

Problémy v distribuci finančních produktů: selhání trhu anebo regulace?

*Jiří Šindelář – Michal Erben**

Abstrakt:

Příspěvek pojednává o negativních dopadech některých aspektů státní regulace (regulatorní arbitráž, relativní pře-regulace a pod-regulace) na chování ekonomických aktérů v rámci distribuce finančních produktů. Prostřednictvím tří případových (životní pojištění, neveřejné nabídky dluhopisů, penzijní spoření) jsou ilustrovány případy, kdy státní zásahy určitého typu vedly k deformaci fungování cílového trhu a k celkově negativnímu dopadu na koncové zákazníky. Jakkoliv nelze popřít dílčí selhání i na straně regulovaného trhu jako takového, provedená pozorování ukazují, že zejména regulatorní arbitráž mezi jednotlivými sektory finanční industrie je významným stimulem distribuční aktivity, která může být do budoucna zdrojem systémového rizika pro celý trh.

Klíčová slova: Regulace finančního trhu; Životní pojištění; Korporátní dluhopisy; Penzijní spoření; Systémové riziko.

JEL klasifikace: G2, D04, D47, K22.

1 Úvod

Finanční služby a zejména jejich distribuční část vykazují dlouhodobě některé kvalitativní problémy, ať už na Evropské úrovni (Synovate, 2011), anebo na úrovni českého trhu (ČNB, 2015), čímž může docházet ke zvyšování systémového rizika finančního sektoru. Na tyto problémy stát reaguje zvyšujícím se množstvím legislativních regulací, ať už evropského (směrnice a nařízení) anebo národního původu, jejichž deklarovaným cílem je zvýšení ochrany spotřebitele, případně posílení finanční stability. Praktická zkušenost s implementací regulatorních předpisů však ukazuje, že v řadě případů přinesla nová úprava nezamýšlené negativní efekty, které v konečném důsledku působily proti deklarovanému zájmu – tedy svým způsobem z hlediska kvality služeb „procyklicky“. Tento negativní efekt lze pozorovat zejména v případě rozdílných regulatorních podmínek vzájemně propustných odvětví, tzv. regulatorní arbitráže (Boot et al., 1999; Houston et al., 2012), relativní pře-regulace jednotlivých odvětví, anebo naopak jejich komparativní pod-regulace (Blinder, 2015). Zkušenosti ze zahraničních trhů přitom

* Jiří Šindelář; Vysoká škola finanční a správní, a.s., Estonská 500, 101 00, Praha 10; <sinelar@mail.vsfs.cz>.

Michal Erben; Vysoká škola finanční a správní, a.s., Estonská 500, 101 00, Praha 10; <michal.erben@briggscsco.eu>.

Příspěvek vznikl v rámci projektu „Aktuální trendy ve vývoji finančních trhů“, podpořeného z prostředků institucionální podpory na dlouhodobý koncepční rozvoj výzkumné organizace Vysoké školy finanční a správní, a.s.

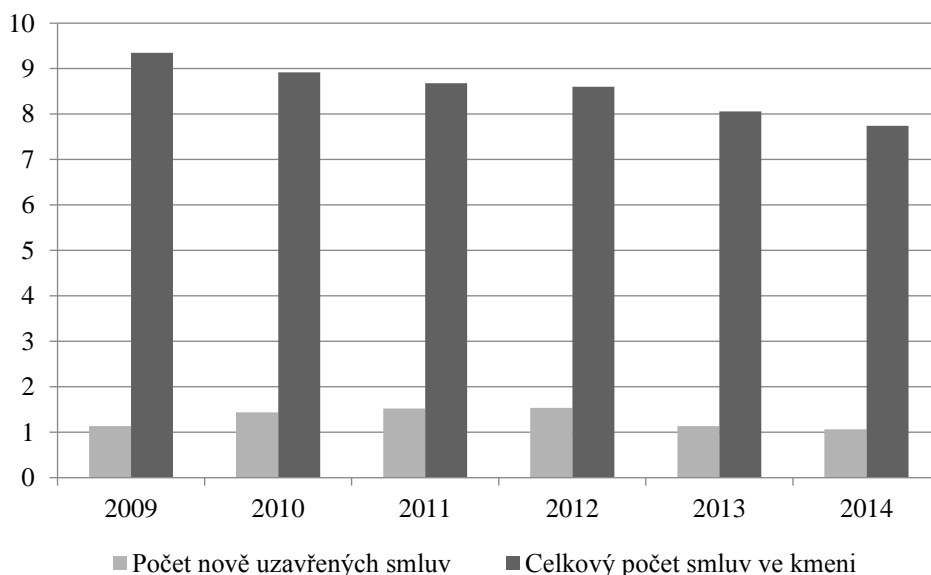
ukazují, že regulační rámec a intenzita dohledu nad jeho dodržováním jsou přitom do značné míry komplementární (Klomp a de Haan, 2015).

Cílem této příspěvků je prostřednictvím tří dílčích případových studií demonstrovat nezamýšlené důsledky státní regulace a disparity výkonu dohledu nad finančním trhem v oblasti distribuce. Pro ilustraci zvolených příkladů jsou využita zejména veřejně dostupná data z databází státních (Ministerstvo financí ČR, Česká národní banka) a profesních (ČAP, APS, USF¹) organizací, stejně jako vlastní pozorování prvního z autorů a interní poznatky získané v rámci jeho pracovní činnosti v Unii společností finančního zprostředkování a poradenství (USF).

2 Životní pojištění

Distribuce životního pojištění (ŽP) vykazuje dlouhodobě symptomy nízké životnosti běžné části placených smluv podnícené jejich častým přesjednáváním (Urban, 2016). Průvodním jevem tohoto vývoje je relativně vysoký počet nově sjednaných smluv o ŽP při současné stagnaci celkového počtu smluv ve kmeni (viz graf č. 1).

Graf 1 Vývoj kmene životního pojištění 2009–2014 (v mil. ks)

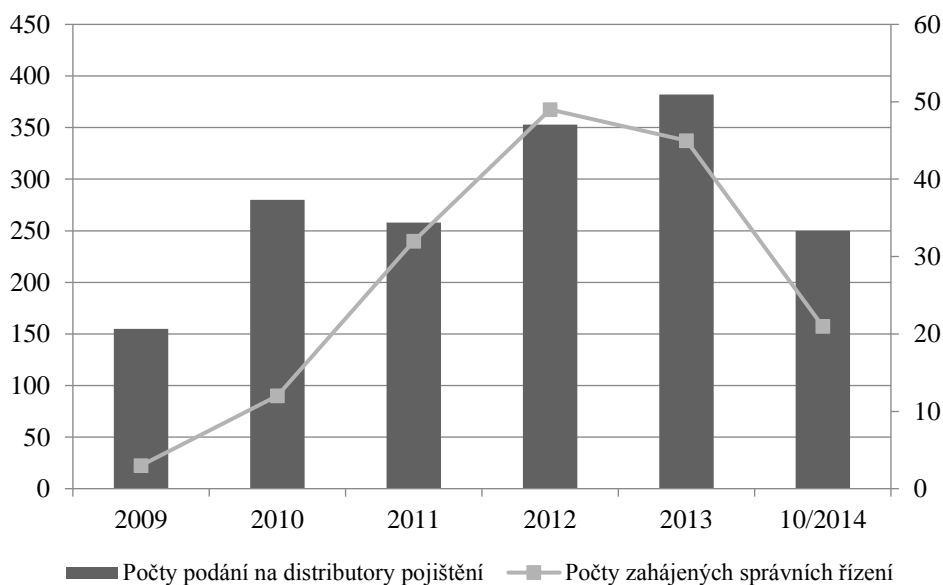


Zdroj: ČNB (2017).

¹ ČAP – Česká asociace pojišťoven, APS – Asociace penzijních společností, USF – Unie společností finančního zprostředkování a poradenství.

Dominantní oblastí, kde se výše uvedené jevy koncentrují je tzv. investiční životní pojištění (IŽP). To kromě standardní funkce krytí životních rizik akcentuje i rezervotvornou funkci pojištění, ve spojení s podkladovým investičním fondem (v případě, kdy je riziková složka zcela potlačena, jde defacto o substituční produkt k výrazně více regulovanému investičnímu fondu). Při přesjednávání rezervotvorného (investičního) pojištění, na rozdíl od pojištění čistě rizikového, v naprosté většině případů utrpí pojistník ztrátu, plynoucí z opakované úhrady počátečních nákladů. Při přesjednání smlouvy s garantovaným úročením (kapitálové pojištění) pak v souvislosti s celkovým poklesem úrokových sazeb zákazník nese vysoké náklady ušlé příležitosti s ohledem na dříve sjednané vyšší zhodnocení. V důsledku těchto negativních jevů docházelo zejména v letech 2009–2014 k výraznému nárůstu stížností spotřebitelů České národní bance (ČNB) na distributory ŽP, dominantně právě na oblast investičního životního pojištění (graf č. 2, levá osa).

Graf 2 Počty podání ČNB na distributory pojištění



Zdroj: ČNB (2014).

Jak ukazuje pravá osa grafu, ačkoliv již nejméně od roku 2008 je na trhu možno pozorovat zmíněné varovné signály (rostoucí počet stížností, přepojišťování kmene IŽP), reakce státního dohledu na vzniklou situaci nebyla adekvátní. Soudě dle počtu zahájených správních řízení, které jsou důsledkem zejména dohlídek na místě, ČNB nejméně do roku 2010 vykonávala dohled nad tímto turbulentním segmentem spíše sporadicky. Počínaje tímto rokem dochází k výraznému nárůstu počtu kontrol, a

také k dalším zásahům státu do fungování trhu na úrovni regulačního rámce. Jak nicméně shrnuje tabulka 1, tyto dílčí zásahy přinesly řadu vedlejších efektů:

Tab. 1 Regulační zásahy státu do trhu životního pojištění (ŽP)

| Rok | Opatření | Cílený efekt | Nezamýšlené efekty |
|-----------|---|--|---|
| 2011 | Zvýšení bariéry vstupu do odvětví (registračního poplatku pojišťovacích zprostředkovatelů) <i>Úřední sdělení ČNB</i> | Snížení počtu PZ | Přesun části osob do šedé zóny tzv. tipařů |
| 2014 | Zákaz zprostředkování IŽP při současném nabídku investičního fondu daným PZ <i>Dohledové benchmarky ČNB</i> | Omezení missellingu IŽP | Kolize se státní daňovou podporou |
| 2010–2015 | Celkem 4 neúspěšné pokusy novelizovat zákonnou úpravu distribuce ŽP <i>Zákon o pojišťovacích zprostředkovatelích</i> | Modernizace základní legislativní úpravy | Destabilizace legislativního rámce, znejistění velké části účastníků trhu |
| 2015 | Zákaz předčasného výběru prostředků ze smlouvy, která je daňově zvýhodněna <i>Zákon o daních z příjmů</i> | Eliminace obcházení daňové povinnosti skrze ŽP | Výrazné snížení poptávky po ŽP v rámci zaměstnavatelů |
| 2016 | Regulace ziskatelských provizí <i>Zákon o pojišťovacích zprostředkovatelích</i> | Eliminace přepojišťování, zajištění nenulového odkupného | Zvýšení ceny pojištění, snížení obchodní produkce ŽP |
| 2017 | Zvýšení daňové podpory ŽP <i>Zákon o daních z příjmů</i> | Zvýšení poptávky po ŽP v rámci zaměstnavatelů | N/A |

Zdroj: vlastní výzkum.

Výše uvedené státní zásahy do tržního mechanismu lze charakterizovat z velké části jako roztříštěné a nekoordinované, v některých případech (oblast státní daňové podpory) dokonce jako protichůdné. I přes vysokou frekvenci regulačních změn (celkem pět v sedmi letech) má většina z nich podzákonný charakter a stále nedošlo k modernizaci stěžejního zákona o pojišťovacích zprostředkovatelích, který tvoří hlavní regulační rámec odvětví. Není tedy překvapivé, že vývoj v oblasti distribuce ŽP ani po sedmi letech dílčích státních zásahů nevykazuje zlepšení. Počet stížností spotřebitelů na oblast pojišťovnictví dosáhl v předloňském roce 427 kusů (ČNB, 2015), přičemž spotřeba (hustota) životního pojištění začíná významně zaostávat jak za makroekonomickým potenciálem, tak za srovnatelnými evropskými ekonomikami (Šindelář, 2016).

3 Neveřejné nabídky dluhopisů

Neveřejné nabídky korporátních dluhopisů (tzv. private placement) se těší vzrůstající oblibě v podnikovém financování u záměrů, které není možné financovat obvyklou cestou bankovního úvěru (Kwan and Carleton, 2010). Ačkoliv zákon stanovuje významnou restrikcí pro distribuci těchto dluhopisů v podobě maximálního počtu veřejně oslovených investorů (maximálně 150), nestanovuje další regulatorní požadavky obvyklé u veřejných nabídek (např. schválení prospektu), ani maximální možný počet veřejných emisí za dané časové období. Jak ilustruje tabulka 2, v období nízkých úrokových sazeb došlo k prudkému rozvoji těchto private placement bondů, s poměrně vysokou nabídkou zhodnocení.

Tab. 2 Vybrané korunové privátní emise dluhopisů na českém trhu

| Emitent (označení emise) | Datum emise | Splatnost dluhopisů | Úročení p.a. |
|---|-------------|---------------------|--------------|
| GB Capital, a.s. (GB II 2015) | 6/2015 | 2 roky | 9,00 % |
| Pražská plynárenská distribuce, a.s. (PPD VAR/22) | 5/2015 | 7 let | variabilní |
| Penta Funding CR, a.s. (PENTA F.CR 4,40/18) | 4/2015 | 3 roky | 4,40 % |
| eFi Palace, s.r.o. (emise VIII) | 3/2015 | 2 roky | 4,50 % |
| iConsulting 4 Companies s.r.o. (ICONCONSULTING4 10/17) | 1/2015 | 2 roky | 10,00 % |
| Wood&Company Financial Services, a.s. (WOOD&COMP. 3,22/18) | 1/2015 | 3,5 roku | 3,22 % |
| e-Finance, a.s. (emise IV) | 12/2014 | 5 nebo 10 let | 6,00 % |
| Euro Development Vinoř, s.r.o. (EDV 7,25/17) | 12/2014 | 3 roky | 7,25 % |
| Rowanium Property, s.r.o. (DISCO.ZLÍN 12,0/18) | 12/2014 | 3,5 roku | 12,00 % |
| Denda Beheer, B.V. (DENDA BEH. 4,60/16; FLORENTINUM CZK 08) | 12/2014 | 2 roky | 4,60 % |
| GEEN General Energy a.s. (GEN.ENERGY 5,00/19) | 11/2014 | 5 let | 5,00 % |
| Euro Development Group, s.r.o. (EDG 7,25/17) | 11/2014 | 3 roky | 7,25 % |
| Guaranteed investment a.s. (5letý dluhopis) | 11/2014 | 5 let | 9,00 % |
| Guaranteed investment a.s. (3letý dluhopis) | 11/2014 | 3 roky | 7,00 % |
| D.I.C. Investment Limited (D.I.C. INV 6,50/20) | 10/2014 | 5,25 roku | 6,50 % |
| Glebi Holdings Plc. (GLEBI HLD. 4,60/16) | 9/2014 | 2 roky | 4,60 % |
| Passerinvest Group, a.s. (PSG 5,25/17) | 7/2014 | 3,5 roku | 5,25 % |
| Gevorkyan, s.r.o. (GEVORKYAN3 10,5/18) | 7/2014 | 4 roky | 10,50 % |
| Kaufstein B.V. (KAUFSTEIN 4,60/16; Waltrovka CZK 02) | 6/2014 | 2 roky | 4,60 % |
| ABEWY Exe Group, s.r.o. (AEG I) | 12/2012 | 5 let | 8,00 % |
| Lenz Solar a.s. (9,0/14) | 2/2010 | 4,75 roku | 9,00 % |

Zdroj: Vocílka (2015).

Kromě masivního nárůstu nabídky však došlo v průběhu let 2013 a 2015 také k výrazné změně distribučního modelu korporátních dluhopisů, jejichž významná část začala být nabízena běžným retailovým klientům, jak napovídají i sankční rozhodnutí ČNB². Zhodnocení dluhopisu prostřednictvím fixního kupónu bývá často investory zaměňováno za garantované zhodnocení (Diacon a Hasseldine, 2007), při současném fatálním podcenění rizika emitenta. I v souvislosti s agresivním distribučním modelem některých emitentů (získatelská provize až 7 % z jistiny dluhopisu), došlo k prudkému zvýšení držby korporátních dluhopisů retailovými klienty, což vyvolalo reakci státních orgánů, jak na úseku dohledové činnosti ČNB, tak na úseku regulačního rámce (tabulka 3):

Tab. 3 Regulatorní zásahy státu v oblasti tzv. private placement dluhopisů

| Rok | Opatření | Cílený efekt | Nezamýšlené efekty |
|------|--|---|---|
| 2016 | Omezení opakovaných emisí neveřejně nabízených dluhopisů <i>Výkladové stanovisko ČNB</i> | Eliminace obcházení limitu 150 investorů | Kromě potření účelově opakovaných emisí také znemožnění financování odlišných záměrů stejným subjektem (v období 12 měsíců po sobě) |
| 2018 | Zpřísnění distribuce neveřejně nabízených dluhopisů investičními zprostředkovateli <i>Zákon o podnikání na kapitálovém trhu</i> | Omezení distribuce neveřejně nabízených dluhopisů | N/A |

Zdroj: vlastní výzkum.

Po erupci korporátních dluhopisů v minulých letech pozorujeme na trhu počínaje rokem 2016 určité uklidnění, jednak v souvislosti s intenzivní dohledovou činností ČNB a také v souvislosti s omezením opakovaných emisí. Je však třeba poznamenat, že dominantní část dluhového kapitálu již byla upsána a v dalších letech, zejména po očekávaném zvýšení úrokových sazeb, budeme zřejmě svědky neschopnosti části emitentů dostát svým ambiciózním závazkům v podobě výnosového kuponu, což vyvolá významné ztráty koncových investorů

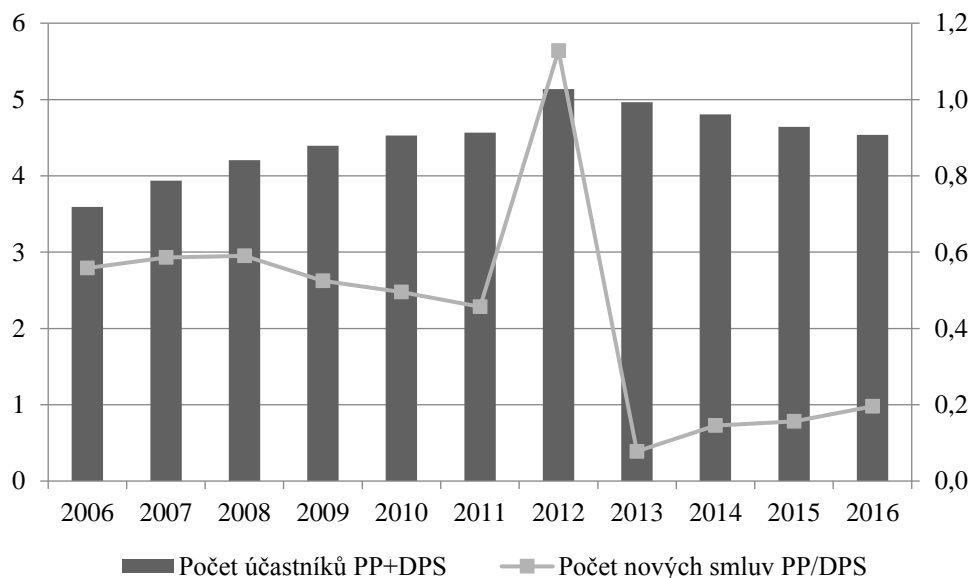
4 Důchodová reforma

Takzvaná důchodová reforma (2013) představovala komplexní změnu penzijního systému spolu s navazující transformací finančního produktu III. důchodového pilíře (penzijního připojištění). Zde vznikl nový produkt doplňkového penzijního spoření s významně odlišnými pravidly fungování. Pro účely tohoto článku jsou podstatné změny na úseku distribuce produktu III. pilíře, kde došlo skokově

² Např. sankce uložená za nepovolenou veřejnou nabídku dluhopisů retailovým investorům spol. DRFG, a.s. – spisová značka: Sp/2014/166/573.

k zvýšení požadavků na distributory na nejvyšší úroveň (odpovídající regulaci investičních fondů dle směrnice Markets in Financial Instruments Directive I – MiFID I) a současně k regulaci ziskatelské odměny (provize) na úroveň odpovídající zhruba jedné pětině před-reformní průměrné hodnoty³. Jak ukazuje pravá osa grafu 3, tato změna měla drtivý dopad na obchodní produkci produktů III. pilíře (penzijní připojištění = PP/doplňkové penzijní spoření = DPS). Její propad pak druhotně negativně ovlivnil i celkový počet účastníků III. pilíře (levá osa):

Graf 3 Vývoj počtu účastníků a nově uzavřených smluv o PP/DPS (v mil.)



Zdroj: MF ČR (2017).

Na tento negativní vývoj stát reagoval v roce 2016 částečným rozvolněním regulatorních podmínek, jak na úseku odborné péče, tak v oblasti ziskatelské odměny (tabulka 4):

³ Konkrétně 3,5 % průměrné mzdy v národním hospodářství, v době účinnosti zákona zhruba 850 Kč.

Tab. 4 Regulatorní zásahy státu v oblasti distribuce penzijních produktů (III. pilíř)

| Rok | Opatření | Cílený efekt | Nezamýšlené efekty |
|------|--|---|--|
| 2013 | Transformace III. pilíře v rámci tzv. důchodové reformy <i>Zákon o doplňkovém penzijním spoření</i> Změny v parametrech DPS, omezení některých nároků na distributory a zvýšení zákonného limitu regulace provizí <i>Zákon o doplňkovém penzijním spoření</i> | Výrazné posílení pravidel odborné péče a zvýšení nároků na distributory, snížení distribučních nákladů regulací provizí | Razantní snížení distribuční atraktivity DPS, sjednávání nových smluv inhibováno |
| 2016 | | Zvýšení poptávky po DPS a zvýšení distribuční atraktivity DPS | N/A |
| 2017 | Zvýšení daňové podpory DPS <i>Zákon o daních z příjmů</i> | Zvýšení poptávky po DPS mezi účastníky i zaměstnavateli | N/A |

Zdroj: vlastní výzkum.

I přes tuto stimulaci roste obchodní produkce doplňkového penzijního spoření nadále jen velmi pozvolně a i rok 2017 zřejmě přinese pokles celkového počtu účastníků III. pilíře. Tento vývoj může do budoucna přinést zásadní sociální důsledky, v podobě poklesu reálného příjmu budoucích důchodců. Daný jev je dále katalyzován i poklesem průměrného příspěvku účastníka, což rozměr sociálního rizika, generovaného zdánlivě nesouvisejícím inhibováním distribuce, ještě znásobuje. Že disparita mezi regulatorními nároky a zastropovanou odměnou negativně ovlivnila i distribuci produktu II. pilíře (důchodového spoření), je zjevné.

5 Diskuze

Ve všech třech prezentovaných případech lze pozorovat zásadní efekt regulatorního rámce na chování tržních subjektů na straně nabídky. Jmenovitě jde o následující systémové významné faktory:

- *Regulatorní arbitráž* – rozdílná úroveň regulatorních nároků mezi substitučními produkty významně ovlivňuje chování ekonomických subjektů (distributorů); v tomto směru provedená pozorování potvrzují výstupy studií Boota et al. (1999) a Houstona et al. (2012). Proč by čistě ekonomicky uvažující distributor sjednával produkt více regulovaný a tudíž distribučně nákladnější (DPS, investiční fond), když má možnost sjednávat méně regulovaný (IŽP, korporátní dluhopis), notabene za vyšší odměnu? V tomto směru arbitráž vyvolaná nerovnováhou regulatorních nároků jasně incentivizuje preferenci jednoho typu produktu.

- *Příliš vysoká míra regulace některých odvětví* – tzv. přeregulace je průvodním jevem arbitráže popsané výše. Naše pozorování potvrzuje, že příliš vysoké nároky na distributory finančních produktů (často malé a střední podniky⁴) vedou k oslabení jejich působení v odvětví, případně k přechodu do šedé zóny (tipaři, regulační drifting). Jde přitom o pře-regulaci jak relativní (investiční fondy, DPS), tak také absolutní (příliš vysoká kvantitativní bariéra vstupu do odvětví – registrační poplatek pojišťovacích zprostředkovatelů).
- *Disproporčně nízká regulace některých odvětví* – tzv. pod-regulace je zjevnou systémovou pobídkou k chování vedoucí k preferenci sjednávání určitého produktu. V našich podmínkách jde zejména o upřednostnění investičního pojištění, alternativně také private placement bondů, na úkor investičních fondů a doplňkového penzijní spoření. Vývoj v oblasti distribuce penzijního spoření (převrácení de-facto neregulované činnosti ve stav razantní pře-regulace) navíc potvrzuje teorii finanční entropie a „procyklického“ kyvadlového přístupu, popsanou Blinderem (2015).

Celkově lze konstatovat, že pozorování syntetizovaná v této studii potvrdily efekty pozorované v zahraničních publikacích a uvedené disparity významně negativně ovlivňují chování distributorů a kvalitu služeb pro zákazníky. Za výrazný katalyzátor systémových nedostatků lze označit rovněž intenzitu výkonu státního dohledu nad daným trhem. Na druhé straně je ale třeba uvést, že negativní vývoj v uvedených oblastech distribuce finančních produktů nepředstavuje jen státní selhání, ale také dílčí selhání tržní. Typickým příkladem je chování pojišťoven v oblasti životního pojištění, které, hnány růstovou strategií, připustily určitou eskalaci odměn (provizí), ruku v ruce s vědomým opomíjením obezřetnostního hlediska při akceptaci rizikových smluv.

6 Závěr

Cílem tohoto článku bylo prostřednictvím dílčích případových studií ilustrovat negativní vliv některých charakteristik státní regulační aktivity na chování ekonomických subjektů v oblasti finanční distribuce. Výsledky ukazují na neschopnost státních orgánů dlouhodobé problémy účinně řešit, jak na úseku regulace, tak ale i na úseku dohledu. Jednotlivé dílčí zásahy zejména v sektoru životního pojištění lze možná považovat za politicky konformní, reálně však vedly ke zhoršení situace na trhu a prohloubení existujících deformací. Na základě provedených pozorování a relevantní literatury je nicméně možno odvodit i pozitivní doporučení do budoucna. Zkušenosti ukazují, že klíčové jsou zejména následující atributy regulační aktivity:

⁴ Dle studie USF (Šindelář, 2015) lze k roku 2015 klasifikovat více než 90 % pojišťovacích zprostředkovatelů jako malé či střední podniky.

- *Distribuční neutralita regulace* – založená na shodných regulačních nárocích pro všechny distribuční kanály, tj. nevytvářející pobídku pro preferenci určitého obchodního modelu (jako je tomu nyní v oblasti pojišťovnictví)
- *Spojité pojetí regulace substitučních produktů* – pokud možno současnou novelizací na shodnou úroveň náročnosti eliminující incentivy vyplývající z regulační arbitráže mezi podobnými produkty
- *Komplexní pojetí regulace* – jednotný a shodný regulační rámec pro všechny produktové oblasti (odvětví) na úseku distribuce je ideálním stavem, který, při vhodném nastavení náročnosti, zcela eliminuje negativní efekty vyplývající z výše popsaných disparit.

Uvedená doporučení jasně ukazují, že původní strategie Ministerstva financí spočívající v komplexní rekodifikaci všech sektorů finančního trhu zároveň prostřednictvím jednotného zákona o distribuci (viz MF ČR, 2010) byla vhodnější, než postupné dílčí novelizace v sektorech penzí, úvěrů, kapitálového trhu a následně pojišťovnictví. V tomto směru lze ostatně využít i zkušenosti z blízkého zahraničí⁵, ať už jde o instituty osvědčené či neosvědčené. V současné situaci fragmentovaného regulačního rámce s množstvím dílčích arbitráží pak už nezbyvá než co nejrychleji dokončit novelizace ve zbytkových sektorech (zejména pojišťovnictví), přičemž tomuto vývoji by mělo odpovídat i zaměření dohledu ČNB.

Samostatné téma zde představuje inherentní střet zájmů při kumulaci dohledu obezřetnosti a odborné péče. Tento střet zájmů dostává centrální banku do situace, v níž na jedné straně z pohledu makrobezpečnostního může např. hodnotit obchodní činnost pojišťoven v podobě přesjednávání vysokoúročených kapitálových pojistek jako pozitivní, s ohledem na příznivý dopad na kapitálovou přiměřenost v nízkoúrokovém prostředí. Na straně druhé však z pohledu ochrany spotřebitele a odborné péče musí logicky tento fenomén hodnotit negativně. Který pohled v integrovaném dohledovém orgánu převáží a vůbec objektivně převážít má?

Závěry této studie jsou ve své podstatě výsledkem kvalitativních pozorování, což představuje určité interpretační omezení. Na druhou stranu poznatky zde uvedené mohou být vodítkem pro další zkoumání dopadu regulačních disparit na chování ekonomických subjektů, zejména ve vazbě na jejich následnou kvantifikaci. To považuje i autor za nutný další výzkumný krok.

⁵ Míněn je slovenský zákon č. 186/2009 Z. o finančnom sprostredkovaní a finančnom poradenstve.

Literatura

- BLINDER, A. S., 2015. Financial Entropy and the Optimality of Over-regulation. In: *The New International Financial System: Analyzing the Cumulative Impact of Regulatory Reform*. World Scientific Books. doi: 10.1142/9789814678339_0001.
- BOOT, A. W., DEZOELAN, S., MILBURN, T. T., 1999. Regulatory distortions in a competitive financial services industry. *Journal of Financial Services Research*. Roč. 16, č. 2–3, s. 249–259. doi: 10.1007/978-1-4757-5228-1_11.
- ČNB, 2014. *Statistické informace o sankční činnosti ČNB* [online]. [cit. 9. 3. 2017]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/index.html>.
- ČNB, 2015. *Zpráva o výkonu dohledu nad finančním trhem* [online]. [cit. 9. 3. 2017]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnnne_informace_fin_trhy/zpravy_o_vykonu_dohledu/download/dnft_2015_cz.pdf>.
- ČNB, 2017. *Základní ukazatele o finančním trhu – pojišťovny* [online]. [cit. 9. 3. 2017]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_SESTAVY?p_strid=BCE&p_sestuid=&p_lang=CS>.
- DIACON, S., HASSELDINE, J., 2007. Framing effects and risk perception: The effect of prior performance presentation format on investment fund choice. *Journal of Economic Psychology*. Roč. 28, č. 1, s. 31–52. doi: 10.1016/j.joep.2006.01.003.
- HOUSTON, J. F., LIN, C., MA, Y., 2012. Regulatory arbitrage and international bank flows. *The Journal of Finance*. Roč. 67, č. 5, s. 1845–1895. doi: 10.1111/j.1540-6261.2012.01774.x.
- KLOMP, J., DE HAAN, J., 2015. Bank regulation and financial fragility in developing countries: Does bank structure matter? *Review of Development Finance*. Roč. 5, č. 2, s. 82–90. doi: 10.1016/j.rdf.2015.11.001.
- KWAN, S. H., CARLETON, W. T., 2010. Financial contracting and the choice between private placement and publicly offered bonds. *Journal of Money, Credit and Banking*. Roč. 42, č. 5, s. 907–929. doi: 10.1111/j.1538-4616.2010.00312.x.
- MF ČR [Ministerstvo financí ČR], 2010. *Doporučení pracovní skupiny k regulaci distribuce na finančním trhu* [online]. [cit. 9. 3. 2017]. Dostupné z: <<http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/ochrana-spotrebitele/distribuce-na-financnim-trhu>>.

Šindelář, J. – Erben, M.: *Problémy v distribuci finančních produktů: selhání trhu anebo regulace?*

MF ČR [Ministerstvo financí ČR], 2017. *Základní ukazatele vývoje penzijního připojištění a doplňkového penzijního spoření k 31.12.2016* [online]. [cit. 9. 3. 2017].

Dostupné z: <<http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/soukrome-penzijni-systemy/iii-pilir-doplňkove-penzijni-spoření-a-p/vývoj-penzijniho-připojištění>>.

SYNOVATE, 2011. *Consumer Market Study on Advice within the Area of Retail Investment Services – Final Report (prepared for European Commission)* [online]. [cit. 9. 3. 2017]. Dostupné z:

<http://ec.europa.eu/consumers/financial_services/reference_studies_documents/docs/investment_advice_study_en.pdf>.

ŠINDELÁŘ, J., 2015. *Trh životního pojištění: jaké dopady by přinesla regulace provizí za zprostředkování?* [online]. USF ČR. [cit. 9. 3. 2017]. Dostupné z: <<http://www.usfcr.cz/wp-content/usf-publikace/brozura-dopad-regulace-11-2015.pdf>>

ŠINDELÁŘ, J., 2016. Kvantitativní prognóza poptávky po životním pojištění v ČR v letech 2015–2018: makroekonomický růst versus odvětvová restrukturalizace. *Český finanční a účetní časopis*. Roč. 2016, č. 1, s. 5–23. doi: 10.18267/j.cfuc.465.

URBAN, J., 2016. Analýza pojistného trhu: Ve znamení mírného růstu. *Pojistný obzor*. Roč. 2016, č. 3, s. 33–38.

VOCÍLKA, A., 2015. Privátní bondy přicházejí. *FOND SHOP*. Roč. 2015, č. 12, s. 8–9.

Problems with quality in financial distribution – a state or market failure?

Jiří Šindelář – Michal Erben

Abstract:

The paper deals with negative impacts of chosen regulatory attributes (regulatory arbitrage, relative over and under regulation) on economic agents' behaviour in the financial distribution area. Using three case studies from the Czech market (life insurance, corporate bonds and pension savings), we demonstrate situations, when state regulatory incursions caused substantial deformations of the target market and the subsequent detriment of final customers. Although partial market failures cannot be ruled out, our observations show that in particular, the regulatory arbitrage between individual sub-sectors of the financial market is a potent stimulator of distribution momentum, which, in turn, can lead to future systemic risks.

Keywords: Financial market regulation; Life insurance; Corporate bonds; Pension savings; Systemic risk.

JEL Classification: G2, D04, D47, K22.