



**Český finanční a účetní časopis je vědecký časopis vydávaný
Vysokou školou ekonomickou v Praze**

**v rámci Institucionální podpory na dlouhodobý koncepční rozvoj financované
Ministerstvem školství, mládeže a tělovýchovy České republiky**

Redakční rada:

Bohumil STÁDNÍK (Vysoká škola ekonomická v Praze) – předseda; David PROCHÁZKA (Vysoká škola ekonomická v Praze) – místopředseda; Eva DUCHÁČKOVÁ (Vysoká škola ekonomická v Praze); Renáta PAKŠIOVÁ (Ekonomická univerzita v Bratislavě); Pavel SVAČINA (Vysoká škola ekonomická v Praze); Jaroslav WAGNER (Vysoká škola ekonomická v Praze)

Ediční rada:

Petr MUSÍLEK (Vysoká škola ekonomická v Praze) – předseda; Romana ČIŽINSKÁ (ŠKODA AUTO Vysoká Škola); Lilia DVOŘÁKOVÁ (Západočeská univerzita v Plzni); Zuzana JUHÁSZOVÁ (Ekonomická univerzita v Bratislavě); Bohumil KRÁL (Vysoká škola ekonomická v Praze); Martin MANDEL (Vysoká škola ekonomická v Praze); Petr MAREK (Vysoká škola ekonomická v Praze); Ladislav MEJZLÍK (Vysoká škola ekonomická v Praze); Libuše MÜLLEROVÁ (Vysoká škola ekonomická v Praze); Juraj NEMEC (Masarykova univerzita); Štěpán ONDER (Profi Credit Czech a.s.); Boris POPESKO (Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně); Jakub SEIDLER (Česká bankovní asociace); Daniel STAVÁREK

(Slezská univerzita v Opavě); Martin ZRALÝ (České vysoké učení technické v Praze)

Kontaktní adresa:

Český finanční a účetní časopis Vysoká škola ekonomická v Praze
nám. W. Churchilla 4
130 67 Praha 3
E-mail: cfuc@vse.cz

Tel.: +420 224 095 106
<http://cfuc.vse.cz>

**ROK 2026
ROČNÍK 21
ČÍSLO 2**

STATI

4

Nákladová optimalizace v pojišťovnictví za podmínek asymetrických informací: teoretické přístupy a implikace pro praxi

Eva Ducháčková – Lukáš

Volf.....4

Disclosure of Alternative Performance Measures in European Companies from the Health Care Sector

Petra Zatlková15

Předplacené poplatky u investičních produktů: holistická analýza

Jiří Šindelář – Petr Šimčák42

DISKUZE

SFDR Funds Performance Differences – Fixed Income and Equity Funds

Michal Vyletelka 55

Finanční regulace mezi stabilitou a regulatorní komplexitou: diskuze o proměně institucionálního uspořádání dohledu v Evropské unii a České republice

Lukáš Volf..... 69

Nákladová optimalizace v pojišťovnictví za podmínek asymetrických informací: teoretické přístupy a implikace pro praxi

*Eva Ducháčková – Lukáš Volf**

Abstrakt:

Cílem tohoto článku je analyzovat problematiku nákladové optimalizace v pojišťovnictví v prostředí asymetrických informací, zejména v kontextu morálního hazardu a nepříznivého výběru. V teoretické části jsou shrnuty klíčové ekonomické modely, které popisují chování pojistníků a pojišťoven za podmínek informační nerovnováhy. Následně jsou diskutovány konkrétní nástroje vedoucí ke zmírnění těchto problémů, jako jsou screenovací a signalizační mechanismy, behaviorální přístupy, role regulace či využití datové analytiky. Výsledky článku ukazují, že efektivní nákladová strategie v pojišťovnictví není dosažitelná bez adekvátního zvládnutí asymetrie informací na straně klientů i pojistitelů. Článek přináší návrh koncepčního rámce, který propojuje mikroekonomické modely s praktickými implikacemi pro řízení nákladovosti a výběrových mechanismů v pojišťovacím sektoru.

Klíčová slova:

Asymetrie informací, pojišťovnictví, morální hazard, nepříznivý výběr, nákladová optimalizace, behaviorální ekonomie, algoritmický pricing

JEL klasifikace: D82, G22, D91

* prof. Ing. Eva Ducháčková, CSc., Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, nám. W. Churchilla 4, 130 67, Praha 3 (e-mail: eva.duchackova@vse.cz).
Ing. Lukáš Volf, DiS., Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, nám. W. Churchilla 4, 130 67, Praha 3, (lukas.volf@vse.cz).

1. Úvod

Pojišťovnictví představuje jeden z klíčových pilířů moderního finančního systému, neboť zajišťuje mechanismus transferu rizika, bez něhož by byla realizace mnoha ekonomických aktivit neefektivní či dokonce neproveditelná. Jeho stabilita a dlouhodobě konzervativní charakter přispívají k odolnosti celého finančního sektoru, přičemž empiricky je doloženo, že na rozdíl od jiných segmentů nebyly pojišťovny dosud spouštěčem systémových krizí (Tisová & Ducháčková, 2021).

Hlavní funkcí pojišťovny je transformace individuálního rizika ve sdílené riziko prostřednictvím kolektivního fondu, tzv. pojistného kmene. Výše pojistného, které pojišťovna stanovuje, by měla jednak pokrývat očekávané výdaje na pojistná plnění, režijní náklady, přírážky na zisk, kapitálové požadavky, ale také zohlednit i tvorbu rezerv. Jakékoli narušení rovnováhy mezi příjmovou a výdajovou stranou, a to zejména kvůli chybné aktuárské kalkulaci rizika, se proto promítá přímo do hospodářského výsledku pojistitele¹. Z tohoto důvodu je kvalitní risk assessment a správná práce s informacemi o pojistném subjektu naprosto zásadní.

V ideálním prostředí plné informovanosti by pojišťovna byla schopna již před uzavřením pojistné smlouvy přesně odhadnout pravděpodobnost pojistné události i výši škody a tomu přizpůsobit konstrukci pojistného produktu vč. kalkulace pojistného. V reálném světě však vstupuje do vztahu pojistníka a pojistitele fenomén tzv. informační asymetrie, kdy jedna strana (zpravidla klient v podobě pojistníka nebo pojištěného) disponuje zásadními informacemi, které druhá strana (pojišťovna) nemá možnost bez dodatečných nákladů ověřit. Tyto informace se mohou týkat například zdravotního stavu, úmyslu záměrně poškodit pojištěný

¹ Pozn. autora: Pojistitel je právnická osoba oprávněná provozovat pojišťovací činnost na základě povolení k podnikání podle zákona č. 277/2009 Sb., o pojišťovnictví. V právním a ekonomickém smyslu vystupuje jako druhá smluvní strana pojistné smlouvy a zavazuje se poskytnout pojistné plnění v případě vzniku pojistné události, a to za úhradu sjednaného pojistného. V praxi se pojistitel zpravidla označuje jako pojišťovna.

majetek nebo motivace k uzavření pojistné smlouvy těsně před plánovanou škodní událostí.

Tato asymetrie vytváří dva typy rizik:

- **nepříznivý výběr** (adverse selection) – tedy situaci, kdy do pojistného portfolia vstupují s vyšší pravděpodobností škod právě rizikovější pojistníci nebo pojištěné osoby, jejichž skutečné charakteristiky pojišťovna nezná;
- **morální hazard** (moral hazard) – tedy chování pojistníka nebo pojištěné osoby po uzavření smlouvy, které mění pravděpodobnost vzniku pojistné události (např. zanedbání péče, nehlášení změn).

Oba tyto jevy vedou ke zkreslení cenotvorby pojistných produktů, zhoršení výběrového portfolia a v důsledku toho ke zvýšenému nákladovému zatížení pojistitele. Pojišťovna je nucena buď navyšovat sazby pojistného (což ohrožuje konkurenceschopnost), nebo zavádět nákladná opatření pro zmírnění informační asymetrie, jako jsou např. screeningové procesy, omezení krytí v podobě výluk z pojištění, nebo tzv. post-underwritingové kontroly.

Vzhledem k výše uvedenému se asymetrie informací stává klíčovou determinantou efektivity pojišťovnictví jako odvětví. Náklady, které vznikají v důsledku chybných rozhodnutí způsobených informační nerovnováhou, nejsou pouze interní (např. vyšší plnění, fraud detection, litigation), ale přenášejí se i do celkového fungování trhu. Typickým příkladem takového transferu jsou negativní externality pro poctivé klienty, kteří jsou penalizováni zdražením pojistného nebo výlukami z pojistné ochrany.

Tento článek proto zkoumá, jak lze dosáhnout nákladové optimalizace pojišťoven prostřednictvím řízení asymetrických informací. Nejprve popisuje hlavní mikroekonomické modely a jejich implikace, poté přechází k analýze konkrétních nástrojů a strategií v praxi. Pozornost je věnována nejen klasickým přístupům (spoluúčast, bonus-malus, pre-screening), ale i novým možnostem – od behaviorálních intervencí po využití big data a umělé inteligence pro prediktivní modelování rizik.

Toto šetření využívá kombinaci teoreticko-analytického přístupu a kvalitativní komparace nástrojů, které pojišťovny aplikují k řízení asymetrických informací a optimalizaci nákladů. Základní rámec vychází z mikroekonomické teorie rozhodování za přítomnosti rizika a nejistoty, přičemž klíčovým modelem je rovnováha na pojistném trhu podle Rothschilda a Stiglitze (1976). Tato studie patří vůbec k prvním formálním ekonomickým modelům, které se soustavně věnovaly problematice asymetrických informací na trzích, včetně trhu pojištění. Tento model

je doplněn o behaviorální aspekty, zejména teorii prospektů (Kahneman & Tversky, 1979), která poskytuje hlubší vhled do rozhodovacích procesů pojistníků.

V posledním desetiletí se výzkum v oblasti asymetrických informací v pojišťovnictví výrazně rozšířil. Například studie Chiapporiho a Salaniého (2013) poskytuje empirické testy predikcí teorie asymetrických informací na pojistných trzích. Aktuální vědecké poznání, práce Dantinga He (2025), analyzuje dopady asymetrických informací na trhy zdravotního pojištění, identifikuje příčiny a důsledky těchto informací a navrhuje potenciální řešení pro zlepšení efektivity pojistných systémů.

2. Metodologie

- mikroekonomické modelování: analýza rozhodovacích procesů pojistníků a pojistitelů za podmínek informační nerovnováhy, včetně modelů morálního hazardu a nepříznivého výběru;
- kvalitativní případové studie: zkoumání konkrétních nástrojů a strategií používaných pojišťovnami v České republice, jako jsou bonus-malus systémy, pre-screening a využití datové analytiky;
- sekundární literární analýza: rešerše odborné literatury zaměřené na ekonomii pojištění, teorii rizika a regulační rámce, včetně prací publikovaných v období 2012–2024.

Tato kombinace metod umožňuje komplexní pohled na problematiku nákladové optimalizace v pojišťovnictví za podmínek asymetrických informací, propojující teoretické modely s praktickými aplikacemi a aktuálními výzkumnými poznatky.

Vlastní analytický postup probíhal ve třech krocích:

1. *Syntéza a revize odborné literatury (1970–2024)*: byla provedena tematická rešerše zaměřená na klíčové teoretické modely asymetrických informací na pojistném trhu (zejména Rothschild & Stiglitz, Akerlof, Holmström) a následně na aktuální empirické studie publikované v letech 2012–2024, které analyzují praktické dopady informační asymetrie na nákladovost pojišťoven (např. Chiappori & Salanié, Einav et al., He 2025). Zvláštní pozornost byla věnována literatuře zaměřené na nástroje pro snižování morálního hazardu a negativní selekce.

2. *Kvalitativní analýza případových přístupů z praxe pojišťoven*: na základě dostupných dokumentů, výročních zpráv pojišťoven, dat České asociace pojišťoven (ČAP) a odborných článků bylo identifikováno osm konkrétních nástrojů, které pojišťovny v ČR a EU běžně využívají k mitigaci informační asymetrie. Tyto nástroje byly zařazeny do struktur podle fáze pojistného cyklu.

3. *Tematická kategorizace a komparace nástrojů podle jejich nákladového dopadu:* v posledním kroku byly jednotlivé nástroje porovnány z hlediska jejich vlivu na nákladovou efektivitu, míru preventivního účinku a schopnosti ovlivnit rozhodovací proces pojistníka. Výsledkem je přehledová tabulka (viz Výsledky), která klasifikuje nástroje dle jejich pozice v cyklu pojištění a očekávaného efektu.

3. Výsledky

Analýza přístupů používaných pojišťovnami v prostředí asymetrických informací ukazuje, že efektivní nákladová optimalizace je úzce spjata se schopností diferencovat pojistníky na základě jejich rizikového profilu, predikovat jejich budoucí chování a strukturovat pojistné produkty tak, aby minimalizovaly negativní externalitu vyplývající z morálního hazardu a nepříznivého výběru.

Z teoretického hlediska je nákladové zatížení pojistitele výslednicí očekávané hodnoty pojistného plnění, která závisí na:

- pravděpodobnosti vzniku pojistné události (endogenně ovlivnitelné chováním pojistníka),
- výši škody a
- míře pokrytí škody pojišťovnou.

Při absenci dokonalých informací o těchto veličinách dochází ke stanovení nevhodné výše pojistného. Zpravidla podhodnoceného u rizikových klientů a nadhodnoceného u nerizikových. To vede k tzv. negativní selekci, která následně deformuje celý pojistný kmen.

b. Screeningová opatření jako samovýběrový filtr

Mezi nejčastější opatření pro mitigaci morálního hazardu patří využití spoluúčasti, odkladných lhůt (karenční doba) a škálovaných limitů pojistného krytí. Tyto prvky vytvářejí samovýběrové mechanismy, které motivují klienty k výběru produktu odpovídajícího jejich vlastnímu rizikovému profilu. Empirické studie (Chiappori & Salanié, 2013; Fang et al., 2008) potvrzují, že spoluúčast snižuje pravděpodobnost hlášení méně závažných škod a tím významně ovlivňuje výši celkového pojistného plnění.

c. Využití behaviorálních a datově řízených přístupů

S rozvojem technologií a dostupností dat roste význam behaviorální predikce a machine learningu v modelování rizika. Pojišťovny využívají:

- historická data o škodním průběhu,
- údaje o spotřebním chování (např. frekvence změn smluv, nákupních rozhodnutí a jiné.),
- externí datové zdroje (např. registry dlužníků, telematiku u autopojištění).

Např. práce Einav, Finkelstein a Levin (2018) ukazuje, že tzv. algoritmické predikční modely dokáží výrazně přesněji odhadnout budoucí pojistné náklady než tradiční aktuárské přístupy. Takové modely umožňují cílený pricing a personalizované nastavení pojistných podmínek, čímž pojišťovna snižuje riziko zkreslení cenotvorby.

d. Ex-post kontrolní mechanismy a jejich přínos

Z významných nástrojů ex-post charakteru lze jmenovat:

- kontrolu procesu likvidace škodní události a využití pojistných detektivů,
- ověřování pravosti dokumentace a majetku,
- zpětnou validaci informací z pojistné smlouvy.

Podle údajů České asociace pojišťoven bylo v roce 2020 odhaleno více než 1,1 miliardy Kč na pojistných podvodech (ČAP, 2021). Dominantní podíl připadá na pojištění majetku a odpovědnosti. Investice do antifraud technologií a lidských kapacit participujících na kontrolních mechanismech mají tedy přímý dopad na redukci nákladů, a to nejen finančních, ale i reputačních.

e. Zavádění systémů dynamického oceňování rizika

Moderní pojišťovny zavádějí adaptivní tarifní modely, které průběžně upravují výši pojistného v závislosti na chování klienta, typu rizika a aktuálním vývoji škod. Tento přístup (např. tzv. „pay-how-you-drive“ v autopojištění) umožňuje přesnější oceňování rizika a současně stimuluje žádoucí chování klientů.

f. Regulační omezení selekce a jejich vliv na nákladovost

Regulace v oblasti pojišťovnictví (např. směrnice Solvency II nebo GDPR) klade důraz na spravedlivý přístup ke klientům a omezuje možnost selekce na základě citlivých údajů (např. pohlaví, zdravotní stav). To vytváří strukturální omezení v možnostech plné nákladové optimalizace a nutí pojišťovny k využívání proxy proměnných a agregovaných dat.

Celkově výsledky ukazují, že efektivní řízení nákladů v podmínkách asymetrie informací není dosažitelné jednorázovými opatřeními, ale integrovaným přístupem kombinujícím:

- předvýběrové filtry,
- personalizaci produktů,
- post-likvidační dohled,
- využití prediktivních modelů.

Pro lepší ilustraci praktického využití výše analyzovaných nástrojů přináší tabulka č. 1 přehled opatření členěných podle jednotlivých fází pojistného cyklu – od akvizice klienta přes správu smluv až po likvidaci pojistných událostí. Každý nástroj je doplněn o stručné vymezení jeho cíle či očekávaného efektu v kontextu nákladové optimalizace a řízení informační asymetrie.

Tab. 1: Nástroje podle fáze pojistného cyklu

Fáze pojistného cyklu	Používaný nástroj	Cíl / Efekt
Akvizice klienta	Spoluúčast, karenční lhůty, varianty krytí	Snížení morálního hazardu, samovýběr
	Datová analytika a prediktivní modely	Lepší odhad rizika a správné nacenění
	Behaviorální segmentace klientů	Identifikace rizikových vzorců chování
Správa pojistné smlouvy	Bonus-malus systémy, adaptivní oceňování	Motivace k odpovědnému chování, spravedlivé nacenění
	Kontrola majetku před pojištěním	Zamezení zkreslení hodnoty majetku
Likvidace pojistné události	Likvidační detektivové	Odhalení záměrně nadhodnocených škod
	Ověřování údajů, antifraud technologie	Minimalizace pojistných podvodů a reputačních škod
Celkový systém řízení	Kombinace nástrojů v rámci dynamické optimalizace	Trvalá optimalizace nákladů a přesnější alokace rizik

Zdroj: vlastní zpracování

Všechny tyto nástroje mají měřitelný dopad na snížení pojistného plnění, zpomalení růstu škodních poměrů a zvýšení přesnosti oceňování rizik, což jsou klíčové proměnné v optimalizaci nákladové efektivity pojistitele.

4. Závěr a diskuze

Získané poznatky potvrzují, že asymetrie informací zásadně ovlivňuje nákladovou efektivitu pojišťoven a že žádný z jednotlivých nástrojů sám o sobě není dostatečný k její úplné eliminaci. Klíčem k úspěšné optimalizaci je kombinovaný a fázově diferencovaný přístup, který integruje nástroje v celé délce pojistného cyklu, tzn. od akvizice po likvidaci škody.

Jedním z hlavních zjištění je, že nejvýraznější dopad na snížení nákladů mají opatření, která:

- aktivně ovlivňují chování pojistníka nebo pojištěného před vznikem pojistné události (ex-ante prevence, např. spoluúčast, behaviorální motivace), nebo
- efektivně odhalují podvodné chování po události (ex-post kontrola, antifraud systémy).

Naopak nástroje založené čistě na restrikci vstupu či selekci pojistníků nebo pojištěných osob představují v evropském regulačním prostředí limity právně i eticky. Jejich nadměrné využití může být v rozporu s principy rovného přístupu.

Diskuse nad současnou praxí ukazuje několik trendů a výzev:

1. Posun od reaktivních k prediktivním přístupům: tradiční antifraud opatření (např. likvidační kontrola) jsou sice účinná, ale až následná. Dlouhodobá efektivita vyžaduje přechod k prediktivním a datově řízeným modelům, které umožňují přesněji odhadnout rizikový profil klienta ještě před sjednáním smlouvy. V tom spočívá síla strojového učení a behaviorálních analýz, jejichž význam roste i v pojišťovnictví (Einav et al., 2018).

2. Význam důvěry a transparentnosti: nadměrná kontrola a filtrování mohou podkopat důvěru pojistníků. Úspěšné pojišťovny volí místo restriktivních opatření tzv. behaviorálně inteligentní přístupy, které podporují zodpovědné jednání klienta pozitivní motivací (např. slevy za bezpečné řízení). Tento trend je v souladu s konceptem nudge politik (Thaler & Sunstein, 2008), které se osvědčily v oblasti zdravotního i sociálního pojištění.

3. Regulační napětí mezi ochranou spotřebitele a ekonomickou racionalitou: evropské předpisy (např. GDPR, Gender Directive) omezují použití některých prediktivních proměnných. Z toho plyne výzva, jak využívat relevantní informace

bez porušení pravidel spravedlivého zacházení. Výsledkem je často využití proxy proměnných, které ovšem zvyšují statistickou i reputační nejistotu výsledků.

4. Riziko negativní externality pro poctivé klienty: pokud není asymetrie účinně řízena, dochází k rozprostření nákladů z podstřeleného pojistného napříč pojistným kmenem. To vede k nežádoucímu efektu – poctiví pojistníci hradí náklady méně odpovědných, čímž se podkopává dlouhodobá udržitelnost solidárního modelu.

Z hlediska teorie i praxe se ukazuje, že efektivní řízení informační asymetrie v pojišťovnictví vyžaduje:

- analytickou sofistikovanost (modely a data),
- regulatorní citlivost (co lze legálně a férově sledovat) a
- zároveň klientsky vstřícnou architekturu produktů, která neodrazuje od sjednání produktu, ale motivuje.

Propojování těchto dimenzí představuje náročný, ale nezbytný předpoklad pro dosažení dlouhodobé nákladové stability pojišťoven v prostředí s rostoucí komplexitou rizik a chování spotřebitelů.

Literatura

Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.

Carter, R. L. (1995). *Reinsurance* (3rd ed.). The Mercantile and General Reinsurance Company.

Chiappori, P.-A., & Salanié, B. (2013). Asymmetric information in insurance markets: Predictions and tests. In R. Guesnerie & P. Jost (Eds.), *Handbook of insurance economics*.

Česká asociace pojišťoven. (2021). *Statistika odhalených pojistných podvodů za rok 2020*. <https://www.cap.cz>

Česká národní banka. (2023). *Metodika pro výkon dohledu nad pojišťovnami podle Solventnosti II*. <https://www.cnb.cz>

Daňhel, J., et al. (2006). *Pojistná teorie* (2nd ed.). Professional Publishing.

Ducháčková, E. (1997). *Pojišťovnictví*. Vysoká škola ekonomická.

Einav, L., Finkelstein, A., & Levin, J. (2018). Beyond testing: Empirical models of insurance markets. *Annual Review of Economics*, 10, 311–339.

Fang, H., Keane, M., & Silverman, D. (2008). Sources of advantageous selection: Evidence from the medigap insurance market. *American Economic Review*, 98(2), 193–198.

He, D. (2025). *The role and impact of asymmetric information in health insurance markets*. ResearchGate. <https://www.researchgate.net/publication/387884614>

Holmström, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74–91.

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291.

Rothschild, M., & Stiglitz, J. E. (1976). Equilibrium in competitive insurance markets: An essay on the economics of imperfect information. *The Quarterly Journal of Economics*, 90(4), 629–649.

Soukup, J. (2012). *Mikroekonomická analýza*. Melandrium.

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.

Zákon č. 277/2009 Sb., o pojišťovnictví.

Evropský parlament & Rada Evropské unie. (2004). *Směrnice 2004/113/ES o rovnosti žen a mužů v oblasti přístupu ke zboží a službám*.

Evropský parlament & Rada Evropské unie. (2009). *Směrnice 2009/138/ES o přístupu k pojišťovací a zajišťovací činnosti a jejím výkonu (Solvency II)*.

Cost Optimization in Insurance under Information Asymmetry: Theoretical Approaches and Implications for Practice

Eva Ducháčková – Lukáš Volf

Abstract:

This article examines the issue of cost optimization in the insurance industry under conditions of information asymmetry, with particular emphasis on moral hazard and adverse selection. The theoretical section reviews key economic models describing the behavior of policyholders and insurers in the presence of information imbalances. The paper subsequently discusses selected instruments aimed at mitigating these inefficiencies, including screening and signaling mechanisms, behavioral approaches, regulatory interventions, and the application of data analytics. The findings suggest that effective cost management in insurance cannot be achieved without adequately addressing information asymmetries affecting both policyholders and insurers. The article proposes a conceptual framework that integrates microeconomic models with practical implications for cost management and risk selection mechanisms in the insurance sector.

Keywords:

Information asymmetry, insurance, moral hazard, adverse selection, cost optimization, behavioral economics, algorithmic pricing

JEL Classification: D82, G22, D91

Disclosure of Alternative Performance Measures in European Companies from the Health Care Sector

*Petra Zatková**

Abstract:

In this paper, I examine the discipline of companies in disclosing supplementary information about alternative performance measures (APMs) presented in their annual reports. I investigate the nature of disclosed measures, their location within the annual reports, discipline in differentiating unaudited APMs from audited GAAP measures, signposting to the reconciliation of APMs to their closest GAAP measures and significance of non-GAAP earnings adjustments. I use qualitative methods on hand-collected data from 40 European companies in the *Health Care* sector included in the MSCI EAFE ETF as of March 2023. I find that APMs are used by 95% of the companies but only 20 % of them differentiate APMs from other measures. 75 % of the companies reported non-GAAP earnings with 30 % making significant adjustments.

Keywords:

Alternative performance measures; non-GAAP performance measures; Financial reporting

JEL Classification: M4

* Ing. Petra Zatková; Prague University of Economics and Business, nám. Winstona Churchilla 1938/4, 130 67 Praha 3 – Žižkov, <zatp02@vse.cz>.

1. Introduction

Alternative performance measures (APMs), also called “non-GAAP” or “non-IFRS” measures, were first adopted by US technological companies during the dot-com period. Traditional accounting models struggled to capture their unprecedented business models – especially regarding investments in intangible assets such as R&D, information technology, trademarks, human capital etc. (Lev and Zarowin, 1999). Since then, these measures have become even more popular. In 2016, 97 % of companies in S&P 500 were disclosing APMs, compared to 59 % in 1996 (Audit Analytics, 2018).

APMs, or non-GAAP measures, are generally defined as indicators of financial performance disclosed in addition to those required by the accounting standards or the legislation. The increasing use of APMs by firms is also reflected in accounting literature. APMs were first studied for their usefulness in forecasting future earnings but also for their possibility of being misused by the management to meet market expectations (Arena et al., 2021). This dual conflicting theoretical framing—enhanced value relevance for investors versus the risk of opportunistic use by the management—constitutes the cornerstone of the APM literature (Brosnan et al., 2024) and is examined in detail in the next section.

Based on empirical evidence, several initiatives have been launched to regulate the disclosure and the use of these measures. For example, in 2002–2003 SEC introduced the first regulation of APMs through *SOX* and *Regulation G*. ESMA and IOSCO followed with their regulation in 2015 and 2016, respectively. One important difference is that totals and subtotals of the income statement are considered APMs by ESMA, as unlike US GAAP, currently adopted IFRS do not define them precisely. Therefore, they are not as comparable and could potentially be misleading to investors. Due to this criticism, IASB issued a new IFRS 18. IFRS 18 is the first accounting standard that introduces regulation of APMs¹. Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) in the US has been considering expanding auditors’ responsibilities to audit non-GAAP measures, since they are not yet fully subject to audit. More recent studies explore the impact of corporate governance and auditing on the quality of non-GAAP reporting (e.g. Lamoreaux et al. (2024), Feng et al. (2023), Anderson et al. (2022)).

Since overwhelming amount of research has been done on US companies using “street earnings” and mostly quantitative approach, there is an opportunity in studying APM reporting in other regulatory and institutional contexts than US as

¹ IFRS 18 uses the term “Management-defined Performance Measures” which has a narrower definition compared to APMs.

well as using more qualitative approach for analyzing “proforma earnings”², their disclosure characteristics and assessing the adherence to regulation (Brosnan et al., 2024), (Marques, 2017). This paper expands the current research by studying qualitative characteristics of APM-related information disclosure, such as the nature of disclosed APMs as well as reporting of supplementary information about presented APMs in annual reports of European companies.

In particular, this paper analyzes the annual reports for FY2022 of 40 European companies from the Health Care sector included in the MSCI EAFE ETF as of March 2023. Using qualitative analysis of hand-collected data, I examine the types of performance measures disclosed on the “frontpage” of annual reports. Moreover, the potential risk of misleading of unsophisticated users are examined, by observing whether the unaudited APMs are differentiated from the audited GAAP measures. Moreover, I study the discipline of companies in providing sign postings to the reconciliations of the presented APMs, the nature of the disclosed APMs, their location within the annual reports and the significance of non-GAAP earnings adjustments.

This paper provides a contribution to the regulators and academics, as it expands the literature on qualitative characteristics of APM reporting in European markets. It highlights the areas, where APM reporting could improve – either through stricter regulation or increased discipline of the management. This paper confirms the pressing need for further regulation, not only to protect the increasing number of unsophisticated investors which could be misled by them, but to also improve the informativeness of APMs for the stakeholders.

2. Background

2.1 Economic rationale for APMs reporting

The Conceptual Framework for Financial Reporting defines the objective of general-purpose financial reporting as providing useful information to a wide range of users. In practice, however, the primary users of financial statements are current and potential investors and creditors (IASB, 2018). These user groups may have different, and at times conflicting, information needs. For this reason, IFRS allow entities to disclose additional information which may benefit a specific group of users (IASB, 2018), such as APMs.

A growing body of literature emphasizes these informational benefits of APMs to the users. The proponents argue that APMs provide an enhanced view of the

² “Street earnings” are non-GAAP measures calculated by external analysts and could be found in various databases, whereas „proforma earnings” are calculated by the management of the company and presented in earnings announcements or annual reports.

underlying business performance and may be more value relevant than traditional accounting measures (Brown and Sivakumar, 2003), (Landsman et al., 2007), (Ribeiro et al., 2019), (Black et al., 2021). For example, the adjustments for non-reoccurring items are beneficial for forecasting future earnings. Davern et al. (2019) also find their timely availability to be a factor in investment decisions.

Several factors have contributed to the increasing use of APMs. Dechow et al. (2024) identify structural changes in the economy, including a shift towards technology-driven and human capital-intensive industries, where the firm value is less closely aligned with the GAAP earnings. Additionally, certain GAAP components may exhibit mixed attributes, such as expensing investments with future benefits (e.g. R&D), the presence of transitory items, or differing views on the treatment of specific components such as stock-based compensation. Finally, increased business volatility, including mergers and acquisitions, restructuring activities, and asset write-offs, has led to a greater prevalence of non-recurring items affecting GAAP earnings.

In a similar way, according to CFA Institute's (2016) survey, over half of professional investors use non-GAAP measures to assess the quality of GAAP earnings and find non-GAAP earnings valuable for analyzing trends and predicting future economic performance. The XRB's (2017) survey finds that non-GAAP reporting helps investors to acquire information that would not be possible to obtain from the traditional financial statements. This ties back to the different or opposing information requirements of the primary users of financial statements – as the standard setters focus more on valuation in the balance sheet (which is useful for the creditors) while the investors are interested in understanding the earnings power of the business.

Interesting perspectives provide studies of standardized non-GAAP adjustments – e.g. requirement of S&P about uniform computation of *Core earnings* measures from 2002 (Wieland et al., 2013) or South African companies reporting earnings adjusted for precisely defined items (Venter et al., 2014), where the non-GAAP earnings were observed to be more value-relevant than the GAAP earnings. Despite the good results, adoption of unified adjustments across all companies would be challenging due to the different business models and economic backgrounds.

2.2 Opportunistic use of APMs

Despite their potential benefits, APMs have been widely criticized for their susceptibility to opportunistic use. Due to the less strict regulation, managers may present non-GAAP measures in a way that is misleading or strategically aligned with market expectations (Curtis et al., 2014), (Isidro and Marques, 2015), (Laurion and Sloan, 2021).

Marques (2017) identifies key strategies, through which opportunistic behavior may be manifested, including:

- disclosure of non-GAAP measures that exceed earnings benchmarks – when GAAP earnings are worse than expected (Heflin and Hsu, 2008), (Black et al., 2017),
- adjusting non-GAAP earnings for recurring items (Kolev et al., 2007), (Shiah-Hou and Teng, 2016), (Zudana and Opare, 2025),
- strategic prominence of non-GAAP measures in annual reports and press releases (Allee et al., 2007), (Guillamon-Saorin et al., 2017).

Importantly, the impact of opportunistic reporting varies across investors. Bhattacharya et al. (2007), Johnson et al. (2014), Reimsbach, (2014) suggest that sophisticated investors are less likely to be misled by opportunistic non-GAAP reporting compared to unsophisticated investors, moreover they penalize firms for their opportunistic use (Guillamon-Saorin et al., 2017). Allee et al. (2007) find that the prominence of APMs in annual reports and press releases play a role in misleading of unsophisticated investors. The possible motivators may not only relate to stock valuation, but they can also be dependent on personal benefit in the form of management bonuses (Curtis et al., 2021) or insider trading (Shiah-Hou and Teng, 2016).

2.3 Regulatory responses to APM reporting

Given the observed misuse of APMs, securities regulators have developed several measures to protect the users from manipulative practices. For example, the regulations by (SEC, 2003, ESMA, 2015, IOSCO, 2016) prohibit APMs to be emphasized over GAAP measures and labelled in a way that could be misleading to the users (e. g. using terms such as “guaranteed profits” or labels that could result in mistaking APMs for GAAP measures). Management should justify the usefulness of the APMs presented to the investors and disclose their reconciliation to the closest GAAP measure. In the reconciliation, they must identify and separate each type of adjustment and explain the reason why it was made. The management should also ensure that the presented APMs are computed consistently throughout the reporting periods and provide comparable APMs for the previous periods.

Black et al. (2012), Chen (2010), Zhang and Zheng (2011) find that the *SOX* and the *Regulation G* adoption increased the quality of non-GAAP reporting and improved its trustworthiness in the eyes of investors (Black et al., 2012). Frankel et al. (2011) observed that boards with more independent directors are less likely to make adjustments reflecting opportunism – which was also improved with introduction of the *SOX* and the *Regulation G*. Moreover, high-quality

reconciliations increase the quality of non-GAAP reporting (Elliott, 2006) and help to reduce market mispricing (Aubert and Grudnitski, 2014).

Despite the overall positive impact of the *SOX* and the *Regulation G*, some companies continued disclosing non-GAAP earnings that could be misleading (Black et al., 2017). Kolev et al. (2007) found that managers started shifting recurring expenses into special items more often than prior to the regulations. Bond et al., (2017) and Kyung and Weintrop, (2016) observed higher levels of aggressive non-GAAP reporting after the introduction of *C&DIs*³ by the SEC in 2010, partially reversing the positive outcomes of the *SOX* and the *Regulation G*.

At this time, there are not many studies on the effects of the regulation introduced by ESMA in 2015. ESMA required the guidelines to be implemented by the competent national authorities into their regulatory frameworks. In France, Grégoire and Guillaume (2024) observed a decrease in the relevance of non-GAAP earnings after the implementation, however they found that it helped to reduce the information asymmetry between managers and investors. In Germany, Jana and McMeeking (2020) studied APM disclosure and concluded that there is a significant room for improvement to meet the ESMA's requirements.

2.4 Development of research questions

To address this research gap, this paper focuses on four interrelated research questions to be examined in the European context. Unsophisticated investors are often misled by APMs due to their prominence in the annual reports (Allee et al., 2007) (Guillamon-Saorin et al., 2017). I examine what types of performance measures are presented at the beginning of annual reports. ESMA (2015) requires that APMs are presented in a way that they could not be mistaken for GAAP measures – consequently, I assess whether APMs could be easily distinguished. CFA Institute (2016) and IASB (2020) found that the investors would welcome better discipline of companies including the signposting and the location of the reconciliation next to the presented APMs. I examine the difficulty of obtaining this reconciliation by the users. My first research question is formulated as follows:

RQ1: What types of performance measures are presented at the beginning of annual reports? Could the APMs and GAAP measures be easily distinguished?

³ In 2010, SEC issued new *Compliance and Disclosure Interpretations (C&DIs)* to relax the regulatory environment and help to eliminate the “administrative burden” associated with exclusion of recurring items.

Is it easy to obtain the reconciliation of the APMs to their closest GAAP measure?

APM reporting in Europe differs from non-GAAP reporting in the US. Non-GAAP reporting is not permitted in the financial statements and notes prepared according to US GAAP. As the currently adopted IFRS do not define totals and subtotals of the income statement, the comparability of this financial statement is limited. For this reason, these totals and subtotals are considered APMs by ESMA.

If APMs are indeed opportunistically used by the management as many studies suggest, their presentation in the IFRS income statement could present an additional risk of misleading the investors. However, as APMs are helpful to the investors (CFA Institute, 2016), (XRB, 2017), their presentation in the “*Management view of the business performance*” part of the annual reports is appropriate.

ESMA requires that companies disclose all APMs used in their annual reports. As the definition of APMs is partly subject to entity’s own interpretation, one company may consider a specific measure to be APM while another may not. This creates a problem of incomparability. I compare the APM disclosures based on a uniform definition with the mandatory APM disclosure in the annual reports. I also examine the nature of APMs that were disclosed. My second research question is:

RQ2: Where in the annual reports are the APMs usually presented? Do companies disclose all APMs presented in annual reports? What kind of APMs are usually presented?

IFRS 18 aims to make non-GAAP earnings adjustments more transparent to stakeholders. Non-GAAP earnings adjustments may be influenced by industry specifics. Consequently, I focus specifically on one sector. Due to the appropriateness of each adjustment being best assessed on case-by-case basis, I focus only on their nature and significance. My third research question is:

RQ3: What kind of adjustments do companies make to non-GAAP earnings? Are these adjustments significant?

Lastly, I study the relationships among the collected data and assess any impact of business model and country on APM reporting. Studies such as Cheng et al. (2024), Black et al. (2018), Isidro and Marques (2021) find varying popularity of APM reporting across different industries. Perhaps this could be due to accounting models not being “one size fits all” for each industry and business model. Even within the health care sector, there are different business models with various levels of uncertainties and strictness of regulation. Moreover, local specifics of accounting regulation in Europe may impact APM reporting. My fourth research question is:

RQ4: What relationships could be observed from the collected data? Does business model influence APM reporting? Does country of the firm impact APM reporting?

3. Methodology

The sample was selected from the *Health Care* sector of MSCI EAFE ETF index as of March 2023. The analyzed annual reports were for the financial year 2022. As the APM disclosure quality was assessed based on regulation from ESMA, only European companies were considered, amounting to 40 companies (Tab. 1 contains overview by countries). The information about APMs was hand-collected from the annual reports and categorized and coded as described further.

Tab. 1: Overview of the sample by country

Country	Country Code	Count
Belgium	BE	1
Switzerland	CH	7
Germany	DE	7
Denmark	DK	4
Spain	ES	1
Finland	FI	1
France	FR	6
United Kingdom	UK	5
Italy	IT	3
Netherlands	NL	3
Sweden	SE	2
Total		40

As the definition of APMs could be subject to entity's own interpretation – one company may consider a specific measure to be APM while another may not, I assess the types of performance measures at the beginning of annual reports based on a uniform definition. I consider APMs as all financial performance measures not defined by the accounting regulations including financial ratios. I view GAAP measures as the measures defined by the accounting regulators, totals and subtotals of the income statement (despite not being defined by IFRS in 2022) and margins calculated from sales and operating results determined in accordance with the accounting framework. Non-financial measures are considered operational or statistical indicators such as the number of employees, the number of branches, etc. The year-on-year % growth of individual indicators is not considered as any measure. In case a measure was stated for several periods, it is counted as one measure. Tab. 2 contains examples of different measure types as well as examples of APM categories used in the second analysis.

Tab. 2: Use of categories of APMs in this paper

Type of measure	Category	Example
APM	Conversion of GAAP measures to constant exchange rates (CER)	Sales (or earnings) converted to constant exchange rate
	Earnings adjusted for extraordinary items	<i>Core Operating Income, Core EBITDA, Core ESP, Core Margin</i>
	Revenue related	<i>EBIT Margin, EBITDA Margin</i>
	Profit related	<i>EBIT, EBITDA, NOPAT</i>
	Profitability related	<i>ROIC, ROE, ROA, ROCE</i>
	Cash related	<i>Free cash flow</i>
	Asset related	<i>CAPEX, Working Capital</i>
	Liquidity, financial stability and financing related	<i>Net debt, Debt/Equity, WACC</i>
GAAP measures	Classic	Revenues, profit, R&D expenditure
	Relative	<i>EPS, margin computed from GAAP measures (e.g. Gross Margin)</i>
Non-financial		Number of projects in 2 nd or 3 rd phase of clinical trials, number of countries of operation, number of countries of distribution, number of employees, % of women in leadership positions

I examine whether the companies in the sample utilized labels such as “APM”, “non-IFRS” or “non-GAAP” anywhere on the page containing presented APMs at the beginning of annual reports. Moreover, I assess the difficulty of accessing reconciliations of the APMs to their closest GAAP measure through monitoring whether the companies in the sample indicated (e.g. via footnote):

- the chapter and page number,
- only the title of the chapter,
- none of the above,

containing the reconciliation to the closest GAAP measure.

Based on a uniform definition of APMs mentioned above, I investigate where in the annual reports were APMs usually presented – beginning (e.g. chapters “*Financial highlights/At Glance*”), “middle” as business performance through eyes of the

management (e.g. chapters “*Management/Financial review*”) or in the financial statements and notes. I compare my findings of APMs located in the annual reports based on a uniform definition with the mandatory APM disclosure required by ESMA. I also track the nature of the mandatory disclosed APMs as specified in Tab. 3.

The nature and the significance of non-GAAP earnings adjustments is examined in the following ways. I consider an adjustment to be significant when its amount surpasses 50 % of the GAAP measure to which the APM is reconciled. The nature of the non-GAAP earnings adjustments are tracked in the categories below:

- Restructuring,
- Amortization and impairment of intangible assets,
- Acquisition and business combination,
- Legal expenses and provisions for litigation,
- Tax-related adjustments or impacts of adjustments on taxes,
- Other.

Tab. 3: Use of categories of APMs in this paper

Tracking	Type of APM
Occurrence	CER
	Core
	EBITDA
	EBIT
	Net debt
	FCF
Count per group	Revenue-related
	Profit-related
	Profitability-related
	Cash-related
	Asset-related
	Fin. stability/financing-related

Lastly, I study the relationships between the collected data and assess the possible impact of different business models and countries on APM reporting. First, I examine the relationship between the number of APMs reported at the beginning of annual reports and other factors using OLS regression and logistic regression as

implemented in the statsmodels library in python (Seabold and Perktold, 2010) – for more detail see Tab. 4.

From the perspective of the signaling theory, where APMs are seen as providing useful information to stakeholders, disclosure of more APMs could be associated with increased reporting quality. This means increased likelihood of distinguishing APMs from GAAP measures, signposting to reconciliations and reporting more GAAP and non-financial measures at the beginning of annual reports. From the perspective of managerial opportunism, more APM disclosure could mean higher non-GAAP earnings adjustments⁴ and the presence of APMs in the financial statements and notes (assuming this could be potentially misleading to investors).

Tab. 4: Relationship between the number of APMs at the beginning of annual reports and other factors

Line	Test	Y variable	X variable	Y variable type	X variable type	Method
1	Number of APMs at the beginning of annual reports and labelling of APMs	Labelling of APMs	APMs at the beginning of annual reports	0/1	Number	Logistic regression
2	Number of APMs at the beginning of annual reports and signposting to reconciliation	Signposting to reconciliation	APMs at the beginning of annual reports	0/1	Number	Logistic regression
3	Number of APMs at the beginning of annual reports and presence of APMs in the financial statements and notes	Presence of APMs in financial statements and notes	APMs at the beginning of annual reports	0/1	Number	Logistic regression
4	Number of APMs at the beginning of annual reports and GAAP and non-financial measure at the beginning of annual reports	APMs at the beginning of annual reports	GAAP and non-financial measure at the beginning of annual reports	Number	Number	Linear regression
5	Number of APMs at the beginning of annual reports and the total amount of non-GAAP earnings adjustments	APMs at the beginning of annual reports	Total amount of non-GAAP earnings adjustments	Number	Number	Linear regression

⁴ In this analysis the total non-GAAP earning adjustments were expressed as a percentage of the closest GAAP measure

Line	Test	Y variable	X variable	Y variable type	X variable type	Method
6	The total amount of non-GAAP earnings adjustments and presence of APMs in financial statements and notes	Presence of APMs in financial statements and notes	Total amount of non-GAAP earnings adjustments	0/1	Number	Logistic regression

To assess the impact of different business models on APM reporting, the sample was divided into two groups (Tab. 5) – *Pharmaceuticals and Biotechnology (P&B)* and *Medical Technology and Specialized Services (MT&SS)*. Due to a stricter regulation and lengthier approval process of pharmaceutical products, I hypothesize *P&B* make higher non-GAAP earnings adjustments compared to *MT&SS* firms. In contrast, I expect that the type of business model does not influence the number of APMs at the beginning of annual reports. This was tested by the two-sample T-tests and two one-sided tests as implemented in scipy library in python (Virtanen et al., 2020) as summarized in **Tab. 6**.

Tab. 5: Dividing the sample based on the business model

Group	Characteristic	Example	Number of companies
Pharmaceuticals and Biotechnology	Companies whose core business is the discovery, development and commercialization of therapeutic drugs and vaccines.	Astra Zeneca, Novartis, GSK	19
Medical Technology and Specialized Services	Companies that focus on physical medical hardware, diagnostic tools or specialized B2B services.	Alcon, Cochlear, Eurofins	21

Tab. 6: Impact of the business model on APM reporting

Line	Test	H ₀	Method
1	Number of APMs at the beginning of annual reports	Groups have equal means	Two one-sided tests
2	Presence of APMs in the financial statements and notes	Groups have different means	Two sample T-test
3	Total amount of non-GAAP earnings adjustments	Groups have different means	Two sample T-test

To study how firms' country may influence APM reporting, I used the Kruskal-Wallis test as implemented in scipy library in python (Virtanen et al., 2020). As this test requires at least 5 observations in each category, the analysis was performed only for Swiss, German, French and UK companies (Tab. 1).

4. Results and discussion

At the beginning of the annual reports, 95 % of the companies in the sample disclosed at least one performance measure, 93 % at least one GAAP measure, 88 % at least one non-financial measure and 78 % at least one APM (Tab. 7). As APMs were reported by the least number of companies, it does not seem to reflect the theory that APMs are popularly used to mislead the stakeholders⁵, as some studies suggest.

On average, each company disclosed 5–6 measures in each category and 16 measures in total. Each type of measure was represented almost equally (35 % GAAP measures, 34 % non-financial measures, 31 % APMs) – with APMs slightly less represented compared to other measures.

Tab. 7: Analysis of nature of measures reported at the beginning of annual reports

	GAAP	APM	Non-financial	All measures
Total measures observed in the sample	223	201	216	640
Ratio of measure types	35%	31%	34%	100%
Number of companies disclosing the measure type	37	31	35	38
Number of companies disclosing each measure type as % of the sample	93%	78%	88%	95%
Average	5,58	5,03	5,40	16,00
Median	6	4	4	14
Minimum	0	0	0	0
Maximum	17	15	27	41
Standard deviation	4,58	4,11	5,38	9,61

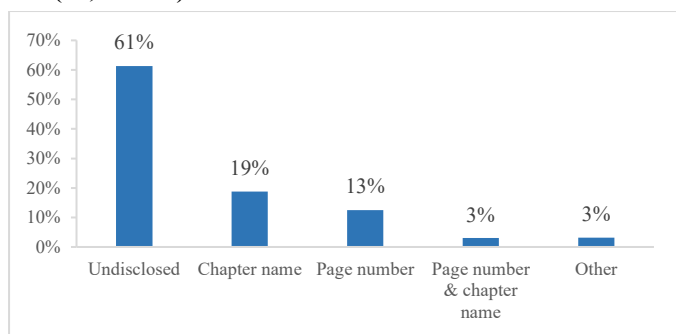
Out of 31 companies which disclosed APMs at the beginning of their annual report, approximately 20 % distinguished APMs from the other measures using terms

⁵ Assuming a company wanting to mislead users of their annual report would likely report more APMs compared to other performance measures.

“APM”, “non-GAAP” or “non-IFRS”. Assuming the risk of potential misleading of unsophisticated investors exists, if a company does not distinguish APMs from other measures, this risk may exist in 80 % of companies.

From FY2027, IFRS 18 will require firms to inform their stakeholders in one note about all APMs used by the company. The note must also state that APMs are internally used performance measures that may not be comparable with similar measures reported by other companies. My findings confirm the validity of this new requirement.

Fig. 1: Disclosure of signposting to reconciliation of APMs to their closest GAAP measure (% , N = 31)



61% of the companies disclosing APMs at the beginning of annual reports did not include any sign posting (e.g. a link or a footnote) to the reconciliation of the APMs to their closest GAAP measures (**Fig. 1**). 19 % of the companies indicated via a footnote the name of the chapter containing the reconciliation, 13 % included a page number and one (3 %) a page number along with the name of the chapter. One company (3 %) included the reconciliation at the beginning of their annual report alongside the APMs disclosed. Since only 19 % of the companies enable users' quick access to the reconciliation⁶, the wish of investors concerning higher discipline in including sign posting to reconciliation (CFA Institute, 2016), (IASB, 2020) still seems relevant.

95 % of the companies in the sample presented at least one APM in their annual report (**Tab.8**). 90 % presented at least one APMs in the section informing about the business performance from the management perspective, 78 % at the beginning of annual report and 58 % in the notes to the financial statements. This could mean that most companies use APMs to inform users about the business performance from management's perspective – which is the proper use. Still, over half of the

⁶ Assuming it is easier to locate the reconciliation using a page number than a name of the chapter.

companies also presented APMs in the financial statements and notes, which could signal a need for higher comparability with the IFRS financial statements.

Tab. 8: Location of APMs within the annual reports of analyzed companies, $N = 40$

Chapters of annual reports	Disclosed
"Financial highlights/At Glance"	78%
"Management/Financial review"	90%
Financial Statements and Notes	58%
At least one APM within annual report	95%

Per the ESMA's requirement, 80 % of the companies in the sample reported using at least one APM. Comparing this finding with the previous analysis which tracked APMs based on a uniform definition, I found that 15 % of the companies presented APMs without reporting their use as required by ESMA. This difference may be attributed to the loose definition of APMs within the regulation.

75 % of the companies in the sample reported at least one *Core* measure⁷. Measures converted to constant exchange rates were disclosed by 63 % of the companies (Tab.9). The most frequently used APMs were *EBITDA* (55 %) and *Free cash flow* (50 %), followed by *Net debt* (45 %) and *EBIT* (18 %). Other frequently reported measures were related to *profitability* (40 %), *liquidity*, *financial stability and financing* (40 %) and *revenues* (33 %). Considering that most companies in the sample utilized adjusted earnings or similar measures, it seems reasonable that the new regulation introduced by IFRS 18 specifically targets the subtotals of income and expenses.

Tab. 9: Analysis of nature of APMs reported to be used by companies in the sample

	Occurrence					
	CER	Core	EBIT	EBITDA	FCF	Net debt
Count	25	30	7	22	20	18
% of sample ($N=40$)	63%	75%	18%	55%	50%	45%
Count of measures in each category except those tracked separately						

⁷ A measure of adjusted earnings or a measure calculated from adjusted earnings.

	Asset- related	Cash- related	Fin. stability & financing- related	Profit- related	Profitability- related	Revenue- related	Disclosed at least one APM
Count	11	4	16	7	16	13	32
% of sample (N=40)	28%	10%	40%	18%	40%	33%	80%

Almost a third of the companies in the sample made a significant adjustment to earnings computed in accordance with GAAP⁸ (**Tab. 10**). Apart from *Other adjustments* (77 %), the most frequent adjustment category was *Restructuring* adjusted by 70 % of companies, followed by *Acquisition and business combinations* (67 %) and *Amortization and impairment of intangible assets* (57 %). Adjustments related to legal expenses and taxes were made by less than one third of the companies.

The *Other* category of adjustments in the analyzed sample included items such as disinvestments (reported by 13 % of the companies), fair value remeasurement (13 %), provisions (e.g. related to termination, geopolitical situation, remediation etc.) (10 %), adjustments of items unrelated to the principal activity of the business (e.g. gains from financial investments) (7 %) and items already included in the previous categories (often aggregated and less significant in amount).

On average, the most notable adjustments measured by their ratio to the closest GAAP measure were *Amortization and impairment of intangible assets* amounting to 17 %, followed by *Acquisition and business combinations* (8 %), *Restructuring* (6 %) and *Other* (5 %). Adjustments related to legal expenses and taxes made up only about 1 % of the closest GAAP measure.

On the individual level, the largest adjustments were made by Astra Zeneca (255 % of the closest GAAP measure), Bayer (155 %) and Alcon (134 %). Five companies (17 %) made a significant adjustment in the *Amortization and impairment of intangible assets* category (between 115–60 % of the closest GAAP measure), followed by two companies in *Other* (between 55–51 %) and one in *Acquisition and business combinations* (121 %, Astra Zeneca).

To review the appropriateness of each earnings adjustment, it is necessary to have enough information about the context, explanation and economic rationale that led to it. According to CFA Institute (2016) and IASB (2020) many investors do not find the amount of information provided to be sufficient. Despite this being out of scope of this research, I agree that the information provided could be more detailed.

⁸ An adjustment was considered significant when its amount surpassed 50 % of the GAAP measure to which the APM was reconciled.

Tab. 10: Nature of the non-GAAP earnings adjustments

	Acquisition/business combination	Intangible amortization and impairments	Restructuring	Legal provisions	Tax-related adjustments	Other items	Total
Count	20	17	21	8	4	23	30
% of sample (N=30)	67%	57%	70%	27%	13%	77%	100%
Adjustments as % of total adjustments							
Average	29%	57%	33%	36%	-20%	24%	n/a
Median	21%	61%	29%	7%	-21%	21%	n/a
Min	-170%	3%	4%	-26%	-24%	-26%	n/a
Max	167%	81%	84%	270%	-15%	100%	n/a
Standard deviation	65%	24%	24%	95%	4%	28%	n/a
Adjustments as % of the closest GAAP measure							
Count of significant adj.	1	5				2	9
% of sample (N=30)	3%	17%				7%	30%
Average significant adjustment	121%	88%				53%	82%
Average	11%	28%	8%	4%	2%	6%	36%
Median	2%	18%	5%	3%	-2%	3%	20%
Min	-17%	-107%	-13%	0%	-13%	-56%	-153%
Max	121%	115%	23%	13%	23%	55%	255%
Standard deviation	27%	50%	8%	5%	16%	21%	67%

Lastly, I studied the relationship between the collected data and considered the possible impact of the business models and countries on APM reporting. I found evidence that companies disclosing more APMs at the beginning of annual reports are more likely to include signposting to reconciliation of the APM to its closest GAAP measure. Higher APM disclosure also correlates with reporting more GAAP measures at the beginning of annual reports (Tab. 11). This may suggest that companies use APM reporting to provide better information to stakeholders.

I did not find any statistically significant correlation between the number of APMs at the beginning of annual reports and the labelling of APMs, the presence of APMs in the financial statements and notes or the amount of non-GAAP earnings

adjustments. Neither did I find any statistically significant correlation between the amount of non-GAAP earnings adjustments and the presence of APMs in the financial statements and notes – although the result would suggest that higher adjustments lead to a less likely presence of APMs in the financial statements and notes (Tab. 11).

Tab. 11: Relationship between the number of APMs at the beginning of annual reports and other factors

Test	Method	Y variable	R ² Pseudo	/ R ² Model coefficient	Std Error of Model Coefficient	P-value ^A
Number of APMs at the beginning of annual reports and labelling of APMs	Logistic regression	Labelling of APMs	0,009414	0,0693	0,129	0,590
Number of APMs at the beginning of annual reports and signposting to reconciliation *	Logistic regression	Signposting to reconciliation	0,2258	0,3922	0,155	0,011
Number of APMs at the beginning of annual reports and presence of APMs in the financial statements and notes	Logistic regression	Presence of APMs in financial statements and notes	0,009864	0,0596	0,084	0,48
Number of APMs at the beginning of annual reports and GAAP measures at the beginning of annual reports *	Linear regression	APMs at the beginning of annual reports	0,173	0,3728	0,136	0,009
Number of APMs at the beginning of annual reports and the total amount of non-GAAP earnings adjustments	Linear regression	APMs at the beginning of annual reports	0,033	1,2562	1,369	0,368
The total amount of non-GAAP earnings adjustments and presence of APMs in financial statements and notes	Logistic regression	Presence of APMs in financial statements and notes	0,07193	-1,1846	0,804	0,140

^A P-value of t-test that the model coefficient is equal to zero.

Test	Method	Y variable	R ² Pseudo	/ Model R ²	Model coefficient	Std of Model Coefficient	Error P-value ^A
------	--------	------------	--------------------------	---------------------------	----------------------	--------------------------------	-------------------------------

The symbol * indicates statistical significance at a 5 % confidence level.

Regarding the business models, I found weak evidence that *P&B* and *MT&SS* firms' mean total non-GAAP earnings adjustments are not equal (Tab. 12). In the sample *P&B* firms made on average 36 p.p. higher non-GAAP earnings adjustments compared to *MT&SS* firms. *P&B* firms' business is characterized by long-term high investments in R&D and lengthier and stricter approval process of new products compared to *MT&SS*. Consequently, higher non-GAAP earnings adjustments would be expected (perhaps also due to higher R&D costs that would have to be expensed according to GAAP). I could not reject any null hypotheses for any specific non-GAAP earnings adjustment category at 10 % confidence level.

Tab. 12: The impact of the business model on non-GAAP earnings adjustments (as a percentage of closest GAAP measure)

	Group	Acquisition/business combination	Intangible amortization and impairments	Restructuring	Legal provisions	Tax-related adjustments	Other items	Total	N/A
Count	MT&SS	11	7	6	10	1	10	15	6
	P&B	10	10	2	10	2	11	14	5
Average	MT&SS	4%	21%	5%	8%	2%	7%	25%	
	P&B	18%	46%	2%	10%	-9%	11%	61%	
Standard deviation	MT&SS	12%	35%	5%	7%	N/A	15%	36%	
	P&B	37%	38%	3%	7%	5%	18%	71%	
P-value of T-test		0,2615	0,1845	0,4417	0,5034	N/A	0,6182	0,0958*	

The symbol * indicates statistical significance at a 10 % confidence level.

(The total number of companies for MT&SS is 21 and P&B 19.)

The mean APMs disclosed at the beginning of annual reports appear to be equal for both groups. Similarly, the mean presence of APMs in the financial statements is equal in both groups. This may suggest companies seek to inform stakeholders using APM reporting regardless of their business model (Tab. 13).

Tab. 13: The impact of the business model on APM reporting

	Group	APMs at the beginning of annual reports	Presence of APMs in financial statements and notes
Count	MT&SS	15	21
	P&B	14	19
Average	MT&SS	5,2	0,667
	P&B	5,38	0,474
Standard deviation	MT&SS	4,06	0,48
	P&B	4,15	0,51
P-value of T-test		0,8880	0,2280
P-value of TOST		0,0915*	0,0358*

The symbol * indicates statistical significance at a 10 % or 5 % confidence level.

The values for presence of APMs in financial statements and notes were coded as 1 (present) and 0 (not present). (The total number of companies for MT&SS is 21 and P&B 19.)

Lastly, using Kruskal-Wallis test I found evidence that the mean APMs disclosed at the beginning of annual reports differ among the countries analyzed. In the sample, on average, the most APMs were reported by the German companies (8,72), followed by the UK (6) and the Swiss (5,8). The French companies reported on average only 2,33 APMs (**Tab. 14**).

Tab. 14: The impact of the country on APM reporting

Country	CH	DE	FR	UK
Count	5	7	6	5
Average	5,80	8,72	2,33	6,00
Standard deviation	2,04	4,8	2,65	4,6
P-value of Kruskal-Wallis test		0,0637*		
The symbol * indicates statistical significance at a 10 % confidence level				

To summarize, 95% of the companies in the sample disclosed at least one APMs in their annual report. At the beginning of the annual reports APMs were disclosed by 78 % of the companies, however GAAP measures and non-financial measures were more prevalent. I found a positive correlation between the amount of APMs disclosed at the beginning of annual reports and signposting to the reconciliation. There was also a positive correlation between the amount of APMs and amount of GAAP measures at the beginning of annual reports. These results may suggest

that companies use APM reporting to provide more information to stakeholders, not necessarily to mislead them. This is further supported by the fact that most companies disclosed APMs in the chapter of annual report informing about the business performance from the management perspective – which is the proper use.

The mean amount of APMs disclosed at the beginning of annual reports may vary by country, however it seems to be equal for *P&B* and *MT&SS* firms. The business model seems to play a role in the amount of non-GAAP earnings adjustment (with *P&B* firms making higher adjustments compared to *MT&SS* firms). Overall, 30 % of companies made significant non-GAAP earnings adjustments.

I find there is room for improvement in distinguishing APMs from other measures and including signposting to the reconciliation of the APMs to their closest GAAP measures. Moreover, I agree with the studies of CFA Institute (2016) and IASB (2020) that the amount of information provided about the non-GAAP earnings adjustments is often not sufficient. The fact that 58 % of the companies disclosed APMs in the financial statements and notes may signal a need for higher comparability of IFRS financial statements. I also found 95 % of the companies reporting APMs, however only 80 % self-reported their use in the annual reports (this may be due to the looser definition of APMs by ESMA). Based on these findings, I regard the firms' use of APM reporting to be more informative rather than misleading to stakeholders. Even so, I believe that the regulation of APM reporting should be more precise (e.g. less broad definition of APMs, better specification of what supplementary information should be provided, increased comparability of the IFRS financial statements) and enforceable. I believe these shortcomings in the regulation may be offset by the new IFRS 18.

5. Conclusion

Alternative performance measures (APMs) have been reported by companies for over 20 years to inform about their business performance through the eyes of the management. Many investors rely on APMs, as they can be useful for forecasting future earnings (CFA Institute, 2016). APMs could also be more value-relevant than the traditional accounting measures (Ribeiro et al., 2019), (Black et al., 2021). Nonetheless, APMs are often criticized for their possibility to be opportunistically used by the managers (Curtis et al., 2014), (Isidro and Marques, 2015), (Laurion and Sloan, 2021). Prior research such as Black et al. (2012) and Chen (2010) shows that the SEC's regulation improved non-GAAP reporting, while evidence on the impact of the ESMA's 2015 guidelines on APM reporting is still limited.

This paper adds to the literature by examining APM disclosure among European companies in a single industry. I found that 95 % of the companies in the sample presented at least one APM, while only 80 % of the companies informed the user

about using APMs in their annual reports. I believe this could be caused by the looser definition of APMs within the current regulation. Moreover, as 58 % of the firms disclosed APMs in the financial statements and notes, I believe the further regulation brought by IFRS 18 may improve the comparativeness of financial statements and potentially reduce risk of APMs imposed on the stakeholders.

Similarly to Jana and McMeeking (2020) and Grégoire and Guillaume (2024), I conclude that there is still room for improvement in the disclosure of supplementary information about the presented APMs – such as the rationale of non-GAAP earnings adjustments, the labelling of APMs and the providing signposting to reconciliation of the APMs to their closest GAAP measures. Almost one third of the companies in the sample made a significant non-GAAP earnings adjustment.

Despite the opportunity for improvement, I observed that the number of disclosed APMs correlates positively with including the signposting to the reconciliation of the APMs to their closest GAAP measures. There is also a positive correlation between the number of APMs and the GAAP measures reported at the beginning of annual reports. This may suggest that companies use APMs to provide more information to stakeholders, as explained by the signaling theory.

This paper provides evidence that could be useful to standard setters as well as academics, as there are less studies on APM reporting in the European context. It could also help managers identify the possible blind spots in corporate disclosures. An interesting topic for future research would be studying the effect of IFRS 18 on the quality of APM reporting – moreover, as it will also provide further verification of non-GAAP earnings adjustments with the external audit.

References

- Allee, K. D., Bhattacharya, N., Black, E. L., & Christensen, T. E. (2007). Pro forma disclosure and investor sophistication: External validation of experimental evidence using archival data. *Accounting, Organizations and Society*, 32(3), 201–222. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2006.09.012>
- Anderson, S. B., Hobson, J. L., & Sommerfeldt, R. D. (2022). Auditing non-GAAP measures: Signaling more than intended. *Contemporary Accounting Research*, 39(1), 577–606. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12724>
- Arena, C., Catuogno, S., & Moscardiello, N. (2021). The unusual debate on non-GAAP reporting in the current standard practice: The lens of corporate governance. *Journal of Management and Governance*, 25(3), 655–684. <https://doi.org/10.1007/s10997-020-09515-z>

- ZAŤKOVÁ P.: Disclosure of Alternative Performance Measures in European Companies from the Health Care Sector
- Aubert, F., & Grudnitski, G. (2014). The role of reconciliation quality in limiting mispricing of non-GAAP earnings announcements by EURO STOXX firms. *Advances in Accounting*, 30(1), 154–167. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2014.03.008>
- Audit Analytics. (2018). *Long-term trends in non-GAAP disclosures: A three-year overview*. <https://blog.auditanalytics.com/long-term-trends-in-non-gaap-disclosures-a-three-year-overview/>
- Bhattacharya, N., Black, E. L., Christensen, T. E., & Mergenthaler, R. D. (2007). Who trades on pro forma earnings information? *The Accounting Review*, 82(3), 581–619. <https://doi.org/10.2308/accr.2007.82.3.581>
- Black, D. E., Black, E. L., Christensen, T. E., & Heninger, W. G. (2012). Has the regulation of pro forma reporting in the US changed investors' perceptions of pro forma earnings disclosures? *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(7–8), 876–904. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2012.02297.x>
- Black, D. E., Christensen, T. E., Ciesielski, J. T., & Whipple, B. C. (2018). Non-GAAP reporting: Evidence from academia and current practice. *Journal of Business Finance & Accounting*, 45(3–4), 259–294. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12298>
- Black, D. E., Christensen, T. E., Ciesielski, J. T., & Whipple, B. C. (2021). Non-GAAP earnings: A consistency and comparability crisis? *Contemporary Accounting Research*, 38(3), 1712–1747. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12671>
- Black, E. L., Christensen, T. E., Kiosse, P. V., & Steffen, T. D. (2017). Has the regulation of non-GAAP disclosures influenced managers' use of aggressive earnings exclusions? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32(2), 209–240. <https://doi.org/10.1177/0148558X15599131>
- Bond, D., Czernekowski, R., Lee, Y.-S., & Loyeung, A. (2017). Market reaction to non-GAAP earnings around SEC regulation. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(3), 193–208. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2017.09.001>
- Brosnan, M., Duncan, K., Hasso, T., & Hollindale, J. (2024). Happy 20-year anniversary non-GAAP earnings: A systematic review of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 46(1), 82–104. <https://doi.org/10.1108/JAL-02-2023-0035>
- Brown, L. D., & Sivakumar, K. (2003). Comparing the value relevance of two operating income measures. *Review of Accounting Studies*, 8(4), 561–572. <https://doi.org/10.1023/A:1027328418571>

CFA Institute. (2016). *Investor uses, expectations, and concerns on non-GAAP financial measures*. <https://www.faegredrinker.com/webfiles/5%20Investor%20Uses.pdf>

Chen, C.-Y. (2010). Do analysts and investors fully understand the persistence of the items excluded from Street earnings? *Review of Accounting Studies*, 15(1), 32–69. <https://doi.org/10.1007/s11142-008-9079-y>

Cheng, K., Tavakolifar, M., & Ullah, B. (2024). A contrast of the popularity and the interpretation of non-GAAP earning disclosures in different industries. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 35(1), 92–109. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22652>

Curtis, A. B., McVay, S. E., & Whipple, B. C. (2014). The disclosure of non-GAAP earnings information in the presence of transitory gains. *The Accounting Review*, 89(3), 933–958.

Curtis, A., Li, V., & Patrick, P. H. (2021). The use of adjusted earnings in performance evaluation. *Review of Accounting Studies*, 26(4), 1290–1322. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09580-1>

Davern, M., Gyles, N., Hanlon, D., & Pinnuck, M. (2019). Is financial reporting still useful? Australian evidence. *Abacus*, 55(1), 237–272. <https://doi.org/10.1111/abac.12152>

Dechow, P. M., Loh, W. T., & Wang, A. Y. (2024). A rating system to evaluate non-GAAP exclusion quality. *Review of Accounting Studies*, 30, 1037–1098. <https://doi.org/10.1007/s11142-024-09855-3>

Elliott, W. B. (2006). Are investors influenced by pro forma emphasis and reconciliations in earnings announcements? *The Accounting Review*, 81(1), 113–133. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.1.113>

European Securities and Markets Authority. (2015). *ESMA guidelines on alternative performance measures*. <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/10/2015-esma-1415en.pdf>

Feng, Z., Francis, J. R., Shan, Y., & Taylor, S. L. (2023). Do high-quality auditors improve non-GAAP reporting? *The Accounting Review*, 98(1), 215–250. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0592>

Frankel, R., McVay, S., & Soliman, M. (2011). Non-GAAP earnings and board independence. *Review of Accounting Studies*, 16(4), 719–744. <https://doi.org/10.1007/s11142-011-9166-3>

- ZATKOVÁ P.: Disclosure of Alternative Performance Measures in European Companies from the Health Care Sector
- Grégoire, D., & Guillaume, D. (2024). Consequences of the Financial Markets Authority guidelines on the relevance of non-GAAP earnings. *Finance Contrôle Stratégie*, 27(1). <https://doi.org/10.4000/fcs.11942>
- Guillamon-Saorin, E., Isidro, H., & Marques, A. (2017). Impression management and non-GAAP disclosure in earnings announcements. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(3–4), 448–479. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12238>
- Heflin, F., & Hsu, C. (2008). The impact of the SEC's regulation of non-GAAP disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 46(2), 349–365. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.07.002>
- International Accounting Standards Board. (2018). *Conceptual framework for financial reporting*. IFRS Foundation. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/conceptual-framework.html/content/dam/ifrs/publications/html-standards/english/2023/issued/cf/>
- International Accounting Standards Board. (2020). *Staff paper: Primary financial statements, feedback summary – Management performance measures*. IFRS Foundation. <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2020/december/iasb/ap21h-pfs.pdf>
- International Organization of Securities Commissions. (2016). *Statement on non-GAAP financial measures*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD532.pdf>
- Isidro, H., & Marques, A. (2015). The role of institutional and economic factors in the strategic use of non-GAAP disclosures to beat earnings benchmarks. *European Accounting Review*, 24(1), 95–128. <https://doi.org/10.1080/09638180.2014.894928>
- Isidro, H., & Marques, A. (2021). Industry competition and non-GAAP disclosures. *Accounting and Business Research*, 51(2), 156–184. <https://doi.org/10.1080/00014788.2020.1798209>
- Jana, S., & McMeeking, K. (2020). Alternative performance measures: Determinants of disclosure quality – Evidence from Germany. *Accounting in Europe*, 18(1), 102–142. <https://doi.org/10.1080/17449480.2020.1829655>
- Johnson, A., Percy, M., Stevenson-Clarke, P., & Cameron, R. (2014). The impact of the disclosure of non-GAAP earnings in Australian annual reports on non-sophisticated users. *Australian Accounting Review*, 24(3), 207–217. <https://doi.org/10.1111/auar.12034>

Kolev, K. S., Marquardt, C. A., & McVay, S. E. (2007). SEC scrutiny and the evolution of non-GAAP reporting. *The Accounting Review*, 83(1), 157–184.
<https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.1.157>

Kyung, H., & Weintrop, J. (2016). *The economic consequences of SEC interpretive guidance and the effects on firm behavior: Evidence of non-GAAP earnings disclosure* [SSRN Scholarly Paper]. Social Science Research Network.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.2200733>

Lamoreaux, P. T., Matkaluk, L., & Sheneman, A. (2024). Do investors value verification of non-GAAP reporting? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4840744>

Landsman, W. R., Miller, B. L., & Yeh, S. (2007). Implications of components of income excluded from pro forma earnings for future profitability and equity valuation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(3–4), 650–675. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2007.02033.x>

Laurion, H., & Sloan, R. (2022). When does forecasting GAAP earnings entail unreasonable effort? *Journal of Accounting and Economics*, 73(1), 101437.
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2021.101437>

Lev, B., & Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 353–385. <https://doi.org/10.2307/2491413>

Marques, A. (2017). Non-GAAP earnings: International overview and suggestions for future research. *Meditari Accountancy Research*, 25(3), 318–335.
<https://doi.org/10.1108/MEDAR-04-2017-0140>

Reimsbach, D. (2014). Pro forma earnings disclosure: The effects of non-GAAP earnings and earnings-before on investors' information processing. *Journal of Business Economics*, 84(4), 479–515. <https://doi.org/10.1007/s11573-013-0688-y>

Ribeiro, A., Shan, Y., & Taylor, S. (2019). Non-GAAP earnings and the earnings quality trade-off. *Abacus*, 55(1), 6–41. <https://doi.org/10.1111/abac.12150>

Seabold, S., & Perktold, J. (2010). Statsmodels: Econometric and statistical modeling with Python. In *Proceedings of the 9th Python in Science Conference* (pp. 92–96).
<https://doi.org/10.25080/Majora-92bf1922-011>

ZATKOVÁ P.: Disclosure of Alternative Performance Measures in European Companies from the Health Care Sector

Shiah-Hou, S.-R., & Teng, Y.-Y. (2016). The informativeness of non-GAAP earnings after Regulation G? *Finance Research Letters*, 18, 184–192.
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.04.015>

U.S. Securities and Exchange Commission. (2003). *Final rule: Conditions for use of non-GAAP financial measures*. <https://www.sec.gov/rules-regulations/2003/03/conditions-use-non-gaap-financial-measures>

Venter, E. R., Emanuel, D., & Cahan, S. F. (2014). The value relevance of mandatory non-GAAP earnings. *Abacus*, 50(1), 1–24. <https://doi.org/10.1111/abac.12020>

Virtanen, P., Gommers, R., Oliphant, T. E., Haberland, M., Reddy, T., Cournapeau, D., Burovski, E., Peterson, P., Weckesser, D., Bright, J., van der Walt, S. J., Brett, M., Wilson, J., Millman, K. J., Mayorov, N., Nelson, A. R. J., Jones, E., Kern, R., Larson, E., Carey, C. J., Polat, İ., Moore, E. W., VanderPlas, J., Laxalde, D., Perktold, J., Cimrman, R., Henriksen, I., Quintero, E. A., Harris, C. R., Archibald, A. M., Ribeiro, A. H., Pedregosa, F., & van Mulbregt, P. (2020). SciPy 1.0: Fundamental algorithms for scientific computing in Python. *Nature Methods*, 17(3), 261–272. <https://doi.org/10.1038/s41592-019-0686-2>

Wieland, M. M., Dawkins, M. C., & Dugan, M. T. (2013). The differential value relevance of S&P's core earnings versus GAAP earnings: The role of stock option expense. *Journal of Business Finance & Accounting*, 40(1–2), 55–81. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12013>

XRB. (2017). *Alternative performance measures: Are they meeting user needs?*
<https://www.xrb.govt.nz/dmsdocument/2611>

Zhang, H., & Zheng, L. (2011). The valuation impact of reconciling pro forma earnings to GAAP earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1), 186–202.
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.07.001>

Zudana, A., & Opare, S. (2025). Corporate takeover susceptibility and classification shifting. *International Journal of Managerial Finance*, 21(1), 1–20.
<https://doi.org/10.1108/IJMF-11-2022-0478>

Předplacené poplatky u investičních produktů: holistická analýza

Jiří Šindelář¹ – Petr Šimčák²

Abstrakt:

Článek se zabývá analýzou nákladovosti retailových investičních produktů, se zaměřením na předplacené vstupní poplatky. Ty tvoří základ počáteční odměny za službu investičního poradenství a zároveň také výraznou nákladovou položku, snižující hodnotu investice v prvních letech. Článek jejich efekt modeluje v širším kontextu, nejen jako prostý matematický rozdíl dvou jinak obdobných investičních programů. Zejména je zohledněn behaviorální rozměr, a to jak v podobě tzv. behaviorální mezery, poradenské alfy a také nadměrné konzervativnosti českých investorů. Tyto faktory jsou na základě literárních vstupů kvantifikovány a s jejich využitím sestaven kvantitativní model. Jeho výsledkem je zjištění, že i přes vyšší poplatkovou zátěž je pro investora, zatíženého behaviorální mezerou a nadměrně konzervativní alokací, výhodné tržní náklady investičního poradenství akceptovat. Za předpokladu, že tato služba doručí nadvynos (alfu), je v konečném důsledku investiční výsledek pro běžného spotřebitele výrazně pozitivní.

Klíčová slova: investice, předplacené vstupní poplatky, investiční poradenství, budoucí hodnota

JEL klasifikace: D14, D16, I22

¹ Ing. Jiří Šindelář, Ph.D. MBA, Vysoká škola finanční a správní (VŠFS), Estonská 500, Praha 10, <sinelar@mail.vsfs.cz>.

² Ing. Petr Šimčák, CFA, Ekonomicko-správní fakulta, Masarykova univerzita, Lipová 41a, 602 00 Brno-střed, <petr.simcak@gmail.com>.

1. Úvod

Nákladovost investičních produktů je podstatným faktorem jejich úspěšnosti a klientova užítku ze samotné investiční činnosti (Dellva & Olson, 1998; Gil-Bazo & Ruiz-Verdú, 2009). Jak však dokládá množství zejména zahraničních studií, není faktorem jediným a často ani tím dominantním, jde-li o standardní tržní úroveň. Stěžejním faktorem zůstává zejména kvalita investiční alokace (Drobetz & Köhler, 2002; Xiong et al., 2010; Malkiel, 2013). V českém prostředí není až na výjimky (Pecina, 2025) v akademickém prostředí (počáteční) nákladovost investičních produktů příliš zkoumána. O to větším tématem je však v prostředí mediálním, případně profesním – ať už jde o komunitu investorů anebo investičních poradců. Specifickým tématem jsou pak tzv. předplacené (upfront) vstupní poplatky, které znamenají kumulaci nákladů na počátku investičních programů a slouží jako odměna jejich distributorů. K těm komunikovala své varující stanovisko také Česká národní banka (ČNB, 2024), což ještě více rozjítlo zmíněnou mediální a profesní diskuzi.

Cílem tohoto článku je provést vyhodnocení efektu předplacených poplatků na výsledek investování u dlouhodobého programu pravidelného odkládání finančních prostředků. Za tímto účelem je článek rozdělen do tří částí. V první z nich je konstituován model simulace investičního cyklu dvou fiktivních investorů, který představuje jádro práce. V druhé části jsou na jeho bázi odvozeny a komentovány výsledky obou scénářů. Konečně ve třetí, závěrečné části článku jsou sumarizovány závěry a provedena jejich diskuze s relevantní literaturou.

2. Model a metodika

Jádrem našeho modelu je srovnání finančního výsledku dvou virtuálních investorů, kteří reprezentují dva základní, často diskutované archetypy. První investor (I_1) nevyužívá služby investičního poradenství a investuje svépomocí. Druhý naopak požívá služeb investičního poradce (I_2), se všemi dále diskutovanými důsledky.

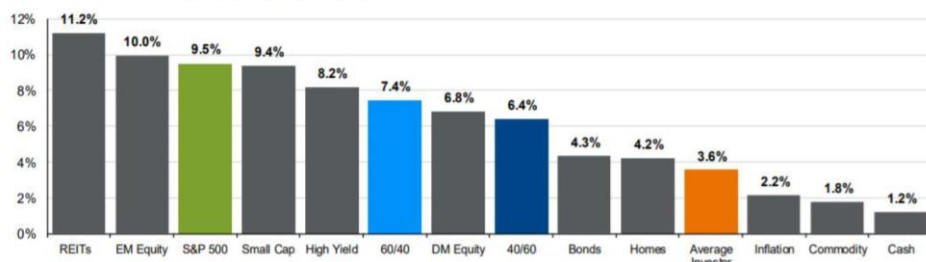
Začneme od nákladových aspektů. Využití služeb investičního poradce je logicky spojeno s náklady na jeho služby, které jsou – uvažujeme-li nejčastější variantu provizního odměňování – zakomponovány v nákladech investičního programu (Pecina, 2025). Uvažujeme dvě nejčastější roviny dopadu: účtování předplaceného vstupního poplatku (*upfront entry fee*) a zvýšení průběžných nákladů (*ongoing charges*). Předplacený vstupní poplatek konzumuje podstatnou

část prvních vkladů, zatímco zvýšení průběžných nákladů snižuje čisté zhodnocení aktiv po celou dobu investování.

Využití služeb investičního poradce má svoje benefity. Kromě striktního regulatorního rámce jde zejména o omezení tzv. behaviorální mezery (*behavioural gap*). Ten představuje zdokumentovaný fenomén, kdy drobní investoři dosahují v důsledku behaviorálních zkreslení (stádní efekt, ukotvení, mentální účetnictví, přehnaná sebedůvěra či iluze kontroly) až o jednotky procentních bodů nižší zhodnocení, než srovnatelné tržní indexy – jak ukazuje graf č. 1 (průměrný výnos koncového investora je označen jako „average investor“):

Graf 1: Kvantifikace behaviorální mezery (dvacetiletý anualizovaný výnos, různé třídy aktiv)

20-year annualized returns by asset class (2002 – 2021)



Zdroj: DALBAR, 2021

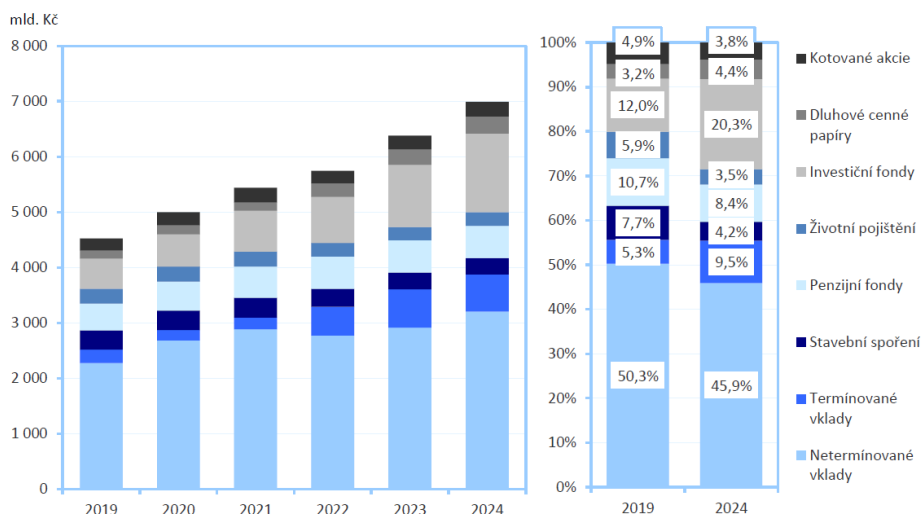
Také akademická literatura se věnuje tomuto fenoménu. Friesen a Sapp (2007) vypočítali, že skrze načasování nákupů a prodejů si individuální investoři u akciových podílových fondů snižují výkonnost v průměru o 1,56% p.a. Pro tento rozdíl se vžil zmíněný název „behaviorální mezera“. Autoři ji metodicky vymezili jako rozdíl mezi výkonností fondu měřenou pomocí time-weighted return (TWR), která odráží práci portfolio manažera, a výkonností průměrného investora ve stejném fondu měřenou prostřednictvím dollar-weighted return (DWR), jež zohledňuje načasování vkladů a výběrů investora. Studie přitom ukázala nepříznivé výsledky investorů jak u aktivně řízených, tak u pasivních indexových fondů.“ K podobným výsledkům došlo mnoho dalších autorů a akademických studií. Za zmínku stojí ještě Barber & Odean (2000), kteří došli k podobným výsledkům při obchodování s jednotlivými akciemi, nikoliv s fondy.

A navíc, autoři zjistili, že behaviorální mezera je řádově vyšší u často obchodujících investorů proti těm, kteří s akciemi obchodovali málo.

Je opět empiricky zdokumentováno, že v rámci investičního poradenství dochází k podstatnému omezení behaviorální mezery, s kladným dopadem na průměrné zhodnocení majetku. Opakované studie nadnárodní správcovské společnosti Vanguard (Kinniry et al., 2020; Bennyhoff & Kinniry, 2016) rozdělily tento efekt tzv. poradenské alfy do tří kategorií: tvorba portfolia v rámci plánu, wealth management a behaviorální koučing. Dominantní je přitom efekt posledního faktoru (až 1,5 % p.a.), následovaný přidanou hodnotou v rámci finančního plánování (až 1,45 % p.a.) a samotnou tvorbou portfolia (až 1,15 % p.a.). Celkový kladný dopad v podobě nárůstu průměrného ročního zhodnocení pak dosahoval ve zkoumaném souboru až jednotky procentních bodů (maximálně byl identifikován na hladině 4,1 % p.a.). I tento efekt je třeba vzít v potaz.

Konečně, zásadním faktorem je samotná ochota a vůle investovat a podstoupit tak související rizika. Ta jsou nutná pro dosažení vyššího zhodnocení nad bezrizikovou (depozitní) výnosovou míru. Čeští investoři bohužel značně konzervativního naturelu, což není jen planá konstatace. Jak ukazuje pravidelná zpráva o vývoji finančního trhu (MF, 2025), dominantní část aktiv českých domácností je alokována v depozitních či značně konzervativních produktech, typu transformovaného penzijního připojištění (graf č. 2).

Graf 2: Alokace finančních aktiv českých domácností (2024)



Zdroj: MF, 2025.

Jistě, v této statistice jsou v kolonce bankovních depozit (termínované, netermínované vklady) sumírovány také krátkodobé rezervy či běžný pracovní kapitál, pro které jde o logické umístění. Stejně tak zde nejde pouze o spontánní alokaci domácností, ale u investičních programů o produkty minimálně zčásti doporučené investičními poradci. I přesto však lze presumovat, že bez investičního poradenství bude rizikový apetit běžného spotřebitele značně omezen, jak bylo zdokumentováno již v souvislosti s někdejší penzijní reformou (Šindelář & Erben, 2018). Jakkoliv dochází k posunu v průběhu let. Průměrné zhodnocení celého investovaného majetku tak bude sníženo o tu část „dlouhých peněz“, které byly alokovány do příliš konzervativních produktů.

V návaznosti na výše uvedené můžeme definovat obecné funkce investičního výsledku (budoucí hodnota anuity – FVA , předlůhnutí varianta) v obou scénářích. Předpokládejme, že oba investoři alokují své pravidelné, měsíční investice mezi depozitní (spořicí účet – $SÚ$) a investiční produkt (akciový fond – INV). Výsledek prvního z investorů je oproti modelovému výnosu akciového trhu ovlivněn následujícími faktory:

$$FVA_{I1} = SÚ \left(\frac{(1+i_{SÚ})^n - 1}{i_{SÚ}} \right) (1 + i_{SÚ}) + INV \left(\frac{(1+i_{INV})^n - 1}{i_{INV}} \right) (1 + i_{INV}) \quad (1)$$

V případě druhého investora pak jde o složitější strukturu, kde již hraje roli předplacený poplatek:

$$FVA_{I2} = SÚ \left(\frac{(1+i_{SÚ})^n - 1}{i_{SÚ}} \right) (1 + i_{SÚ}) + (INV - VP) \left(\frac{(1+i_{INV})^m - 1}{i_{INV}} \right) (1 + i_{INV}) + INV \left(\frac{(1+i_{INV})^{n-m} - 1}{i_{INV}} \right) (1 + i_{INV}) \quad (2)$$

Vzorec (2) ilustruje prvotní odplácení vstupního poplatku po dobu m měsíců (do splacení cílové částky), po němž teprve směřuje celá alokovaná suma do investičního produktu. Pro vlastní modelaci pak předpokládáme nastavení jednotlivých veličin tak, jak je uvedeno v tabulce č. 1:

Tabulka 1: Parametry modelu

	Investor 1: Bez investičního poradce	Investor 2: S investičním poradcem
Investiční horizont (n)	360 měsíců (30 let)	360 měsíců (30 let)

Míra alokace do investičního produktu (i_{INV}):	66,66%	90,00%
Míra alokace do depozitního produktu ($i_{SÚ}$):	33,33%	10,00%
Depozitní produkt		
Základní modelové zhodnocení ($i_{SÚ}$)	3,00%	3,00%
Investiční produkt		
Vstupní poplatek (VP)	0,00%	5,00%
		(z cílové částky, varianta běžná: 75% vkladu spotřebováno na poplatek & 25% na investici, předplacen na 30 let)
Cílová částka	-	32 400 Kč (splacena za $m = 23$ měsíců)
Základní modelové zhodnocení (i_{INV})	7,00%	7,00%
Průběžné náklady (na správu inv. produktu, tzv. <i>ongoing charges</i>)	1,00%	2,00%
Poradenské alfa	-	2,00 %
Výsledné zhodnocení	6,00%	7,00%
<i>Míry zhodnocení jsou uvedeny v p.a., v rámci výpočtu byly převedeny na p.m. (metodou 1/12)</i>		

Zdroj: vlastní výpočty s využitím (Amundi, 2025; Conseq, 2025)

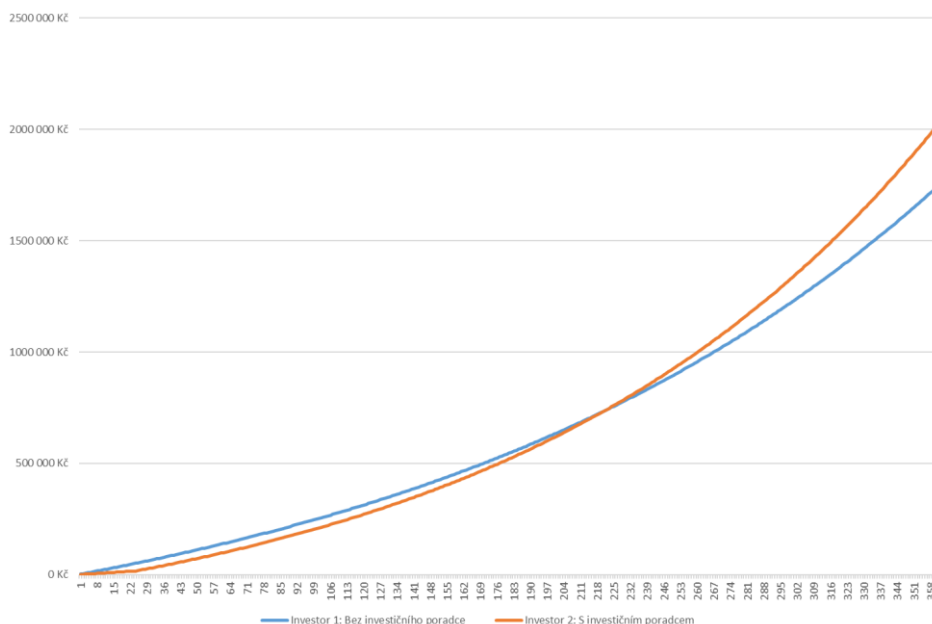
Co se týče nastavení modelových hodnot, vycházíme z tržně obvyklých standardů, jak byly naznačeny v odborných studiích (Pecina, 2025; Šindelář & Erben, 2018; Kinniry et al., 2020) a i verifikovány v metodických podkladech významných investičních správců (Amundi, 2025; Conseq, 2025). Modelace je navíc na straně opatrnosti ve vztahu k autonomnímu investorovi číslo jedna. Předpokládáme jen třetinu pravidelné investice deponované mimo akciovou investici do depozita, u SÚ poměrně atraktivní úrok, o procentní bod nižší hodnotu poradenské alfy oproti literatuře a rovněž v podstatě sniženou sazbu předplaceného vstupního poplatku. Průběh obou scénářů simulujeme na měsíční úrovni. Konečně, rozdíly mezi oběma časovými řadami posuzujeme nejen

vizuálně, ale i z pohledu statistické významnosti, prostřednictvím testu stacionarity. Pokud je $p\text{-value} < 0.05$, znamená to, že rozdílová řada je stacionární a tedy že mezi řadami není rozdíl.

3. Výsledky

Jak tedy oba naši virtuální investoři v rámci simulace dopadli? Výsledky shrnuje následující graf, přičemž efekt jednotlivých faktorů je zřejmý (graf č. 3, horizontální osa značí počet měsíců simulace).

Graf 3: Shrnutí výsledku simulace



Zdroj: vlastní výpočty.

Průběh jednotlivých křivek vcelku jednoznačně ilustruje závěrečný investiční výsledek. Efekt poradenské alfy a důsledné alokace dlouhodobých prostředků do investičního (akciového) produktu nejen, že kompenzuje, ale významně přesahuje počáteční a průběžné poplatkové srážky spojené s investičním poradenstvím. Rozdíl v průběhu obou časových řad není signifikantní jen co do závěrečné hodnoty výsledku, kde jde o cca patnáctiprocentní rozdíl v hodnotě majetku ve 30. roce simulace, ale také statisticky ($p=0.8990$).

Z citlivostního pohledu není pro existenci difference podstatná výše měsíční úločky ani délka investičního horizontu, oboje jen prohloubí závěrečný rozdíl. Stejně tak výsledek nezvrátí ani drobné výchylky nákladových položek, v řádu desetin procenta nahoru či dolů. Podstatný efekt by mělo až významné navýšení (průběžných) nákladů investice o jednotky procentních bodů, což se však nejeví v současné ostré tržní konkurenci jako reálné. Zásadním faktorem je alokace, a to jak ta investiční (poradenská alfa), tak ta meziproduktová (depozitní vs. investiční produkty). Pro úplnost je nutno dodat, že náš model pomíjí efekty daňové a inflační, které by však byly u obou scénářů obdobné. Úplné shrnutí provedených výpočtů za jednotlivé roky je pak sumarizováno v příloze č. 1.

4. Závěr a diskuze

Naše simulace vcelku jednoznačně potvrzuje, že dominantním faktorem úspěšnosti investice v definované situaci nemusí být náklady, jde-li o ty standardní tržní, ale investiční alokace – shodně se studiemi Drobetze & Köhlera, (2002) či Xionga et al. (2010). U té je klíčový kladný efekt investičního poradenství (Kinniry et al., 2020). Samozřejmě, nejde o závěr použitelný univerzálně na všechny spotřebitele bez rozdílu. Pokud jde o zkušené a/nebo disciplinované investory, ti jsou schopni maximálně využít nízkonákladová investiční řešení, které nabízejí čistou expozici na trh bez dodatečných služeb. Jak však ukazují data z českého kapitálového trhu (MF, 2025), rozhodující masa investorů má do tohoto ideálu stále daleko. Extendovat předpoklad o vysoce racionálním investorovi na všechny tím, že jen propočítávám stejný investiční scénář s a bez poplatků neberoucí v potaz širší souvislosti, je tak hrubou analytickou chybou.

Cílem článku samozřejmě není glorifikace jakéhokoliv poplatku či investičního modelu. Je však třeba poukázat na to, že penetrace investičních produktů je bez poradenské aktivity stále nízká, jako už se dříve ukázalo u produktů penzijních (Šindelář & Erben, 2018). Tento fakt má, v situaci napjatého prvního důchodového pilíře, potenciálně dalekosáhlé důsledky. Omezení investiční inkluze zvyšuje riziko materiálních problémů ve stáří, a pokud omezíme dostupnost rady (například regulatorně), následný vývoj by mohl mít vážné sociální dopady. Na druhou stranu je třeba rovněž usilovat o maximální efektivitu investičního poradenství. Jak ukazují občasné mediální kauzy, ale i empirické studie, byť v menšinové části trhu existuje prostor pro zlepšení (Šindelář & Budinský, 2017; Šindelář & Budinský, 2019) a to i na rozvinutých trzích (Melkiel, 2013). V tomto ohledu je žádoucí i budoucí investigace varianty

průběžně placených vstupních poplatků. Specifickou kategorií je v této souvislosti eliminace neregulovaných alternativ v šedé či černé zóně. Ty vedly v uplynulých letech k značné expozici retailových spotřebitelů například vůči rizikovým korporátním dluhopisům, s potenciálně významným kreditním rizikem. Oboje je především úkolem finančního dohledu, namísto veřejné komunikace k různým poplatkovým modelům plně regulovaných produktů.

Literatura

Abouarab, R., Mishra, T., & Wolfe, S. (2025). Does the EU sustainable finance disclosure regulation mitigate greenwashing? *The European Journal of Finance*, 31(8), 957–989.

Brito-Ramos, S., Cortez, M. C., & Silva, F. (2024). Do sustainability signals diverge? An analysis of labeling schemes for socially responsible investments. *Business & Society*, 63(6), 1380–1425.

Cosma, S., Cucurachi, P., Gentile, V., & Rimo, G. (2024). Sustainable finance disclosure regulation insights: Unveiling socially responsible funds performance during COVID-19 pandemic and Russia–Ukraine war. *Business Strategy and the Environment*, 33(4), 3242–3257.

Cremasco, C., & Boni, L. (2024). Is the European Union (EU) Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) effective in shaping sustainability objectives? An analysis of investment funds' behaviour. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 14(4), 1018–1036.

EFAMA. (2025). *The SFDR fund market*. European Fund and Asset Management Association. <https://www.efama.org/sites/default/files/files/market-insights-21-the-sfdr-fund-market.pdf>

Ferriani, F. (2024). The importance of labels for sustainable investments: SFDR versus Morningstar globes. *Applied Economics Letters*, 31(18), 1813–1819.

Lambillon, A. P., & Chesney, M. (2023). *How green is 'dark green'? An analysis of SFDR Article 9 funds*.

Nishi, H., Peabody, S. D., Sherrill, E., & Upton, K. (2024). *Shades of green: The effect of SFDR downgrades on fund flows and sustainability risk*. SSRN. <https://ssrn.com/abstract=4814593>

Scheitza, L., Busch, T., & Metzler, J. (2023). The impact of impact funds—A global analysis of funds with impact-claim. *Journal of Financial Transformation*.

Scheitza, L., & Busch, T. (2024). SFDR Article 9: Is it all about impact? *Finance Research Letters*, 62, 105179.

Spaans, L., Derwall, J., Huij, J., & Koedijk, K. (2024). *Sustainable Finance Disclosure Regulation: Voluntary signaling or mandatory disclosure?* SSRN. <https://ssrn.com/abstract=4722820>

Prepaid Fees for Investment Products: A Holistic Analysis

Jiří Šindelář – Petr Šimčák

Abstract:

The article deals with the analysis of the cost of retail investment products, with a focus on prepaid entry fees. These form the basis of the initial remuneration for the investment advisory service and at the same time also a significant cost item, reducing the value of the investment in the first years. The article models their effect in a broader context, not only as a simple mathematical difference between two otherwise similar investment programs. In particular, the behavioral dimension is taken into account, both in the form of the so-called behavioral gap, advisory alpha and also excessive conservatism of Czech investors. These factors are quantified on the basis of literature inputs and a quantitative model is compiled using them. The result is the finding that despite the higher fee burden, it is advantageous for an investor burdened with a behavioral gap and excessively conservative allocation to accept the advantageous market costs of investment advice. Assuming that this service delivers a surplus yield (alpha), the investment result is ultimately significantly positive for the average consumer.

Keywords: Investments, prepaid entry fees, investment advice, future value

JEL classification: D14, D16, I22

Příloha č. 1: Shrnutí průběhu modelové simulace (agregace na roční data)

		Rok1	Rok2	Rok3	Rok4	Rok5	Rok6	Rok7	Rok8	Rok9	Rok10	Rok11	Rok12	Rok13	Rok14	Rok15
I1: Bez poradce_A	Hodnota - SÚ	8 131 Kč	16 510 Kč	25 143 Kč	34 039 Kč	43 206 Kč	52 651 Kč	62 384 Kč	72 412 Kč	82 746 Kč	93 394 Kč	104 366 Kč	115 671 Kč	127 321 Kč	139 325 Kč	151 693 Kč
	Hodnota - INV	16 530 Kč	34 079 Kč	52 710 Kč	72 491 Kč	93 492 Kč	115 788 Kč	139 459 Kč	164 590 Kč	191 271 Kč	219 598 Kč	249 672 Kč	281 601 Kč	315 499 Kč	351 488 Kč	389 697 Kč
	Hodnota - celkem	24 661 Kč	50 589 Kč	77 853 Kč	106 530 Kč	136 697 Kč	168 439 Kč	201 843 Kč	237 002 Kč	274 017 Kč	312 992 Kč	354 038 Kč	397 273 Kč	442 820 Kč	490 813 Kč	541 390 Kč
I2: S investičním poradcem	Hodnota - SÚ	2 439 Kč	4 953 Kč	7 543 Kč	10 212 Kč	12 962 Kč	15 795 Kč	18 715 Kč	21 724 Kč	24 824 Kč	28 018 Kč	31 310 Kč	34 701 Kč	38 196 Kč	41 797 Kč	45 508 Kč
	Hodnota - INV	5 609 Kč	11 806 Kč	35 096 Kč	60 070 Kč	86 849 Kč	115 565 Kč	146 356 Kč	179 372 Kč	214 776 Kč	252 739 Kč	293 446 Kč	337 096 Kč	383 902 Kč	434 091 Kč	487 908 Kč
	Hodnota - celkem	8 049 Kč	16 759 Kč	42 639 Kč	70 282 Kč	99 811 Kč	131 360 Kč	165 071 Kč	201 096 Kč	239 600 Kč	280 757 Kč	324 756 Kč	371 798 Kč	422 098 Kč	475 888 Kč	533 416 Kč
	Nesplacený zůstatek předplaceného vstupního poplatku	32 400 Kč	16 106 Kč													

		Rok16	Rok17	Rok18	Rok19	Rok20	Rok21	Rok22	Rok23	Rok24	Rok25	Rok26	Rok27	Rok28	Rok29	Rok30
I1: Bez poradce	Hodnota - SÚ	164 439 Kč	177 571 Kč	191 103 Kč	205 047 Kč	219 415 Kč	234 220 Kč	249 475 Kč	265 195 Kč	280 455 Kč	291 425 Kč	302 728 Kč	314 375 Kč	326 377 Kč	338 743 Kč	351 486 Kč
	Hodnota - INV	430 262 Kč	473 330 Kč	519 053 Kč	567 597 Kč	619 135 Kč	673 851 Kč	731 943 Kč	793 617 Kč	860 035 Kč	935 396 Kč	1 015 404 Kč	1 100 347 Kč	1 190 529 Kč	1 286 273 Kč	1 387 387 Kč

ŠINDELÁŘ, J., ŠIMČÁK P.: Předplacené poplatky u investičních produktů: holistická analýza

																923 Kč
	Hodnota - celkem	594 701 Kč	650 901 Kč	710 157 Kč	772 644 Kč	838 550 Kč	908 071 Kč	981 418 Kč	1 058 811 Kč	1 140 491 Kč	1 226 820 Kč	1 318 132 Kč	1 414 722 Kč	1 516 905 Kč	1 625 016 Kč	1 739 408 Kč
I2: S investič ním poradc em	Hodnota - SÚ	49 332 Kč	53 271 Kč	57 331 Kč	61 514 Kč	65 825 Kč	70 266 Kč	74 843 Kč	79 558 Kč	84 418 Kč	89 425 Kč	94 584 Kč	99 900 Kč	105 378 Kč	111 023 Kč	116 839 Kč
	Hodnota - INV	545 616 Kč	607 495 Kč	673 848 Kč	744 997 Kč	821 290 Kč	903 098 Kč	990 819 Kč	1 084 882 Kč	1 185 746 Kč	1 293 900 Kč	1 409 873 Kč	1 534 229 Kč	1 667 576 Kč	1 810 562 Kč	1 963 884 Kč
	Hodnota - celkem	594 947 Kč	660 766 Kč	731 179 Kč	806 511 Kč	887 114 Kč	973 364 Kč	1 065 662 Kč	1 164 441 Kč	1 270 163 Kč	1 383 324 Kč	1 504 457 Kč	1 634 130 Kč	1 772 954 Kč	1 921 584 Kč	2 080 723 Kč

SFDR Funds Performance Differences – Fixed Income and Equity Funds

*Michal Vyletelka*¹

Abstract

This study examines whether the SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) regulation provides economically meaningful difference among EU mutual funds in respect to its net performance across equity and fixed income asset classes. The results on a sample of over 7 000 mutual funds indicate that while Article 8 and Article 9 funds often exhibit superior raw returns and attract stronger investor inflows these advantages largely dissolves when traditional risk factors such as value, momentum, or default probability are accounted for. Overall, the findings suggest that SFDR classifications carry meaningful sustainability signals, yet do not systematically reflect the superior performance.

Keywords:

Sustainable finance, sfdr, esg funds, mutual fund performance

JEL classification: G11, G12

¹ Prague University of Economics and Business, Faculty of Finance and Accounting, Prague, Czech Republic, Email: vyln00@vse.cz; ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-3768-1631>

1. Introduction

The rising trend of sustainable collective investing in Europe has also introduced uncertainties about the actual environmental impact of ESG funds' investments and raised potential consumer risks of greenwashing. To mitigate these uncertainties, several regulatory acts have been adopted at the EU level, namely the CSRD, NFRD, and SFDR. From an investment perspective, the SFDR has become the central EU framework for classifying investment funds by their sustainability ambitions. Despite regulatory challenges in implementing the SFDR regulation, Article 8 and Article 9 funds have attracted growing attention from both institutional and retail investors. This is reflected in the continuing rise in AuM in both categories. Since the introduction of the SFDR, AuM in Article 8 funds have expanded from EUR 3.76 trillion in Q1 2021 to EUR 9.14 trillion (51% of the total market) at end-2024. Article 9 funds reached EUR 353 billion by end-2024, despite their market share remaining virtually unchanged at 2% since 2022, as their net sales slowed (EFAMA, 2025). This dynamic has sparked academic interest in understanding whether the SFDR classification provides meaningful differentiation.

The empirical evidence demonstrates significant financial and non-financial differences between SFDR funds across multiple dimensions. From a non-material perspective, the SFDR categorization proves to be meaningful, while Article 9 funds experience higher ESG ratings, lower carbon-intensity and stronger emphasis on climate change actions (Cremasco and Boni, 2022). Furthermore, Article 9 equity funds exhibit significantly lower greenwashing indices and stronger alignment with third-party sustainability labels, while their fixed income equivalents display weaker sustainability signals and less robust label alignment (Abouarab et al., 2025). Article 8 and Article 9 funds also experience significantly higher investor flows, receiving 96 basis points higher annualized flows than Article 6 funds (Spaans et al., 2024).

However, the performance benefits are not uniform across SFDR categories. Article 9 funds consistently outperform both sustainability and financial metrics, while Article 8 funds do not generate significantly different risk-adjusted performance from conventional funds (Cosma et al., 2023).

Article 9 equity funds achieve higher returns and net inflows than Article 8 and conventional funds (Ferriani, 2023; Cremasco and Boni, 2022). However, the sustainability of this outperformance is uncertain. Studies indicate that Article 9 funds' outperformance during crisis periods is not persistent and that performance advantages fade during stable market conditions (Cosma et al., 2023). Despite performance volatility, these funds are attributed to additional administrative burden, reflected in higher management fees for Article 9 funds (Cremasco and Boni, 2022). The evidence for the distinction between Article 8 equity funds is less compelling. Research shows they do not outperform conventional funds and fail to

demonstrate significant reductions in greenwashing (Cosma et al., 2023; Abouarab et al., 2025). This pattern suggests that Article 8 classification does not provide a strong sustainability signal in equity markets.

The fixed income markets present a slightly different picture. The research indicates that SFDR categories are less predictive of sustainability outcomes or performance differentiation in fixed income than in equity (Brito-Ramos et al., 2023). Studies show limited evidence of outperformance or reduction in greenwashing among Article 8 and 9 fixed-income funds, as well as lower to no differences in carbon intensity (Brito-Ramos et al., 2023).

Another important dimension of SFDR implementation is downgrading patterns. Recent research shows that downgrades from Article 9 to Article 8 are often associated with negative fund flows and heightened sustainability risk, particularly for equity funds (Nishi et al., 2025; Scheitza & Busch, 2023). Moreover, the risk of greenwashing and the ambiguity of sustainability claims remain central concerns, with evidence suggesting that regional and fixed-income funds are especially prone to weaker or inconsistent sustainability signals (Brito-Ramos et al., 2023; Lambillon & Chesney, 2023).

Building on this evidence, this study examines whether systematic differences exist between equity and fixed-income funds across SFDR categories namely with regards to its net performance. Namely, in line with the evidence, I hypothesize that Article 9 funds would attract superior returns in comparison to Article 8 and Article 9 funds, to reflect higher investment sentiment.

2. Data

For the purpose of this analysis, monthly data from 2016-2024 for European fixed income (FI) and equity UCITS funds were obtained through Bloomberg database. Only actively managed funds based within EU were included. The final sample consists of 2,844 FI and 3,928 equity funds, across all strategies and region-focus classes. The SFDR category for each fund has been added to the sample according to the fund's status as of the end of 2024.

The two-panel Table 1 shows the distribution of FI funds by investment strategy and SFDR classification. The most common strategies across all SFDR categories are *Aggregate* and *Corporate* (Panel A), with Article 8 funds having the highest count in both. Interestingly, *Aggregate* strategies are almost evenly split between Article 6 and 8, while *Corporate* strategies tend toward Article 8. This indicates a potential preference for exposure to the corporate sector. Article 9 funds maintain a minor share (5%) across all strategies, due to the more stringent conditions for this type of fund.

The majority of funds have a global or multi-regional focus (Panel B), suggesting that, similarly to conventional funds, ESG-oriented funds prefer broader

diversification. Europe stands out as the dominant single-continent region, especially under Article 8, which aligns with the EU's regulatory leadership on sustainable finance.

Table 1: Frequency distribution of fixed income UCITS funds sample by strategy (left panel) and region focus (right panel)

Strategy	Art 6	Art 8	Art 9	Total
Aggregate	797	844	72	1,713
Asset Backed	12	16	0	28
Bank Loans	17	6	1	24
Convertible	26	64	0	90
Corporate	159	333	42	534
Government	127	76	8	211
Inflation Protected	18	30	0	48
Mortgage-Backed	3	9	0	12
Municipals	0	1	0	1
N.A.	106	70	6	182
Preferred	0	1	0	1
Total	1,265	1,45	129	2,844

Region	Art 6	Art 8	Art 9	Total
Asia	37	41	0	78
Europe	252	333	19	604
Global	669	780	89	1,538
North America	48	79	4	131
Other	257	211	16	484
South America	2	6	1	9
Total	1,26	1,45	129	2,844

Source: author's own processings

The frequency distribution of equity funds (Table 2) by SFDR category shows that most funds concentrate on *Blend* and *Growth* strategies, with Article 8 funds dominating both segments. Specifically, Article 8 accounts for 57% in both the *Blend* and *Growth* categories. Similarly to the fixed income class, Article 9 funds are few across all strategies and account for 7% of all funds.

From the perspective of a regional focus, globally focused funds again dominate (44% of all funds), across all SFDR categories. The second-largest category is the Europe-focused class, which accounts for a 28% share of all funds. Some funds remain uncategorized regionally, particularly in Article 6 and 8. Surprisingly, the sample tends to be slightly biased towards Asia-focused funds (446) rather than to North America region (330), which may be due to the diversification demand of EU investors.

Table 2: Frequency distribution of equity UCITS funds sample by strategy (left panel) and region focus (right panel)

Strategy	Art 6	Art 8	Art 9	Total	Continent	Art 6	Art 8	Art 9	Total
Aggressive Allocation	1	0	0	1	Africa	3	2	0	5
Blend	926	1,509	200	2,635	Asia	163	272	11	446
Growth	250	423	56	729	Europe	388	537	58	983
Long Short	1	0	0	1	Global	588	957	176	1721
Market Neutral	0	1	0	1	North America	122	196	12	330
Moderate Allocation	1	0	0	1	Other	135	178	9	322
NA	75	83	6	164	South America	15	5	1	21
Value	160	231	5	396					
Total	1,414	2,247	267	3,928	Total	1,414	2,247	267	3,928

Source: author's own processings

3. Descriptives

Furthermore, for both categories, the expense ratio, inception date of the fund, its monthly closing prices, and beta indicators were gathered. For FI funds, the rating and maturity categories have been obtained and ranked accordingly. For rating category, Bloomberg sorts of FI funds into three groups (focus on Investment Grade A or higher, Investment grade BB or higher, High/Yield assets). For maturity focus, Bloomberg categorises funds into a total of 6 categories, ranging from short-term focus (under 1 year) to long-term focus (>10 years). Both categories have been ranked from lowest to highest according to the risk level of the category in ascending order.

For equity funds, the proxies for traditional Fama-French risk factors, namely the average P/B ratio, average market capitalization (in EUR millions), and average Dividend Yield, were obtained from the database.

Based on the descriptive statistics of EU FI UCITS funds (Table 3), several distinct patterns emerge across the SFDR classification categories. Performance characteristics reveal interesting divergences across fund categories. Article 8 funds demonstrate the strongest 10-year total returns with a mean of 17.5% compared to 14.3% for Article 6 and 15.0% for Article 9 funds. However, Article 8 funds also exhibit higher volatility as evidenced by their standard deviation of 18.6%, while Article 9 funds show the most consistent performance with the lowest volatility. The beta coefficients across all categories cluster around 0.85-0.90, indicating similar

systematic risk exposure to the broader fixed-income market, although Article 9 funds display a tighter beta distribution range.

A particularly relevant dimension is expense ratio. In this characteristic, clear differences between SFDR categories are to be seen: In contrast to Scheitza & Busch (2024), Article 6 funds exhibit the highest average expense ratio at 0.88%, with Article 8 funds showing costs lower by 6 basis points and Article 9 funds lower by 19 basis points. This finding suggests that funds classified under Articles 8 and 9, despite often engaging in more complex ESG screening and impact alignment, may be operated more efficiently, for example, by less intensive trading or by being subject to competitive fee pressure in the ESG segment. It also raises the hypothesis that fulfilling the SFDR disclosures conditions may not be as cost-intensive in practice as often presumed.

Table 3: Quantitative descriptive statistics of fixed income UCITS sample

	SFDR Classification	N	Missing	Mean	Median	SD	Minimum	Maximum
Tot Ret 10Y	Article 6	745	520	14.273	11.400	25.104	-99.87400	194.14
	Article 8	825	625	17.540	13.924	18.613	-98.64700	107.30
	Article 9	30	99	14.979	10.823	15.867	-5.76200	54.46
Beta 3Y	Article 6	457	808	0.855	0.933	0.581	-2.11000	5.14
	Article 8	641	809	0.898	0.956	0.599	-2.47600	5.38
	Article 9	51	78	0.901	0.975	0.479	-0.44100	2.21
Expense Ratio	Article 6	1006	259	0.883	0.820	0.555	0.00000	4.00
	Article 8	1255	195	0.823	0.760	0.468	0.00000	2.72
	Article 9	108	21	0.694	0.630	0.470	0.00700	2.62
Avg Market Cap (mil)	Article 6	80	1185	47511.800	1151.724	121826.152	0.00000	743648.31
	Article 8	87	1363	54937.505	1967.718	145146.913	0.00000	881327.31
	Article 9	4	125	53941.865	8752.377	96306.676	350.00100	197912.70

Note: author's own processings

Equity funds under SFDR also exhibit some clear differences in investment approach and characteristics. Article 8 funds exhibit higher total cumulative performance, but also higher volatility. Paradoxically, Article 9 funds account for the lowest profitability among all categories, despite having higher volatility than Article 6 funds. One possible explanation lies in the trade-off between ambition and financial return, which limits the investable universe. This could be supported by the fact that Article 9 funds invest in smaller, and thus more volatile, companies.

From a valuation point of view, it can be seen that Article 9 funds exhibit the highest valuations across all observable metrics (P/S, P/B, and P/E ratios), in line with the

Pástor et al. (2021) hypothesis that investments in environmentally conscious companies serve as a climate risk hedge.

Table 4: Quantitative descriptive statistics of equity UCITS sample

	SFDR Classification	N	Missing	Mean	Median	SD	Minimum	Maximum
Tot Ret 10Y	Article 6	948	466	77.115	64.984	61.694	-90.57800	435.66
	Article 8	1297	950	161.553	70.275	2830.526	-35.87200	101997.14
	Article 9	110	157	63.863	57.326	39.893	-54.04400	205.01
Beta 3Y	Article 6	823	591	0.921	0.932	0.663	-1.94100	18.49
	Article 8	1506	741	1.335	0.968	15.043	-3.16000	584.69
	Article 9	163	104	0.981	0.995	0.355	-2.98100	1.73
Expense Ratio	Article 6	1102	312	1.533	1.580	0.768	0.00000	5.00
	Article 8	1933	314	1.414	1.580	0.664	0.00000	5.09
	Article 9	206	61	1.425	1.572	0.627	0.00700	3.90
Avg Market Cap (mil)	Article 6	1329	85	305501.560	90238.758	912668.727	4.41500	1.05e+7
	Article 8	2160	87	533011.132	114474.500	3.93e+6	0.00200	1.52e+8
	Article 9	254	13	271409.277	98559.625	691212.560	522.66000	9.40e+6
Avg Price/Sales	Article 6	1336	78	2.019	1.637	1.511	0.00000	17.12
	Article 8	2169	78	2.309	1.887	1.477	0.00000	13.83
	Article 9	254	13	2.419	2.115	1.355	0.56100	10.57
Avg Price/Book Ratio	Article 6	1334	80	2.756	2.229	1.756	0.00000	12.26
	Article 8	2163	84	3.198	2.590	2.236	0.00000	56.07
	Article 9	254	13	3.393	3.153	1.600	0.53700	11.48
Avg Price/Earnings	Article 6	1284	130	24.156	20.139	25.458	0.00000	498.26
	Article 8	2127	120	24.430	20.826	20.690	0.00000	446.85
	Article 9	242	25	29.363	25.457	22.143	5.03500	271.68

Note: author's own processings

Lastly, in contrast with fixed income funds, expense ratios display a more mixed picture, where Article 9 funds interestingly carry higher expense ratio than Article 8 funds, raising a hypothesis that investors are willing to pay extra costs even for funds pursuing environmentally conscious strategies.

4. Performance differences across SFDR categories

In order to perform an analysis of the gross performance differences of funds by SFDR category, the monthly, quarterly, and yearly returns have been calculated from their monthly closing prices data in both asset classes. For the calculation of the Sharpe ratio, the annual rate of a 1-year German Bund has been added into the

calculation as a risk-free asset. The average annual return, volatility and Sharpe ratio for fixed income funds could be observed on Table 5.

Table 4: Portfolio Characteristics of FI funds by Year and SFDR Classification

	Return			Volatility			Sharpe Ratio			N		
	Art 6	Art 8	Art 9	Art 6	Art 8	Art 9	Art 6	Art 8	Art 9	Art 6	Art 8	Art 9
2016	4.54	4.42	3.56	5.58	4.28	3.90	0.89	1.13	1.02	770	856	34
2017	2.33	2.81	1.56	3.16	2.28	2.43	0.98	1.57	0.95	833	919	40
2018	-3.10	-3.42	-1.78	3.95	3.47	2.54	-0.60	-0.78	-0.41	913	984	48
2019	4.93	4.89	4.71	4.22	3.62	3.29	1.28	1.48	1.58	975	1,059	56
2020	1.59	2.62	1.86	11.00	10.36	8.49	0.20	0.31	0.29	1,047	1,135	65
2021	-0.76	-0.47	-1.12	4.23	2.81	2.65	0.00	0.10	-0.14	1,138	1,200	74
2022	-11.44	-10.14	-11.94	11.48	8.76	9.14	-0.96	-1.11	-1.26	1,184	1,290	96
2023	3.04	3.86	4.22	6.66	5.70	5.70	0.02	0.17	0.23	1,219	1,366	115
2024	2.92	3.71	3.03	4.26	3.64	3.87	-0.16	0.03	-0.15	1,260	1,431	125
Total	0.33	0.81	0.33	5.48	4.42	4.14	0.18	0.32	0.23	1,260	1,431	125

Note: author's own processings

Article 8 funds consistently demonstrate superior risk-adjusted performance, recording the highest average Sharpe ratio (0.32) and returns (0.81%) throughout the study period. Article 6 funds, as previously illustrated in Table 3, exhibit slightly lower volatility but also generate weaker overall returns. Article 9 funds display both reduced volatility and performance, particularly before 2020, although they occasionally outperform during market expansion phases such as 2019. While 2022 represented a challenging period across all categories, characterized by sharply negative returns and diminished Sharpe ratios, the long-term trend indicates that ESG-linked strategies have not underperformed relative to conventional approaches.

To examine the statistical significance of Article 8 funds' outperformance, regression models were constructed incorporating Rating, Maturity, and Market Return as control variables. Both market returns and lagged fund flow variables were adjusted to correspond with the return window of each regression model. To ensure model robustness, the dependent variable was estimated across monthly (M), quarterly (Q), and annual (Y) timeframes.

Table 5: Summary of OLS regression models for fixed income UCITS performance

	M	Q	Y
[Intercept]	-0.223* (0.093)	-0.770*** (0.138)	-3.868*** (0.194)
Market return	0.571*** (0.008)	0.563*** (0.007)	0.620*** (0.005)
SFDR Article 8	0.050 (0.036)	0.127* (0.053)	0.282*** (0.074)
SFDR Article 9	-0.019 (0.077)	-0.066 (0.115)	-0.326* (0.166)
Expense Ratio	-0.024 (0.035)	-0.079 (0.052)	-0.459*** (0.073)
Rating Class	0.120*** (0.029)	0.378*** (0.043)	1.702*** (0.061)
Maturity Class	-0.014 (0.019)	-0.020 (0.028)	0.052 (0.040)
Lag (Fund flows)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Num.Obs.	55182	54309	50164
R2	0.081	0.109	0.272

*Note: The response variable is a fund return on a monthly (M), quarterly (Q) and yearly (Y) basis, expressed in percentage points. The explanatory variables consist of corresponding market return (Global Aggregate Bond Index ETF; ticker: AGGG) dummy factor variables signifying attribution to Article 8 and Article 9 funds category, expense ratio, rating and maturity class of a fund. The first value in the cell corresponds to the value of beta coefficient for a given variable, the value in brackets below represents the standard error of the coefficient. Star symbols *, **, *** highlight statistical significance on a 5%, 1% and 0.1% level.*

From constructed regression models, it can be seen that although the SFDR category is still an important variable, specifically for longer-term returns, its significance is less obvious than predicted from Table 6, and returns are more attributable to the average rating of a fund's assets. In the short term (monthly), fund returns are predominantly driven by broader market movements, with little distinction between SFDR categories. This suggests that sustainability-related strategy does not impact immediate performance in bond markets.

Over longer periods, more apparent differences emerge between the SFDR categories. Article 8 funds show stronger long-term results, probably due to the fact, lower environmental risks are not fully acknowledged in the rating Article 9 funds,

on the other hand, tend to perform slightly worse over time. This may be explained by their stricter rules, which limit diversification and reduce the range of bonds they can buy.

4.1 Equity funds

Annual portfolio characteristics of equity funds across SFDR categories show broadly similar risk-return profiles, though subtle distinctions emerge over time. Article 9 funds report the highest average return over the whole period (6.7%), followed closely by Article 8 (6.3%) and Article 6 (5.7%). Despite Article 9's slightly higher volatility (14.7% vs. 14.4% for Article 6), their risk-adjusted returns as measured by the Sharpe ratio remain comparable to other categories. This suggests that stronger ESG mandates do not lead to disproportionate risk-taking and may even support robust returns in supportive market conditions. Year-by-year data further show that Article 8 funds outperformed Article 6 funds in return and Sharpe ratio during most growth periods, while Article 9 funds saw notable outperformance in 2020 — likely benefiting from ESG-aligned themes during the pandemic rebound.

Table 1: Portfolio Characteristics of equity funds by Year and SFDR Classification

	Return			Volatility			Sharpe Ratio			N		
	Art 6	Art 8	Art 9	Art 6	Art 8	Art 9	Art 6	Art 8	Art 9	Art 6	Art 8	Art 9
2016	15.27	12.69	12.14	11.97	11.86	10.50	1.31	1.11	1.20	969	1,330	114
2017	13.62	16.62	12.53	7.37	7.33	7.73	1.95	2.37	1.72	1,022	1,408	117
2018	-14.56	-14.64	-12.84	14.26	14.38	13.51	-0.97	-0.97	-0.90	1,085	1,508	125
2019	13.64	16.26	17.68	12.48	12.63	13.79	1.13	1.33	1.32	1,170	1,639	142
2020	8.75	12.78	19.07	27.45	26.45	25.21	0.34	0.51	0.78	1,241	1,774	154
2021	15.30	16.09	17.20	10.88	11.20	11.39	1.48	1.50	1.58	1,297	1,923	178
2022	-10.82	-12.95	-11.03	19.78	21.14	22.81	-0.52	-0.59	-0.46	1,358	2,053	217
2023	5.30	5.83	4.50	13.99	14.81	16.11	0.17	0.20	0.10	1,383	2,159	253
2024	10.00	10.20	7.14	11.28	11.17	11.51	0.57	0.59	0.31	1,404	2,218	263
Total	5.70	6.30	6.74	14.38	14.55	14.73	0.61	0.65	0.63	1,404	2,218	263

Note: author's own processings

The regression analysis for the equity funds sample (Table 8) indicates that the general market trend is the principal driver of equity fund performance, and the influence increases with greater trading windows. When controlled for traditional risk factors, SFDR categories matter. Still, in exactly the opposite manner: Article 8 funds perform comparably on shorter time frames, but underperform on longer

time frames, while Article 9 funds underperform consistently, most probably due to stricter ESG regulations limiting the fund's ability to spread risk and access sectors with higher returns.

Table 2: Summary of OLS regression models for equity UCITS performance

	M	Q	Y
(Intercept)	0.582*** (0.032)	0.178*** (0.048)	-2.169*** (0.095)
Market return	-8.123*** (0.237)	52.703*** (0.222)	82.148*** (0.212)
SFDR Article 8	-0.011 (0.021)	-0.044 (0.032)	-0.147* (0.061)
SFDR Article 9	-0.059 (0.045)	-0.204** (0.067)	-0.672*** (0.130)
Expense Ratio	-0.109*** (0.015)	-0.275*** (0.022)	-1.148*** (0.042)
Avg Market Cap	0.012* (0.005)	0.032*** (0.008)	0.143*** (0.016)
Avg Dvd Yield	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Avg PB Ratio	0.070*** (0.005)	0.195*** (0.007)	0.827*** (0.014)
Lag (Fund flows)	-0.024*** (0.004)	0.072*** (0.005)	0.299*** (0.010)
Num.Obs.	244054	239687	217923
R2	0.066	0.194	0.417

*Note: The response variable is a fund return on a monthly (M), quarterly (Q) and yearly (Y) basis, expressed in percentage points. The explanatory variables consist of corresponding market return (MSCI World Index ETF; Ticker: IWDA), dummy factor variables signifying attribution to Article 8 and Article 9 funds category, expense ratio, average market capitalization in EUR millions, average dividend yield, and average P/B ratio of a fund. The first value in the cell corresponds to the value of beta coefficient for a given variable, the value in brackets below represents the standard error of the coefficient. Star symbols *, **, *** highlight statistical significance on a 5%, 1% and 0.1% level.*

Traditional risk factors matter as well. Funds with high costs typically provide lower returns, confirming the fee vs. performance relationship; larger funds usually do better, confirming the size factor. Value factor (i.e., P/B ratio) is associated with better performance, and past inflows seem to predict future performance, indicating momentum is at play. Dividend yield does not add any explanatory power. As demonstrated by the increasing coefficients of determination for larger windows of time, the model explains fund behavior better for longer time frames, meaning that structural and classification differences become stronger with time. The exhibited negative impact of Article 8 and 9 funds classification do not support the theory of superior performance occurring from stronger ESG mandates, showing that potentially stronger sustainability attachment could limit performance.

5. Conclusion

This study examined whether funds classifications under the SFDR carry meaningful differences related to their performance for equity and fixed income class. Based on the performed analyses in the fixed income asset class, it could be concluded that although Article 8 and Article 9 indeed outperform conventional funds in terms of gross performance and Sharpe Ratio, when controlling for traditional risk factors for Article 8 funds, the difference is attributed to differences in average rating of bond portfolios and as such do not differ from standard funds. Article 9 funds after controlling even tend to underperform, particularly over longer time horizons. The same holds for equity funds, as the main explanatory factors for the outperformance of Article 8 and Article 9 funds are value and momentum factors. These results are thus in contrast to the initial hypothesis that stronger sustainability fund mandates lead to fund outperformance.

This study carries several notable limitations. First, the relatively short period since SFDR's enactment has constrained the analysis of long-term performance dynamics. Second, ongoing category shifts and persistent greenwashing concerns, even following SFDR implementation, complicate future comparative analyses, as fund characteristics will vary depending on the sustainability criteria applied. Additionally, the regression models, particularly those explaining expense ratios, demonstrated moderate explanatory power, suggesting that additional unobserved variables may influence the relationships examined. Lastly, the final sentiment analysis done in this study was based on a relatively simple level, employing general indices rather than language models. More advanced models would utilize natural language processing (NLP) models such as BERT, FinBERT, RoBERTa or GPT-type classifiers to comprehend the context, and sentiment from large amounts of text. However, employing these models would require extensive private data, which would not be cost-effective for this type of study.

From the analysis above, future work could be developed in several important ways. A deeper study of fund level sustainability metrics beyond regulatory definitions, adding potential market labels and integrating market data with qualitative funds' changes in time could be beneficial for further analyses of contributing factors distinguishing various types of SFDR classifications.

References

Abouarab, R., Mishra, T., & Wolfe, S. (2025). Does the EU sustainable finance disclosure regulation mitigate greenwashing? *The European Journal of Finance*, 31(8), 957–989.

Brito-Ramos, S., Cortez, M. C., & Silva, F. (2024). Do sustainability signals diverge? An analysis of labeling schemes for socially responsible investments. *Business & Society*, 63(6), 1380–1425.

Cosma, S., Cucurachi, P., Gentile, V., & Rimo, G. (2024). Sustainable finance disclosure regulation insights: Unveiling socially responsible funds performance during COVID-19 pandemic and Russia–Ukraine war. *Business Strategy and the Environment*, 33(4), 3242–3257.

Cremasco, C., & Boni, L. (2024). Is the European Union (EU) Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) effective in shaping sustainability objectives? An analysis of investment funds' behaviour. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 14(4), 1018–1036.

EFAMA. (2025). *The SFDR fund market*. European Fund and Asset Management Association. <https://www.efama.org/sites/default/files/files/market-insights-21-the-sfdr-fund-market.pdf>

Ferriani, F. (2024). The importance of labels for sustainable investments: SFDR versus Morningstar globes. *Applied Economics Letters*, 31(18), 1813–1819.

Lambillon, A. P., & Chesney, M. (2023). How green is 'dark green'? An analysis of SFDR Article 9 funds. [Publication details not provided.]

Nishi, H., Peabody, S. D., Sherrill, E., & Upton, K. (2024). *Shades of green: The effect of SFDR downgrades on fund flows and sustainability risk*. SSRN. <https://ssrn.com/abstract=4814593>

Scheitza, L., Busch, T., & Metzler, J. (2023). The impact of impact funds—A global analysis of funds with impact-claim. *Journal of Financial Transformation*.

Scheitza, L., & Busch, T. (2024). SFDR Article 9: Is it all about impact? *Finance Research Letters*, 62, 105179.

Spaans, L., Derwall, J., Huij, J., & Koedijk, K. (2024). *Sustainable Finance Disclosure Regulation: Voluntary signaling or mandatory disclosure?* SSRN.
<https://ssrn.com/abstract=4722820>

Finanční regulace mezi stabilitou a regulační komplexitou: diskuze o proměně institucionálního uspořádání dohledu v Evropské unii a České republice

*Lukáš Volf**

Abstrakt:

Článek je koncipován jako diskuzní příspěvek k debatě o institucionálním uspořádání regulace a dohledu nad finančními trhy. Navazuje na odbornou linii, která kvalitu regulace tradičně spojuje především s volbou modelu dohledu, ať již integrovaného, sektorového nebo funkčně děleného. Příspěvek rekonstruuje, proč byla tato perspektiva přesvědčivá v předkrizovém a bezprostředně pokrizovém období, a současně vysvětluje, proč je dnes již pouze dílčím východiskem pro hodnocení regulační účinnosti. Polemizuje s tezí, že architektura dohledu zůstává hlavním určujícím faktorem účinné regulace. Regulační vývoj po roce 2020 ukazuje, že rozhodující otázkou již není pouze institucionální uspořádání, ale schopnost regulačního rámce pružně reagovat na technologická, kybernetická, klimatická a systémová rizika prostřednictvím dohledu, který je adaptivní, datově podložený, proporcionální a efektivně koordinovaný. Text argumentuje, že současná výzva evropské a české regulace nespočívá jen v rozdělení kompetencí mezi národní a evropské autority, ale také v narůstající komplexitě pravidel, překryvu regulačních cílů a nerovnoměrných dopadech regulace na velké a malé regulované subjekty. Závěr článku ukazuje, že integrovaný model České národní banky zůstává významnou institucionální výhodou; sám o sobě však již není dostatečnou zárukou regulační účinnosti.

Klíčová slova:

finanční regulace, finanční dohled, institucionální uspořádání dohledu, makrobezpečnostní politika, regulační komplexita, DORA, MiCA, ČNB

JEL klasifikace: G18, G21, G22, G28, K23

* Ing. Lukáš Volf, DiS.; Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, nám. W. Churchilla 4, 130 67, Praha 3, (lukas.volf@vse.cz). Tento článek vznikl za podpory Interní grantové agentury Vysoké školy ekonomické v Praze v rámci projektu IG 27/2025.

1 Úvod

Diskuze o finanční regulaci byla po dlouhou dobu formulována především jako spor o optimální institucionální uspořádání dohledu. V odborné literatuře i v hospodářské politice dominovala otázka, zda je vhodnější sektorový model, integrovaný model, nebo funkční model oddělující prudenciální dohled a dohled nad jednáním vůči zákazníkům, tzv. rozdělení typu twin peaks (Čihák, Podpiera, 2008; Masciandaro – Quintyn, Taylor, 2008). Tato perspektiva byla racionální v době, kdy hlavním problémem byla konsolidace dohledu nad bankovníctvím, pojišťovnictvím a kapitálovým trhem a kdy se ze sektorově odděleného finančního systému stával systém konglomerovaný a přeshraničně propojený. Pokrizová evropská reforma po de Larosièreově zprávě i vznik Evropského systému finančního dohledu (European System of Financial Supervision, dále také jen „ESFS“) tuto institucionální logiku dále posílily, zejména pak v podmínkách Evropské unie (dále také jen „EU“) (de Larosière et al., 2009, s. 35-55; nařízení (EU) č. 1092/2010; nařízení (EU) č. 1093/2010; nařízení (EU) č. 1094/2010; nařízení (EU) č. 1095/2010).

Tento článek je koncipován jako diskuze s právě touto literární linií. Její přínos nepochybně: starší debata správně upozornila, že architektura dohledu ovlivňuje informační toky, možnost zachytit konglomerátní rizika, koordinační náklady i prostor pro regulatorní arbitráž (Čihák, Podpiera, 2008; Masciandaro, Quintyn, 2011). Tvrdí však, že v současném prostředí už architektura sama nevysvětluje regulatorní účinnost dostatečně. Po roce 2020 se regulatorní agenda proměnila natolik, že hlavní otázkou přestává být pouze „kdo dohlíží“ a stále více se stává otázkou „jakým způsobem, s jakými daty, proti jakým průřezovým rizikům a s jakými vedlejšími náklady je dohled vykonáván“ (FSB, 2023a; FSB, 2023b; ESRB, 2025).

Naléhavost této aktualizace je zřejmá z evropského vývoje posledních let. Nařízení o digitální provozní odolnosti finančního sektoru (Digital Operational Resilience Act, dále také jen „DORA“), proměnilo informační a komunikační technologie (information and communication technology, dále také jen „ICT“) a kybernetickou odolnost v samostatnou osu finanční regulace (nařízení (EU) 2022/2554). Nařízení o trzích s kryptoaktivy (Markets in Crypto-Assets Regulation, dále také jen „MiCA“) přeneslo část oblasti kryptoaktiv do jednotného licenčního a dohledového režimu (nařízení (EU) 2023/1114). Evropský balíček opatření proti praní peněz a financování terorismu, vycházející z rámce anti-money laundering / countering the financing of terrorism (dále také jen „AML/CFT“), včetně vzniku Evropského orgánu pro boj proti praní peněz a financování terorismu (Authority for Anti-Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism, dále jen „AMLA“), posílil specializovanou nadnárodní vrstvu dohledu nad integritou finančního systému (nařízení (EU) 2024/1620; nařízení (EU) 2024/1624). Současně se rozvinula debata o tom, zda environmentální, sociální a správní faktory (environmental, social and

governance factors, dále také jen „ESG“) a související reportovací rámce nepřekročily hranici účelné složitosti (nařízení (EU) 2019/2088; nařízení (EU) 2020/852; směrnice (EU) 2022/2464; směrnice (EU) 2025/794). Společným jmenovatelem není jen nové téma, ale změna povahy regulace: stále častěji jde o víceúrovňový, průřezový a datově intenzivní rámec, jehož kvalita se nedá redukovat na samotné organizační uspořádání dohledu (ve smyslu institucionálního uspořádání).

Struktura článku je následující. Nejprve stručně vymezuje teoretická východiska finanční regulace a rozdíl mezi regulací a dohledem. Poté rekonstruuje starší pojetí institucionální architektury dohledu a ukazuje jeho limity. Následně analyzuje, jak se regulatorní prostředí změnilo po roce 2020, a na tomto základě formuluje vlastní diskuzní argument. V závěru zvažuje implikace pro české prostředí a pro postavení České národní banky (dále také jen „ČNB“) jako integrovaného národního orgánu dohledu.

2 Východiska odborné diskuze a institucionální pojetí finančního dohledu

Finanční regulace se v teorii opírá o relativně stabilní soubor ekonomických důvodů. Reaguje na informační asymetrii, tržní selhání, externalitu, morální hazard, systémové riziko a potřebu ochrany spotřebitele (Rothschild, Stiglitz, 1976; Bažantová et al., 2010). Tyto důvody však nesměřují ke stejnému regulačnímu instrumentu ani ke stejnému dohledovému cíli. Jinou logiku má kapitálová a likviditní regulace, jinou pravidla informační povinnosti a jinou kontrola nevhodného prodeje finančních produktů (nekalé či nevhodné distribuce, tzv. misselling), střetu zájmů či tržního zneužití. Už na této úrovni je proto nutné trvat na terminologickém rozlišení regulace jako souboru pravidel a dohledu jako institucionální činnosti, která pravidla vykládá, vynucuje a aplikuje na konkrétní subjekty a situace.

Stejně důležité je odlišit mikrobezpečnostní, makrobezpečnostní a behaviorální rovinu dohledu nad jednáním vůči zákazníkům, tzv. conduct supervision rovinu. Mikrobezpečnostní dohled sleduje bezpečnost a odolnost jednotlivé regulované instituce; makrobezpečnostní dohled se zaměřuje na systémové vazby, procykličnost a agregovaná zranitelná místa finančního systému; conduct a ochrana spotřebitele sledují férovost jednání vůči klientům, kvalitu tržního procesu a integritu distribuce finančních produktů (ESRB, 2025; FSB, 2023b). V praxi se tyto cíle překrývají, ale analyticky jejich směřování zamlžuje skutečný předmět diskuze o „optimálním modelu“ dohledu.

Po globální finanční krizi se význam systémového rizika a makrobezpečnosti zásadně posílil. Evropská odpověď v podobě Evropské rady pro systémová rizika (European Systemic Risk Board, dále také jen „ESRB“) a evropských orgánů

dohledu byla vystavěna na předpokladu, že finanční stabilitu nelze zajistit jen přes dohled nad jednotlivými institucemi (de Larosière et al., 2009, s. 46-55; nařízení (EU) č. 1092/2010). Tento posun však zároveň otevřel novou otázku: zda problém spočívá primárně ve struktuře orgánů, nebo spíše v tom, zda je systém schopen integrovat mikrodata, makrovarování a přeshraniční koordinaci. Čím komplexnější se finanční systém stával, tím méně postačovalo samotné formální vymezení kompetencí jednotlivých orgánů dohledu (Acharya et al., 2017; Caccioli et al., 2014).

Po roce 2020 se tato tendence ještě zesílila. Vedle bankovních a pojišťovacích rizik vstoupily do středu pozornosti digitální infrastruktura, kybernetická odolnost, třetí technologické strany, kryptoaktiva, zveřejňování informací v oblasti ESG, klimatické scénáře a rostoucí role nebankovních finančních zprostředkovatelů (FSB, 2023a; FSB, 2023b; IMF, 2026). Rada pro finanční stabilitu (Financial Stability Board, dále také jen „FSB“) a Banka pro mezinárodní platby (Bank for International Settlements, dále také jen „BIS“) v posledních letech opakovaně upozorňují, že významné zranitelnosti nevznikají jen v bankách, ale i v nebankovním finančním zprostředkování a v tržní infrastruktuře (BIS, 2026; FSB, 2023b). Tím se spor o institucionální architekturu dále relativizuje: architektura zůstává důležitá, ale sama o sobě negarantuje, že systém průřezová rizika včas rozpozná.

Starší literatura o finančním dohledu vycházela z přesvědčivého předpokladu, že uspořádání dohledových kompetencí není administrativní detail, ale strukturální determinant kvality regulace. Integrované modely slibovaly menší počet mezer mezi sektory, lepší dohled nad konglomeráty a úspory z rozsahu; sektorové modely naopak akcentovaly specializaci a hlubší expertizu; funkční modely typu twin peaks chtěly oddělit prudenciální a behaviorální cíle (Čihák, Podpiera, 2008; Masciandaro, Quintyn, Taylor, 2008). Ani dnes není důvod tyto argumenty bagatelizovat. Špatně rozdělené kompetence stále mohou vést k přesouvání odpovědnosti, ztrátě informací či neúplnému pohledu na rizika přelévající se mezi sektory.

Právě zde však začíná vlastní polemika tohoto článku. Starší literatura implicitně i explicitně předpokládala, že po nalezení vhodnějšího institucionálního modelu bude možné většinu regulatorních problémů alespoň rámcově zvládnout (Čihák, Podpiera, 2008; Masciandaro, Quintyn, 2011). Dnešní evropská zkušenost ukazuje, že tento předpoklad je příliš úzký. I promyšlená architektura může ve výsledku produkovat neúčinný nebo neproporcionální dohled, pokud je systém zahlcen duplicitním reportingem, nekonzistentními požadavky, rozostřením priorit a nedostatečnou prací s daty a technologickými závislostmi (EBA, 2025; ECB, 2025). Jinak řečeno: architektura je stále významnou podmínkou, nikoli však podmínkou postačující.

Evropský systém finančního dohledu tento posun dobře ilustruje. Po roce 2011 vznikla struktura, která kombinuje tři sektorové evropské orgány dohledu:

- Evropský orgán pro bankovníctví (European Banking Authority, dále také jen „EBA“),
- Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (European Insurance and Occupational Pensions Authority, dále také jen „EIOPA“) a
- Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (European Securities and Markets Authority, dále také jen „ESMA“)

s makroobezřetnostním ESRB, a bankovní unie k tomu přidala další vertikální rovinu (nařízení (EU) č. 1092/2010; nařízení (EU) č. 1093/2010; nařízení (EU) č. 1094/2010; nařízení (EU) č. 1095/2010). Následně byla působnost evropských orgánů rozšiřována do oblastí digitálních financí, operační odolnosti, kryptoaktiv, AML a udržitelných financí (nařízení (EU) 2022/2554; nařízení (EU) 2023/1114; nařízení (EU) 2024/1620). Výsledkem není návrat k sektoru ani čistá integrace, ale stále složitější síť kompetencí a rozhraní. To znamená, že původní otázka „který model je lepší“ je dnes analyticky nedostatečná: stále více jde o to, zda systém zvládá řídit překryvy, přechody a vedlejší náklady své vlastní vrstvenosti.

3 Proměna regulatorního prostředí po roce 2020

Nejpřesvědčivější proměnu přinesla digitalizace a kybernetická odolnost. DORA se začala používat od 17. ledna 2025 a zavedla jednotná pravidla řízení ICT rizik, hlášení incidentů, testování odolnosti a dohledu nad ICT třetími stranami (nařízení (EU) 2022/2554). Tím se provozní odolnost stala explicitním a harmonizovaným předmětem finanční regulace. Prakticky nejde pouze o rozšíření stávajících IT povinností, ale o změnu dohledové logiky: relevantní rizika už neleží jen v bilanci banky či pojišťovny, ale i v technologických uzlech, na nichž je celý sektor závislý. To je typologicky odlišná situace od klasického sporu o integrovaný versus sektorový národní dohled.

Podobně MiCA neznamená pouze „rozšíření“ staré architektury o nový sektor. Nařízení stanovilo obecnou použitelnost od 30. prosince 2024 a pro tokeny vázané na aktiva a e-money tokens již od 30. června 2024; současně umožnilo přechodné období pro dříve působící poskytovatele služeb souvisejících s kryptoaktivy (crypto-asset service providers, dále také jen „CASP“) (nařízení (EU) 2023/1114). MiCA tak testuje nejen sektorovou regulaci kryptoaktiv, ale i schopnost EU omezit regulatorní arbitráž, zajistit srovnatelnou licenční přísnost a propojit prudenciální, spotřebitelské a AML cíle (FSB, 2023a; nařízení (EU) 2023/1113).

Třetí oblastí je udržitelnostní regulace. Nařízení o zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v odvětví finančních služeb (Sustainable Finance

Disclosure Regulation, dále také jen „SFDR“), taxonomie EU a směrnice o podávání zpráv podniků o udržitelnosti (Corporate Sustainability Reporting Directive, dále také jen „CSRD“) byly koncipovány jako rámec posilující transparentnost, klasifikaci a informační disciplínu trhu (nařízení (EU) 2019/2088; nařízení (EU) 2020/852; směrnice (EU) 2022/2464) V letech 2025–2026 se však právě tato agenda stala centrem evropské debaty o překomplikovanosti regulace. Unijní „stop-the-clock“ zásahy a zjednodušovací agenda posunuly diskuzi od jednostranného rozšiřování povinností k otázce jejich přiměřenosti, proveditelnosti a skutečné informační hodnoty (směrnice (EU) 2025/794; European Commission, 2025). Pro předkládanou diskuzi je klíčové, že tím nebyla zpochybněna potřeba relevantních dat o udržitelnosti jako taková, ale spíše představa, že více a detailnějších povinností automaticky znamená lepší regulaci.

Čtvrtou rovinou je bankovní a pojišťovací prudenciální agenda. V bankovníctví EU implementovala podstatnou část postkrizové finalizace Basel III zejména prostřednictvím nařízení o kapitálových požadavcích (Capital Requirements Regulation, dále také jen „CRR“) a směrnice o kapitálových požadavcích (Capital Requirements Directive, dále také jen „CRD“), avšak některé části rámce tržního rizika a Fundamental Review of the Trading Book byly odkládány z důvodu mezinárodní nekoordinovanosti a obav o rovné konkurenční podmínky (BCBS, 2017; nařízení (EU) 2024/1623; směrnice (EU) 2024/1619). V pojišťovníctví probíhá implementace revize Solvency II s důrazem na proporcionalitu, kvalitu dohledu, makrobezpečnostní nástroje a nová rizika včetně rizik udržitelnosti (směrnice (EU) 2025/2). V obou případech je patrná stejná tendence: regulátor nehledá jen vyšší bezpečnost, ale řeší i přiměřenost, mezinárodní srovnatelnost a reálnou proveditelnost.

Pátým prvkem změny je posun k dohledu mimo bankovní sektor. FSB dlouhodobě upozorňuje na rizika spojená s nebankovním finančním zprostředkováním a stablecoiny, tj. stabilní kryptoaktiva navázaná na referenční hodnotu, zatímco BIS a Mezinárodní měnový fond (International Monetary Fund, dále také jen „IMF“) akcentují vazby mezi veřejnými financemi, trhy dluhopisů, pákovými pozicemi a novými formami finanční infrastruktury (FSB, 2023a; FSB, 2023b; BIS, 2026; IMF, 2026). V takovém prostředí je zjevné, že samotná volba mezi integrovaným a sektorovým modelem národního dohledu nevysvětluje, zda bude systém schopen průřezové zranitelnosti skutečně zachytit.

Specifickou roli v tomto víceúrovňovém uspořádání sehrála také bankovní unie, jejíž součástí je jednotný mechanismus dohledu (Single Supervisory Mechanism, dále také jen „SSM“). Ten posílil přímou roli Evropské centrální banky (European Central Bank, dále také jen „ECB“) v prudenciálním dohledu nad významnými bankovními institucemi a doplnil původní horizontální logiku evropských orgánů dohledu o vertikální prvek bankovního dohledu. Právě SSM ukazuje, že evropská

regulační architektura se po krizi nevyvíjela pouze jako síť koordinace mezi národními a evropskými autoritami, ale také jako systém přímého nadnárodního výkonu dohledu ve vybraných segmentech finančního trhu.

Výše popsany vývoj ukazuje, že regulační změny po globální finanční krizi nelze chápat jako jednorázovou institucionální reformu, ale spíše jako postupné vrstvení nových dohledových agend. Zatímco první fáze byla spojena zejména s vytvořením evropské dohledové architektury, pozdější období přineslo rozšíření regulace do oblastí digitální odolnosti, kryptoaktiv, udržitelnosti, AML/CFT a regulačního zjednodušování. Přehled těchto milníků a jejich význam pro hlavní argument článku shrnuje Tab. 1.

Tab. 1: Časová osa regulačních změn relevantních pro argument článku

Období	Regulační milník	Význam pro diskuzní argument
2009–2011	de Larosièrova zpráva a vznik ESFS	Evropská odpověď na krizi staví především na institucionální architektuře a koordinaci orgánů (de Larosière et al., 2009; nařízení (EU) č. 1092/2010–1095/2010).
2014–2016	bankovní unie a SSM	Posiluje se vertikální evropská vrstva bankovního dohledu a role ECB v prudenciálním dohledu nad významnými bankami (Council Regulation (EU) No 1024/2013).
2019–2022	SFDR, taxonomie a CSRD	Udržitelná regulace rozšiřuje finanční regulaci o informační a klasifikační rámce ESG (nařízení (EU) 2019/2088; nařízení (EU) 2020/852; směrnice (EU) 2022/2464).
2022–2025	DORA	Provozní a kybernetická odolnost se stává samostatným a průřezovým předmětem finanční regulace (nařízení (EU) 2022/2554).
2023–2026	MiCA a přechod k licenčnímu režimu kryptoaktiv	Regulace kryptoaktiv testuje schopnost EU omezit regulační arbitráž a koordinovat prudenciální, spotřebitelské a AML cíle (nařízení (EU) 2023/1114; nařízení (EU) 2023/1113).
2024–2028	AML a nový AML balík	Vzniká specializovaná nadnárodní vrstva dohledu nad AML/CFT riziky (nařízení (EU) 2024/1620; nařízení (EU) 2024/1624).
2025–2026	zjednodušovací agenda EU	Do popředí vstupuje otázka regulační complexity, proporcionality a kumulace nákladů na zajištění souladu s regulací (EBA, 2025; European Commission, 2025).

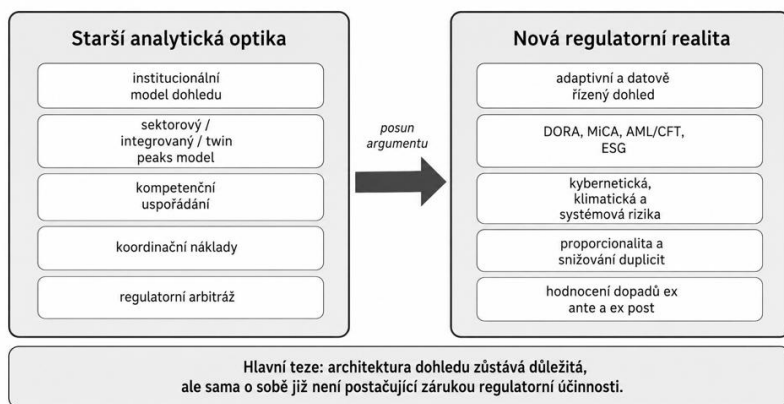
Zdroj: vlastní zpracování podle citovaných právních a institucionálních zdrojů

4 Vlastní diskuzní argument

Na základě uvedeného lze formulovat hlavní argument tohoto článku. Současnou finanční regulaci nelze přesvědčivě hodnotit pouze podle institucionální

architektury dohledu. Integrovaný model může být institucionálně „čistý“ a přesto vykazovat nedostatky v datech, prioritizaci a proporcionalitě; sektorový model může být naopak formálně roztržštěný, ale při dobré koordinaci a jasných rozhraních funkčně obstát (Čihák, Podpiera, 2008; Masciandaro, Quintyn, 2011). Rozhodující se stává spíše kvalita dohledové infrastruktury: interoperabilita dat, schopnost rychlé identifikace rizik, srozumitelnost priorit, eliminace duplicit a ochota diferencovat požadavky podle systémové relevance a povahy činnosti (EBA, 2025; ESRB, 2025). Tento posun analytického těžiště od institucionální architektury k funkční výkonnosti regulace schematicky shrnuje Obr. 1.

Obr. 1: Posun analytického těžiště finanční regulace po roce 2020



Zdroj: vlastní zpracování autora; syntéza závěrů literatury k institucionálním modelům finančního dohledu a současných regulačních rámců EU, zejména Čihák, Podpiera (2008), Masciandaro, Quintyn, Taylor (2008), de Larosièrè et al. (2009), FSB (2023a, 2023b), ESRB (2025), EBA (2025), nařízení (EU) 2022/2554 a nařízení (EU) 2023/1114.

S tím souvisí druhý argument: po roce 2020 se finanční regulace pohybuje ve složitém trojúhelníku stability, ochrany spotřebitele a inovace. Bez vědomé práce s proporcionalitou však může regulace sama vytvářet bariéru vstupu a provozu. Velké bankovní a pojišťovací skupiny obvykle disponují právní, datovou a compliance kapacitou, která jim umožňuje nové povinnosti absorbovat. Menší instituce, investiční zprostředkovatelé, specializované nebankovní subjekty a fintech podniky však nesou výrazně vyšší relativní náklad. Vedlejším efektem proto může být vyšší tržní koncentrace, větší závislost na několika infrastrukturálních dodavatelích a slabší soutěž, přestože tyto důsledky původní regulace explicitně nesledovala (EBA, 2025; European Commission, 2025).

Třetí argument se týká makrobezpečnosti. Systémová rizika dnes nevznikají jen v úvěrových a investičních expozicích bank, ale také v technologických koncentracích, cloudové infrastruktuře, nebankovním zprostředkování, soukromém úvěrování, stablecoinech a na hranici mezi finančním trhem a jeho infrastrukturou (FSB, 2023a; FSB, 2023b; BIS, 2026). Makrobezpečnostní pohled proto vyžaduje propojení různých segmentů a datových zdrojů. Jestliže architektura nedokáže tento průřezový pohled proměnit v operativní nástroje, její formální uspořádání ztrácí praktickou vyvídací hodnotu.

Z těchto důvodů lze starší linii literatury doplnit takto: architektura dohledu zůstává důležitou institucionální proměnnou, ale v současné fázi evropské regulace již není nejlepším zástupným ukazatelem regulatorní kvality. V prostředí víceúrovňového evropského uspořádání, rychlé digitalizace a politického tlaku na zjednodušení pravidel je vhodnější hodnotit schopnost systému rozlišovat mezi požadavky skutečně rizikově významnými a požadavky převážně procesně zatěžujícími. Tato korekce starší literatury není její negací; jde o přenesení jejího užitečného základu do podmínek nové regulatorní reality.

Právě nerovnoměrný dopad sektorových, digitálních, prudenciálních a udržitelnostních požadavků na různé typy regulovaných subjektů shrnuje Tab. 2, která má koncepční charakter a nepředstavuje empirické měření regulatorních nákladů.

Tab. 2: Konceptuální matice dopadů regulatorní komplexity podle typu subjektu

TYP SUBJEKTU	DORA	MiCA	ESG a reporting	Prudenciální rámec	Hlavní diskuzní závěr
Velké bankovní skupiny	vysoké nároky, ale relativně vysoká absorpční kapacita	nepřímý dopad přes služby, expozice a stablecoiny	významný datový a governance dopad	CRR/CRD, finalizace Basel III, makrobezpečnost	Komplexita je zvládnutelná, ale i zde roste riziko překryvů (BCBS, 2017; EBA, 2025).
Pojišťovny	silný dopad ICT a outsourcingu	spíše okrajový přímý dopad	význam klimatických rizik a reportovacích požadavků	CRR/CRD, finalizace Basel III, makrobezpečnost	U pojišťoven je klíčová kombinace proporcionality a řízení nových rizik (směrnice (EU) 2025/2).
Investiční podniky a trhy	silný dopad DORA a infrastruktury	významné na rozhraní kryptoaktiv a investičních služeb	citlivost na greenwashing a pravidla zveřejňování	vysoká závislost na evropské koordinaci ESMA	U investičních podniků a tržních infrastruktur je klíčová koordinace pravidel, technologická odolnost a dohled nad přeshraničními riziky.

Fintech a CASP subjekty	vysoký relativní náklad	přímý licenční a governance dopad	zpravidla nižší než u velkých emitentů, ale roste	nepřímé prudenciální vazby	Nejvyšší relativní compliance zátěž a riziko tržní koncentrace (nařízení (EU) 2023/1114).
Menší regulované instituce	proporcionality je rozhodující	většinou nepřímý dopad	reporting může být relativně nákladný	zjednodušení je legitimní, nesmí být deregulací	Právě zde se ukazuje potřeba adaptivní regulace, nikoli jen institucionálního modelu.

Zdroj: vlastní zpracování autora podle BCBS (2017), EBA (2025), FSB (2023a, 2023b), nařízení (EU) 2022/2554, nařízení (EU) 2023/1114, směrnice (EU) 2025/2 a souvisejících právních aktů EU.

5 Implikace pro Českou republiku

Pro české prostředí je tato diskuze zvláště důležitá, protože ČNB představuje dlouhodobě integrovaný model dohledu založený na centrální bance. Česká republika proto není dobrým případem pro tvrzení, že hlavní institucionální problém spočívá v roztržiténosti kompetencí. Naopak, koncentrace dohledových agend v ČNB vytváří relativní výhodu v podobě informační kontinuity, lepšího přehledu o finančních skupinách a přirozenější vazby mezi měnovou, makroobezřetností a dohledovou funkcí (Čihák, Podpiera, 2008; ČNB, 2025; ČNB, 2026).

Praktický problém se však posouvá jinam: k otázce, jak bude ČNB schopna evropsky generované povinnosti aplikovat proporcionálně na relativně menší a strukturálně odlišný trh. Na bankovním trhu to znamená zejména kombinaci kybernetické odolnosti, prudenciálních požadavků a datové kvality; v pojišťovnictví půjde více o revizi Solvency II, scénáře klimatických rizik a reportovací nároky; na kapitálovém trhu o rostoucí význam evropské koordinace a standardů ESMA; v digitálních financích o propojení MiCA, DORA a nového AML rámce (nařízení (EU) 2022/2554; nařízení (EU) 2023/1114; nařízení (EU) 2024/1620; směrnice (EU) 2025/2).

Z českého pohledu je proto vhodné nepodlehnout dvěma zjednodušením. Prvním je závěr, že integrovaný model již vyřešil problém regulatorní koordinace jednou provždy. Druhým je naopak unáhlený soud, že evropské vrstvení nutně domácí model oslabuje. Přesnější je tvrzení, že evropská integrace zvyšuje nároky na národní výkon dohledu: na schopnost překládat evropská pravidla do lokálně smysluplné praxe, odstranit národní duplicity a diferencovat přístup podle rizika. V tom spočívá skutečný test integrovaného modelu ČNB v letech 2025–2026, nikoli v abstraktní institucionální typologii.

6 Diskuze a doporučení

Z výše uvedené argumentace plynou čtyři základní závěry pro regulační politiku. Prvním je nutnost systematicky posilovat proporcionalitu jako konstrukční zásadu, nikoli jako výjimku poskytovanou ex post. Regulace má diferencovat podle velikosti, obchodního modelu, systémové relevance a přeshraničního působení. To neznamená deregulaci pro malé subjekty, ale vyšší přesnost v tom, které povinnosti mají skutečně materiální smysl a které představují především fixní administrativní náklad (EBA, 2025; European Commission, 2025).

Druhým doporučením je budovat datově řízený dohled. Pokud se těžiště regulace přesouvá od architektury k adaptivitě, je třeba odpovídajícím způsobem posílit standardizaci datových toků, jejich interoperabilitu a analytické využití napříč sektorovými agendami. Tento požadavek je obzvlášť silný v oblastech DORA, AML, makroobezřetnosti a udržitelných financí, kde bez včasných a kvalitních dat nelze rozlišit skutečné riziko od pouhé procesní chyby (nařízení (EU) 2022/2554; nařízení (EU) 2024/1624; ESRB, 2025).

Třetím doporučením je redukovat překryvy mezi evropskou a národní vrstvou regulace. Evropský jednotný soubor pravidel je materiálně důležitý, ale jeho přínos se oslabuje, pokud je nadstavován národními formálními požadavky, které duplicitu nesnižují, ale zvyšují. Zvláštní pozornost si zde zaslouží reporting, incidentní hlášení a oblasti, v nichž se setkává prudenciální, AML a digitální regulace (EBA, 2025; ECB, 2025).

Čtvrtým doporučením je důsledněji hodnotit regulační dopady ex ante i ex post. V prostředí akumulace pravidel už nestačí prokazovat legitimitu cíle; je třeba zkoumat i kumulativní účinek na různé typy regulovaných subjektů a na tržní strukturu. Zjednodušování pak nemá být chápáno jako ideologická deregulace, ale jako průběžná korektura míst, kde se náklady pravidel zjevně oddělily od jejich stabilizačního nebo ochranného efektu (European Commission, 2025; EBA, 2025).

K těmto čtyřem doporučením lze připojit dvě doplňující. Zaprvé, u digitálních inovací je vhodné posilovat režimy řízeného dohledového experimentování a zpětné vazby, protože plošná a statická úprava rychle zastarává. Zadruhé, v oblasti udržitelnosti je třeba rozlišovat mezi hodnotou relevantních informací pro trh a nadměrným narůstáním počtu povinností, které snižuje srozumitelnost i legitimitu celého rámce (nařízení (EU) 2019/2088; nařízení (EU) 2020/852; směrnice (EU) 2022/2464; směrnice (EU) 2025/794). Jinak řečeno, zjednodušení by se mělo týkat primárně formy a redundance, nikoli rezignace na materiální dohledové cíle.

7 Závěr

Článek vyšel z teze, že starší odborná debata o institucionálním uspořádání finančního dohledu zůstává cenná, ale již není dostačující. Tato literatura správně

ukázala, že rozdělení kompetencí mezi orgány dohledu má dopad na koordinační náklady, regulační arbitráž i schopnost zachytit rizika finančních konglomerátů (Čihák, Podpiera, 2008; Masciandaro, Quintyn, Taylor, 2008; de Larosièrè et al., 2009). Současný regulační vývoj však ukazuje, že v prostředí DORA, MiCA, AMLA, revidovaného prudenciálního rámce a sporu o udržitelnostní reportování se hlavní hodnoticí otázka posouvá: méně „jaká je architektura“ a více „zda je rámec adaptivní, datově podložený, proporcionální a schopný redukovat vlastní komplexitu“ (nařízení (EU) 2022/2554; nařízení (EU) 2023/1114; nařízení (EU) 2024/1620; směrnice (EU) 2025/2; EBA, 2025).

Tím článek doplňuje dosavadní diskuzi ve dvou směrech. Zaprvé, přesouvá analytické těžiště od institucionální typologie k funkční výkonnosti regulace. Zadruhé, ukazuje českou zkušenost s integrovaným dohledem nikoli jako důkaz definitivně správného modelu, ale jako relativní výhodu, jejíž skutečná hodnota závisí na kvalitě národního výkonu dohledu v evropsky vrstveném prostředí. Pro český kontext je proto rozumnější soustředit se na data, proporcionalitu, koordinační mechanismy a hodnocení dopadů než znovu otevírat abstraktní spor o institucionální tvar.

Limitem článku je, že nepřináší vlastní kvantitativní měření regulačních nákladů ani systematickou komparaci jednotlivých jurisdikcí. Jde o argumentační a konceptuální diskuzi, jejímž cílem je aktualizovat rámec, v němž se o regulaci finančních trhů uvažuje. Další výzkum by měl empiricky zkoumat, jak se regulační komplexita promítá do nákladů různých typů regulovaných subjektů v České republice, jaké segmenty jsou komplexitou zasaženy nejvíce a kde leží hranice mezi užitečnou standardizací a kontraproduktivní přeregulovaností.

Literatura

Acharya, V. V., Pedersen, L. H., Philippon, T., Richardson, M. (2017). Measuring Systemic Risk. *Review of Financial Studies*, 30(1), 2–47. DOI: 10.1093/rfs/hhw088.

Bank for International Settlements. (2026). *Annual Economic Report 2026*. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2026e.htm>

Basel Committee on Banking Supervision. (2017). *Basel III: Finalising post-crisis reforms*. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.htm>

Bažantová, I. et al. (2010). *Ekonomie regulace: lekce z globální finanční krize*. Praha: Vladimír Lelek. ISBN 978-80-904837-0-5.

Caccioli, F., Shrestha, M., Moore, C., & Farmer, J. D. (2014). *Stability analysis of financial contagion due to overlapping portfolios*. Journal of Banking & Finance, 46, 233–245. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.05.021>

Council of the European Union. (2013). *Council Regulation (EU) No 1024/2013 of 15 October 2013 conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions*. Official Journal of the European Union, L 287, 63–89. <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/1024/oj>

Česká národní banka. (2025). *Zpráva o finanční stabilitě – podzim 2025*. Česká národní banka.

Česká národní banka. (2026). *Zpráva o finanční stabilitě – jaro 2026*. Česká národní banka.

Čihák, M., Podpiera, R. (2008). Integrated Financial Supervision: Which Model? *North American Journal of Economics and Finance*, 19(2), 135–152. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2008.03.003>

European Banking Authority. (2025, October 1). *Report on the Efficiency of the Regulatory and Supervisory Framework*. EBA/REP/2025/26. European Banking Authority.

European Central Bank. (2025, December 11). *Simplification of the European prudential regulatory, supervisory and reporting framework. Recommendations of the Governing Council High-Level Task Force on Simplification*. European Central Bank.

European Commission. (2025, February 26). *Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2006/43/EC, 2013/34/EU, (EU) 2022/2464 and (EU) 2024/1760 as regards certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements* (COM(2025) 81 final). European Commission.

European Parliament and Council of the European Union. (2010a). *Regulation (EU) No 1092/2010 of 24 November 2010 on European Union macro-prudential*

oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board. Official Journal of the European Union, L 331, 1–11. <http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1092/oj>

European Parliament and Council of the European Union. (2010b). *Regulation (EU) No 1093/2010 of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/78/EC.* Official Journal of the European Union, L 331, 12–47. <http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1093/oj>

European Parliament and Council of the European Union. (2010c). *Regulation (EU) No 1094/2010 of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/79/EC.* Official Journal of the European Union, L 331, 48–83. <http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1094/oj>

European Parliament and Council of the European Union. (2010d). *Regulation (EU) No 1095/2010 of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC.* Official Journal of the European Union, L 331, 84–119. <http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1095/oj>

European Parliament and Council of the European Union. (2019). *Regulation (EU) 2019/2088 of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector.* Official Journal of the European Union, L 317, 1–16. <http://data.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj>

European Parliament and Council of the European Union. (2020). *Regulation (EU) 2020/852 of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088.* Official Journal of the European Union, L 198, 13–43. <http://data.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj>

European Parliament and Council of the European Union. (2022). *Directive (EU) 2022/2464 of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as*

regards corporate sustainability reporting. *Official Journal of the European Union*, L 322, 15–80. <http://data.europa.eu/eli/dir/2022/2464/oj>

European Parliament and Council of the European Union. (2022). *Regulation (EU) 2022/2554 of 14 December 2022 on digital operational resilience for the financial sector and amending Regulations (EC) No 1060/2009, (EU) No 648/2012, (EU) No 600/2014, (EU) No 909/2014 and (EU) 2016/1011*. Official Journal of the European Union, L 333, 1–79. <http://data.europa.eu/eli/reg/2022/2554/oj>

European Parliament and Council of the European Union. (2023a). *Regulation (EU) 2023/1113 of 31 May 2023 on information accompanying transfers of funds and certain crypto-assets and amending Directive (EU) 2015/849*. Official Journal of the European Union, L 150, 1–39. <http://data.europa.eu/eli/reg/2023/1113/oj>

European Parliament and Council of the European Union. (2023b). *Regulation (EU) 2023/1114 of 31 May 2023 on markets in crypto-assets, and amending Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 1095/2010 and Directives 2013/36/EU and (EU) 2019/1937*. Official Journal of the European Union, L 150, 40–205. <http://data.europa.eu/eli/reg/2023/1114/oj>

European Parliament and Council of the European Union. (2024). Directive (EU) 2024/1619 of 31 May 2024 amending Directive 2013/36/EU as regards supervisory powers, sanctions, third-country branches, and environmental, social and governance risks. *Official Journal of the European Union*, L, 2024/1619. <http://data.europa.eu/eli/dir/2024/1619/oj>

European Parliament and Council of the European Union. (2024a). *Regulation (EU) 2024/1620 of 31 May 2024 establishing the Authority for Anti-Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism and amending Regulations (EU) No 1093/2010, (EU) No 1094/2010 and (EU) No 1095/2010*. Official Journal of the European Union, L, 2024/1620. <http://data.europa.eu/eli/reg/2024/1620/oj>

European Parliament and Council of the European Union. (2024b). *Regulation (EU) 2024/1623 of 31 May 2024 amending Regulation (EU) No 575/2013 as regards requirements for credit risk, credit valuation adjustment risk, operational*

risk, market risk and the output floor. Official Journal of the European Union, L, 2024/1623. <http://data.europa.eu/eli/reg/2024/1623/oj>

European Parliament and Council of the European Union. (2024c). *Regulation (EU) 2024/1624 of 31 May 2024 on the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing*. Official Journal of the European Union, L, 2024/1624. <http://data.europa.eu/eli/reg/2024/1624/oj>

European Parliament and Council of the European Union. (2025a). Directive (EU) 2025/2 of 27 November 2024 amending Directive 2009/138/EC as regards proportionality, quality of supervision, reporting, long-term guarantee measures, macro-prudential tools, sustainability risks and group and cross-border supervision, and amending Directives 2002/87/EC and 2013/34/EU. *Official Journal of the European Union, L*, 2025/2. <http://data.europa.eu/eli/dir/2025/2/oj>

European Parliament and Council of the European Union. (2025b). Directive (EU) 2025/794 of 14 April 2025 amending Directives (EU) 2022/2464 and (EU) 2024/1760 as regards the dates from which Member States are to apply certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements. *Official Journal of the European Union, L*, 2025/794. <http://data.europa.eu/eli/dir/2025/794/oj>

European Systemic Risk Board. (2025, July 15). *ESRB annual report 2024*. European Systemic Risk Board. <https://www.esrb.europa.eu/pub/ar/html/esrb.ar2024~e39f1f7f79.en.html>

Financial Stability Board. (2023a). *High-level recommendations for the regulation, supervision and oversight of global stablecoin arrangements: Final report*. Financial Stability Board. <https://www.fsb.org/2023/07/high-level-recommendations-for-the-regulation-supervision-and-oversight-of-global-stablecoin-arrangements-final-report/>

Financial Stability Board. (2023b). *High-level recommendations for the regulation, supervision and oversight of crypto-asset activities and markets: Final report*. Financial Stability Board. <https://www.fsb.org/2023/07/high-level-recommendations-for-the-regulation-supervision-and-oversight-of-crypto-asset-activities-and-markets-final-report/>

LUKÁŠ VOLF: Finanční regulace mezi stabilitou a regulatorní komplexitou: diskuze o proměně institucionálního uspořádání dohledu v Evropské unii a České republice

High-Level Group on Financial Supervision in the EU. (2009). *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*. Chaired by Jacques de Larosière. Brussels: European Commission, 25 February 2009.

International Monetary Fund. (2026). *Global financial stability report: Global financial markets confront the war in the Middle East and amplification risks*. International Monetary Fund.
<https://www.imf.org/en/publications/gfsr/issues/2026/04/14/global-financial-stability-report-april-2026>

Masciandaro, D., Quintyn, M. (2011). *Regulating the regulators: The changing face of financial supervision architectures before and after the financial crisis*. In S. C. W. Eijffinger & D. Masciandaro (Eds.), *Handbook of central banking, financial regulation and supervision* (pp. 463–496). Edward Elgar Publishing.
<https://doi.org/10.4337/9781849805766.00023>

Masciandaro, D., Quintyn, M., Taylor, M. W. (2008). *Inside and outside the central bank: Independence and accountability in financial supervision: Trends and determinants*. *European Journal of Political Economy*, 24(4), 833–848.
<https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2008.07.005>

Rothschild, M., & Stiglitz, J. E. (1976). *Equilibrium in competitive insurance markets: An essay on the economics of imperfect information*. *The Quarterly Journal of Economics*, 90(4), 629–649. <https://doi.org/10.2307/1885326>

Financial Regulation Between Stability and Regulatory Complexity: A Discussion on the Transformation of Supervisory Architecture in the EU and the Czech Republic

Lukáš Volf

Abstract:

The article is conceived as a discussion contribution to the debate on the institutional design of financial market regulation and supervision. It builds on the strand of literature that traditionally links the quality of regulation primarily to the choice of supervisory model, whether integrated, sectoral or functionally divided. The article reconstructs why this perspective was persuasive in the pre-crisis and immediate post-crisis period, while also explaining why it remains only partially sufficient today. It challenges the view that supervisory architecture continues to be the main determinant of regulatory effectiveness. Regulatory developments after 2020 indicate that the key issue is no longer merely institutional design, but the ability of the regulatory framework to respond to technological, cyber, climate-related and systemic risks through supervision that is adaptive, data-driven, proportionate and effectively coordinated. The article argues that the current challenge for European and Czech regulation lies not only in the allocation of competences between national and European authorities, but also in the growing complexity of rules, overlapping regulatory objectives and uneven impacts on large and small regulated entities. The conclusion shows that the integrated model of the Czech National Bank remains an important institutional advantage; however, it is no longer in itself a sufficient guarantee of regulatory effectiveness.

Keywords:

financial regulation, financial supervision, institutional design of supervision, macroprudential policy, regulatory complexity, DORA, MiCA, Czech National Bank

JEL Classification: G18, G21, G22, G28, K23