

Regulace a dohled distribuce finančních produktů

*Petr Musílek**

Abstrakt:

Příspěvek diskutuje problematiku regulace a dohledu distribuce finančních produktů, která byla zahájena článkem autorů Šindeláře a Erbena (2017). Úvodní část článku se zaměřuje na podstatné závěry z výše uvedeného článku. Dále je v příspěvku věnována pozornost prohloubení rozboru cílů regulace, a to zejména v oblasti výskytu informační asymetrie. V následující části příspěvku je zpochybňováno tzv. komplexní pojetí regulace. V závěrečné části příspěvku jsou pak rozebrány podrobnější souvislosti důchodové reformy ve formě II. pilíře a její dopad na III. pilíř důchodového systému v České republice.

Klíčová slova: Důchodová reforma; Finanční produkty; Finanční trh; Penzijní fondy; Regulace a dohled.

JEL klasifikace: G20.

1 Úvod

Problematika regulace a dohledu distribuce finančních produktů patří mezi často opomíjená témata v oblasti finanční ekonomie. Proto jsem byl potěšen, že autoři Šindelář a Erben publikovali v roce 2017 svůj pohled na problematiku distribučního mechanismu na českém finančním trhu. Cílem jejich kvalitně zpracovaného článku bylo „prostřednictvím dílčích případových studií ilustrovat negativní vliv některých charakteristik státní regulatorní aktivity na chování ekonomických subjektů v oblasti finanční distribuce. Výsledky ukazují na neschopnost státních orgánů dlouhodobé problémy účinně řešit, jak na úseku regulace, tak 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“ (Šindelář a Erben, 2017, s. 13). Cílem mého článku není v žádném případě kritizovat stať Šindeláře a Erbena (2017), ale pouze dále rozvést či doplnit některé z jejich podnětných myšlenek, které jsou zmíněny v jejich příspěvku z roku 2017. Úvodní část článku se zaměřuje na podstatné závěry z výše uvedeného příspěvku. V samotném textu je pak nejdříve pozornost věnována prohloubení rozboru cílů regulace. V následující části článku je diskuse zaměřena na problematiku tzv. komplexního pojetí regulace. V závěrečné části diskusního příspěvku uvádím některé podrobnější souvislosti důchodové reformy v České republice.

* Petr Musílek, Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, katedra bankovníctví a pojišťovnictví, nám. W. Churchillů 4, 130 67 Praha 3; <musilek@vse.cz>.

Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE v Praze, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

2 Cíle regulace finančního trhu jsou rozsáhlejší

Jsem toho názoru, že autoři Šindelář a Erben možná až příliš úzce pohlížejí na základní cíle regulace finančního trhu (a tedy i cíle regulace distribuce finančních produktů), když uvádějí, že „Na tyto problémy stát reaguje zvyšujícím se množstvím legislativních regulací, až už evropského (směrnice a nařízení) anebo národního původu, jejichž deklarovaným cílem je zvýšení ochrany spotřebitele, případně posílení finanční stability“ (Šindelář a Erben, 2017, s. 5). Takto uvedené cíle finanční regulace však nejsou úplné. Předpokladem alokačně a operačně efektivního fungování finančních trhů je především participace dostatečně a kvalitně informovaných tržních účastníků. Avšak často dochází k tomu, že zejména účastníci maloobchodních segmentů finančních trhů nedisponují dostatečnými a pravdivými soubory informací nebo mají dokonce nedostatečné schopnosti tyto informace odpovídajícím způsobem vyhodnotit z důvodu finanční negramotnosti, což vede k jejich chybnému rozhodování při volbě finančních nástrojů. Definičním znakem maloobchodních finančních trhů je tedy častý výskyt tržního selhání ve formě informační asymetrie. Právě úplné a pravdivé informace jsou nejen rozhodujícím předpokladem efektivního fungování maloobchodních finančních trhů, ale také základem rovnoprávného postavení jednotlivých tržních účastníků na finančních trzích. Hlavní směr teorie finanční regulace (např. Dewatripont a Tirole, 1994) se proto domnívá, že je nutné, aby regulace především omezila výskyt informační asymetrie prostřednictvím mikro-obežetnostní regulace (angl. micro-prudential regulation), což však v uvedeném příspěvku nebylo podrobněji rozpracováno. Pokud se na maloobchodních finančních trzích vyskytuje výraznější informační asymetrie, pak se také postupně zvyšuje i riziková averznost finančních spotřebitelů, kteří přirozeně začnou požadovat za zvýšené riziko kompenzaci ve formě dodatečné rizikové prémie. Náklady informační asymetrie v konečném důsledku však nesou emitenti finančních instrumentů, poněvadž finanční zdroje na finančních trzích získávají za vyšší kapitálové náklady. Druhým důsledkem výskytu informační asymetrie na maloobchodních finančních trzích je to, že rizikově averzní finanční spotřebitelé začnou méně poptávat více rizikové finanční nástroje a postupně přesunou finanční kapitál do bezrizikových nebo málo rizikových investičních aktiv. Na rizikovějších investičních trzích poklesnou objemy obchodů a likvidita a následně vzrostou i transakční náklady, což opět způsobí vzestup ceny kapitálu pro emitenty finančních nástrojů. Jedním ze základních cílů regulace finančních trhů by tedy mělo být úsilí o snížování výskytu informační asymetrie. Bohužel výskyt informační asymetrie byl v České republice podpořen např. v reformovaném penzijním systému tím, že došlo k matoucí záměně pojmů spoření a investování. Jak jsem uvedl v jednom ze svých dřívějších článků (podrobněji Musílek, 2012), v systému účastnických fondů v rámci III. pilíře důchodového systému se totiž nejedná o žádné spoření, ale o typické investování. Ekonomickou podstatou se spořicí a investiční instrumenty od sebe tak výrazně

odlišují, že je zcela nepřipustné jejich zaměňování. Pokud někteří poskytovatelé investičních nebo bankovních služeb zaměňují investování za spoření, pak vědomě uvádějí své klienty v omyl, čímž porušují jeden ze základních principů poctivého jednání. Vůbec však nechápu, proč český stát jako tvůrce institucionálního uspořádání účastnických fondů vytvořil podmínky pro vznik informační asymetrie. Závěr je jednoznačný: účastnické fondy nenabízejí a finanční zprostředkovatelé nedistribuuji penzijní spoření, ale penzijní investování s nejistou výkonností, a to vzhledem k rizikovému profilu příslušného fondu.

Dalším cílem regulace finančního trhu je zabránění šíření záporných externalit. Finanční, operační a další problémy významnějších poskytovatelů finančních služeb snižují důvěru i na maloobchodním finančním trhu. Pokles důvěry způsobuje náklady i dalším účastníkům, kterým však nejsou uhrazeny. Finanční regulace by měla usilovat o omezení šíření záporných externalit z problémových („nemocných“) poskytovatelů finančních služeb na ekonomicky zdravé účastníky, a tím zamezit výraznějšímu poklesu důvěry. Systémová nedůvěra maloobchodního finančního trhu opět zvyšuje riziko s možným negativním dopadem na cenu kapitálu emitentů finančních nástrojů. Nedokonalá konkurence na maloobchodních finančních trzích negativně ovlivňuje jak alokační, tak i operační efektivnost distribučního systému. Rovněž přiměřená tržní konkurence je elementárním předpokladem efektivního fungování finančních trhů. Cílem regulace by také mělo být napravování tohoto typu tržního selhání a zajištění dostatečného konkurenčního prostředí.

Nejen hlavní směr finanční ekonomie (v Česku např. Revenda, 2015), ale i regulatorní praxe spatřuje hlavní příčiny regulace finančního trhu v oblasti různých zdrojů tržního selhání, přičemž v před-lehmanovském období se poměrně malá pozornost věnovala riziku výskytu finanční kriminality. Teprve v posledních letech se postupně začíná i v oblasti managementu rizik věnovat větší pozornost i operačním rizikům (zejména však riziku selhání informačních systémů), avšak stále se podle mého výrazně podceňuje riziko výskytu finanční kriminality nejen na efektivnost identifikace, ale i na užitečnost kvantitavních metod řízení tradičních zdrojů finančních rizik prostřednictvím moderního risk managementu. Cílem regulace finančního trhu včetně distribuce finančních produktů by měla být také snaha minimalizovat výskyt finanční kriminality, mající charakter buď správních přestupků, nebo často i kriminálních činů. Odhalování, omezování či potlačování finanční kriminality by mělo především vycházet z regulace tržního jednání (angl. market conduct regulation), a to na základě pravidel pro šíření investičních informací a zpráv emitenty a investičními prostředníky, pravidel nakládání s důvěrnými informacemi, pravidel jednání poskytovatelů finančních služeb ve vztahu k zákazníkům a pravidel odborné péče portfolio manažerů. Přirozeně integrální součástí regulace tržního jednání je i důsledné a účinné vynucování stanovených pravidel. Pro-aktivní potírání finanční kriminality nesmí být zanedbáno zejména v období finančního boomu, kdy obvykle nastává rozmach

nepoctivých praktik jako integrální součást finančního šilenství. Nepoctivé praktiky jsou zpravidla odhaleny a některé i potrestány až v období finanční krize nebo dokonce až v post-krizovém období, což byl i případ globální finanční krize např. v USA nebo ve Velké Británii, kde bylo odhaleno spousta nepoctivých praktik v oblasti hypotečních produktů nebo sekuritizačních technologií.

3 Tzv. komplexní pojetí finanční regulace

V diskutovaném příspěvku zaznívá také silný apel na implementaci komplexního pojetí regulace. Autoři uvádějí, že „komplexní pojetí regulace – jednotný a shodný regulatorní rámec pro všechny produktové oblasti (odvětví) na úseku distribuce je ideálním stavem, který, při vhodném nastavení náročnosti, zcela eliminuje negativní efekty vyplývající z výše popsanych disparit“ (Šindelář a Erben, 2017, s. 14). Domnívám se však, že komplexní pojetí regulace je i v oblasti distribuce finančních produktů tak trochu iluzí, poněvadž ze své ekonomické podstaty různé třídy finančních aktiv (např. depozita, cenné papíry, penzijní nebo pojistné instrumenty) jsou obvykle spojeny s odlišnými kurzotvornými a distribučními riziky, z čehož vyplývá i nutnost pro specifický regulatorně-dohledový rámec v jednotlivých finančních segmentech. Právě sektorově orientovaný model regulace je tradičním přístupem k institucionálnímu uspořádání finanční regulace, přičemž se vychází z existence relativně nepropojených segmentů finančního trhu. Tento model je např. tradičně používán v USA nebo v post-lemanovském období také i v EU. Specializované segmenty finančního trhu jsou pak nejen sekundárně regulovány, ale zejména dohlíženy sektorově zaměřeným dohledovým úřadem. Centrální banka obvykle dohlíží nad činností bank a specializované dohledové instituce se zaměřují na trh cenných papírů, penzijní nebo pojistný trh. Mezi zjevné výhody tohoto přístupu k finanční regulaci patří specializace v dohledové činnosti, jednoznačné určení odpovědnosti za výkon dohledu, konkurence jednotlivých přístupů k regulaci a dohledu, riziko diverzifikace selhání dohledové instituce a vzájemné doplňování ve výkonu dohledové činnosti. Samozřejmě sektorový přístup má i určitá omezení, mezi která zejména patří komplikovaný dohled nad finančními supermarkety, náklady na úzkou kooperaci a komunikaci sektorově orientovaných dohledových autorit, riziko regulatorní arbitráže mezi různými finančními segmenty a vyšší zátěž pro finanční instituce diverzifikovaných finančních služeb, které často podléhají vícenásobnému dohledu (podrobněji Musílek, 2006). Od 80. let minulého století se začal v Evropě postupně prosazovat model jednotného finančního dohledu. V roce 1986 Norsko jako první evropská země integrovala veškeré dohledové činnosti do jednoho úřadu. Původně se předpokládalo, že tento přístup umožní harmonizovat stanovení a vynuovení regulatorních požadavků (angl. one-stop shop principle), a to ve vztahu k různým druhům finančních produktů a finančních institucí z jednotlivých finančních sektorů. Klíčovým a zlomovým okamžikem byl přechod na tento model

koncem devadesátých let minulého století ve Velké Británii. Nově vytvořená jednotná instituce dohledu Financial Services Authority (FSA) postupně od roku 1997 převzala veškeré dohledové pravomoci nad finančním trhem, a to nejen od specializovaných dohledových institucí a samoregulujících se institucí, ale také i od Bank of England v oblasti dohledu nad bankami. FSA měla navíc pravomoc vydávat regulatorní pravidla, vykonávat obezřetnostní dohled a dohled nad jednáním ve vztahu k zákazníkům. FSA rovněž disponovala rozsáhlými informačními, vyšetřovacími, intervenčními a sankčními kompetencemi. Po vzoru Velké Británie k tomu modelu uspořádání dohledu přešlo poměrně záhy např. také Německo nebo Rakousko. Nejen selhání britského finančního dohledového systému před globální finanční krizí a během ní, ale i nenaplněná integračně-harmonizační očekávání jsou pravděpodobně jedním z důvodů v posledních letech realizované reformy institucionálního uspořádání regulatorně-dohledového mechanismu nejen ve Velké Británii. Jasně se totiž ukázalo, že je jak velmi komplikované řízení odlišně zaměřených sektorových přístupů v jedné dohledové instituci, a to zejména v období vzniku integrovaného dohledu, tak i obezřetnostní regulace a ochrana finančních spotřebitelů v různých segmentech finančního trhu vyžadují výrazně odlišné nejen regulatorní pravidla, ale i specifické dohledové metody. Ani po více než dvou dekádách fungování jednotného regulatorně-dohledového modelu ve formě FSA se totiž ve Velké Británii nepodařilo původních integračních a harmonizačních cílů dosáhnout a po globální finanční krizi byla původní koncepce jednotného přístupu k regulaci a dohledu částečně opuštěna. Koncem roku 2012 došlo k převedení pravomocí FSA v oblasti obezřetnostního finančního dohledu na dceřinou společnost Bank of England Prudential Regulation Authority. Bank of England se také stala prostřednictvím Financial Policy Committee zodpovědnou za makrobezpečnostní dohled celého finančního systému. Současně se vytvořil i nový úřad (Financial Conduct Authority), který se zejména zaměřuje na boj s finanční kriminalitou. Jsem však toho názoru, že hlavním problémem není, zda je implementován sektorový, integrovaný či dokonce funkcionální model, ale klíčovým předpokladem je, aby regulace byla chytrá, citlivá, účinná a především dynamická, přispívající k rozvoji finančních trhů při současném snižování transakčních a kapitálových nákladů tržních účastníků. Napravování tržního selhání a boj proti finanční kriminalitě předpokládá efektivně fungující regulatorně-dohledové instituce, vybavené především kvalitními zaměstnanci s dostatečnými vynucovacími pravomocemi.

4 Podrobněji o důchodové reformě

Autoři článku zkoumají distribuční dopady důchodové reformy z roku 2013 a soustředí se zejména na III. pilíř, když uvádějí, že „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 k zvýšení požadavků na distributory na nejvyšší úroveň (odpovídající regulaci investičních fondů dle směrnice Markets i Financial Instruments Directive I – MIFID I) a současně k regulaci ziskatelské odměny (provize) na úroveň zhruba jedné pětiny před-reformní průměrné hodnoty“ (Šindelář a Erben, 2017, s. 11). V dalším textu si dovoluji doplnit pohled na uvedenou problematiku trochu podrobnějším a komplexnějším přístupem k celému důchodovému systému, poněvadž podstatné úpravy III. pilíře evidentně souvisely se zavedením II. pilíře (podrobněji Musílek, 2013). Tento pilíř začal v České republice fungovat od začátku roku 2013 ve formě dobrovolného důchodového spoření, a to na principu opt-out. Každý občan se mohl částečně vyvázat ze státního důchodového systému (I. pilíř), a to tím, že 3 % z povinných plateb na sociální pojištění si mohl alokovat do soukromého důchodového fondu, spravovaného penzijní společností. K této částce však musel účastník II. pilíře dodatečně investovat další 2 % ze základu na povinné platby na sociální pojištění. Rozhodnutí o zapojení do II. systému bylo definitivní. Do II. pilíře bylo možné vstoupit kdykoliv do věku 35 let. V případě volby institucionálního uspořádání důchodových fondů ve formě soukromých finančních institucí v rámci II. pilíře českého důchodového systému bylo podle mého názoru vhodné současně zavést povinný systém účasti. Povinné systémy totiž umožňují dlouhodobě výrazně snížit podíl státního pilíře financovaného průběžným způsobem, podporují nárůst agregátních úspor, dovolují omezit daňové stimuly tvorby penzijních úspor a vytvářejí předpoklady pro jednoduchou přenositelnost penzijních nároků, což má pak obvykle pozitivní dopad i na mobilitu pracovních sil. Původní návrhy II. pilíře v ČR rovněž s povinnou účastí občanů počítaly, avšak ve finálním návrhu důchodové reformy Nečasova vláda tuto povinnost vypustila, avšak ostatní parametry II. pilíře byly zachovány (zejména administrativní regulace nákladů včetně provizí za distribuci), což bylo fundamentální chybou. Operační efektivnost provozovatelů českých důchodových fondů nebyla primárně založena na rivalitě jednotlivých fondů, ale tvůrci II. pilíře důchodového systému evidentně preferovali administrativní přístup. Pravděpodobně byl tento přístup inspirován dlouhodobými zkušenostmi s nákladným fungováním soukromých penzijních fondů v Chile, kde původní představa, že dostatečný počet fondů automaticky povede k operační efektivnosti, se zcela nenaplnila. A proto byl v Chile vedle systému tržní konkurence soukromých penzijních fondů i postupně implementován administrativní přístup, což po určité době skutečně vedlo ke zvýšení operační efektivnosti kapitalizovaného pilíře. Proto při zvažované variantě povinné účasti v II. důchodovém pilíři v ČR se ochrana účastníků měla mimo jiné realizovat i zvýšenou mírou regulace nákladů a některých poplatků. Obdobný přístup byl také zvolen i pro III. pilíř, a to s cílem zajištění regulatorní neutrality. Jsem přesvědčen, že se však celkově jednalo o nadměrnou regulaci, poněvadž např. maximální nákladové limity za obhospodařování portfolia byly následující:

- důchodový fond státních dluhopisů (DFSD): 0,3 % z průměrné hodnoty vlastního kapitálu;
- konzervativní důchodový fond (KDF): 0,4 %;
- vyvážený důchodový fond (VDF): 0,5 % a
- dynamický důchodový fond (DDF): 0,6 %,

přičemž KDF, VDF a DDF navíc měly nárok i na úplatu za zhodnocení majetku (max. 10 % z rozdílu průměrné roční hodnoty důchodové jednotky v příslušném období a nejvyšší průměrné hodnoty důchodové jednotky v letech předcházejících příslušnému období od vzniku důchodového fondu vynásobené průměrným ročním počtem důchodových jednotek). Navíc byla zavedena i velmi restriktivní regulace dalších nákladů důchodových fondů. Např. náklady důchodových fondů na reklamu nesměly převýšit 1000násobek průměrné mzdy v národním hospodářství, přičemž v prvním roce se jednalo o 3000násobek. Rovněž byly striktně regulovány také různé druhy poplatků. Jednalo se např. o limity za změnu investiční strategie (max. 500 Kč), přestup k jiné penzijní společnosti (max. 800 Kč) nebo zprostředkování získání účastníka (max. 3,5 % průměrné mzdy). Velmi přísná regulace nákladů způsobila, že jak univerzální finanční skupiny, tak ani finanční zprostředkovatelé nebyli příliš finančně zainteresováni na propagaci a distribuci produktů nejen II. pilíře, ale také ani III. pilíře důchodového systému.

Jak již bylo uvedeno, během složitého procesu vytváření II. důchodového pilíře byla z politických důvodů změněna forma účasti občanů z povinné na dobrovolnou, avšak bez úpravy ostatních podstatných systémových prvků nejen II. pilíře, ale i III. pilíře českého důchodového systému. Ve spojitosti s agresivním politickým marketingem některých odpůrců kapitalizovaných penzijních pilířů nebylo pak žádným překvapením, že tento penzijně-investiční produkt byl velmi obtížně prodejný. Nově koncipovaný II. pilíř českého důchodového systému se potýkal s obrovským nezájmem široké veřejnosti, poněvadž během jeho existence uzavřelo smlouvu o důchodovém spoření s některou z šesti licencovaných penzijních společností pouhých 83 tisíc účastníků. I když ve většině vyspělých států sice také existuje dobrovolný systém účasti v kapitalizovaných penzijních systémech, avšak v těchto státech většinou převládá institucionální uspořádání penzijních institucí v zaměstnanecké formě (např. USA, Velká Británie nebo Nizozemsko). Naopak důchodové fondy v České republice byly koncipovány ve formě nezávislých finančních institucí. V roce 2015 byl schválen Zákon o ukončení důchodového spoření, a to k 1. 1. 2016, přičemž zákon umožnil účastníkům výběr z následujících variant: převod prostředků na svůj účet doplňkového penzijního spoření či penzijního připojištění (III. pilíř); převod prostředků na bankovní účet či dodáním prostřednictvím poštovní poukázky; převod části prostředků odpovídajícímu vyvedenému důchodovému pojištění (3 %) zpět do státního systému (tedy doplacení odvodů do veřejného důchodového systému, aby nedošlo ke krácení budoucí státní

penze). Povolení k vytvoření důchodových fondů zaniklo dne 30. 6. 2016, přičemž vypořádání s účastníky bylo dokončeno do konce roku 2016.

Řešením zjevné institucionální chyby v rámci II. pilíře (tedy dobrovolné účasti) však v žádném případě nemělo být jeho zrušení, ale jeho dotvoření tak, že měla být zavedena povinná účast vymezených skupin občanů při současné úpravě některých podstatných parametrů kapitalizovaného systému. Podle mého názoru ze strany penzijních společností v období rozhodování o budoucnosti II. pilíře měl být vytvořen výrazně větší tlak na další pokračování tohoto pilíře. Zrušení II. pilíře však proběhlo bez většího odporu penzijních společností, poněvadž pro ně byla „připravena“ atraktivní „kompenzace“ ve formě novely zákona o doplňkovém důchodovém spoření (převážně s účinností od 1. 1. 2016). Tato novela umožnila sjednat doplňkové penzijní spoření i pro nezletilé osoby (a tato osoba si bude moci po dosažení 18 let vybrat až 1/3 vlastních prostředků), umožnila právo na výběr všech prostředků již po dovršení 60 let, dále novela zavedla osvobození zdanění výnosů ve výši 15 % (pokud si však účastník doplňkového spoření nechá vyplácet penzi alespoň 10 let), zvýšila daňové úlevy účastníků od roku 2017 až na limit 24 000 Kč ročně a pro zaměstnavatele z 30 tis. na 50 tis. Kč na odvodech sociálního a zdravotního pojištění, výrazně zvýšila limit úplaty za obhospodařování majetku účastnického fondu (s výjimkou konzervativního účastnického fondu, který je ve výši 0,4 %) z 0,8 % na 1 % a podílu za zhodnocení majetku z 10 % na 15 % a úplatu za správu majetku v transformovaném fondu z 0,6 % na 0,8 % při současném snížení výkonnostní odměny z 15 % na 10 % a především novela zvýšila provize zprostředkovatelům z cca 880 Kč na 1760 Kč za uzavření penzijní smlouvy.

5 Závěr

Cílem regulace maloobchodních finančních trhů je zejména napravování tržního selhání a potlačování výskytu finanční kriminality. Základním předpokladem naplnění těchto cílů je především vytvoření efektivně fungující regulatorně-dohledové instituce, která je vybavená především kvalitními zaměstnanci s dostatečnými vynucovacími pravomocemi. Koncept komplexního pojetí regulace byl ve vyspělých státech velmi populární před více než 20 lety, jeho očekávání však nebyla zcela naplněna, a proto je také postupně modifikován či dokonce opouštěn. Úpravy parametrů jednotlivých pilířů českého důchodového systému nebyly izolované, a proto je nutné zkoumat podmínky distribuce produktů i ve III. pilíři systémovým způsobem.

Literatura

DEWATRIPONT, M., TIROLE, J., 1994. *The Prudential Regulation of Banks*. London: MIT Press.

MUSÍLEK, P., 2006. Komparace modelů finanční regulace a dozoru: výhody a nevýhody. *Český finanční a účetní časopis*. Roč. 1, č. 4, s. 8–22.
doi: 10.18267/j.cfuc.191.

MUSÍLEK, P., 2012. Penzijní versus účastnické fondy. *Český finanční a účetní časopis*. Roč. 7, č. 3, s. 6–17. doi: 10.18267/j.cfuc.14.

MUSÍLEK, P., 2013. Nedokonalý kapitalizovaný pilíř českého důchodového systému. *Český finanční a účetní časopis*. Roč. 8, č. 2, s. 50–60.
doi: 10.18267/j.cfuc.339.

REVENDA, Z., 2015. *Centrální bankovníctví*. Praha: Management Press.

ŠINDELÁŘ, J., ERBEN, M., 2017. Problémy v distribuci finančních produktů: selhání trhu anebo regulace? *Český finanční a účetní časopis*. Roč. 12, č. 3, s. 5–17.
doi: 10.18267/j.cfuc.498.

Regulation and supervision of distribution of financial products

Petr Musílek

Abstract:

This paper discusses the issue of regulation and supervision of the distribution of financial products, launched by the article by Sindelar and Erben (2017). The introductory part of the article focuses on the essential conclusions from the above article. In addition, attention is paid to deepening the analysis of regulatory objectives, especially in the area of information asymmetry. The so-called complex concept of regulation is questioned in the following part of the paper. The final part of the paper analyzes the detailed context of pension reform in form II. pillar and its impact on III. pillar of the pension system in the Czech Republic.

Keywords: Pension reform; Financial products; Financial market; Pension funds; Regulation and supervision.

JEL Classification: G20.