

## Analiza impactului OUG 38/2025

România, Cehia, Slovacia, Malta, 10 septembrie 2025

### Rezumat

Fondurile ALPHA QUEST solicită Guvernului României, în special Autorității Naționale pentru Restituirea Proprietăților (ANRP) și Ministerului Finanțelor, să stabilească o metodologie clară de aplicare a Ordonanței de Urgență nr. 38/2025 privind restituirea proprietăților confiscate în perioada regimului comunist. Fondul face apel pentru o **confirmare fără echivoc că ordonanța nu va produce efecte retroactive asupra tranzacțiilor deja finalizate cu instrumentele garantate de stat și că nu va conduce la măsuri echivalente cu exproprierea.**

Ordonanța de Urgență nr. 38/2025 (supusă dezbaterii publice pentru mai puțin de 48 de ore) modifică fundamental normele procesului de restituire din România, la mai bine de 12 ani de la inițierea acestuia. Deși **scopul principal al Ordonanței pare a fi limitarea valorii cererilor viitoare** (care nu fac parte din demersul nostru), **aceasta modifică și termenii unor tranzacții private deja încheiate.** În consecință, se înregistrează multiple încălcări ale jurisprudenței Curții Europene a Drepturilor Omului, care subminează afirmația statului că oferă despăgubiri juste beneficiarilor îndreptățiți:

- În primul rând, extinderea perioadei de plată de la 5 la 7 ani;
- În al doilea rând, prin privarea viitorilor cumpărători de 85% din punctele tranzacționate a fost, de facto, desființată piața secundară, care, timp de peste un deceniu, a generat comisioane de transfer și taxe și a oferit alternative; mai mult, **mecanismul de plafonare poate fi aplicat retroactiv pentru tranzacții deja încheiate, în lipsa unor Norme clare;**
- În final, odată eliminată piața liberă, statul devine singurul cumpărător, oferind doar 0,4 lei pentru un punct – cu aproximativ 50% sub media pieței din ultimii ani.

Având în vedere poziția Fondului drept cel mai relevant (40% cotă de piață) și cel mai transparent (emitent de instrumente listate, auditat și reglementat în UE) investitor pe piața punctelor de despăgubire, **prezentăm o scurtă analiză** care evidențiază raportul negativ risc–beneficiu rezultat din modificarea pieței secundare existente și **subliniem necesitatea unei dezbateri aprofundate asupra implicațiilor reputaționale și juridice internaționale pe care aceasta le va aduce.**

Pe scurt, vom arăta că:

1. **Piața secundară a adus beneficii financiare** statului, permițând totodată **transferul liber al proprietății pentru persoanele îndreptățite, care așteptau deja de mult timp restituirea.**
-

În calitate de lider al acestei piețe, Alpha Quest a realizat tranzacții transparente, cu instrumente listate care au oferit un reper pentru prețurile corecte. În schimb, transparența a condus la prețuri mai mari pentru persoanele îndreptățite (0,62 lei per punct este prețul nostru mediu de achiziție), generând randamente similare titlurilor de stat. Limitarea retroactivă a unor astfel de randamente este atât nedemocratică, dar și nocivă pentru integritatea piețelor de capital.

**Menționăm că instrumente similare au fost emise și de Wood&Company Financial Services – una dintre cele mai importante bănci de investiții<sup>1</sup> din Europa Centrală și de Est, permițând numeroșilor investitori să aloce capital în România.**

2. Chiar și prin exproprierea unor creanțe deja emise de stat și tranzacționate liber (și/sau prin modificarea termenilor unui contract civil existent), **impactul este, în medie, de doar 8–9 milioane de euro pe an.**

Dincolo de avalanșa de dosare în instanță care va urma și de riscurile plății unor penalizări, această măsură de modificare unilaterală a termenilor de plată și de reducere a sumelor datorate este cu mult depășită de riscurile ca **statul român să fie evaluat de agențiile de rating ca aflându-se în incapacitate de plată selectivă și pune în pericol, în mod inutil, eforturile de aderare la OCDE.**

3. Efectul de tip „**tratamentul este mai rău decât boala**”. Numai pentru anul 2025, deficitul de finanțare al României depășește 230 de miliarde de lei. **O creștere de doar 0,1% a costului de finanțare**, generată de un astfel de precedent de expropriere și de deteriorarea severă a nivelului de predictibilitate, **ar anula complet întregul „beneficiu” al celor 7 ani de anulare retroactivă a plăților datorate.**

Textul actual al Ordonanței este ambiguu, creând incertitudine cu privire la posibilitatea ca active dobândite deja în mod legal, a căror plată a fost amânată prin trei Ordonanțe succesive în ultimii ani, să poată fi transferate, în totalitate sau parțial, din proprietate privată în proprietate publică. În fapt, **statul ar putea ajunge să își anuleze propriile datorii.**

De asemenea, Ordonanța nu definește în mod clar și cu un grad rezonabil de certitudine, prin normele de aplicare și instrucțiunile ANRP, modul în care vor fi emise pe viitor titlurile de plată. Aceasta lasă o incertitudine nejustificată cu privire la posibilitatea ca prevederile să fie aplicate retroactiv, încălcând principiile securității juridice și ale așteptărilor legitime, protejate atât de articolul 44 din Constituția României, cât și de articolul 1 al Protocolului nr. 1 la Convenția Europeană a Drepturilor Omului.

---

<sup>1</sup> O scurtă listă a instrumentelor identificate: ISIN: SK4000018206; ISIN: CZ0000001375; ISIN: CZ0000305263; ISIN: CZ0000000856; ISIN: CZ0000302765

---

## Dezvoltarea argumentelor

**1. O piață destinată investitorilor a permis tranzacționarea liberă și investiții străine directe**

Sistemul punctelor de despăgubire din România a fost instituit de stat pentru a compensa foștii proprietari ale căror imobile au fost confiscate în perioada regimului comunist, punctele reprezentând creanțe garantate de stat, rconvertibile în numerar într-o perioadă determinată.

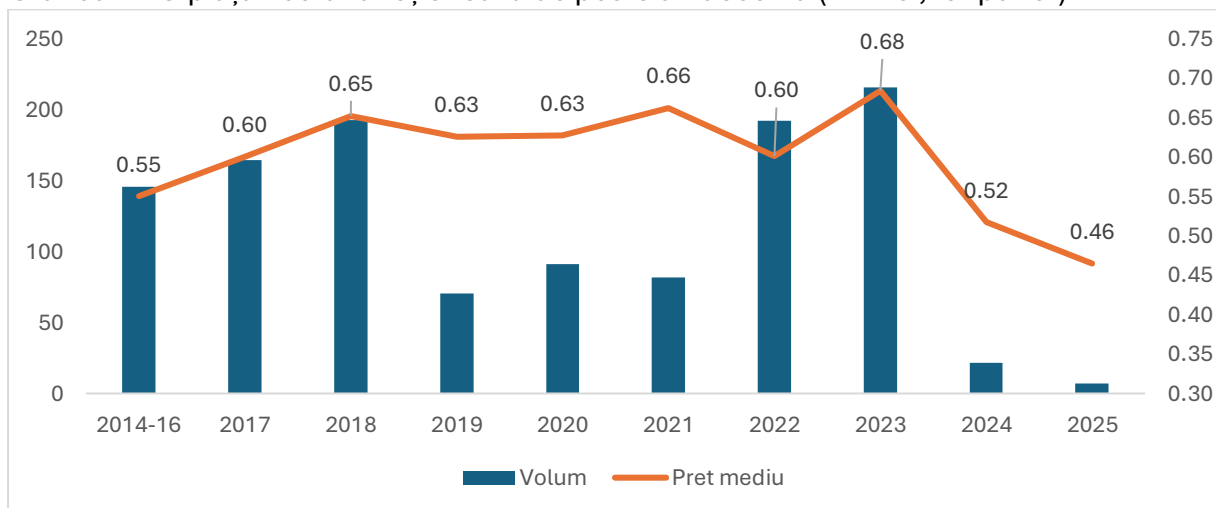
Deciziile de Compensare reprezintă titluri de creanță (achitabile în cinci rate anuale egale) alocate de către ANRP, iar valoarea acestora este determinată prin art. 21, alin. (6) din lege, care prevede că un Punct are valoarea de 1 leu. Punctele au fost definite clar ca o creanță împotriva statului român, protejată de art. 44 din Constituție.

Pe parcursul a peste un deceniu, Guvernul României a emis puncte de despăgubire și a încurajat<sup>2</sup> existența unei piețe secundare pentru acestea.

Textul legii și Normele de aplicare<sup>3</sup> (art. 20 alin. (1) și (2)) au permis explicit proprietarilor de drept să își vândă creanțele către investitori atunci când aveau nevoie de lichidități, în timp ce investitorii și-au asumat riscul plății întârziate din partea statului. Această piață a adus atât sprijin financiar pentru solicitanți, cât și o infuzie de capital în economia României.

Alpha Quest s-a impus drept un investitor de referință pe piața punctelor de despăgubire, iar portofoliul său de puncte a fost constituit prin achiziții transparente<sup>4</sup>, pe termen lung.

Graficul 1: O piață liberă funcționează de peste un deceniu (mil. lei; lei/punct)



Sursa: AQ research, aqbond.com

<sup>2</sup> <https://www.bursa.ro/2-2-miliarde-de-puncte-acordate-pana-acum-celor-pagubiti-de-regimul-comunist-fostii-proprietari-pot-solicita-anrp-valorificarea-punctelor-primite-ca-despagubire-69546138>

<sup>3</sup> <http://www.anrp.gov.ro/presa/comunicate/28-2013/321-norme-2-iulie-2013.html>

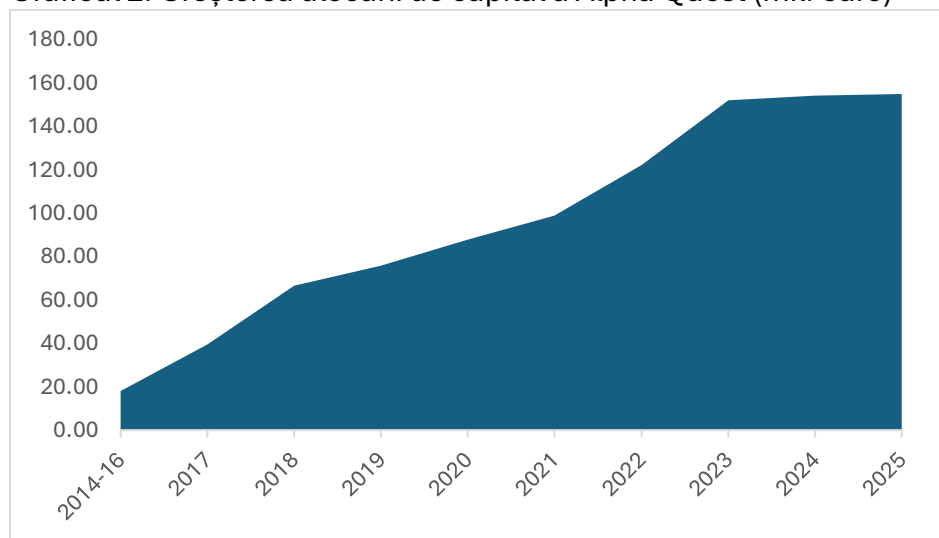
<sup>4</sup> Aqbond.com

Așa cum se poate observa în Graficul 1 de mai sus, în ultimii 12 ani, deținătorii a aproximativ 1,2 miliarde de puncte au ales alternativa de a încasa banii mai devreme prin vânzarea către Alpha Quest, cu discount, în loc să aștepte plățile fragmentate din partea statului. Aceasta deținere reprezintă circa 40% din „free float-ul” total, conform unei analize recente a pieței furnizate de ANRP<sup>5</sup>.

Prețul mediu de achiziție de aproximativ 0,62 lei per punct (date auditate de către KPMG) este cu peste 50% mai mare decât oferta actuală a statului pentru răscumpărarea anticipată. Randamentele estimate, distribuite pe un orizont de plată de șapte ani, sunt comparabile cu dobânzile oferite de titlurile de stat Fidelis. **Acestea nu reprezintă tranzacții speculative, ci plasarea de capital instituțional pe termen lung într-o clasă de active creată chiar de statul român.**

Așa cum se poate observa în Graficul 2 de mai jos, Alpha Quest a alocat peste 740 de milioane de lei, respectiv 155 de milioane de euro, pentru a achiziționa într-un mod transparent și etic punctele de despăgubire.

Graficul 2: Creșterea alocării de capital a Alpha Quest (mil. euro)



Aceste fonduri au provenit atât de la investitori instituționali din Europa Centrală, cât și din emisiuni de obligațiuni listate și supravegheate de Banca Națională a Cehiei<sup>6</sup> și de Banca Națională a Slovaciei<sup>7</sup>. Existența unui instrument listat a permis stabilirea unui reper de preț, asigurând astfel ca o piață nereglementată să beneficieze de un indicator alternativ de preț și volum.

Prin acest mecanism, aproape 1.000 de persoane îndreptățite au reușit să își valorifice activele la un preț corect și să își orienteze resursele fie către consum local, fie către investiții, generând efecte de multiplicare în economie. În plus, aproximativ 10 milioane de lei au fost plătiți sub formă de comisioane de tranzacție, contribuind la beneficiile generale aduse economiei.

<sup>5</sup> <https://www.senat.ro/Legis/PDF/2025/25L201EM.pdf?nocache=true>

<sup>6</sup> <https://www.pse.cz/en/detail/CZ0000001375>

<sup>7</sup> <https://www.bsse.sk/bcpb/detail-cp/?isin=%23KEY%3DD%7C%5E%7C1127%23>

## 2. Respingerea argumentului privind beneficiul bugetar

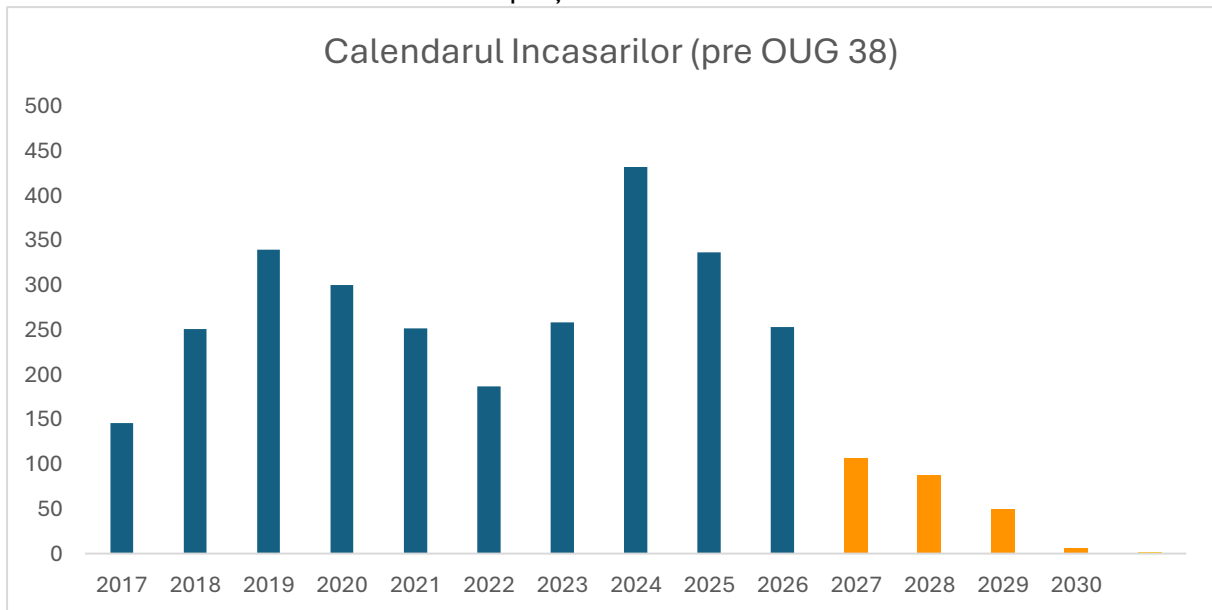
Dincolo de problemele juridice generate de extrem de controversata OUG 38/2025, măsura de modificare unilaterală a termenelor de plată și de reducere drastică a sumelor datorate depășește cu mult riscurile ca **statul român să fie evaluat de agențiile de rating ca aflându-se în incapacitate de plată selectivă și pune în pericol**, în mod inutil, eforturile de aderare la OCDE.

Începând cu anul 2023, afectat de constrângerile bugetare, Guvernul României a amânat în mod repetat calendarul de plată al Titlurilor de Plata.

Aceasta a condus la o scădere semnificativă a atractivității investiției în puncte ca instrument financiar (și a avut un impact negativ asupra prețului oferit persoanelor îndreptățite).

Ca urmare, deținătorii de puncte din piața secundară dispar treptat, iar **sumele totale restante reprezintă doar o fracțiune din deținerile istorice totale**.

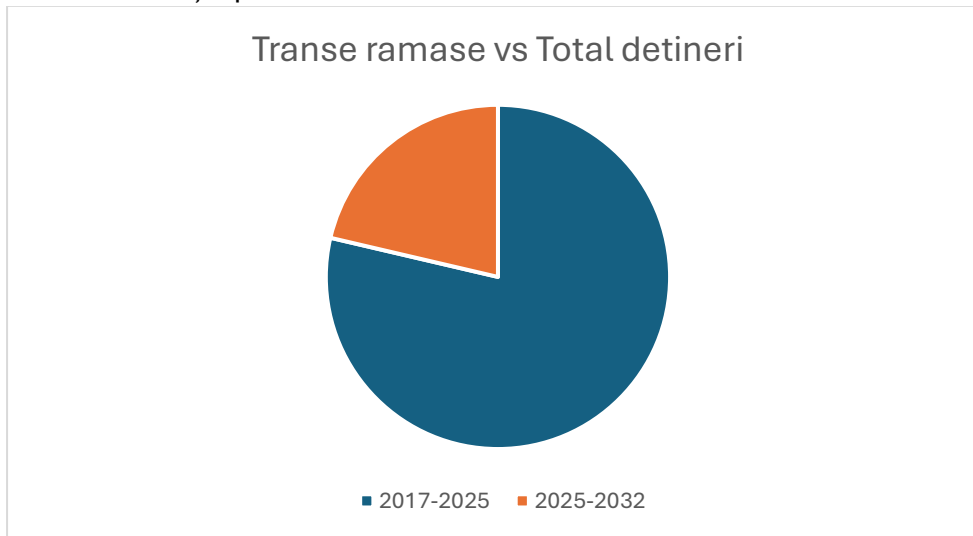
Graficul 3: Calendar descrescător al plăților în numerar



Sursă: Cercetare Alpha Quest

În consecință, numărul total de puncte deținute de Alpha Quest a fost într-o continuă scădere, **ajungând în prezent la aproximativ 20% din deținerile istorice totale** (circa 250 de milioane de lei rămași din totalul de 1,2 miliarde de lei achiziționați în ultimii 12 ani).

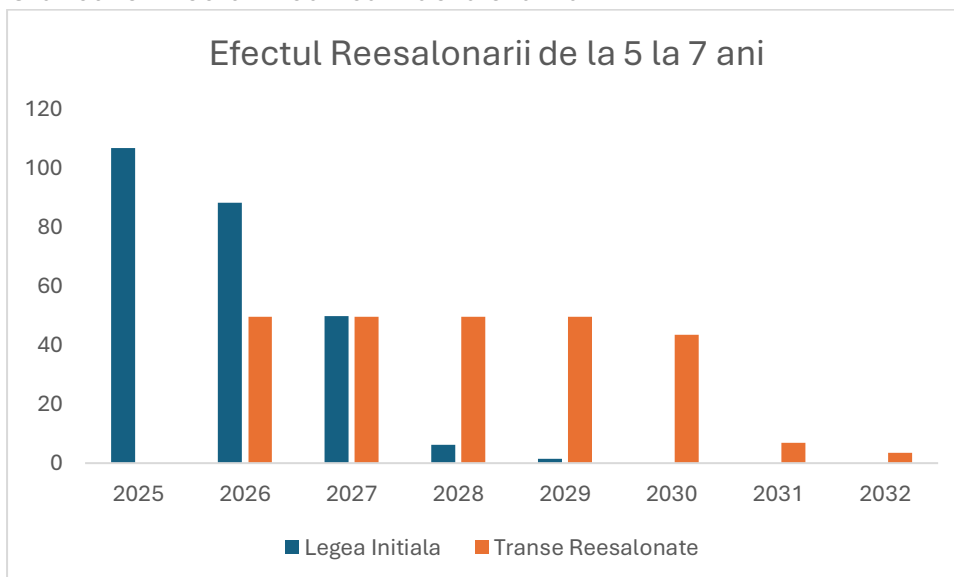
Graficul 4: Puțin peste 20% din totalul încasărilor rămase de încasat



Sursă: Cercetare Alpha Quest

**Măsura prevăzută de OUG 38/2025 de extindere a perioadei de plată de la 5 la 7 ani are deja un impact semnificativ.** Fata de calendarul inițial, aceasta diminuează sumele datorate Alpha Quest cu 57 de milioane de lei în 2026 și cu 38 de milioane de lei în 2027, având totodată un efect important asupra Ratei Interne de Rentabilitate (IRR) a Fondului.

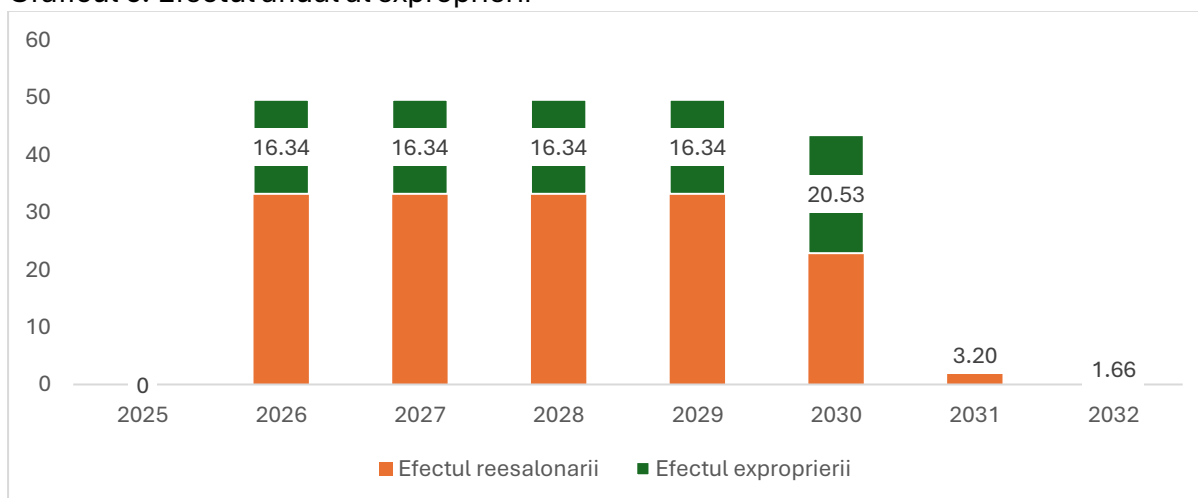
Graficul 5: Efectul modificării de la 5 la 7 ani



Sursă: Cercetare Alpha Quest

Dacă interpretăm textul actual al Ordonanței în cea mai defavorabilă variantă, statul român ar anula 85% din profitul total datorat pentru punctele restante, **ceea ce ar echivala cu o expropriere de 20 de milioane de euro pentru Alpha Quest pentru perioada rămasă sau cu un „câștig” anual de doar 3 milioane de euro pentru bugetul statului.**

Graficul 6: Efectul anual al exproprierii



Sursă: Cercetare Alpha Quest

### Extrapolarea la nivelul „industriei”

Deși alți participanți ai pieței nu prezintă public date similare oficiale și transparente, prin corelarea celor 1,2 miliarde de puncte deținute cumulativ de Alpha Quest (auditate) cu cele 3 miliarde menționate în expunerea de motivare a legii<sup>8</sup> ca dimensiune totală a pieței secundare (deși presupunem în mod rezonabil că o parte dintre acestea nu reprezintă achiziții efective, ci alte tipuri de donații/moșteniri/împărțiri etc.), putem estima cu încredere că valoarea totală a datoriei anulate a statului s-ar ridica la doar 50–60 de milioane de euro.

Distribuită pe o perioadă de 7 ani (până în 2032, deoarece anul 2025 este, de facto, omis prin OUG 10/2025), aceasta ar **„economisi” bugetului de stat nu mai mult de 8–9 milioane de euro pe an.**

### 3. Clauza „otrăvită” din Ordonanță

Deși scopul principal al OUG 38/2025 este probabil limitarea cererilor și dosarelor încă nesoluționate, articolele care afectează deciziile deja emise (și obligațiile asumate de stat) pot avea consecințe mult mai grave decât simpla desființare a unei piețe secundare libere.

Din perspectiva investitorilor, consecințele sunt neclare, iar potențialele măsuri retroactive au un impact de amploare. Prin modificarea unilaterală a termenelor de plată și reducerea drastică a sumelor datorate, statul român riscă să fie **evaluat de agențiile de rating ca aflându-se în incapacitate de plată selectivă**. Astfel de acțiuni pot declanșa retrogradări ale ratingului de credit suveran, pot crește costul împrumuturilor, pot reduce apetitul investitorilor pentru datoria publică și pot provoca prejudicii de

<sup>8</sup> <https://www.senat.ro/Legis/PDF/2025/25L201EM.pdf?nocache=true>

reputație pe termen lung. Instituțiile internaționale, inclusiv Comisia Europeană și Fondul Monetar Internațional, monitorizează atent stabilitatea mediului juridic, iar modificările arbitrare ale drepturilor de proprietate pot periclita finanțarea din fonduri europene și pot intensifica supravegherea în baza mecanismelor de condiționare.

#### Diagrama 1: Deficitul de finanțare al României

- In 2025, the gross financing requirements are RON 232 billion (from RON 252 billion in 2024), driven by a lower budget deficit target.

Financing plan	Plan (bn.)	Achieved (bn.) 8 Aug 2025	(%)
<b>Financing needs (bn. RON)</b>	<b>231.18</b>		
- % of GDP	12.09%		
<b>Budget deficit (bn. RON)</b>	<b>133.88</b>		
- % of GDP	6.90%		
<b>Refinancing (bn. RON)</b>	<b>97.30</b>		
- % of GDP	5.20		
<b>Financing</b>	<b>232.00</b>	<b>188.52</b>	<b>81.3%</b>
Domestic market (bn. RON)	147.00	105.47	71.7%
External market (bn. RON)	85.00	83.05	97.7%
bn. EUR	17.00	16.58	
- Eurobonds (bn. EUR)	13.00	11.74	
- Private placements (bn. EUR)		3.30	
- RRF (bn. EUR)	3.00	0.76	
- IFIs (bn. EUR)	1.00	0.78	

- Maintaining a constant presence in EUR and USD markets via Eurobond transactions and private placements.
- Planning an external liability management operation to reduce the 2026 rollover and the second Samurai bond transaction, to be launched in 2025, for investor base diversification.

Sursă: Ministerul Finanțelor

Investitorii internaționali din Uniunea Europeană au angajat capital pe piața de despăgubire din România tocmai pentru că aceasta părea transparentă și bazată pe reguli, în conformitate cu standardele UE. **Modificarea cadrului în mod retroactiv ar transmite semnalul că România nu este o jurisdicție fiabilă sau predictibilă pentru capital, iar agențiile de rating vor fi nevoite să încorporeze în perspectivele lor un astfel de mediu deteriorat.**

Precedentul ar putea implica faptul că obligațiile garantate de stat pot fi redefinite oricând pentru a acoperi nevoile bugetare pe termen scurt.

#### Diagrama 2: Costuri/beneficii pentru statul român

<b>Necesar finanțare 2026 (mln RON)</b>	232.000
<b>*Costul anual al finanțării (750 bps pe an) (mln RON)</b>	17.400
<b>Δ (creșterea cu 1 bps a costului de finanțare)</b>	23,2
<b>Δ (creșterea cu 5 bps a costului de finanțare)</b>	116,0
<b>Δ (creșterea cu 10 bps a costului de finanțare)</b>	232,0
<b>Suma anuală confiscată de statul român</b>	45

\*randamentul titlurilor de stat cu o maturitate de 7 ani

\*\* Estimare Alpha Quest

Așa cum se poate observa în tabelul de mai sus, „beneficiul” potențial al unei exproprieri injuste este extrem de redus (în medie 45 de milioane de lei pe an). În schimb, având în vedere un deficit de finanțare de aproximativ 232 de miliarde de lei doar pentru anul 2025 și un cost de finanțare de 17,4 miliarde de lei, fiecare punct de bază (0,01%) de creștere a costului de finanțare (o presupunere firească în condițiile încălcării severe a predictibilității și a drepturilor de proprietate privată) s-ar traduce într-un cost suplimentar de 23 de milioane de lei.

Pentru comparație, impactul acestei măsuri este similar cu limitarea recuperării la doar 15% din acțiuni pentru investitorii Fondului Proprietatea sau cu situația în care cumpărătorilor secundari ai titlurilor de stat Fidelis li s-ar comunica faptul că nu vor fi plătiți integral. Ordonanța tratează identic investitorii instituționali pe termen lung și speculatorii oportuniști pe termen scurt, sancționând în special prima categorie.

Cadrul de restituire din România a fost conceput pentru a face dreptate și a oferi reparație morală victimelor abuzurilor din trecut. Ordonanța de Urgență nr. 38/2025 inversează această misiune, erodează încrederea în obligațiile contractuale ale statului și subminează credibilitatea financiară a țării. Mai mult, această schimbare radicală survine exact în momentul în care Curtea Europeană a Drepturilor Omului a criticat algoritmul utilizat de guvern pentru alocarea punctelor în etapa inițială.

Alpha Quest solicită norme clare de aplicare a Ordonanței, pentru a se asigura că aceasta nu are efect retroactiv și nu echivalează cu exproprierea proprietății private, precum și un proces legislativ transparent care să garanteze respectarea garanțiilor constituționale, să îndeplinească obligațiile României în temeiul Convenției Europene a Drepturilor Omului și să protejeze poziția României pe piețele internaționale. Neadoptarea acestor măsuri va provoca prejudicii de durată încrederii investitorilor, solvabilității suverane și statului de drept.

###

### **Despre Alpha Quest**

*Alpha Quest este primul cumpărător instituțional și cel mai important deținător de puncte de despăgubire emise de Autoritatea Națională pentru Restituirea Proprietăților (ANRP). Fondul este un fond de investiții paneuropean, în conformitate cu DAFIA (Directiva privind fondurile de investiții alternative) și FATCA (Legea conformității fiscale a conturilor străine), reglementat de Malta Financial Services Authority (Autoritatea pentru Servicii Financiare din Malta), cu active de peste 100 de milioane de euro, finanțate atât de investitori instituționali din Europa Centrală, cât și prin două emisiuni de obligațiuni listate și supravegheate de Banca Națională a Cehiei și Banca Națională a Slovaciei. Fondul investește în România de peste un deceniu, alocând capital în active românești, inclusiv puncte de despăgubire și companii listate la Bursa de Valori București, pe baza așteptărilor privind stabilitatea legislativă și respectarea statului de drept. Alpha Quest a fost un participant activ și constructiv în procesul de restituire, asumându-și riscuri legate de lichiditate și de durată, care le-au permis persoanelor îndreptățite să obțină o alternativă rapidă în numerar din capital privat, în loc să aștepte plata din partea statului român.*

---