

## IMPACTUL PRODUS DE EȘECURILE GUVERNANȚEI CORPORATIVE LA NIVELUL FIRMELOR DE INVESTIȚII - CAZUL HARINVEST

Ioan Ovidiu SPĂTĂCEAN\*

*Facultatea de Științe Economice, Juridice și Administrative, Departamentul Finanțe – Contabilitate, Universitatea  
Petru Maior, str. Nicolae Iorga nr. 1, Tîrgu – Mureș, 540088, România*

**Rezumat:** Cercetarea noastră se fundamentează pe premisa că, în piețe de capital eficiente, investitorii sunt protejați împotriva practicilor abuzive și frauduloase care, din nefericire, ar putea să apară în relația cu firmele de investiții. Falimentul firmei de investiții Harinvest, declanșat în anul 2013, a zguduit din temelii încrederea investitorilor în integritatea mecanismelor pieței de capital din România, generând efecte negative de amploare care s-au propagat la nivelul întregii comunități de intermediari. O primă lecție care poate fi desprinsă din acest trist eveniment a fost aceea că prevenția este mult mai puțin costisitoare decât sancționarea, în contextul prejudiciilor financiare semnificative pe care în cele din urmă le suportă investitorii de bună credință. În acest scop, se impune consolidarea pe o bază proactivă a structurilor de guvernare la nivelul firmelor de investiții, inclusive a mecanismelor de supraveghere prudențială gestionate de instituțiile și autoritatea pieței de capital din România. Lucrarea își propune să identifice principalele cauze și circumstanțe care au inițiat și favorizat intrarea în faliment a firmei de investiții Harinvest, să abordeze posibilele semnale care ar fi putut reține atenția cu privire la riscul de insolvență și să evalueze consecințele financiare pentru piața românească de capital, în general și pentru investitori, în particular.

**Cuvinte cheie :** firmă de investiții, guvernare corporativă, risc de insolvență, schemă de compensare a investitorilor, supraveghere prudențială

**Clasificare JEL:** M42, M48

© 2017 Publicat de revista STUDIA UNIVERSITATIS PETRU MAIOR, SERIES OECONOMICA, sub egida Universității “PETRU MAIOR” din Tîrgu Mureș, România

---

\* Autorul indicat pentru corespondență: Spătăcean Ioan Ovidiu, 0727 868 528  
e-mail: ovidiu.spatacean@ea.upm.ro

## 1. INTRODUCERE

Sherman, Young și Collingwood (2003) arătau că, potrivit ideologiei, piața de capital este o democrație perfectă în care barierele în privința bogăției, educației și apartenenței sociale sunt șterse de către informație, care se presupune că este de încredere și accesibilă în mod egal tuturor participanților. Această paradigmă este formulată în contextul în care nicio altă piață nu ar putea fi atât de transparentă, niciun alt sistem de raportare financiară nu ar putea fi atât de riguros și atent urmărit de „câini de pază” care să “adulmece” orice urmă de înșelăciune sau de exagerare a beneficiilor, ca rezultat al practicilor de contabilitate creativă în termeni de raportare a performanțelor financiare[1]. Majoritatea participanților încurajează Uniunea Europeană să armonizeze parțial structurile de guvernare corporativă, în direcția consolidării atractivității piețelor de capital [2]. De altfel, lumea modernă a raportărilor corporative încurajează dezvăluiri adecvate și transparență, pe măsură ce îmbrățișează principiile pe care se fundamentează responsabilitatea socială. Un comportament moral și etic din partea angajaților, conducerii și administratorilor este esențial pentru bunele practici de guvernare[3], având în vedere că verificările de rutină proiectate în arhitectura guvernării servesc doar pentru depistarea activităților lipsite de etică, nu și pentru tratarea acestora[4]. Astfel, pe fondul ignorării principiilor relevante de guvernare corporativă, în ultimele decenii au izbucnit o serie de scandaluri financiare ca răspuns la eșecurile guvernării. Unii autori precum Ghiță M. (2008) [5] și Morariu A. (2008) [6] fac o incursiune în literatura de specialitate autohtonă, abordând acest subiect, prin referiri la cazuri celebre precum: Barings (1995), Enron (2001), WorldCom (2002), Xerox (2002) sau Parmalat (2004). Aceste eșecuri ale guvernării constituie excepții de la regula potrivit căreia, furnizarea de informații complete și fiabile despre valorile mobiliare și emitenții lor creează premisele pentru a asigura protecția investitorilor [7]. Eșecurile corporatiste, având ca sursă primordială deficiențele în controlul intern, reprezintă o caracteristică a ciclului de afaceri și nu sunt neobișnuite pentru entitățile care au deturnat fondurile acționarilor [8] și altor deținători de interese. Este de la sine înțeles faptul că o raportare financiară lipsită de acuratețe este rezultatul unui management precar, al unui consiliu neoperațional sau al unor vulnerabilități severe în sistemele de contabilitate și/sau control intern [9]. Aceste evoluții au încurajat auditorii să aloce o atenție sporită și binevenită în direcția detectării și prevenirii raportărilor frauduloase [10]. Lucrarea își propune să transpună problema eșecurilor guvernării corporative în cazul firmelor de investiții, în calitatea lor de participanți principali la procesul de intermediere financiară. Studiul de caz este orientat asupra firmei de investiții Harinvest care a intrat în insolvență la finele anului 2013, ulterior fiind declanșat falimentul. Aspectele esențiale care au reținut atenția noastră vizează analiza circumstanțelor care au favorizat acest eșec al guvernării, identificarea unor posibile semnale de alarmă premergătoare, precum și analiza consecințelor asupra industriei de intermediere financiară din România.

## 2. DEFINIREA PROBLEMEI CERCETATE

Demersurile de cercetare au avut în vedere o serie de **premise** referitoare la rolul și importanța firmelor de investiții în procesul de intermediere a tranzacțiilor cu instrumente financiare pe piața românească de capital:

- Investitorii trebuie să analizeze unele aspecte relevante, înainte de a se angaja în relații contractuale cu o firmă de investiții, precum: reputația generală și percepția altor investitori/analști financiari; evoluția cotei de piață; documentul de prezentare a serviciilor de investiții financiare oferite; sancțiuni anterioare administrate de Autoritatea de Supraveghere Financiară (A.S.F.), în mod deosebit cele care vizează eventuale practici frauduloase; reputația auditorului statutar și altor persoane responsabile cu guvernanta; pragul de compensare a investițiilor de către Fondul de Compensare a Investitorilor (F.C.I.); profesionalismul persoanelor relevante implicate în activitatea de tranzacționare; proceduri interne de lucru în relația cu clienții (evitarea conflictelor de interese, preluarea și execuția instrucțiunilor de tranzacționare, soluționarea petițiilor, etc.); respectarea cerințelor de transparență și publicare a informațiilor; sau soliditatea financiară în termeni de adecvare a capitalului și solvabilitate;
- Investitorii trebuie să fie protejați împotriva practicilor abuzive și frauduloase care ar putea afecta integritatea activelor lor financiare. În acest scop, sunt considerate părți interesate în scopul guvernantei: conducerea și comitetele de guvernanta (audit, remunerare, risc), ofițeri de risc și conformitate, auditori (statutar și intern), autoritatea de supraveghere și reglementare (A.S.F.), operatorul de piață (Bursa de Valori București), Depozitarul Central și Fondul de Compensare a Investitorilor;
- Firmele de investiții sunt extrem de vulnerabile la “știri negative” referitoare la practici frauduloase care pot deteriora semnificativ încrederea investitorilor în mecanismele pieței de capital;
- În termeni de “încredere a investitorilor pe piața de capital” este mult mai eficient / mult mai puțin costisitor să se prevină practicile frauduloase decât să se administreze sancțiuni.

### 3. OBIECTIVE ȘI METODOLOGIE DE CERCETARE

Scopul acestui demers de investigare a fost acela de a identifica cauze sau circumstanțe relevante care pot pune în evidență curențe majore în implementarea unei bune guvernante la nivelul firmelor de investiții, cu impact în asigurarea continuității activității. **Obiectivele** relevante în scopul cercetării sunt prezentate în continuare:

- Identificarea unor cauze relevante care pot genera sau amplifica riscul de insolvență sau faliment în cazul firmelor de investiții;
- Identificarea unor semnale care ar putea sugera apariția riscului de insolvență sau faliment ca urmare a unor practici frauduloase. Exemple de astfel de semnale pot fi : comportamente atipice în activitatea de tranzacționare, corelații neobișnuite în situațiile financiare anuale sau valori nesatisfăcătoare ale funcției scor utilizată în testarea riscului de faliment;
- Furnizarea de recomandări pentru: (i) îmbunătățirea modului de gestionare proactivă a riscului de insolvență sau faliment în cazul firmelor de investiții; (ii) selecția rațională a firmei de investiții de către un investitor de retail.

În atingerea obiectivelor de cercetare, autorul a utilizat o **metodologie de cercetare** bazată pe:

- Evaluări calitative privind factorii care ar putea declanșa dificultăți financiare de natură să favorizeze intrarea unei firme de investiții în stare de insolvență sau faliment, prin utilizarea unei matrice SWOT;
- Revizuirea dispozițiilor de reglementare în materie de insolvență sau faliment în cazul firmelor de investiții. Principalele aspecte care au reținut atenția vizează următoarele:
  - (a) Firmele de investiții sunt obligate să mențină în permanență o segregare adecvată a fondurilor proprii de activele clienților, asigurând în orice moment integritatea celor din urmă. În asemenea circumstanțe, chiar și în eventualitatea manifestării unor incertitudini semnificative în asigurarea continuității activității unei firme de investiții, activele clienților păstrate în custodia respectivei entități, nu ar trebui să fie amenințate sub aspectul existenței în integralitatea lor, în conturile de investiții ale clienților;
  - (b) Firmele de investiții sunt obligate să plaseze cu promptitudine activele clienților în instituții de credit autorizate de Banca Națională a României (B.N.R.) în acord cu legislația europeană. Chiar și în aceste condiții, firmele de investiții sunt clasificate ca și investitori instituționali, exceptați de la compensare, ceea ce determină o analiză riguroasă pe care să fie fundamentat procesul de selecție a unei instituții de credit la care să fie plasate/depozitate fondurile bănești ale clienților/investitorilor;
  - (c) În caz de faliment, creditorii firmelor de investiții nu pot urmări activele clienților, fără excepție. În consecință, activele clienților ar trebui să se regăsească în integralitatea lor în conturile bancare ale firmei de investiții, condiționat de respectarea cu strictețe a principiului segregării fondurilor, chiar și în situația falimentului;
  - (d) În caz de incapacitate a firmei de investiții de a restitui activele clienților, Fondul de Compensare a Investitorilor asigură o despăgubire în cuantum de 20.000 Eur/investitor eligibil pentru compensare.
- Revizuirea situațiilor financiare anuale IFRS ale firmei de investiții care a făcut obiectul studiului de caz (Harinvest SA), în perioada 2010-2012, precum și examinarea informațiilor financiare din perioada 2010-2012, disponibile pe pagina oficială de internet a Ministerului de Finanțe Publice, inclusiv a rapoartelor de audit;
- Testarea riscului de faliment pentru firma de investiții Harinvest SA, utilizând modelele clasice Altman și Conan & Holder, pe baza informațiilor financiare observate în perioada 2010-2012;
- Examinarea informațiilor publice referitoare la: (i) circumstanțele/ condițiile de piață care au favorizat intrarea în insolvență și ulterior în faliment; (ii) ordonanțele de sancționare administrate de A.S.F. în cazul Harinvest SA; (iii) pagubele estimate pentru investitori și etapele procedurale de compensare a acestora.

#### **4. REZULTATE EMPIRICE ALE CERCETĂRII**

Un prim demers de cercetare a vizat identificarea factorilor de risc care ar putea genera dificultăți financiare de natură să ridice incertitudini semnificative în asigurarea continuității

operaționale a unei firme de investiții. Principalele rezultate ale investigațiilor efectuate au permis elaborarea unei matrice SWOT, prezentată în Tabelul 1.

**Tabel 1** – Matricea SWOT de analiză a factorilor de risc de insolvență/faliment pentru firme de investiții

<p><b><u>Puncte forte</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Statutul de entitate reglementată și supravegheată de A.S.F. (interes public);</li> <li>- Existența unui cadru eficient al guvernantei (regulamente și proceduri interne);</li> <li>- Existența unor structuri de guvernanta cu responsabilități în asigurarea integrității raportărilor financiare și controlului intern;</li> <li>- Asigurarea unui regim transparent de publicare a informațiilor;</li> <li>- Calitatea profesională și expertiza resursei umane implicate în prestarea serviciilor de investiții financiare.</li> </ul>	<p><b><u>Puncte vulnerabile</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Riscuri inerente ale afacerii (lichiditate redusă pe piața de capital, cerințe legislative ridicate și lipsa capacității de asigurare a conformității, dependența față de un număr redus de clienți, riscuri de migrare a clienților, riscuri operaționale asociate cu practici frauduloase sau gestionarea sistemelor informatice, alte incertitudini semnificative în continuitatea activității);</li> <li>- Lipsa unor regulamente și proceduri interne adecvate în raport cu cerințele cadrului de reglementare aplicabile;</li> <li>- Riscul de control (aplicarea inadecvată a regulamentelor și procedurilor interne, lipsa unei abordări proactive);</li> <li>- Insuficienta monitorizare a eficacității controalelor interne relevante, a riscurilor sau procedurilor operaționale;</li> <li>- Riscuri de neconformare în raportarea financiară, inclusiv de nedetectare a denaturărilor semnificative în situațiile financiare;</li> <li>- Inexistența unor sisteme efective de back-up pentru personalul relevant – cheie;</li> <li>- Deficiențe în asigurarea unei monitorizări eficiente a expunerii la riscul de piață din partea instituțiilor și autorității pieței de capital.</li> </ul>
<p><b><u>Oportunități</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Consolidarea eficacității mediului și structurilor relevante de guvernanta;</li> <li>- Dezvoltarea segmentelor de afaceri (investment banking, acces pe piețe externe, consultanță privind structura de capital);</li> <li>- Dezvoltarea unor avantaje competitive (personal, sisteme și know-how) utile în procese de fuziuni și achiziții.</li> </ul>	<p><b><u>Amenințări</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Pierderea licenței de tranzacționare;</li> <li>- Restrângerea portofoliului de clienți;</li> <li>- Diminuarea valorii portofoliilor administrate;</li> <li>- Diminuarea cotei de piață;</li> <li>- Deprecierea performanțelor financiare;</li> <li>- Dificultăți în obținerea finanțărilor externe (acționari);</li> <li>- Restrângerea obiectului de activitate autorizat sub aspectul categoriilor de servicii financiare oferite;</li> <li>- Dificultăți în negocierea unor posibile preluări.</li> </ul>

Sursa: Proiecția autorului

În cazul firmei de investiții Harinvest s-a constatat existența a celor puțin patru vulnerabilități semnificative care au contribuit la intrarea în stare de insolvență și faliment, respectiv:

- (1) Ineficacitatea operațională a controalelor interne, demonstrată prin sancțiunile administrate de A.S.F. ca urmare a controalelor efectuate în anii 2012 (Ordonanțele 19-22 din 31.01.2012 prin care au fost impuse sancțiuni cu amendă în valoare totală de 4.000 lei, inclusiv pentru fapte încadrate în categoria practicilor frauduloase prin utilizarea activelor altor clienți în procesul de decontare a tranzacțiilor) și 2009 (Ordonanțele 107-108 din 23.02.2009, respectiv 259-260 din 08.05.2009, prin care au fost impuse sancțiuni cu amendă în valoare totală de 11.000 lei);
- (2) Afectarea credibilității informației financiare pe fondul unor denaturări prezumate în situațiile financiare anuale, chiar dacă raportul auditorului independent a exprimat o opinie fără rezerve. Astfel, potrivit situației poziției financiare raportată la data de 31.12.2012 conform IFRS:
  - s-a determinat că valoarea datoriilor curente față de investitori, reprezentând fondurile bănești avansate în scopuri de tranzacționare, a fost de 127.017 lei în timp ce numerarul și echivalentele de numerar au fost în valoare totală de doar 126.508 lei, rezultând un deficit în asigurarea integrității fondurilor bănești aparținând clienților. Acest dezechilibru indică o încălcare severă a regulilor de segregare a fondurilor bănești ale clienților în raport cu cele aparținând firmei de investiții;
  - s-a constatat existența unor datorii comerciale și altor datorii în valoare agregată de 204.949 (în creștere cu 31% față de perioada precedentă), a unor creanțe comerciale în creștere cu 278%, precum și a unor capitaluri proprii în scădere cu 23%. Aceste evoluții ar fi impus un serios semnal de alarmă privind continuitatea activității, în condițiile dezechilibrului menționat anterior cu privire la fondurile bănești;
  - s-a constatat recunoașterea unei datorii privind impozitul pe profitul amânat în valoare negativă de (-) 161.859 lei, ceea ce constituie un tratament contabil controversat, având în vedere că potrivit IAS 12 s-ar fi impus recunoașterea unui activ (creanță), dacă ar fi fost respectate condițiile care să justifice existența acestuia;
  - s-a identificat un rezultat al perioadei în valoare de 108.808 lei, care nu este consecvent cu profitul perioadei raportat în situația rezultatului global la aceeași dată de raportare, în sumă de 114.535 lei.
- (3) Deficiențe în asigurarea securității fizice a fondurilor bănești ale clienților. Astfel, din analiza informațiilor financiare prezentate pe pagina oficială de internet a Ministerului Finanțelor Publice, pentru firma de investiții Harinvest la 31.12.2012, s-a constatat că din valoarea totală a fondurilor bănești (126.508 lei), suma de 45.750 lei (36%) era păstrată sub formă de numerar în casierie. Această practică este în dezacord sever cu regula de protejare a fondurilor bănești aparținând clienților prin plasarea cu promptitudine (cel târziu în ziua următoare încasării) la o instituție de credit autorizată de BNR.
- (4) Lipsa unei monitorizări efective a activității de tranzacționare desfășurată de firma de investiții Harinvest pe piața produselor structurate, din partea Depozitarului Central și Bursei de Valori București. Astfel, potrivit informațiilor examinate în presa de investigații ([www.curierulnational.ro](http://www.curierulnational.ro) "Povestea masacrului financiar de la Harinvest", articol datat în 3 februarie 2014), s-a constatat că firma de investiții Harinvest a fost

implicată într-un număr de 798 tranzacții de sell-out însumând 175 milioane lei. Caracterul frecvent al acestor tranzacții, care ar trebui să fie mai degrabă tranzacții excepționale cu rol de corecție în procesul post-tranzacționare, ar fi justificat un semnal de alarmă privind posibile expuneri la riscuri neacoperite prin cerințe de capital, în condițiile în care firma de investiții Harinvest nu era autorizată să tranzacționeze în nume propriu. Considerăm că o implicare proactivă a instituțiilor pieței ar fi fost oportună pentru gestionarea mai eficientă a riscului sistemic indus de o firmă de investiții asupra căreia planau riscuri semnificative în desfășurarea activităților operaționale.

Gestionarea riscului de insolvență presupune o monitorizare permanentă a încadrării entității în coridoare de siguranță financiară. În acest sens, administratorul de risc desemnat în cadrul unei firme de investiții ar trebui să fie preocupat de aplicarea unor teste de stres pentru evaluarea critică a capacității entității de a continua operațiunile într-un orizont previzibil de timp. În opinia noastră, aplicarea modelelor clasice de evaluare a riscului de insolvență/faliment poate constitui un instrument util în supravegherea prudentială. Pornind de la această ipoteză, au fost realizate teste de evaluare critică în cazul firmei de investiții Harinvest, pentru a determina în ce măsură existau semnale privind posibile incertitudini în asigurarea prezumției de continuitate a activității. Rezultatele testării noastre sunt redate în Tabelul 2.

**Tabel 2** – Valorile funcției scor pentru SSIF Harinvest

Modelul	Anul 2012	Anul 2011	Anul 2010	Atribut	Referențial contabil
Altman (V1)	3.964735	4.737280	9.874196	Zona sigură	RAS
Altman (V2)	2.672195	3.295843	6.864907	Grey zone	RAS
Altman (V3)	7.231252	8.588324	17.728044	Zona sigură	RAS
Conan & Holder	(0.161563)	0.229422	(0.189822)	Zona critică	IFRS

*Sursa: Proiecția autorului*

Pe baza rezultatelor obținute ca urmare a testărilor noastre, putem formula următoarele **constatări relevante**:

- Funcțiile Scor Z calculate după cele două modele reflectă o depreciere semnificativă a poziției financiare pentru firma de investiții Harinvest SA în anul 2012, comparativ cu perioadele precedente (2010-2011);
- Rezultatele testelor sunt contradictorii, după cum se prezintă în continuare: (i) modelul Altman aplicat pe informații financiare IFRS oferă o perspectivă mai solidă comparativă cu cea rezultată din testarea informațiilor financiare raportate conform cadrului aplicabil firmelor de investiții (Ordinul nr. 75/2005 aplicat în perioada 2010 – 2011, respectiv Regulamentul 4/2011 începând cu anul 2012). Explicația se referă la faptul că valoarea activelor și capitalurilor proprii este mai mare, ca urmare a prezentării la valoarea justă a plasamentelor de capital deținute de firma de investiții în acțiuni BVB. Plasarea în raport

cu rezultatul funcției scor (discriminantului Z) este în zona “sigură” sau în zona “cenușie”; (ii) modelul Conan & Holder conturează o perspectivă nefavorabilă, fiind considerat mai relevant decât modelul Altman, în condițiile unor tendințe de deterioare a poziției financiare verificată prin creșterea semnificativă a creștelor, coroborată cu diminuarea valorii elementelor trezorerie. Mai mult decât atât, modelul Conan & Holder se bazează pe informații financiare IFRS care redau o poziție financiară mai solidă în urma evaluării la valoarea justă a instrumentelor financiare (acțiuni BVB). Plasarea în raport cu rezultatul discriminantului Z (Funcția scor) este în zona “critică” (faliment);

- Modelele de testare a riscului de faliment pot fi utilizate de auditorii financiari în proiectarea procedurilor analitice de evaluare a gradului de adecvare a rezonabilității cu care conducerea unei firme de investiții justifică prezumția de continuitate a activității. Autorul consideră că aceste modele nu au fost avute în vedere cazul firmei de investiții Harinvest, din moment ce opiniile de audit emise în perioada 2011-2012 au fost fără rezerve (nemodificate).

O importantă sursă de furnizare a semnalelor privind riscul sistemic indus de firma Harinvest o constituie activitatea de tranzacționare pe piața produselor structurate. Aspectele care ar fi trebuit să rețină atenția în procesul de supraveghere vizează: (i) volumul ridicat de activitate, cota de piață și poziționarea în top trei firme de investiții care intermediu tranzacții cu produse structurate și (ii) lipsa capitalului inițial necesar pentru a asigura tranzacționarea în nume propriu, ceea ce reflectă faptul că tranzacțiile erau intermediare exclusiv în numele clienților. Tabelul 3 surprinde evoluția indicatorilor specifici în perioada septembrie 2011-noiembrie 2013.

**Tabel 3** – Indicatori de tranzacționare a firmei Harinvest pe piața produselor structurate

An	Luna	Valoare lunară (lei)	Valoare anuală (lei)	Top (luna/an)	Cota piață luna/an (%)	Variație anuală (%)
<b>2013</b>	11	17,753,542	<b>277,343,499</b>	2/2	29.71/26.78	<b>40.57</b>
	9	27,368,469	227,355,557	1/2	30.23/25.91	
	6	27,851,276	147,874,290	2/2	26.63/24.13	
	3	20,368,300	52,079,420	2/2	21.78/21.82	
<b>2012</b>	12	7,378,672	<b>197,295,060</b>	2/2	15.25/14.35	<b>123.84</b>
	9	14,110,065	146,970,863	2/2	14.01/13.74	
	6	22,394,645	89,653,632	2/3	19.17/11.80	
	3	15,540,830	34,335,013	3/3	11.16/9.76	
<b>2011</b>	12	<b>24,216,353</b>	<b>88,139,183</b>	2/2	27.76/10.05	<b>n.a.</b>
	9	<b>3,458,204</b>	4,413,954	6/16	3.26/0.89	

Sursa: Proiecția autorului



Un aspect esențial pentru abordarea circumstanțelor de piață care au favorizat o expunere irațională și nejustificată din partea firmei Harinvest, respectiv intrarea acesteia în stare de insolvență și faliment, îl constituie înțelegerea caracteristicilor tehnice și a mecanismelor de tranzacționare a produselor structurate pe piața BVB. Sub aceste aspecte, arătăm că produsele structurate sunt similare instrumentelor financiare tranzacționate pe piața spot, au la bază un activ suport (în cazul analizat fiind vorba despre indici bursieri) și comportă un efect de levier. Acest efect amplifică variațiile în portofoliu, fără să existe un necesar de marjă de acoperit dar cu posibilitatea închiderii forțate a pozițiilor de către Bursa de Valori București. Aceste produse financiare sunt potrivite cu prioritate speculatorilor, care pot beneficia atât de creșterile (Turbo Long) cât și de scăderile (Turbo Short) pieței.

Firma de investiții Harinvest era autorizată de către A.S.F. să tranzacționeze exclusiv în numele clienților, dispunând de un capital inițial mai mic de 730,000 Eur. Activitatea de tranzacționare a produselor structurate (certIFICATE Turbo) a început în luna septembrie 2011 de la o cotă de piață de 3,26% (anualizat 10,05%). În perioada 2012 și 2013 (noiembrie) volumele anuale de tranzacționare s-a amplificat semnificativ (+123,84% în 2012/2011, respectiv +40,57% în 2013/2012), firma de investiții ajungând la o cotă de piață anualizată de 26,78% (noiembrie 2013), maximul cotei de piață fiind înregistrat în luna octombrie 2013 (32,76%). În anul 2013 cota medie de piață a fost de 25%, firma de investiții Harinvest disputând în fiecare lună (perioada iunie 2012 – noiembrie 2013) locul 1 sau 2 cu firma de investiții SSIF Broker (market maker pe indicele bursier DJIA) și BCR (market maker pe indicele bursier DAX-30). Prin comparație, firma de investiții BT Capital Partners care deține în prezent cea mai solidă cotă de piață agregată pe piața BVB nu a depășit cota de piață de doar 6% pe produse structurate, ceea ce reflectă o abordare prudentă, prin contrast cu situația întâlnită în cazul firmei de investiții Harinvest.

Evaluarea impactului financiar asociat falimentului firmei de investiții Harinvest constituie partea finală a demersurilor noastre de cercetare, fiind realizată în scopul de a surprinde pe de o parte, consecințele generale asupra pieței de capital din România iar pe de altă parte, pierderile suportate de investitori și nerecuperate decât în limita plafonului de compensare. Prin raportare la cuantumul total al sancțiunilor financiare administrate de A.S.F./C.N.V.M. în perioada 2005-2015, s-a observat pierderile estimate în conturile investitorilor sunt de peste 3 ori mai mari. Mai mult decât atât, ca urmare a plăților de compensare suportate de F.C.I. au fost utilizate peste o treime din activele fondului la data raportării 31.12.2014. Toate aceste constatări alimentează convingerea noastră potrivit căreia este mult mai puțin costisitor să fie monitorizat riscul sistemic și să se prevină intrarea în faliment a unei firme de investiții, decât să fie sancționate persoane considerate responsabile și să fie plătite despăgubiri investitorilor. Consecințele falimentului Harinvest sunt redată cifric în Tabelul 4.

**Tabel 4** – Consecințe ale falimentului SSIF Harinvest

Entitatea	Constatare	Valoare (Eur)
A.S.F.	Sanctiuni administrate pentru SSIF Harinvest (Eur)	140,000
A.S.F.	Sanctiuni administrate pentru Banca Comercială Română – market maker pe piața produselor structurate (Eur)	0
A.S.F.	Sanctiuni administrate pentru SSIF Broker – market maker pe piața produselor structurate (Eur)	1,600
A.S.F.	Sanctiuni administrate pentru Depozitarul Central S.A. (Eur)	2,250
Harinvest	Pierderi estimate în valoarea activelor investitorilor (Eur), la 06 Ianuarie 2014 (72 investitori)	3,500,000
A.S.F.	Sanctiuni administrate pentru toate Firmele de Investiții în perioada 2005-2015 * (primul semestru) - (Eur)	1,050,000
F.C.I.	Pierdere estimată în active ca rezultat al plăților compensatorii (Eur), raportată la total active (4,477,000 Eur) la 31 Decembrie 2014	(-) 30%

*Sursa: Proiecția autorului*

#### 4. CONCLUZII

Pe baza rezultatelor obținute în urma cercetărilor noastre, considerăm că investitorii retail trebuie să analizeze cu atenție aspecte referitoare la solvabilitatea, reputația și integritatea firmelor de investiții, înainte de angajarea într-o relație de afaceri cu aceste entități din industria de intermediere financiară. Plasarea fondurilor în firme de investiții distincte, prin raportare la plafonul de compensare (20.000 Eur) poate fi o soluție eficientă de diminuare a riscului de fraudă.

Structurile de guvernare corporativă (în special funcțiile de audit și conformitate) din cadrul firmelor de investiții din România trebuie consolidate pe principiul “conținutul primează forme”. Din această perspectivă, abordarea misiunilor de audit intern și statutar ar trebui fundamentată pe o analiză riguroasă a riscurilor financiare și operaționale care pot avea un impact semnificativ asupra raportării financiare sau continuității activității.

Instituțiile pieței, în special A.S.F., B.V.B. și Depozitarul Central, trebuie să regândească strategia de supraveghere prudențială, cel puțin pornind de la următoarele argumente: (i) prevenirea practicilor frauduloase este mai puțin costisitoare decât “reconstrucția” încrederii; (ii) firmele de investiții oneste nu ar trebui să poarte povara unei singure entități care a amplificat riscul sistemic.

**Bibliografie:**

- [1] David Sherman, David Young, Harris Collingwood, “*Profits You Can Trust. Spotting and Surviving Accounting Landmines*”, Pearson Education, Financial Times Prentice Hall, 2003, p. 2;
- [2] Lutgart Van den Berghe, „*Corporate Governance in a Globalising World: Convergence or Divergence? A European Perspective*”, Kluwer Academic Publishers, 2002, p. 162;
- [3] John Taylor, “*Forensic Accounting*”, Pearson Education, Financial Times Prentice Hall, 2011, p. 8;
- [4] Solomon Jill, Solomon Aris, „*Corporate Governance and Accountability*”, John Wiley&Sons Ltd., 2004, p. 6;
- [5] Marcel Ghiță, „*Guvernanța corporativă*”, Editura Economică București, 2008, pp. 26-31;
- [6] Ana Morariu, ș.a., „*Audit intern și guvernanță corporativă*”, Editura Universitară București, 2008, p. 180;
- [7] Voicu Dan Dragomir, „*Guvernanță corporativă și sustenabilitate în Uniunea Europeană*”, Editura Economică București, 2010, p. 88;
- [8] Calder Alan, „*Corporate Governance. A Practical Guide to the Legal Frameworks and International Codes of Practice*”, MPG Books Ltd., Bodmin, Cornwall, 2008, p. 1;
- [9] Sanjay Anand, „*Essentials of Corporate Governance*”, John Wiley & Sons Inc, Hoboken, New Jersey, 2008, p. 104;
- [10] Zabihollah Rezaee, „*Corporate Governance Role in Financial Reporting*”, Elsevier Ltd., 2004, p. 141.

## THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE FAILURE FOR INVESTMENT FIRMS –HARINVEST CASE

Ioan Ovidiu SPĂTĂCEAN<sup>†</sup>

**Abstract:** *We based our research on the premise that, in efficient capital markets, investors are protected against fraudulent and abusive practices that, unfortunately, may occur in relation with investment firms. The bankruptcy of Harinvest investment firm, triggered in 2013, has shook investors' confidence in the integrity of the Romanian capital market mechanisms, generating profound negative effects that have spread to the entire community of intermediaries. A first lesson to be learned from this sad event was that prevention is far less costly than sanctioning, in the context of significant financial prejudices that investors in good faith eventually had to bear. From this perspective, it is necessary to consolidate on a proactive basis the governance structures within investment firms, including the prudential supervision mechanisms managed by the Romanian capital market institutions and authority. The paper aims to identify the main causes and circumstances that have initiated and favored the bankruptcy of Harinvest investment firm, to address possible signals that could have been taken into account in connection with the risk of insolvency and to assess the financial consequences for the Romanian capital market, in general and for investors in particular.*

**Keywords:** *investment firm, corporate governance, insolvency risk, investor compensation scheme, prudent supervision*

**JEL Classification:** M42, M48

© 2017 Published by STUDIA UNIVERSITATIS PETRU MAIOR, SERIES OECONOMICA, issued on behalf of “PETRU MAIOR” University from Tîrgu Mureş, România

---

<sup>†</sup> *Corresponding author: Spătăcean Ioan Ovidiu, 0727 868 528  
e-mail: ovidiu.spatacean@ea.upm.ro*

## 1. INTRODUCTION

Sherman, Young and Collingwood (2003) showed that, according to ideology, the capital market is a perfect democracy in which barriers to wealth, education and social belonging are erased by information that is presumed to be reliable and equally accessible all participants. This paradigm is formulated in the context that no other market could be so transparent, no other financial reporting system could be so rigorous and carefully pursued by "watchdogs" that "sniff" any trace of deception or exaggeration of benefits as a result of creative accounting practices in terms of financial performance reporting [1]. Most participants encourage the European Union to partially harmonize corporate governance structures to strengthen the attractiveness of capital markets [2]. In fact, the modern world of corporate reporting encourages appropriate disclosure and transparency as it embraces the principles underpinning social responsibility. Moral and ethical behavior adopted by employees, managers and administrators is essential to good governance practices [3], since routine checks and balances designed in the governance architecture only serve to identify unethical activities and not to heal them [4]. Therefore, due to ignoring the relevant principles of corporate governance, a series of financial scandals broke out over the recent decades in response to governance failures. Some authors such as Ghiță M. (2008) [5] and Morariu A. (2008) [6] marked the native specialty literature, addressing this subject by referring to famous cases such as: Barings (1995), Enron (2001), WorldCom (2002), Xerox (2002), or Parmalat (2004). These governance failures constitute exceptions to the rule that the provision of complete and reliable information about securities and their issuers creates the premises to ensure investor protection [7]. Corporate failures, with primary deficiencies in internal control, are a feature of the business cycle and are not unusual for entities that have diverted shareholders' [8] and other stakeholders' funds. It comes naturally that unreliable financial reporting is the result of poor management, ineffective board, or severe vulnerabilities in accounting and/or internal control systems [9]. These developments have encouraged auditors to pay increased attention to the detection and prevention of fraudulent reporting [10]. The paper aims to shift the issue of corporate governance failures in the case of investment firms as the main participants in the financial intermediation process. The case study is focused on Harinvest investment firm, which went into insolvency at the end of 2013, after which bankruptcy was triggered. The key issues that have highlighted our attention are the analysis of the circumstances that favored this governance failure, the identification of possible early warning signals and the analysis of the consequences for the Romanian financial intermediation industry.

## 2. DEFINING THE RESEARCH PROBLEM

The research approaches took into account a number of **premises** regarding the role and importance of the investment firms in the process of intermediating transactions with financial instruments on the Romanian capital market:

- Investors should consider some relevant issues, before engaging in a contractual relationship with an investment firm, such as: general reputation and perception of other financial analysts/investors; market share development; disclosure document for rendering financial investment services; past sanctions administered by Financial Supervisory Authority (F.S.A.), in particular those relating to possible fraudulent practices; the reputation of the statutory auditor and other persons in charge of governance; the investment compensation threshold assured by the Investor Compensation Fund (I.C.F), the professionalism of the relevant persons involved in the trading activity; internal working procedures in relation to clients (avoiding conflicts of interest, taking over and executing trading instructions, solving petitions, etc.); compliance with transparency and disclosure requirements; or financial soundness in terms of capital adequacy and solvency;
- Investors should be protected against abusive and fraudulent practices that could affect the integrity of their financial assets. For this purpose, the following are considered to be stakeholders for governance purposes: management and governance committees (audit, remuneration, risk), risk and compliance officers, auditors (statutory and internal), supervisory and regulatory authority (F.S.A.), market operator (Bucharest Stock Exchange), the Central Depository and the Investor Compensation Fund;
- Investment firms are extremely vulnerable to "negative news" about fraudulent practices that can seriously damage investors' confidence in capital market mechanisms;
- In terms of "investor confidence in the capital market" it is much more efficient / far less costly to prevent fraudulent practices than to administer sanctions.

### 3. RESEARCH OBJECTIVES AND METHODOLOGY

The purpose of this investigation was to identify relevant causes or circumstances that could highlight major weaknesses in implementing good governance within investment firms, having an impact on ensuring business continuity. The relevant **objectives** for research are as follows:

- Identification of relevant causes that may generate or increase the insolvency or bankruptcy risk in the case of investment firms;
- Identification of signals that may indicate the risk of insolvency or bankruptcy as a result of fraudulent practices. Examples of such signals may be: atypical behaviors in the trading activity, unusual correlations in the annual financial statements or unsatisfactory values of the score function used in bankruptcy risk testing;
- Providing recommendations for: (i) improving the proactive management of insolvency or bankruptcy risk for investment firms; (ii) the rational selection of an investment firm by a retail investor.

In achieving the research objectives, the author used a **research methodology** based on:

- Qualitative assessments related to the factors that could trigger financial difficulties likely to favor the entry of an investment firm into insolvency or bankruptcy by using a SWOT matrix.
- Revision of insolvency or bankruptcy provisions for investment firms. The main issues that have drawn attention are:
  - (a) Investment firms are required to maintain at all times an adequate segregation of their own funds from client assets, ensuring at any time the integrity of the latter. In such circumstances, even in the event of emerging significant uncertainty in ensuring the continuity of an investment firm's business, client assets retained in the custody of that entity, should not be threatened regarding their existence as a whole in the clients' investment accounts;
  - (b) Investment firms are required to promptly place their clients' assets in credit institutions authorized by the National Bank of Romania (N.B.R.) in accordance with European law. Even under these circumstances, investment firms are classified as institutional investors, exempt from clearing, which leads to a rigorous analysis on which to base the selection process of a credit institution where the clients'/investors' funds should be placed/deposited;
  - (c) In the event of bankruptcy, the creditors of an investment firms can not issue claims against client assets, without exception. Consequently, client assets should be registered in their integrity on behalf of the investment firm's bank accounts, subject to strict compliance with the principle of fund segregation, even in the event of bankruptcy;
  - (d) In the event of the investment firm's inability to repay the client assets, the Investor Compensation Fund shall provide compensation in the amount of EUR 20,000 / eligible for compensation investor.
- Revision of the IFRS annual financial statements prepared by the investment firm that was the subject of the case study (Harinvest SA) during 2010-2012, as well as the examination of the 2010-2012 financial information available on the official website of the Ministry of Public Finance, including the audit reports;
- Bankruptcy risk testing for investment firm Harinvest SA, using the classic Altman and Conan & Holder models, based on financial information observed during 2010-2012;
- Revision of public information regarding: (i) market circumstances / conditions that have favored insolvency and bankruptcy, further on; (ii) sanctioning orders administered by F.S.A. in the case of Harinvest SA; (iii) the estimated loss to investors and the procedural actions to compensate them.

#### 4. EMPIRICAL RESEARCH FINDINGS

A first research effort aimed at identifying risk factors capable of generating financial difficulties that could raise significant uncertainties in ensuring the operational continuity of an investment firm. The main results of the investigations made possible the development of a SWOT matrix presented in Table 1.

**Table 1** – SWOT matrix analysis of insolvency/bankruptcy risk factors for investment firms

<p><b><u>Strengths</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- F.S.A. regulated and supervised entity status (public interest);</li> <li>- The existence of an effective governance framework (internal regulations and procedures);</li> <li>- The existence of governance structures with responsibilities in ensuring the integrity of financial reporting and internal control;</li> <li>- Ensure a transparent disclosure regime;</li> <li>- The professional quality and expertise of the human resource involved in rendering financial investment services.</li> </ul>	<p><b><u>Weaknesses</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Inherent business risks (low liquidity on the capital market, high regulatory requirements and lack of compliance, dependence on few customers, customer migration risks, operational risks associated with fraudulent practices or information systems management, other significant uncertainties in business continuity);</li> <li>- Lack of adequate internal regulations and procedures as a response to the requirements of the applicable regulatory framework;</li> <li>- Control risk (inappropriate application of internal regulations and procedures, lack of proactive approach);</li> <li>- Insufficient monitoring of the effectiveness of relevant internal controls, risks or operational procedures;</li> <li>- Risks of non-compliance in financial reporting, including non-detection of significant misstatements in financial statements;</li> <li>- Lack of effective back-up systems for relevant key staff;</li> <li>- Deficiencies in ensuring effective monitoring of market risk exposure by institutions and the authority of the capital market.</li> </ul>
<p><b><u>Opportunities</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Strengthening the effectiveness of the environment and relevant governance structures;</li> <li>- Development of business segments (investment banking, access to foreign markets, capital structure consultancy);</li> <li>- Developing competitive advantages (personnel, systems and know-how) useful in mergers and acquisitions.</li> </ul>	<p><b><u>Threats</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Inability to maintain the trading license;</li> <li>- Reduction in portfolio of clients;</li> <li>- Decrease in the value of managed portfolios;</li> <li>- Diminishing of market share;</li> <li>- Deterioration of financial performance;</li> <li>- Difficulties in obtaining external financing (shareholders);</li> <li>- Restrict the authorized object of activity in terms of categories of financial services rendered;</li> <li>- Difficulties in negotiating possible takeovers.</li> </ul>

Source: Author's projection



In case of Harinvest investment firm, we found at least four significant vulnerabilities that contributed to insolvency and bankruptcy:

- (1) The operational inefficiency of internal controls, as demonstrated by the sanctions administered by F.S.A. as a result of the controls carried out in 2012 (Ordinances 19-22 of 31.01.2012, which imposed sanctions with a fine amounting to 4,000 lei, including for operations classified as fraudulent practices by using the assets of other clients in trading settlement process); and 2009 (Ordinances 107-108 of 23.02.2009, respectively 259-260 of 08.05.2009, which imposed sanctions with a fine amounting to 11,000 lei);
- (2) Impairment the credibility of financial information on the basis of alleged misstatements in the annual financial statements, even though a clean opinion was expressed in the independent auditor's report. Thus, according to the statement of financial position reported on 31.12.2012 according to IFRS:
  - we determined that the value of current debts to investors, representing advanced funds for trading purposes, was 127,017 lei while cash and cash equivalents amounted to only 126,508 lei, resulting in a deficit in ensuring the integrity of funds belonging to clients. This imbalance indicates a severe violation of the segregation rules of client funds in relation to those of the investment firm;
  - we observed commercial debts and other debts in an aggregate amount of 204,949 (higher by 31% in comparison with the previous period), trade receivables increased by 278%, as well as equity decreased by 23%. These developments would have called for a serious alarm regarding the business continuity, in the context of before mentioned imbalance in money funds;
  - we observed the recognition of a deferred income tax liability in a negative amount (-) 161,859 lei, which is a controversial accounting treatment, given that IAS 12 would have required the recognition of an asset (receivable) if the conditions to justify its existence have been met;
  - we identified a period result of 108,808 lei, which is not consistent with the profit of the period reported in the statement of comprehensive income at the same reporting date, in the amount of 114,535 lei.
- (3) Deficiencies in ensuring the physical security of the clients' money funds. Thus, from the analysis of the financial information presented on the official website of the Ministry of Public Finance, for the Harinvest investment firm on 31.12.2012, it was found that out of the total amount of the funds (126,508 lei), the amount of 45,750 lei (36%) was kept in form of cash. This practice is severely disagreeable with the rule of protecting cash funds belonging to clients by promptly placing them (at the latest on the day following the receipt) at a credit institution authorized by the N.B.R.
- (4) The lack of an effective monitoring of the trading activity carried out by the investment firm Harinvest on the structured products market by the Central Depository and the Bucharest Stock Exchange. Thus, according to the information examined in the investigative press ([www.curierulnational.ro](http://www.curierulnational.ro) "The story of the Harinvest financial massacre" article dated February 3, 2014), it was found that Harinvest's investment firm was involved in a number of 798 sell-out transactions amounting to 175 million lei. The frequent nature of these transactions, which should rather be exceptional transactions with a corrective role in the post-trading process, would justify an alarm signal on

possible risks exposures not covered by capital requirements, given that the investment firm Harinvest was not authorized to trade on house. We believe that a proactive involvement of market institutions would have been appropriate for more effective systemic risk management by an investment firm upon which posed significant risks in operating activities.

Managing insolvency risk involves ongoing monitoring of the entity's classification in financial security corridors. From this perspective, the risk manager designated within an investment firm should be concerned with applying stress tests to critically assess the entity's ability to continue operations within a foreseeable time horizon. In our opinion, the application of classical models of insolvency / bankruptcy risk assessment can be a useful tool in prudential supervision. Based on this hypothesis, critical evaluation tests were carried out for Harinvest investment firm to determine to what extent there were signals of possible uncertainties in assuring the presumption of business continuity of activity. The results of our test are described in Table 2.

**Table 2** – Score function values for Harinvest Investment Firm

Model	Year 2012	Year 2011	Year 2010	Attribute	Accounting framework
Altman (V1)	3.964735	4.737280	9.874196	Safe zone	RAS
Altman (V2)	2.672195	3.295843	6.864907	Grey zone	RAS
Altman (V3)	7.231252	8.588324	17.728044	Safe zone	RAS
Conan & Holder	(0.161563)	0.229422	(0.189822)	Critical zone	IFRS

*Source: Author's projection*

Based on the results obtained from our tests, we can elaborate the following **relevant findings**:

- The Z Score calculations performed according to the two models reflect a significant depreciation in the financial position of the investment firm Harinvest SA in 2012 compared to the previous periods (2010-2011);
- The results of the tests are contradictory, as described below: (i) Altman model applied on IFRS financial information provides a more robust view compared to the outcome of testing the financial information reported under the applicable investment firm framework (Order no. 75/2005 in force for period 2010 – 2011, and Rule no. 4/2011 in force beginning from year 2012). The explanation relates to the fact that the value of the assets and equity is higher, as a result of the fair value presentation associated with the capital investments held by the investment firm in BVB shares. The placement according to the result of the score function (the Z discriminant) is in the “safe” area or in the “gray” area; (ii) the Conan & Holder outlines an unfavorable outlook, being considered more relevant than the Altman model, given the downward trend in the financial position

as evidenced by the significant increase in receivables in conjunction with the decrease in treasury. Moreover, the Conan & Holder model is based on IFRS financial information that provides a more solid financial position as a result of the fair value measurement of financial instruments (BVB shares). Placement in relation to the result of the Z discriminant is in the “critical” area (bankruptcy);

- Bankruptcy risk testing models can be used by financial auditors in designing analytical procedures to assess the reasonableness of the degree to which the management of an investment firm justifies the presumption of business continuity. The author believes that these models were not taken into consideration by the Harinvest investment firm’s financial auditor, since the audit opinions issued during 2011-2012 were unqualified (unmodified).

An important source of providing signals regarding the systemic risk induced by Harinvest relates to the trading activity on the structured products market. The issues that should have been taken into account in the supervision process regard: (i) the high volume of activity, the market share and the positioning in the top three investment firms that conducted structured products transactions, and (ii) the lack of initial capital needed to ensure house trading, which reflects the fact that the transactions were exclusively executed on behalf of clients. Table 3 captures the evolution of specific indicators between September 2011 and November 2013.

**Table 3** – Trading indicators of Harinvest Investment Firm on structured product market

Year	Month	Monthly value (lei)	Annual value (lei)	Top (month/year)	Market share month/year (%)	Annual variation (%)
<b>2013</b>	11	17,753,542	<b>277,343,499</b>	2/2	29.71/26.78	<b>40.57</b>
	9	27,368,469	227,355,557	1/2	30.23/25.91	
	6	27,851,276	147,874,290	2/2	26.63/24.13	
	3	20,368,300	52,079,420	2/2	21.78/21.82	
<b>2012</b>	12	7,378,672	<b>197,295,060</b>	2/2	15.25/14.35	<b>123.84</b>
	9	14,110,065	146,970,863	2/2	14.01/13.74	
	6	22,394,645	89,653,632	2/3	19.17/11.80	
	3	15,540,830	34,335,013	3/3	11.16/9.76	
<b>2011</b>	12	<b>24,216,353</b>	<b>88,139,183</b>	2/2	27.76/10.05	<b>n.a.</b>
	9	<b>3,458,204</b>	4,413,954	6/16	3.26/0.89	

Source: Author’s projection

An essential aspect of addressing market circumstances that favored an irrational and unjustified exposure by Harinvest, as well as its entry into insolvency and bankruptcy, is the understanding of the technical characteristics and trading mechanisms of structured products traded on the BSE market. Under these aspects, we show that structured products are similar to financial instruments traded on the spot market, are based on an underlying asset (in this case stock indices) and have a leverage effect. This effect amplifies the variations in the portfolio, without the need for additional margin to cover, but with the possibility of forced position closing by the Bucharest Stock Exchange. These financial products are suitable for top priority speculators, which can benefit both from the increase (Turbo Long) and the decrease (Turbo Short) in market prices.

Harinvest investment firm was authorized by F.S.A. to trade exclusively on behalf of clients, due to restrictions applied for an initial capital of less than € 730,000. Trading activity of structured products (Turbo certificates) started in September 2011 from a market share of 3.26% (annualized 10.05%). Between 2012 and 2013 (November), annual trading volumes significantly increased (+ 123.84% in 2012/2011, and + 40.57% in 2013/2012), the investment firm reaching an annualized market share of 26.78% (November 2013), while the maximum market share was recorded in October 2013 (32.76%). In 2013, the average market share was 25%, as Harinvest was competing each month (June 2012 - November 2013) the 1st or 2nd place against SSIF Broker (market maker on the DJIA stock index) and BCR (market maker on the DAX-30 stock index). By comparison, BT Capital Partners which currently holds the strongest market share on the BSE market, did not exceed the market share of only 6% on structured products, reflecting a cautious approach, in contrast to the situation in the case of Harinvest.

The assessment of the financial impact associated with the bankruptcy of the Harinvest investment firm is the final part of our research efforts, being carried out in order to capture, on the one hand, the general consequences upon the Romanian capital market and, on the other hand, the losses incurred by the investors and not recovered but within the compensation threshold. By reference to the total amount of financial sanctions administered by F.S.A./N.S.C. over the period 2005-2015, the estimated losses in the accounts of the investors are more than 3 times higher. Moreover, as a result of the compensation payments incurred by I.C.F. more than one third of the Fund's assets were used at reporting date 31.12.2014. All of these findings fuel our conviction that it is far less costly to monitor systemic risk and prevent an investment firm from entering into a bankruptcy than to punish persons held responsible and to compensate investors. The consequences of Harinvest bankruptcy are shown in Table 4.

**Table 4** – Harinvest Investment Firm’s bankruptcy consequences

<b>Entity</b>	<b>Finding</b>	<b>Value (Eur)</b>
F.S.A.	Sanctions administered for Harinvest Investment Firm (Eur)	140,000
F.S.A.	Sanctions administered for Romanian Commercial Bank (RCB) – market maker on structured product market (Eur)	0
F.S.A.	Sanctions administered for Broker Investment Firm – market maker on structured product market (Eur)	1,600
F.S.A.	Sanctions administered for Central Depository (Eur)	2,250
Harinvest	Estimated losses in investors’ asset value (Eur), at 06 January 2014 (72 investors)	3,500,000
F.S.A.	Sanctions administered for all Investment Firms over the period 2005-2015* (first semester) - (Eur)	1,050,000
I.C.F.	Estimated loss in assets as result of compensation payments (Eur), as percentage of total assets (4,477,000 Eur) at 31 December 2014	(-) 30%

*Source: Author’s projection*

## 5. CONCLUSIONS

Based on the results obtained from our research, we consider that retail investors need to carefully consider issues related to the solvency, reputation and integrity of investment firms before engaging in a business relationship with these entities in the financial intermediation industry. Placing funds in distinct investment firms, in relation with the compensation threshold (€ 20,000), can be an effective solution to mitigate the fraud risk.

Corporate governance structures (in particular audit and compliance functions) within Romanian investment firms need to be consolidated on the principle of "content over form". From this perspective, the approach of internal and statutory audits should be based on a rigorous analysis of financial and operational risks that may have a significant impact on financial reporting or business continuity.

Market institutions, in particular F.S.A., B.S.E. and the Central Depository must rethink the prudential supervision strategy, at least based on the following arguments: (i) preventing fraudulent practices is less costly than rebuilding trust; (ii) honest investment firms should not bear the burden of a single entity that has increased systemic risk.

**Bibliography:**

- [1] David Sherman, David Young, Harris Collingwood, “*Profits You Can Trust. Spotting and Surviving Accounting Landmines*”, Pearson Education, Financial Times Prentice Hall, 2003, p. 2;
- [2] Lutgart Van den Berghe, „*Corporate Governance in a Globalising World: Convergence or Divergence? A European Perspective*”, Kluwer Academic Publishers, 2002, p. 162;
- [3] John Taylor, “*Forensic Accounting*”, Pearson Education, Financial Times Prentice Hall, 2011, p. 8;
- [4] Solomon Jill, Solomon Aris, „*Corporate Governance and Accountability*”, John Wiley&Sons Ltd., 2004, p. 6;
- [5] Marcel Ghiță, „*Corporate governance*”, Bucharest Economica Publishing House, 2008, pp. 26-31;
- [6] Ana Morariu, et. all, „*Internal audit and corporate governance*”, Bucharest University Publishing House, 2008, p. 180;
- [7] Voicu Dan Dragomir, „*Corporate governance and sustainability in European Union*”, Bucharest Economica Publishing House, 2010, p. 88;
- [8] Calder Alan, „*Corporate Governance. A Practical Guide to the Legal Frameworks and International Codes of Practice*”, MPG Books Ltd., Bodmin, Cornwall, 2008, p. 1;
- [9] Sanjay Anand, „*Essentials of Corporate Governance*”, John Wiley & Sons Inc, Hoboken, New Jersey, 2008, p. 104;
- [10] Zabihollah Rezaee, „*Corporate Governance Role in Financial Reporting*”, Elsevier Ltd., 2004, p. 141.