și, după caz, amânarea publicării informațiilor privilegiate. Aici, provocarea este dublă”, a subliniat **Cristina Reichmann**. Pe de o parte, «finețea» testului de precizie și materialitate (în special în tranzacții etapizate (M&A, finanțări), în care evenimentele se desfășoară progresiv, cere metodologii interne clare, liste de inițiativă ținute la zi, controale de confidențialitate și decizii de amânare corect documentate. ”Pe de altă parte, emitentul trebuie să gestioneze coerent tranzacțiile persoanelor cu responsabilități de conducere, publicarea listelor de închidere (*closed periods*), sondarea pieței (*market sounding*) și orice comunicări selective, astfel încât să fie evitate asimetriile informaționale și riscul de «*tipping*»”, a nuanțat **Cristina Reichmann**. Fără această disciplină, chiar și o tranzacție reușită financiar poate fi umbrită de suspiciuni de abuz de piață sau de percepția că unii investitori au fost „mai bine informați” decât alții.

Guvernanța corporativă este al treilea pilon care poate deveni fie factor de risc, fie avantaj strategic. Emitenții știu că declarațiile de conformare cu Codul BVB și Codul de Guvernanță sunt obligatorii, însă realitatea din sala de consiliu cântărește mult mai greu decât formularul depus la bursă. „Guvernanța corporativă constituie al treilea pilon de risc și, totodată, de diferențiere pozitivă. Conformarea formală cu Codul BVB și Codul de Guvernanță BVB este doar punctul de plecare; ceea ce contează în practică este funcționarea efectivă a consiliului și a comitetelor, calitatea procesului decizional (agenda, materiale, pre-clearance juridic/reglementar), evaluarea independenței, politica de remunerare și relația cu investitorii”, a subliniat **Cristina Reichmann**. Asta înseamnă consilii care primesc documente bine pregătite, au timp să analizeze și se bazează pe analize juridice și de reglementare, nu doar pe instinct sau pe precedent.

Cerințele de sustenabilitate și standardele ESG au schimbat profund modul în care este privită guvernanța. Nu mai este vorba doar de exprimarea unui angajament generic, ci de date concrete, procese trasabile și raportări verificabile. „În ultimii ani, integrarea cerințelor de sustenabilitate (CSRD) și a așteptărilor ESG a mutat discuția de la o conformare «de bifa» la o abordare strategică, cu impact în «povestea» investițională, în accesul la capital și în evaluare”, a explicat **Cristina Reichmann**. Pentru emitenți, asta implică mecanisme clare de colectare a datelor, reguli ferme pentru cine răspunde de raportare și, adesea, implicarea funcțiilor de audit sau conformitate în verificarea declarațiilor nefinanciare, care devin tot mai importante pentru investitorii instituționali.

Un capitol aparte, dar strâns legat de toate celelalte, îl reprezintă tranzacțiile cu părți afiliate. „Aici, grijile cotidiene țin de definirea perimetrului «afiliatului», monitorizarea pragurilor de semnificație, alegerea testului de echitate (*fairness*) și, mai ales, calibrul procedurilor interne: cine inițiază, cine verifică, când este necesară opinia independentă, ce se raportează și cum se motivează interesul legitim al emitentului”, a arătat **Cristina Reichmann**. Marja de risc se îngustează considerabil acolo unde există procese operaționale bine puse la punct. „O politică internă corelată cu procese operaționale care funcționează ar putea reduce substanțial riscul de contestare și de sancțiuni, dar și costul de tranzacție”, a punctat **Cristina Reichmann**. Ea spune că, dincolo de aceste teme „clasice”, avocații vad tot mai mult o convergență între conformitatea cu prevederile legislației pieței de capital și alte regimuri orizontale: protecția datelor, securitatea cibernetică, sancțiunile internaționale, publicitatea și comunicarea comercială.

Pe acest fundal, consultanța de reglementare devine o parte definitorie a muncii pentru echipele specializate în piața de capital. „În ceea ce privește ponderea, consultanța de reglementare reprezintă o componentă substanțială din munca noastră zilnică”, a menționat **Cristina Reichmann**. Practic, aproape fiecare mandat de piață de capital, fie el tranzacțional sau de guvernanță curentă, are o dimensiune de conformare: de la trierea informațiilor privilegiate și structurarea rapoartelor curente, la arhitectura procedurilor MAR, pregătirea consiliului pentru deciziile sensibile și gestionarea dialogului cu autoritățile și operatorul de piață, a explicat partenera CMS România.

„Această ancorare în reglementare nu încetinește businessul, ci îi oferă previzibilitate: ajută emitentul să evite «surprizele» procedurale, să reducă riscurile reputaționale și să își protejeze costul de capital pe termen lung”, a apreciat **Cristina Reichmann**. De aceea, în mandatul cotidian, discuțiile cu emitenții nu se opresc la structura juridică a tranzacției, ci includ întotdeauna și întrebări despre cum arată concret mecanismele lor interne de conformare, cine decide, în ce termene și pe baza căror informații.

Complexitatea regimului de conformare se vede foarte clar în mandatele care implică preluarea controlului sau transferul pe piața „deal”. Acolo, legile nu vorbesc întotdeauna aceeași limbă, iar obligațiile se așază în straturi diferite. „În orice mandat semnificativ, și m-aș referi spre exemplu, la preluarea controlului urmare a unei oferte publice/transfer pe piața deal, complexitatea derivă din asimetriile dintre legislația pieței de capital și Legea 31/1990 sau o altă legislație care se aplică emitentului în cazul în care acesta nu este o entitate din România, respectarea prevederilor MAR în tranzacții complexe transfrontaliere, necesitatea integrării în structura proiectului a unor acorduri de tip lock-up și inerentele nealinieri între așteptările investitorilor și procedurile (înca) greoaie ale

înregistrărilor evenimentelor corporative”, a explicat **Cristina Reichmann**. Echipa de avocați ajunge astfel să armonizeze legislația pieței de capital cu normele societare și regimurile aplicabile în alte jurisdicții, în timp ce ține sub control riscurile MAR și negociază mecanisme contractuale – precum acordurile de lock-up – care să satisfacă așteptările investitorilor în limitele procedurilor locale.

Nu este surprinzător, deci, ca multe dintre întârzierile în proiectele de listare apar încă din etapa de pregătire, înainte de depunerea prospectului. Interlocutoarea ^{Biz}**Lawyer** subliniază că guvernanta trebuie ajustată înainte ca emitentul să intre cu adevărat în dialog cu autoritățile pieței: „În practică, cele mai multe întârzieri apar în etapa de pregătire pentru listarea societății. Guvernanta trebuie aliniată încă dinaintea depunerii prospectului (comitete, politici, evaluarea independenței, regulamente interne), iar procedurile privind informațiile privilegiate (MAR), trebuie operaționalizate, nu doar scrise”, a precizat ea.

În spatele acestor ajustări se află, din nou, tensiunile între regimul societăților nereglementate și cerințele specifice piețelor de capital. „Adesea, derapajele de calendar deriva din asimetriile dintre Legea 31/1990 și legislația aplicabilă piețelor de capital și dinamica imprevizibilă în raport cu autoritățile competente”, a remarcat **Cristina Reichmann**. Durata reală a unui proces de listare este influențată puternic de calitatea primei depuneri – cât de complet și coerent este prospectul – și de viteza cu care emitentul răspunde observațiilor venite de la autorități. „În ansamblu, dacă guvernanta, setul financiar și documentația juridică sunt pregătite din timp, aprobările și admiterea la tranzacționare se derulează fluent”, a concluzionat ea.

În paralel, tot mai multe companii românești se uita spre burse din afara țării sau chiar spre piețe internaționale majore. Pentru ele, întrebarea nu este doar „se poate?”, ci „suntem pregătiți?”. „Este realist ca o societate românească să se listeze pe o altă burse europeană sau pe o piață internațională majoră, însă reușita depinde de potrivirea dintre profilul emitentului și cerințele specifice ale pieței-țintă, de calitatea «pregătirii de casă» și de disciplina execuției”, a explicat **Cristina Reichmann**. Ea arată că, în Europa continentală, piețe precum Euronext (Paris/Amsterdam/Dublin), Deutsche Börse (Frankfurt) sau bursele nordice și din Polonia sunt accesibile pentru emitenți cu guvernanta solidă, istoric financiar auditat IFRS și o poveste investițională credibilă.

„Londra rămâne relevantă, dar post-Brexit a impus un regim distinct (fără «*passporting*» din UE), iar cerințele de free-float, guvernanta și disclosure trebuie calibrate atent”, a subliniat **Cristina Reichmann**. În Statele Unite, listarea este posibilă doar pentru companii cu anvergura regională sau internațională, dispuse să intre într-un regim sever de conformare – SEC, standarde PCAOB, eventual Sarbanes-Oxley – și să suporte costuri recurente ridicate. „Pentru multe societăți din România, certificatele de depozit (ADR/GDR) pot fi o treaptă intermediară”, a exemplificat ea, adăugând că momentul ales pentru listare contează la fel de mult ca pregătirea internă.

„Temele pentru acasă” încep cu poziționarea strategică și alegerea pieței-țintă. „Trebuie demonstrat de ce investitorii de pe acea burse vor plăti o evaluare mai bună (sector comparabil, acoperire de cercetare, univers de investitori, lichiditate) și cum va fi asigurat free-floatul minim și un registru de acționari capabil să susțină tranzacționarea”, a arătat **Cristina Reichmann**. Din punct de vedere juridic și corporativ, emitentul trebuie să își alinieze arhitectura de guvernanta cu regulile pieței vizate: consiliu cu o pondere suficientă de membri independenți, comitete funcționale (audit, remunerare, nominalizare), politici pentru tranzacții cu părți afiliate și pentru informații privilegiate aplicate în fapt, nu doar asumate formal, plus un calendar și proceduri de raportare deja testate. „O listare reușită se sprijină mai mult pe funcționarea reală a acestor mecanisme decât pe existența lor «pe hârtie»”, a sintetizat ea.

Planificarea structurii juridice este un alt pas critic. „Structura juridică trebuie planificată din timp. Uneori este utilă o societate holding într-o jurisdicție familială a investitorilor internaționali (de exemplu, Olanda/Luxemburg) sau utilizarea GDR-urilor pentru a accesa o piață externă fără a migra infrastructura acționariatului”, a explicat **Cristina Reichmann**. Emitentul trebuie să se asigure că este compatibil cu depozitarul central și infrastructura de decontare a pieței-țintă, dar și cu regulile privind transferabilitatea acțiunilor și drepturile acționarilor, în timp ce

calibrul regimului de oferta și publicitate va ține cont de excepțiile disponibile – de la Regulamentul privind Prospectul în UE la regulile 144A/Reg S pentru SUA.

Dimensiunea ESG cântărește tot mai greu în fața investitorilor internaționali, iar lipsa de date sau inconsistențele sunt penalizate, a atenționat **Cristina Reichmann**. Societațile trebuie să fie aliniate cu CSRD și taxonomia UE, dacă sunt în perimetru, sau cel puțin cu standarde de raportare recunoscute, să aibă procese clare de colectare și verificare internă a datelor nefinanciare și politici consistente privind sustenabilitatea, anticorupția și drepturile omului. „Pentru instrumente «verzi» sau legate de sustenabilitate, este esențial un cadru credibil de utilizare a fondurilor sau KPI-uri și o opinie externă (*second-party opinion*), precum și mecanisme de raportare post-listare”, a detaliat ea.

În final, execuția propriu-zisă a unei listări externe nu poate fi separată de calitatea echipei de consilieri. „Execuția cere o echipă de consilieri cu experiența pe piața-țintă, intermediar(i), consilieri juridici locali și internaționali, auditori și PR pentru relația cu investitorii”, a concluzionat **Cristina Reichmann**. Pentru un emitent românesc, drumul de la conformarea zilnică, cu grijile ei privind raportările curente, MAR, guvernanta și tranzacțiile cu părți afiliate, până la listarea pe o mare piață internațională nu este unul scurt – dar este perfect realizabil atunci când regulile, procesele interne și echipele sunt aliniate și funcționează în aceeași direcție.

Citește și

→ [CMS asista Grupul Bonafarm în achiziția FrieslandCampina România, printr-o colaborarea strânsă dintre birourile din România, Ungaria și Olanda | Echipa a fost coordonată de Eszter Török \(partener Budapesta\) și Rodica Manea \(partener București\)](#)

→ [CMS asista Rezolv Energy în obținerea finanțării suplimentare de 331 milioane euro pentru parcul eolian VIFOR din România. Echipa, coordonată de Ana Radnev \(Head of Banking and Finance\) și Varinia Radu \(Head of Energy and Projects\) | Prin adoptarea în premieră a schemei de sprijin Contracte pentru Diferență, proiectul stabilește un precedent pentru viitoarele dezvoltări în domeniul energiei verzi din România](#)

Educația investitorilor, tranzacțiile transfrontaliere și „fine tuning-ul” între transparența și confidențialitate

În oferta de piață de capital, investitorul de retail nu este un simplu „figurant” pe tranșa dedicată lui, ci un factor real de echilibru și stabilitate. Pentru **Cristina Reichmann**, rolul educației financiare este decisiv. „Educația investitorilor de retail este, în practică, un determinant al succesului unei oferte: influențează mărimea cererii, calitatea ancorării pe termen lung și stabilitatea post-listare. Un investitor care înțelege produsul, riscurile și contextul pieței ia decizii mai bine informate, reacționează mai puțin emoțional la volatilitate și este mai puțin expus așteptărilor nerealiste”, a explicat ea. În lipsa unei minime culturi financiare, reacțiile de panică, vânzarile emoționale sau așteptările complet rupte de realitate pot să destabilizeze performanța unei listări chiar și atunci când emitentul are cifre solide și o poveste investițională coerentă.

Din această perspectivă, educația nu mai poate fi tratată ca un element periferic, ci trebuie privită ca parte a

infrastructurii de piață, la fel ca reglementările sau mecanismele de decontare. „Din aceasta perspectivă, educația nu este doar «nice to have», ci ar trebui să fie o parte esențială a infrastructurii pieței, cu efect direct în costul de capital al emitentului”, a subliniat **Cristina Reichmann**. Atât emitentul, cât și intermediarul au interesul ca investitorii de retail să înțeleagă ce înseamnă factorii de risc, cum funcționează evaluarea, care sunt mecanismele de distribuție a acțiunilor și de ce prețul din piață se poate mișca în sus sau în jos imediat după listare fără ca asta să însemne, automat, un eșec al ofertei.

În această ecuație, autoritățile și bursa au, la rândul lor, un rol care depășește strict supravegherea. „Autoritățile și bursa au un rol cheie: ghiduri de bune practici pentru comunicarea cu retailul, pentru prezentarea riscurilor, glosare de termeni, simulatoare de randament și costuri, precum și programe continue de educație financiară (în școli, universități și online)”, a detaliat **Cristina Reichmann**. Ea descrie o infrastructură în care Bursa de Valori poate deveni un centru de resurse pentru retail: platforme cu materiale explicative, înregistrări video, simulatoare de investiții și întâlniri recurente cu emitenții, organizate într-un cadru strict de conformare. „Bursa poate găzdui huburi de resurse pentru investitori, sesiuni periodice «*meet the issuer*» cu reguli clare de conformare și biblioteci video care explică mecanica ofertelor, drepturile acționarilor, cum se citește factorii de risc sau un *KID PRIIPs*”, a adăugat ea, subliniind că Autoritatea de Supraveghere Financiară poate întări acest efort printr-un control coerent al materialelor de marketing și prin ghiduri care separă clar educația de promovare.

Un exemplu recent arată că, atunci când mesajul ajunge corect la retail, apetitul există. „Succesul unei oferte depinde de structura ofertei și de segmentul oferit investitorilor de retail; recentul exemplu este Cris-Tim unde s-a suprasubscris de 32 de ori pe tranșa de retail, ceea ce arată un mare apetit al investitorilor de retail pentru astfel de oferte”, a evidențiat **Cristina Reichmann**. Suprasubscrierea pe tranșa de investitori persoane fizice nu este doar o cifră spectaculoasă; ea indică faptul că, atunci când produsul este explicat clar, sectorul este familiar, iar structura ofertei este adaptată profilului investitorilor mici, aceștia pot deveni un pilon important al cererii și pot ancora stabil prețul în perioada imediat următoare listării.

Dimensiunea transfrontalieră a mandatelor pe piețe de capital adaugă un strat suplimentar de complexitate, dar și un avantaj competitiv pentru firmele de avocatură cu rețea integrată. „CMS este o casă de avocatură internațională cu un model integrat, iar noi lucrăm cu colegii specializați din jurisdicțiile relevante (e.g., Londra, Frankfurt, Paris, Luxemburg, Varșovia, etc), CMS având peste 90 de birouri în peste 50 de țări. Am menționat deja câteva mandate transfrontaliere derulate și finalizate cu succes anul acesta”, a arătat **Cristina Reichmann**. Pentru clienți, acest mod de lucru se traduce în echipe de proiect în care juriști din mai multe țări lucrează cu același standard de documentare și cu aceeași linie de analiză, indiferent de numărul jurisdicțiilor implicate.

„Avantajul pentru clienți al unei firme cu un astfel de model de business integrat este evident, întrucât noi lucrăm ca o singură echipă, indiferent de numărul jurisdicțiilor implicate, acoperind toate aspectele juridice și sistemele de drept relevante, fiind implicați parteneri cu expertiză din toate jurisdicțiile relevante pentru proiect, iar leadershipul este asigurat de partenerul din jurisdicția unde se află substanța juridică a proiectului”, a explicat **Cristina Reichmann**. Practic, coordonarea centrală rămâne în jurisdicția din care „pornește” substanța juridică a tranzacției, dar toate celelalte ramificații – listare duală, admitere la tranzacționare pe alta piață, componente de regim MAR în mai multe țări – sunt integrate într-o singură structură de proiect. Pentru emitenți și intermediari, asta înseamnă mai puține fricțiuni între regimurile naționale și o coerență mai bună a mesajelor către investitori, indiferent de piața pe care ajung.

Una dintre cele mai sensibile zone în care se vede experiența acumulată în astfel de mandate este echilibrul dintre transparența și protejarea informațiilor sensibile. „Echilibrul între transparența și confidențialitate nu se rezolvă prin «mai mult sau mai puțin» *disclosure*, ci printr-un cadru de conformare care livrează informația corectă la momentul corect, cu documentația potrivită”, a explicat **Cristina Reichmann**. Ea pornește de la testul juridic central: momentul în care o informație devine suficient de precisă și relevantă încât, în mod rezonabil, ar putea influența prețul – moment din care emitentul are obligația de a o face publică. „În fazele sensibile ale unei

tranzacții, punctul de plecare este testul MAR privind informația privilegiată: când un eveniment devine suficient de precis și, în mod rezonabil, ar putea influența prețul, emitentul are obligația de a-l publica. Dacă publicarea imediată ar prejudicia un interes legitim (de exemplu, ar periclita negocieri în curs sau ar distorsiona procesul de alocare), MAR permite amânarea divulgării, cu condiția ca publicul să nu fie indus în eroare și confidențialitatea să poată fi menținută efectiv”, a nuanțat ea.

Această posibilitate de amânare a publicării informațiilor privilegiate nu este o simplă fereastră de oportunitate, ci un regim strict, care cere formalism și disciplină internă. „Practic, asta înseamnă o decizie formală de amânare, cu motivare scrisă, liste de inițiați ținute la zi și controale reale de confidențialitate; iar dacă confidențialitatea se pierde, publicarea trebuie făcută «cât mai curând posibil», împreună cu notificarea ulterioară către autoritatea competentă”, a explicat **Cristina Reichmann**. În spatele acestor cerințe se află o arhitectură concretă: „gestionăm confidențialitatea printr-o arhitectură de «need-to-know», respectiv perimetru strict al echipei tranzacției, acorduri de confidențialitate, data room cu acces etapizat, «clean teams» acolo unde există sensibilități concurențiale și un regim disciplinat al comunicărilor interne”, a detaliat avocata interviuata de **BizLawyer**.

Disciplina există și în ceea ce privește persoanele cu responsabilități de conducere sau consultanții implicați. „Listele de inițiați sunt actualizate în timp real (inclusiv consultanți), iar orice «wall-crossing» sau *market sounding* se desfășoară conform procedurilor prevăzute în MAR, cu scripturi aprobate și evidențe de consimțământ. Pentru PDMR și persoanele asociate, regulile de *closed period* și codurile interne de tranzacționare se aplică strict, cu mecanisme de excepție documentate (acolo unde legea le permite) și cu raportări la timp”, a adăugat **Cristina Reichmann**. Pe partea de transparență, principiul este coerența: „ceea ce este comunicat public (rapoarte curente, comunicate, Q&A, materiale de prezentare) trebuie să fie aliniat, factual corect și să evite orice «guidance» nerealist”, a subliniat ea, amintind că regulile din cadrul Regulamentului privind Prospectul cu privire la publicitate în perioade de ofertă cer ca toate materialele să fie consecvente cu prospectul, fără promisiuni sau selecții de informații care pot denatura mesajul.

În practică, avocații CMS stabilesc din timp „linia editorială” (mesajele permise, factorii de risc explicați, disclaimerile), revizuiesc centralizat toate materialele și instituie un protocol de răspuns la scurgeri de informații, respectiv monitorizarea zvonurilor și a evoluțiilor atipice de preț/volum, „holding statements” pregătite, criterii clare pentru accelerarea publicării dacă situația o cere.

În spate funcționează un adevărat „manual de bord” al conformării. „Totul este susținut de un «playbook» de conformare: proceduri de identificare a evenimentelor potențial privilegiate, matrice de materialitate, registre de insideri, controale IT și training destinat echipelor implicate”, a descris **Cristina Reichmann**. În paralel, consiliul și comitetele sunt implicate la momentul oportun, pentru ca deciziile critice (amânarea divulgării, intrarea într-o etapă comercială, ajustarea mesajelor) să aibă o trasabilitate solidă și să poată fi explicate în fața autorităților sau a acționarilor. „Astfel, emitentul rămâne transparent atunci când contează și este protejat atunci când confidențialitatea este legitimă, reducând riscul de «gun-jumping», de asimetrie informațională și de sancțiuni, fără a compromite obiectivele comerciale ale tranzacției”, a concluzionat ea.

Profilul clienților care solicită astfel de servicii s-a schimbat vizibil în ultimii ani. „În practica noastră de piață de capital asistăm un spectru larg de clienți, însă profilul acestora s-a nuanțat vizibil în ultimii ani, pe măsura ce piața a trecut prin episoade de volatilitate, reglementarea s-a sofisticat, iar criteriile ESG au intrat în mainstream”, a observat **Cristina Reichmann**. Echipa lucrează cu emitenți, intermediari, vânzatori și cumpărători în tranzacții de schimbare a controlului emitentului prin oferte publice de preluare obligatorii/voluntare, procese de squeeze-out și delistări, dar și cu instituții de credit și investitori strategici în emisiuni de obligațiuni reglementate strict.

La acest tablou se adaugă, tot mai vizibil, interesul pentru obligațiuni municipale, văzute de investitori instituționali ca un potențial instrument de finanțare pe termen lung al autorităților locale. „Există un mare interes al investitorilor instituționali pentru dezvoltarea pieței obligațiunilor municipale din România. Acest instrument

insuficient utilizat în România ar putea deveni un instrument cheie în finanțarea autorităților locale, dar, pentru a fi relevant și eficient, consideram ca se impune modificarea legislației aplicabile autorităților locale pentru a permite, spre exemplu, emisiuni de tip «*joint issues*», structuri de «*cross-guarantee*» și structuri de tip «*trustee*», a explicat **Cristina Reichmann**. În paralel, echipa CMS a lucrat pe multiple proiecte de înființare de fonduri de investiții alternative, în strânsă colaborare cu biroul din Luxemburg, segment care a devenit unul dintre pilonii importanți ai practicii. „De asemenea, una dintre dinamici a fost și înființarea de fonduri de investiții alternative, un segment extrem de important în activitatea noastră, unde am lucrat pe mai multe proiecte împreună cu colegii de la biroul CMS din Luxemburg”, a adăugat ea.

Concluzia este ca piața s-a maturizat, iar acest lucru se vede atât în profilul mandatelor, cât și în așteptările clienților. „În ansamblu, peisajul s-a profesionalizat. Cererea pentru consultanța de reglementare integrată, MAR, tranzacții cu părți afiliate, guvernanța, sustenabilitate, a crescut în pondere în aproape fiecare mandat, iar succesul tranzacțiilor ține tot mai mult de calitatea pregătirii din culise (proces, date, documentație) și de capacitatea echipei de a executa rapid și conform în ferestre de piață tot mai scurte”, a evaluat **Cristina Reichmann**. Aceasta evoluție a schimbat și profilul clientului tipic: „Această evoluție a făcut ca profilul clientului tipic să fie mai bine pregătit, cu așteptări clare privind standardele de conformare și cu apetit pentru structuri eficiente care reduc riscul de execuție”, a concluzionat ea. Într-o astfel de piață, educația investitorilor, capacitatea de a gestiona fin raportul dintre transparența și confidențialitate și experiența transfrontalieră nu sunt doar atuuri, ci condiții pentru ca o tranzacție să fie cu adevărat reușită.

Citește și

[→ Cum vad analiștii Mergermarket piața de M&A și activitatea firmelor de avocați | 9 luni cu motorul turat în M&A: Fuziunile și achizițiile la nivel global au ajuns la 3,4 trilioane USD, companiile din UE prefera consolidarea regională, tehnologia conduce, energia și sectorul financiar împing megadeal-urile, private equity își reia ofensiva. În clasamentele juridice, CMS rămâne în Top 10 global și pe locul 2 în Europa, iar Schoenherr sta pe podium în Europa Centrală și de Est](#)

[→ Refinitiv Legal Advisers - Q3 2025 | Piața de M&A a continuat să crească, în primele nouă luni, pe piețele emergente și la nivel global, chiar dacă numărul tranzacțiilor este în scădere. Europa prinde viteză, iar Estul continentului redevine un teritoriu în care investitorii strategici și financiari caută randament. CMS își menține pozițiile de top la nivel global și în Europa de Est, regiune în care Clifford Chance și Schoenherr strălucesc, iar Kinstellar rămâne în Top 15](#)

„Pregătirea pentru bursa”: de la diagnostic onest la disciplina ESG și decizie între equity și obligațiuni

În viziunea **Cristinei Reichmann**, listarea nu începe cu depunerea prospectului și nu se termină în ziua în care acțiunile încep să se tranzacționeze. „«Pregătirea pentru bursa» nu este un formular, ci un proces disciplinat care transformă o societate într-un emitent capabil să comunice predictibil cu piața și să funcționeze sub presiunea transparenței. Practic, începe cu un diagnostic onest și se încheie abia după debutul la tranzacționare, când mecanismele de raportare și guvernanța sunt deja rulate”, a explicat ea. Cu alte cuvinte, drumul către bursa înseamnă o transformare organizațională, nu doar o operațiune de finanțare, iar aceasta transformare trebuie planificată și executată ca un proiect complex, cu etape, responsabili și termene clare.

Interlocutoarea ^{Biz}**Lawyer** spune că primul pas este un exercițiu de «*readiness*» care mapează lacunele pe trei axe:

guvernanța, set financiar și conformare de piață. ”Se evaluează structura acționariatului, calitatea consiliului și a comitetelor, independența, politicile interne, precum și coerența documentației corporative”, a detaliat **Cristina Reichmann**. În paralel, se calibrează „povestea investițională” și se validează ca există date și procese care să o susțină în timp real. ”Un plan de acțiune cu responsabilități și termene fixe face diferența între o listare cursivă și una amânata”, subliniază *coordonatoarea practicii de Capital Markets, FIS & Structured Finance de la CMS România*.

Al doilea pilon ține de funcționarea reală a guvernanței, dincolo de regulamente și organigrame. „A doua componentă este guvernanța efectivă, nu doar formală. Consiliul trebuie să funcționeze cu agende, materiale și minute de calitate, comitetele (audit, remunerare, nominalizare) să aibă mandate clare, iar politicile pentru tranzacții cu părți afiliate, remunerare, divulgare și relații cu investitorii să fie adoptate și aplicate”, a subliniat ea. Codul de conduită, regulile privind informațiile privilegiate, regimul PDMR și manualul MAR trebuie înțelese și aplicate de management, nu doar semnate simbolic. Această infrastructură oferă credibilitate prospectului și reduce riscul operațional după listare.

Componenta financiară este, de cele mai multe ori, cea mai sensibilă din punct de vedere al calendarului. „Setul financiar este adesea *«time critical»*. Sunt necesare situații financiare auditate conform IFRS, eventual informații pro-forma pentru reorganizări, o analiză robustă de capital de lucru și procese capabile să susțină raportarea periodică în formatul cerut (inclusiv ESEF)”, a explicat **Cristina Reichmann**. Pentru a ajunge la „*Comfort letter*”-ul auditorului și la declarația privind capitalul de lucru – documente esențiale în structura unei oferte – este nevoie de o coordonare strânsă între departamentul financiar, echipa juridică și intermediari. Ea a arătat că, dacă funcția de *controllershipe* nu este suficient de matură, exact în fazele critice, cele de stabilire a prețului și lansare, calendarul se fracturează, iar emitentul pierde fereastra de piață pentru care s-a pregătit.

Pe zona de transparență și abuz de piață, standardul este la fel de pretențios. „Pe dimensiunea transparenței și a abuzului de piață, societatea trebuie să opereze deja proceduri MAR înainte de a depune prospectul. Identificarea și calificarea informațiilor privilegiate, decizii de amânare documentate, liste de inițiați ținute la zi, controale reale de confidențialitate și un protocol pentru scurgeri de informații”, a subliniat **Cristina Reichmann**. Practic, viitorul emitent trebuie să se comporte ca o companie listată încă din perioada premergătoare, să știe cum definește informația privilegiată, cum decide amânarea publicării, cum monitorizează scurgerile și cum menține coerența între rapoarte curente, comunicare comercială și întâlniri cu investitori. Orice diferență de ton sau de conținut se poate transforma rapid într-un risc reputațional sau de reglementare.

Pe plan documentar, concentrarea excesivă doar pe prospect poate fi înșelătoare, dar el rămâne centrul de greutate al întregii construcții. „Din perspectiva documentară, nucleul este prospectul sau documentul de admitere, însoțit de secțiuni solide de factori de risc, guvernanță, sustenabilitate și utilizarea fondurilor etc.”, a arătat **Cristina Reichmann**. În spatele acestor secțiuni se află, însă, luni întregi de colectare de informații, structurare de procese și verificări interne care să se asigure că orice afirmație făcută public are un corespondent în realitatea operațională a companiei.

Odată ce infrastructura pentru listare este stabilă, apare întrebarea strategică: finanțare prin equity sau prin obligațiuni? „În ultimii ani, vedem o tendință vizibilă de diversificare a surselor de finanțare, cu un interes în creștere pentru emisiunile de obligațiuni, inclusiv «verzi» sau legate de sustenabilitate, în paralel cu majorările de capital. Nu este o migrare liniară «dinspre equity spre debt», ci mai degrabă o selecție pragmatică, determinată de ferestrele de piață și de profilul financiar-strategic al emitentului”, a explicat ea. În perioade în care evaluările pe bursă sunt comprimate și volatilitatea e ridicată, multe companii preferă să își pastreze acționariatul și apelează la datorie – prin obligațiuni sau credite sindicalizate – pentru a evita diluarea. În schimb, când costul datoriei este ridicat sau bilanțul e deja încărcat cu leverage, majorarea de capital devine instrumentul corect pentru recapitalizare, a explicat avocata CMS România.

Criteriile ESG joaca, la rândul lor, un rol din ce în ce mai vizibil în aceasta balanță. „Dimensiunea ESG a devenit, la rândul ei, un criteriu material în favoarea obligațiunilor tematice. Emisiunile «verzi»/«sustenabile» pot atrage o baza suplimentară de investitori și pot îmbunătăți condițiile de preț, cu condiția existenței unui cadru credibil (*use-of-proceeds* sau KPIs) aliniat la Taxonomia UE și la standardele de piață, validat printr-o opinie externă (*second-party opinion*) și dublat de raportări post-emitere”, a detaliat **Cristina Reichmann**. Practic, un cadru serios de utilizare a fondurilor sau de indicatori de performanță legați de sustenabilitate, dublat de o opinie independentă și de raportări regulate, poate să extindă semnificativ ”bazinul” de investitori interesați și să îmbunătățească prețul la care emitentul se finanțează.

Viteza de execuție și controlul asupra calendarului sunt, de asemenea, elemente care înclină balanța. „Un alt determinant este viteza execuției și certitudinea calendarului. Pe obligațiuni, emitentul poate recurge la plasamente private sau programe (*EMTN/MTN*) pentru a reduce timpul până la finanțare, cu documentație pre-agreată și ferestre scurte de piață; pe equity, majorările accelerate (*ABB*) sunt posibile pentru emitenți pregătiți, dar, în general, calendarul depinde de aprobări corporative, de drepturi de preferință și de pregătirea prospectului”, a explicat ea. În practică, un program de tip EMTN sau MTN permite companiei să fie permanent „în poziție” pentru a ieși în piață când condițiile sunt favorabile, în timp ce pe equity, chiar și în formule accelerate, emitentul rămâne legat de formalități corporative mai rigide.

Pe piața românească, aceste nuanțe se combină cu o profesionalizare vizibilă a bazei de investitori și cu presiunea de finanțare a tranziției energetice și a infrastructurii. „În peisajul local, interesul pentru obligațiuni, inclusiv «verzi» sau *sustainability-linked*, a crescut pe fondul profesionalizării bazei de investitori și al presiunii pentru finanțarea tranziției energetice și a infrastructurii; în același timp, emitenții care vizează transformări de bilanț sau creștere accelerată continuă să prefere majorările de capital, mai ales când guvernanta și istoricul de raportare sunt solide, iar ferestrele de piață permit o evaluare corectă”, a comentat **Cristina Reichmann**. Cu alte cuvinte, emitenții bine pregătiți, cu guvernanta și raportare solide, au flexibilitatea de a alege instrumentul care optimizează simultan costul capitalului, structura bilanțului și profilul investitorilor.

Decizia finală nu poate fi redusă la o regulă simplă, aplicabilă tuturor. „În concluzie, nu există un răspuns care să se aplice universal. Alegerea optimă derivă dintr-un diagnostic integrat, respectiv poziția de lichiditate și *leverage*, apetitul acționarilor pentru diluare, costul marginal al datoriei, maturitatea guvernantei și a raportării, eligibilitatea ESG și viteza necesară”, a sintetizat **Cristina Reichmann**. Companiile care își fac „temele” din timp – pun în ordine guvernanta, își consolidează setul financiar, implementează corect proceduri MAR și își construiesc cadre ESG credibile – pot naviga între equity și obligațiuni în funcție de fereastra de piață, fără să fie captive unui singur tip de finanțare.

În privința litigiilor și investigațiilor în materie de piață de capital, spațiul de analiză este încă în formare în România. „Menționez că jurisprudența încă nu este consolidată în acest sens, astfel cum este cazul unor piețe mai mature decât cea din România (e.g., UK, Franța, Germania)”, a remarcat **Cristina Reichmann**. Tocmai această lipsă de practică judiciară consistentă face cu atât mai importantă prevenția: emitenții care își construiesc corect guvernanta, procedurile MAR și structurile de raportare reduc riscul de a testa pentru prima dată în instanță interpretări sensibile ale reglementărilor.

Pe de altă parte, sustenabilitatea și guvernanta au devenit, în sine, factori determinanți atât în decizia de listare, cât și în «viața la bursă» de zi cu zi. ”Pentru un potențial emitent, cerințele de raportare nefinanciară derivând din CSRD, taxonomia UE și standardele conexe nu mai sunt opționale sau «de marketing», ci intra în arhitectura minimă de eligibilitate pentru acces la capital instituțional”, a explicat **Cristina Reichmann**. Investitorii calibrează tot mai mult prețul, lichiditatea și orizontul deținerii în funcție de calitatea datelor ESG, de coerența obiectivelor de sustenabilitate cu strategia de afaceri și de credibilitatea guvernantei care le susține. ”În această lumină, decizia de listare nu este doar o evaluare a ferestrei de piață și a multiplilor, ci și a capacității interne de a furniza, în mod predictibil, date complete, auditabile și comparabile pe toate subiectele materiale ESG”, a nuanțat partenera CMS

România.

Pentru a nu transforma conformarea într-un exercițiu împovărat, abordarea trebuie mutată din registrul pur documentar în cel operațional. „Recomandarea pentru a nu transforma conformarea într-o povară este să fie tratată ca un proiect de operaționalizare, nu ca o colecție de documente. Practic, plecam de la o analiză de materialitate solidă și bine documentată, care ancorează domeniul de raportare în realitatea modelului de afaceri”, a arătat **Cristina Reichmann**. Pe baza acestei analize, se definește o guvernanta clară: atribuții la nivel de board (de regula, comitet de audit sau de sustenabilitate), un „data owner” pe fiecare temă materială și o funcție de control intern care să verifice calitatea datelor și alinierea la standarde. „Integrarea timpurie cu procesele financiare – aceleași calendare, aceleași standarde de control, aceeași disciplină a documentației – reduce dramatic costul marginal al raportării ESG și riscul de inconsistență”, a explicat ea.

În final, ESG și guvernanta nu sunt doar încă două „bife”, ci elemente care pot schimba substanțial profilul de risc al emitentului. „În esență, sustenabilitatea și guvernanta bine implementate nu cresc povara, ci reduc riscul și costul de capital. Emitenții care abordează aceste cerințe ca pe un proiect de transformare operațională – cu roluri clare, procese robuste și o poveste investițională credibilă – navighează listarea și viața la bursă cu mai multă stabilitate, având în același timp o relație mai matură cu investitorii și autoritățile”, a concluzionat **Cristina Reichmann**. În acest peisaj, „pregătirea pentru bursă” înseamnă, în egala măsură, disciplina de guvernanta, rigoare financiară, flexibilitate în alegerea instrumentelor de finanțare și o înțelegere profundă a modului în care sustenabilitatea și transparența redesenează standardele pieței.

Citește și

[→ ‘Leading lawyers’ in Romania | RTPR, NNDKP, CMS, TZA și PNSA au cei mai mulți avocați recomandați de IFLR 1000, ediția 2025. Ce firme sunt recomandate în practicile de M&A, Banking & Finance, Capital markets și Project development](#)

Practica de Capital Markets – motor strategic pentru CMS și lecția unui an trait sub presiunea pieței

În arhitectura CMS, practica de piețe de capital nu este doar un departament specializat, ci un veritabil centru de greutate pentru proiectele sofisticate ale firmei. „Practica de Capital Markets are o contribuție strategică în ansamblul CMS”, a subliniat **Cristina Reichmann**, *Partener* și coordonatoarea acestei arii la București. Ea amintește că mandatele de piață de capital presupun, aproape fără excepție, o combinație de structurare, due diligence, documentație de ofertă, conformare cu MAR și Regulamentul privind Prospectul, plus întregul traseu al admiterii la tranzacționare. Sunt proiecte dense, cu un nivel ridicat de responsabilitate și vizibilitate, în care echipa este chemată să consilieze sub presiunea simultană a calendarului de piață și a standardelor de listare.

Din această perspectivă, impactul financiar și reputațional merg mână în mână. „Proiectele de piață de capital sunt, de regula, mandate complexe, cu valoare adăugată ridicată, care implică o suită de servicii integrate și, în consecință, generează onorarii proporționale cu gradul de sofisticare și responsabilitate”, a explicat **Cristina Reichmann**. Faptul că aceste tranzacții sunt publice – de la listări și oferte publice de preluare, la emisiuni de obligațiuni – transformă fiecare mandat într-un test de vizibilitate: succesul unei oferte validează competența echipei nu doar în ochii emitentului, ci și ai intermediarilor, investitorilor instituționali și autorităților de reglementare. „Pe de altă parte, aceste tranzacții sunt vizibile public, măsura capacitatea noastră de a livra sub

presiunea calendarului și a standardelor de listare și funcționează ca un „multiplicator” de reputație: succesul unei listări / oferte publice de preluare sau al unei emisiuni de obligațiuni validează competența echipei în fața emitenților, intermediarilor, investitorilor instituționali și autorităților”, a punctat ea.

În spatele acestei expunerii, modul de lucru este construit structural interdisciplinar. Nu se adună, ad-hoc, echipe în jurul unei tranzacții, ci există fluxuri recurente între practicile de specialitate. „Execuția proiectelor de Capital Markets este în mod structural interdisciplinară - aceasta colaborare nu este ad-hoc, ci procesuală. Lucram cot la cot cu colegii din Corporate/M&A”, a explicat **Cristina Reichmann**. În tranzacțiile cu componenta de concentrare economică sau în cele cu expunere sectorială reglementată, intră în scenă și echipa de dreptul concurenței, care evaluează dacă și în ce măsură se declanșează controlul concentrărilor și trasează regulile de acces la informații sensibile, inclusiv prin mecanisme de tip *clean team* și *data room stratificat*. „Colegii specializați în dreptul concurenței asigură evaluarea controlului concentrărilor și a restricțiilor de informare (clean team, data room stratificat), în special în tranzacții dual-track sau cu expunere pe piețe reglementate sectorial”, a detaliat ea.

Echipa de *Capital Markets* din București este construită în jurul unui nucleu specializat, la care se adaugă, în funcție de proiect, partenerii și avocații din alte practici și jurisdicții. „Echipa de Capital Markets a CMS din București, pe care o conduc, include avocați (**Adina Nanescu**, *Counsel* și **Mircea Ciuta**, *Senior Associate*), cu bogată experiență pe partea de ECM, cât și pe partea de DCM”, a arătat **Cristina Reichmann**. Nucleul local este completat, în formule extinse, de partenerii de corporate/M&A ai CMS, **Horea Popescu** și **Rodica Manea**, precum și de colegii specializați în concurență, litigii, fiscal, real estate sau energy – în funcție de specificul sectorial al fiecărui emitent.

Atunci când tranzacțiile capătă o dimensiune transfrontalieră, infrastructura CMS la nivel internațional este realitatea practică din spatele sloganului „*one firm*”. În situația proiectelor transfrontaliere, echipa locală se sprijină pe colegii specializați din alte jurisdicții. Acest model permite ca, indiferent câte piețe sunt implicate, proiectul să fie coordonat pe un singur „fir roșu” juridic, cu leadership la București atunci când substanța juridică este aici, dar cu expertiză locală integrată în fiecare jurisdicție relevantă pentru oferta sau pentru listare. Pentru clienți, rezultatul este un flux de lucru unitar, în care diferențele de regim nu devin obstacole, ci variabile asumate și gestionate în mod profesionist.

Privind retrospectiv ultimul an, **Cristina Reichmann** condensează experiența acumulată într-o singură concluzie aplicabilă tuturor actorilor din piață – emitenți, intermediari, investitori. „Dacă ar fi să condensăm ultimul an într-o singură lecție pentru emitenți, intermediari și investitori, aceasta ar fi disciplina pregătirii și a execuției într-un mediu volatil: cine este pregătit din timp, cu procese robuste și date credibile, poate lua decizii rapide fără să sacrifice conformarea sau încrederea pieței”, a sintetizat ea. Pentru emitenți, aceasta înseamnă guvernanta care funcționează în practică, proceduri MAR care chiar operează (inclusiv în privința amânării divulgării și gestionării scurgerilor de informații), un set financiar fără fisuri și o infrastructură de raportare ESG ancorată în materialitate, capabilă să susțină dialogul cu investitorii.

Intermediarii, la rândul lor, au învățat că viteza de execuție contează doar dacă nu sacrifică rigoarea de conformare. „Pentru intermediari, lecția este că «*time-to-market*» câștigă numai când due diligence-ul, publicitatea, materialele de ofertă și relația cu autoritățile sunt orchestrate pe un playbook comun, care anticipează blocajele de conformare”, a subliniat **Cristina Reichmann**. Iar investitorii instituționali și de retail sunt recompensați atunci când își pastrează disciplina de analiză: testarea ipotezelor din prospect, înțelegerea factorilor de risc și a sensibilităților ESG, coroborate cu un orizont realist de deținere. „Pentru investitori, concluzia este că disciplina de analiză, filtrată printr-un orizont realist de deținere, rămâne cea mai bună protecție împotriva volatilității”, a arătat ea.

„În esență, piața a recompensat în ultimul an nu neapărat pe cei mai optimiști, ci pe cei mai pregătiți”, a concluzionat **Cristina Reichmann**. Aceasta consistență între povestea investițională, datele raportate și execuția

conforma a fost, în opinia sa, linia de demarcație între tranzacțiile care au reușit să treacă prin ferestre de piață tot mai scurte și cele care au rămas doar la stadiul de intenție. În acest tablou, practica de Capital Markets a CMS funcționează nu doar ca generator de mandate complexe, ci și ca „laborator” de disciplină și standarde pentru întreaga firmă.

Directoarele juridice internaționale poziționează CMS în prima linie a firmelor active în Capital Markets

Edițiile 2025 ale principalelor ghiduri juridice internaționale – The Legal 500, Chambers Europe și IFLR1000 – trasează, practic, aceeași hartă atunci când vine vorba despre practica de piețe de capital a CMS în București. Toate trei confirmă că echipa coordonată de **Cristina Reichmann** joacă într-o zonă de vizibilitate ridicată, atât prin proiectele pe care le gestionează, cât și prin modul în care livrează servicii integrate pentru emitenți, intermediari și investitori instituționali.

În The Legal 500, secțiunea „Capital markets” pentru România plasează CMS în prima linie a firmelor active pe această piață, ghidul subliniind că biroul din București reprezintă un element important în oferta internațională a firmei în Europa Centrală și de Est și la nivel global. Practica de piețe de capital este descrisă ca având un rol central în arhitectura CMS, cu o echipă obișnuită să lucreze pe IPO-uri, emisiuni de obligațiuni cu randament ridicat, derivate, finanțări structurate și mandate complexe de valori mobiliare.

În același tablou, Legal 500 o menționează explicit pe **Cristina Reichmann** drept coordonator al practicii și o așază în categoria restrânsă a partenerilor de referință în acest domeniu (*Leading Partner*). Alături de ea, ghidul evidențiază pe **Adina Nanescu**, *counsel* specializat pe zona de piețe de capital și reglementare, inclusă în grupul „leading associates”, respectiv pe **Mircea Ciuta**, *senior associate* indicat drept avocat-cheie al echipei. Faptul că în aceeași pagină sunt trecute și instituții precum International Finance Corporation și Asian Infrastructure Investment Bank în lista de clienți consolidează ideea unei practici care se mișcă natural în proiecte sofisticate, cu componenta internațională și contrapărți instituționale exigente.

Opiniile clienților surprinse de Legal 500 explică de ce această poziționare nu este doar rezultatul unui istoric de mandate, ci și al modului în care echipa lucrează zi de zi. Un client arată că avocații CMS cunosc în detaliu cadrul normativ, ghidurile aplicabile și mai ales practica autorităților relevante, ceea ce le permite să anticipeze reacțiile de supraveghere și să calibreze structurile de tranzacție în consecință. Alt client remarcă viteza și caracterul exhaustiv al răspunsurilor, dublate de o înțelegere solidă a specificului sectorial în care activează emitentul, astfel încât soluțiile propuse nu rămân la nivel teoretic, ci se potrivesc efectiv realității de business.

Chambers Europe 2025, care evaluează în principal performanța individuală a avocaților pe segmentul de *capital markets* în România, o plasează pe **Cristina Reichmann** în *Band 2*, între numele consacrate ale acestei piețe. Ghidul subliniază că este prezentă de mulți ani în tabelul de clasamente pentru România, ceea ce înseamnă o recunoaștere constantă, nu un succes punctual legat de un singur proiect. În logica Chambers, un astfel de ranking presupune atât vizibilitate în tranzacții, cât și feedback puternic din partea clienților și a colegilor de profesie, iar profilul său este asociat cu mandate de valori mobiliare, finanțări structurate și tranzacții transfrontaliere în care coordonează echipe mixte din rețeaua CMS.

IFLR1000, ghid orientat în mod tradițional pe zona de tranzacții și finanțări, completează acest tablou cu o perspectivă numerică asupra poziționării CMS. În ediția EMEA 2025, firma este încadrată în *Tier 2* la categoria „Capital markets: Equity” și figurează ca firmă „Notable” la „Capital markets: Debt”, alături de nume cu tradiție pe piața locală. În același timp, CMS este plasată în Tier 1 pentru *Banking and finance* și *M&A* în România, ceea ce arată că practica de piețe de capital este parte dintr-un ecosistem financiar mai larg, în care echipele de corporat și

finanțari se conectează firesc la mandatele de listare, emisiuni de obligațiuni și oferte publice.

Secțiunea de „*Review*” a IFLR1000 notează ca biroul din București este activ în banking & finance, capital markets și M&A, iar în zona de piețe de capital echipa lucrează în principal pentru emitenți, atât pe oferte publice inițiale, cât și pe emisiuni de obligațiuni și structuri inovatoare, inclusiv oferte de tokenizare a valorilor mobiliare. Printre clienții enumerați se afla Libra Bank, Advent International, Raiffeisen Bank și European Fund for Southeast Europe, un portofoliu care confirmă combinația dintre instituții de credit, fonduri de investiții și investitori financiari internaționali. Feedback-ul clienților surprins de IFLR1000 descrie o echipă care are o contribuție decisivă la organizarea și derularea întregului proces de oferta, produce documentație de calitate, cooperează strâns cu echipa internă a clientului, respectă termenele sensibile de calendar și menține un nivel ridicat de profesionalism pe tot parcursul tranzacției.

Mandatele recente validate și de directoare dau consistență acestor aprecieri. Un exemplu este asistența juridică acordată grupului Maspex în oferta publică voluntară de preluare a pachetului majoritar de acțiuni la Purcari Wineries, tranzacție derulată pe piața de capital românească și care a condus la dobândirea unei participații de aproximativ 72,8% din capitalul social, cu tot ce presupune acest lucru în materie de control, guvernanta și strategie pe termen lung pentru un emitent listat. În acest tip de proiect, expertiza de capital markets se împletește cu cea de M&A și cu un nivel ridicat de coordonare transfrontalieră, iar directoarele iau în calcul tocmai această capacitate de a gestiona tranzacții la intersecția mai multor ramuri de drept.

Un alt dosar relevant este achiziția pachetului majoritar de acțiuni în Argus S.A., producător român de ulei vegetal listat pe sistemul multilateral de tranzacționare AeRO, de către Buildcom EOOD, împreună cu deținerea indirectă în Comcereal S.A. Tulcea. Tranzacția a combinat componente de oferta de preluare, reglementări ale pieței de capital și cerințe corporative specifice societăților listate, ceea ce a pus în valoare atât experiența echipei de *capital markets*, cât și capacitatea de a lucra cu reglementări sectoriale și cu autoritățile de supraveghere.

Pe lângă aceste proiecte emblematiche, practica de piețe de capital a CMS a fost implicată în mandatele unor investitori strategici care au participat în oferte publice inițiale și în emisiuni de obligațiuni de tip MREL și Tier 2 ale instituțiilor de credit, segmente în care presiunea de reglementare și standardele de conformare sunt deosebit de ridicate. Accentul pus de directoare pe componenta reglementară – fie ca este vorba de MAR, de raportări curente sau de mecanisme de guvernanta – reflectă tocmai acest tip de proiecte, în care succesul tranzacției depinde de felul în care sunt gândite și implementate procedurile.

Privite împreună, clasamentele din *The Legal 500*, *Chambers Europe* și *IFLR1000* pentru 2025 conturează o imagine coerentă: CMS București este percepută ca o echipă de capital markets matură, cu un lider vizibil în persoana **Cristinei Reichmann**, cu o „linie de mijloc” solidă reprezentată de **Adina Nanescu** și **Mircea Ciuta** și cu un portofoliu de mandate care acoperă atât equity, cât și debt, de la IPO-uri și oferte publice de preluare la emisiuni de obligațiuni tematice. Recunoașterea simultană în toate cele trei ghiduri – pe baza feedback-ului clienților, a complexității proiectelor și a consistenței în timp – confirmă ca practica de *Capital Markets* a CMS România este unul dintre pilonii reputației firmei pe piața locală și un reper important în rețeaua sa regională.