

Financieel adviseur moet weer tussenpersoon worden

Fred de Jong

SAMENVATTING De huidige markt voor financieel advies herbergt een verhoogd risico op marktfalen. De centrale vraag in dit artikel is hoe de huidige rol van de financieel adviseur kan veranderen om het risico op marktfalen te voorkomen. Aan de hand van de nieuwe institutionele economie concludeer ik dat de financieel adviseur een meer formeel onafhankelijke positie nodig heeft, ook contractueel, tussen aanbieders en afnemers in. Daarvoor is het onder meer nodig dat de financieel adviseur zowel door de klant als door de bank/verzekeraar wordt beloond, dat er een vorm van prestatieloon wordt geïntroduceerd en dat de kwaliteit van de adviseur herkenbaar wordt.

1 Inleiding

De markt voor financieel advies in Nederland staat sinds 1 januari 2006 onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Circa 11.000 financieel adviseurs hebben bij de AFM een vergunning aangevraagd om te mogen blijven bemiddelen in financiële producten. Het feit dat deze bedrijfstak onder toezicht is gesteld is een indicatie van het bestaan van marktfalen. Immers als er geen marktfalen zou worden verondersteld, is toezicht geen beleidsoptie. Van marktfalen is hier sprake als consumenten verkeerde financiële producten aanschaffen doordat de financieel adviseur die bemiddelt de consument niet optimaal informeert en adviseert. Het marktfalen binnen

de markt voor financieel advies is publiekelijk onder meer tot uiting gekomen door de aandelenlease-affaire. Ook financieel adviseurs hebben aandelenleaseproducten, het aankopen van effecten met geleend geld, geadviseerd aan klanten die daar gezien hun financiële positie en risicoprofiel niet geschikt voor waren. In publicaties van het Centraal Plan Bureau (2005, Bijlsma et al., 2006) worden twijfels geuit over het bestaan van voldoende marktwerking. Zo zouden financieel adviseurs bijvoorbeeld omwille van het eigen provisiebelang consumenten te dure producten adviseren. Naast het onder toezicht stellen van de bedrijfstak is het de vraag welke bijdrage financieel adviseurs zelf kunnen leveren aan voorkoming van marktfalen. Aan de hand van onder meer de nieuwe institutionele economie kan een onderbouwd antwoord worden geformuleerd op deze vraag, zodat vermindering van het risico op marktfalen niet alleen van de toezichthouder afhankelijk is, maar ook actief wordt ondersteund door de bedrijfstak zelf.

Dit artikel begint (paragraaf 2, 3 en 4) met een uitwerking van de nieuwe institutionele economie. Er is voor deze theorie gekozen, omdat daarin transacties centraal staan. Binnen de neoklassieke economische theorie staat meer het prijsmechanisme centraal. Omdat financieel adviseurs op dit moment niet of nauwelijks invloed hebben op de consumentenprijs en daarmee het prijsmechanisme, is gekozen voor de optiek van de nieuwe institutionele economie, waar totstandbrenging van transacties (al dan niet via instituties als de financieel adviseur) centraal staat. De nieuwe institutionele theorie is eigenlijk een verzameling van drie theorieën (Hazeu, 2000):

- 1 transactiekostentheorie (paragraaf 2);
- 2 eigendomsrechtentheorie (paragraaf 3);
- 3 principaal agent theorie (paragraaf 4).

Vervolgens worden relaties (paragraaf 2.1, 2.2) gelegd met het specifieke karakter en het bestaansrecht van de markt voor financieel advies. Ten slotte wordt (in paragraaf 4.2 en 4.3) een analyse gemaakt van de

Drs. A.J. de Jong is beleidsmedewerker bij de NVA (Nederlandse Vereniging van Assurantieadviseurs en financiële dienstverleners) en de VVHN (Vereniging van Hypotheekadviseurs in Nederland). Hij studeerde Algemene Sociale Wetenschappen aan de Universiteit Utrecht. Tevens werkt hij aan een proefschrift over de markt voor financieel adviseurs. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.

2 Transactiekosten

oplossingsrichtingen waar de bedrijfsstak zelf voor kan opteren en worden conclusies (paragraaf 5) getrokken die leiden tot een betere marktwerking.

Het artikel "The nature of the firm" (Coase, 1937) wordt beschouwd als het begin van de transactiekosten-theorie. Voordat het artikel van Coase werd gepubliceerd, werd gesteld dat het prijsmechanisme als een onzichtbare hand (Adam Smith) fungeerde om vraag en aanbod op een goede manier te organiseren. Die theorie volgend, is het onlogisch om als ondernemer (lees: aanbieder van financiële producten) gebruik te maken van financieel adviseurs. Immers het onzichtbare prijsmechanisme zou ervoor moeten zorgen (in een perfecte en complete markt) dat het aanbieden van financiële producten altijd tegen een redelijke prijs kan gebeuren. Het is in die redenering niet passend om gebruik te maken van een financieel adviseur als intermediair, omdat daarmee een kostenverhogend effect optreedt. Het antwoord van Coase op de hiervoor gestelde vragen was simpel; ook aan het prijsmechanisme zijn kosten verbonden en er zijn organisaties die binnen dat mechanisme efficiënter kunnen opereren dan aanbieders zelf. Coase noemt de kosten van het opsporen van relevante prijzen, de kosten van onderhandeling en de kosten van contractspecificatie. Vanuit de traditionele intermedialetheorie (Allen en Santomero, 1997) wordt ook gereedeneerd dat intermediairs (lees: financieel adviseurs) zorgen voor lagere transactiekosten, naast het verkleinen van informatieasymmetrie. Lagere transactiekosten worden in deze theorie namelijk verklaard doordat financieel adviseurs screenen en monitoren en daarmee het risico op een mismatch houden in dat het gesloten financieel product niet aansluit bij de behoefte van de klant of dat de klant niet past binnen het klantportfolio van de aanbieder. De transactiekosten-economie leert dat transactiekosten van belang kunnen zijn om informatieasymmetrie te verkleinen en het risico op *adverse selection* en *moral hazard* te beperken (zie paragraaf 4.2.1 en 4.2.2). Daarmee levert deze theorie een bijdrage aan het verkleinen van de kans op marktfalen.

2.1 Financieel adviseur en toegevoegde waarde

De transactiekosten-theorie maakt duidelijk dat de kosten van het zelf tot stand brengen van transacties (direct writerschap) hoger kunnen zijn dan de kosten van het werken met financieel adviseurs. Daarmee biedt de transactiekosten-economie dus aanknopingspunten die leiden tot een situatie dat consumenten uiteindelijk goedkoper uit zijn, juist doordat er transactiekosten bestaan. Dat betekent dat een aspect van marktfalen, het betalen van een te hoge prijs, in theorie kan worden voorkomen door inschakeling van financieel adviseurs. Belangrijker is vervolgens de vraag die Williamson (1975) zichzelf stelde in aansluiting op het artikel van Coase. Namelijk in welke gevallen direct writerschap duurder is dan uitbesteding aan derden en wanneer het zelf afsluiten van financiële producten duurder is dan via een financieel adviseur. Dat is de vertaling die ik geef aan de theorie van Williamson met betrekking tot de markt voor financieel advies. Williamson onderscheidde drie invloeden op de hoogte van transactiekosten:

- 1 bronspecificiteit;
- 2 onzekerheid;
- 3 frequentie.

Naarmate de hierboven genoemde invloeden in meerdere mate voorkomen, des te hoger zijn de transactiekosten voor directe aanbieders en consumenten ten opzichte van intermediaire dienstverleners. Immers als het financiële product of de klant specifiek is (bijvoorbeeld complexe producten als een beleggingshypothek, een directeurgraadaandelehouder (DGA) met een pensioengat) of de onzekerheid bij de klant groot is (bijvoorbeeld bij pensioen) of het product wordt vaak gesloten (schadeverzekeringen), dan stijgen volgens de theorie van Williamson de transactiekosten en dan is het inschakelen van een financieel adviseur altijd een overweging waard. De kosten voor aanbieder en consumenten om zelf over de bronspecificiteit te beschikken, de onzekerheid te reduceren en de frequentie te managen zijn dan groot en financieel adviseurs zijn daar beter toe uitgerust. Als ik dit uitgangspunt projecteer op de huidige marktsituatie voor financieel adviseurs, concludeer ik dat in ieder geval op twee van de drie terreinen financieel adviseurs zowel voor de aanbieders als consumenten toegevoegde waarde hebben.

1 Bij zeer specifieke financiële producten, ook wel complexe of adviesgevoelige producten genoemd, kan het uitleggen van de specifieke kanten van het product en het advies daarover wellicht efficiënter aan een financieel adviseur worden overgelaten die reeds beschikt over specifieke klantkennis en over het vermogen om als vertrouwenspersoon van de consument te functioneren. Daarmee beschikt de intermediair als bron over een voorproming in specifieke kennis en vaardigheden ten opzichte van directe aanbieders. Dit geldt ook voor specifieke klanten met

ingewikkelde financiële situaties, zoals bijvoorbeeld dikwijls bij een DGA het geval is. Het is voor aanbieders in dit geval kostbaarder om zelf te investeren in kennis over het financiële product (en daarmee kennis over de producten van concurrenten) en te investeren in het opbouwen van een langdurige klantrelatie (wat een financieel adviseur veelal al wel heeft gedaan) dan het gebruikmaken van een financieel adviseur.

- 2 Bij financiële producten waarover bij de consument steeds meer onzekerheid bestaat, zoals de pensioen-situatie of de hypotheek (bouw ik voldoende pensioen op?, kan ik mijn hypotheek over 30 jaar aflossen?) zal een groeiende behoefte bestaan aan een vertrouwenspersoon. Deze producten vereisen veel aanpassing als gevolg van onder andere fiscale wijzigingen en wetgeving. Daarnaast leiden veranderingen in de persoonlijke situatie van de klant tot extra aanpassingen in het advies. Williamson concludeert dat naarmate de onzekerheid rond transacties groter is, er meer aanpassingen nodig zijn en meer gedifferentieerde beheersstructuren. Dat leidt tot hogere transactiekosten die door inschakeling van een financieel adviseur kunnen worden verminderd.

Ten aanzien van de derde invloed, frequentie, is de toegevoegde waarde van financieel adviseurs minder duidelijk. Aan de ene kant kan worden geredeneerd dat naarmate financiële producten frequenter worden gesloten (zoals bijvoorbeeld de relatief eenvoudige schadeproducten als autoverzekeringen, inboedelverzekeringen en reisverzekeringen) dit kan leiden tot een commodity markt, waar geen financieel advies bij nodig is. Aan de andere kant kan ook worden geredeneerd dat bij hoge contractfrequenties het wellicht efficiënter is voor aanbieders om niet rechtstreeks te handelen, maar de bundeling van contracten over te laten aan financieel adviseurs. Immers via deze tussenschakel kan worden gewerkt met een beperkt aantal transacties (via collectieve contracten, volmachten of inkooparrangementen), terwijl dit zonder tussenschakel hoofdzakelijk individuele transacties zullen zijn. Daarmee kunnen financieel adviseurs juist zorgdragen voor minder en dus lagere transactiekosten voor aanbieders. Waar nu wordt verondersteld dat, door het sluiten van simple risk (eenvoudige) schadeverzekeringen via internet, het directe verkoopkanaal de markt gaat domineren in plaats van het intermediaire kanaal (de financieel adviseurs), leg ik hier de stelling op tafel dat het directe kanaal juist door het internet meer zal gaan uitbesteden aan het intermediaire kanaal. De vraag is dus of het directe kanaal op het gebied van simple risk schadeverzekeringen niet aan haar eigen succes ten onder zal gaan. Hieronder geef ik een aanzet tot het antwoord op deze vraag.

Stel, de intermediair verdwijnt als kanaal voor het sluiten van simple risk schadeverzekeringen. Een scenario dat volgens enkele kenners uit de verzekeringsbedrijfstak niet ondenkbaar is, aangezien steeds meer consumenten in staat zijn om zelf dergelijke producten zonder financieel adviseur, vaak via internet, af te sluiten. De directe aanbieders zullen dan ook alle taken op het gebied van schadebehandeling, beantwoording van vragen, mutaties en bijvoorbeeld beheer moeten uitvoeren. Naarmate die handelingen voor inefficiëntie zorgen en dus extra (transactie)kosten, zal het management van de directe aanbieders eerder overwegen om taken weer uit te besteden. Het is bijvoorbeeld evident dat het communiceren met een paar duizend financieel adviseurs goedkoper is dan het communiceren met miljoenen consumenten. Dat hoeft vervolgens niet te betekenen dat uitbesteding gunstig is voor deze adviseurs in de financiële dienstverlening. Ook schade-experts, callcenters en IT-bedrijven zouden voor die uitbesteding in aanmerking kunnen komen. Binnen de verzekeringsmarkt is inmiddels een ontwikkeling waarneembaar naar business proces outsourcing (uitbesteden van bedrijfsprocessen als bijvoorbeeld administratie of klantbenadering aan externe organisaties), white labelling (verzekeringsproducten die onder een ander label dan die van de aanbieder in de markt worden gezet, bijvoorbeeld verzekeraar A die onder eigen naam een product voert dat is ontwikkeld door verzekeraar B) en nieuwe distributiekanaalen (verkoop van verzekeringsproducten via branchevreemde organisaties als Hema en Kruidvat). Wat ik wil zeggen is dat het dus niet vaststaat dat het directe kanaal de marktmacht van het intermediaire kanaal volledig zal overnemen in de simple risk schadeverzekeringsmarkt.

2.2 Intermediair en perfect match

In navolging van Williamson geeft ook Spulber (1999) aan dat intermediairs voordelen kunnen hebben boven directe ruilorganisaties bij het verminderen van transactiekosten. Spulber geeft aan dat een belangrijke functie van intermediaire marktorganisaties is dat deze een welvaartsverhogend effect hebben op kopers en verkopers door de onzekerheid die te maken heeft met het doen van een goede transactie voor deze groepen te verkleinen of in zijn geheel weg te nemen. Vertaald naar de specifieke situatie voor de financiële bedrijfstak betekent dit dat financieel adviseurs ervoor zorgen dat aanbieders en consumenten meer welvaart hebben doordat hun onzekerheid over het sluiten van financiële producten wordt gereduceerd tot wellicht nul. Vrij vertaald zegt Spulber eigenlijk dat financieel adviseurs geen zekerheid bieden,

3

Eigendomsrechten

maar onzekerheid (geheel of gedeeltelijk) wegneemen. Stel het ruilproces voor financiële producten vindt plaats in een gedecentraliseerde markt zonder intermediaire organisaties. In een dergelijke marktsituatie worden vraag en aanbod at random aan elkaar verbonden. De voorwaarden waaronder de ruil tot stand komt worden meer onzeker en het risico op een mismatch (geen ruil, geen transactie) wordt groter. Als vraagders en aanbidders direct met elkaar onderhandelen over prijs en voorwaarden hebben kopers de neiging om de prijs die men wil betalen te onder-schatten en hebben aanbidders de neiging om hun kosten te overschatten, omdat zowel vrager als aanbieder proberen het onderste uit de kan te halen. Daardoor wordt dus het prijsgevat tussen vraag en aanbod groter dan wellicht het geval zou zijn als een intermediaire organisatie was ingeschakeld. Immers, verondersteld mag worden dat een financieel adviseur meer zicht heeft op de werkelijke kosten van de aanbieder en de betalingsbereidheid bij de vrager. In theorie zou het prijsgevat dan ook kleiner zijn door inschakeling van die adviseur, waardoor de kans op het sluiten van transacties groter is.

Voor de consument biedt een financieel adviseur verder het voordeel van lagere zoekkosten en gemak. In de zoektocht naar het juiste financiële product heeft een consument feitelijk de keuze uit twee mogelijkheden: zelf zoeken of de financieel adviseur laten zoeken. Door het aspect tijd en moeite in geld uit te drukken wordt duidelijk dat het goedkoper kan zijn om het zoeken over te laten aan een financieel adviseur.

- 1 usus (recht op gebruik van de dienst);
 - 2 usus fructus (recht om inkomen te verdienen via de dienst, het vruchtgebruik);
 - 3 abusus (het recht om de vorm en de inhoud van de dienst te wijzigen).
- De mate waarin de actoren in het ruilproces van intermediaire dienstverlening over de verschillende eigendomsrechten kunnen beschikken is dan ook van invloed op de manier waarop de actoren met de intermediaire dienstverlening omgaan. Het recht dat afnemers van een intermediaire dienst aan deze vorm van dienstverlening ontfangen is bemiddeling en advies.

Over het algemeen kan gesteld worden dat consumenten op dit moment weinig invloed hebben op de inhoud van de bemiddeling of het advies. Ook van het recht op vruchtgebruik wordt te weinig gebruik gemaakt. Immers welke consument eist dat een financieel adviseur minimaal tien aanbidders vergelijkt of de maximale uitkering bij afname van een financiële dienst? In meerdere mate wordt het vruchtgebruik pas ervaren bij schade of bij bijvoorbeeld pensioen of overlijden. Dat betekent dat het rendement van financieel advies, in de vorm van bijvoorbeeld vermogen, gedekte schade of een afgeloste lening, over het algemeen pas veel later nadat de transactie is gesloten, wordt genoten. In de markt voor financieel advies vertrouwt de consument dan ook bij het afsluitmoment grotendeels op het advies van de financieel adviseur. Die informatie-asymmetrie (uitgaan van vertrouwen in plaats van objectieve criteria) kan marktfalen in de hand werken, doordat financieel adviseurs het vertrouwen van de consument kunnen schaden, zonder dat de consument dat direct in de gaten heeft. De eigendomsrechtentheorie biedt aanknopingspunten om de kans op marktfalen te verklaren.

De gemiddelde consument heeft nu nauwelijks kennis van de inhoud van het financiële product dat hij koopt en waar hij recht op heeft. De consument eigent zich dus bijvoorbeeld niet of nauwelijks het recht toe op een bepaalde return on investment, zoals een minimumpremiendement of een zekere uitkering in geval van schade. Daarnaast eigent een financieel adviseur zich niet of nauwelijks het recht toe op een consument die volledige informatie geeft, niet fraudeert of actief werkt aan het voorkomen van schade. Om ervoor te zorgen dat zowel consumenten als financieel adviseurs beter gebruik gaan maken van hun eigendomsrechten, is het van belang om minder een vertrouwensrelatie te onderhouden en meer een contractuele relatie. Op basis van die contractuele relatie zullen consumenten meer waar voor hun geld gaan eisen en een hogere kwaliteit van advies. Daarmee leidt de eigendomsrechtentheorie tot een bijdrage in het verklaren van het risico op marktfalen. Voor aanbidders is deze theorie minder toepasbaar, omdat alle aanbidders samenwerkingsovereenkomsten met financieel adviseurs sluiten.

In meerdere mate krijgen consumenten sinds kort rechten ten aanzien van de vorm van de intermediaire dienstverlening (er hoeft sinds 2002 van de wetgever niet meer uitsluitend op provisiebasis te worden gewerkt). Te denken valt hierbij aan bemiddeling op urendeclaratie, abonnementssystemen en bijvoorbeeld ook execution only (alleen uitvoering van een opdracht zonder dat de klant advies wenst).

4 Principaal-agent theorie

Op de markt voor financieel advies is sprake van een agency-vraagstuk. Een principaal (de aanbieder van een financieel product, bank of verzekeraar) sluit een overeenkomst (transactie) met een agent (financieel adviseur) om bepaalde activiteiten uit te voeren. Aan de andere kant is er de klant als principaal die de dienst afneemt van de agent. Bij een financieel adviseur kan dit gaan om de volgende activiteiten:

- advies;
- acquisitie van klanten;
- beheer van de portefeuille;
- distributie van producten;
- bemiddeling bij aankoop financieel product;
- begeleiding bij schade.

De agent krijgt daarvoor verschillende bevoegdheden, waarbij beide principalen het risico lopen dat de agent deze bevoegdheden misbruikt ten faveure van het eigenbelang (opportunisme volgens de transactiekostentheorie). Bijvoorbeeld door ten behoeve van een hoge provisie van de aanbieder de consument een onnodig duur product te adviseren of door een ongedekte schade van de klant toch vergoed te krijgen door de aanbieder, om daarmee de kans op het sluiten van andere producten bij die klant te vergroten. Dit wordt veroorzaakt door belangenverstrengeling en asymmetrische informatie. Hazeu (2000) noemt dit het plural principal probleem. Het plural principal probleem toont aan dat veranderingen in de rol van de financieel adviseur twee kanten op moeten werken, zowel in de positie ten opzichte van de aanbieder van financiële producten als ten opzichte van de afnemer, de consument. Een eenzijdige aanpassing van de rol van de financieel adviseur zal dan ook niet leiden tot optimale marktwerking.

4.1 Informatieprobleem

Kern van het principaal-agent systeem is de informatieasymmetrie die optreedt. Deze wordt veroorzaakt door verschillende niveaus van onzekerheid in de relatie tussen agent en principaal, als gevolg van de belangenverstrengeling tussen principalen en agent, tussen aanbieders, consument en financieel adviseur. Het belang van een aanbieder is primair dat de eigen producten worden afgezet, het belang van de consument is primair het meest gunstige product verwerven. De financieel adviseur dient de verschillende belangen van beide principalen (aanbieders en consumenten) na te streven, terwijl er ook een eigen belang voor de adviseur is, het genereren van winst. Binnen de transactiekostentheorie wordt dit opportunistisch gedrag

genoemd, het arglistig (sluw) najagen van eigenbelang, wat ervoor zorgt dat het voor de principalen dan ook niet altijd volledig duidelijk is in hoeverre de agenten zich ten behoeve van het principaal belang voldoende inspannen.

Een veel gebruikte oplossing voor dit informatieprobleem is het geven van bonussen en incentives. Bijvoorbeeld bij beursgenoteerde ondernemingen het bieden van opties aan managers om hen een belang te geven om optimaal voor de onderneming te functioneren. Binnen de markt voor financieel adviseurs is het gebruik van bonussen en incentives (in de vorm van provisies) gangbaar. Echter alleen vanuit de aanbiederkant. Het prikkelen van de agent door de consument als principaal (via prestatiebeloning of het betalen van uurtarieven) komt slechts in beperkte mate voor. Dit komt voor een groot deel doordat het werken tegen uurtarief die de consument betaalt, pas sinds 2002 wettelijk mogelijk is. Daarvoor mochten financieel adviseurs alleen op provisiebasis werken. Daarnaast zijn consumenten in beperkte mate bereid om de financieel adviseur op uurbasis te betalen, met name omdat men nu het idee heeft dat het advies van de financieel adviseur gratis is. De oplossing bij het verkleinen van het risico op marktfalen zou dan ook kunnen zijn het wegnemen van deze prikkels aan aanbiederkant of het stimuleren van prikkels aan consumentenzijde, of een mix van beide varianten.

De agency theorie kent twee stromingen, de normatieve en de positieve. De normatieve stroming gaat over het modelleren van optimale betalingsstructuren. De positieve stroming is de stroming waarop het principaal-agent principe is gebaseerd (Jensen, 1983). Zowel de agent als de principaal zijn rationele actoren, ze streven beiden eigen doelstellingen na. Deze doelstellingen kunnen overeenkomen (de consument een verzekering laten sluiten) maar ook tegenstrijdig zijn (zo veel mogelijk winst behalen). De mate waarin een agent erin slaagt om zijn eigen nutsfunctie te optimaliseren, is afhankelijk van de informatieasymmetrie tussen principaal en agent. Voor de agent zijn er volgens deze theorie twee voordelen:

- 1 hij is over het algemeen beter geïnformeerd dan de principaal;
- 2 de productiviteit van de agent is niet objectief vast te stellen, waardoor de principaal afhankelijk is van indicatoren om de productiviteit te meten.

In het geval van de financieel adviseur gaan beide voordelen maar ten dele op. Ten eerste is de productiviteit van een financieel adviseur alleen voor aanbieders echt goed vast te stellen, namelijk premieomvang of aantal gesloten producten. Daarnaast heeft één van

Daarin worden alle financiële dienstverleners verplicht om conform deze wet te handelen, zowel aanbieder als financieel adviseur, en is het uitgangspunt voor de financieel adviseur dat er goed advies dient te worden gegeven. De wetgever heeft niet gekozen om de verplichting van een best advice in de wet op te nemen. De wet kan worden opgevat als een algemeen geldende norm. Wel is het zo dat aanbieders in meerdere mate gebruik maken van audit en controle instrumenten om toe te zien op het functioneren van de adviseurs waarmee wordt samengewerkt. Specifiek binnen de volmachtmarkt (waar financieel adviseurs deelkaken van aanbieder uitvoeren zoals acceptatie en offerteverstrekking) is die tendens sterk waarneembaar. Voor klanten als principaal geldt dit allemaal in mindere mate. Immers, er is in de huidige markt nauwelijks sprake van enige vorm van contract tussen consument en financieel adviseur.

Het belangrijkste instrument voor een principaal is het beloningsinstrument. Aanbieder betaalt aan financieel adviseurs provisie, klanten betalen uren-declaraties (fee for service) of abonnementen. Duidelijk is dat het intermediaire kanaal voor een significant deel van haar inkomsten afhankelijk is van provisie die worden betaald door de aanbieder waarmee wordt samengewerkt. Arrow (1974) veronderstelt dat winstmaximalisatie alleen kan worden bereikt als zowel principaal als agent het optimale brengen binnen de samenwerking. Dit betekent aan aanbieder kant het faciliteren van zaken om de dienstverlening van de financieel adviseur mogelijk te maken en aan intermediair zijde het geven van input om het productieproces bij de aanbieder te optimaliseren. Aan consument zijde zal de klant alle benodigde informatie moeten geven en zal de financieel adviseur daarbij de juiste vragen moeten stellen over wat er nodig is om tot optimale dienstverlening te komen. Om dat te bereiken is een zekere mate van coördinatie noodzakelijk. Een belangrijk coördinatie-middel binnen de relatie verzekeraar/bank, financieel adviseur en klant in de financiële dienstverlening is de beloningscomponent. Een bepaalde beloningsvorm kan de agent motiveren tot gedrag dat de principaal wenselijk acht. Wat motiveert een financieel adviseur om de doelen van aanbieder en klant na te streven en welk motief hebben deze adviseurs om het aanbod van verzekeraars en banken en de vraag van klanten te beïnvloeden. Incentives in de vorm van beloning (provisie, bonussen, et cetera) zijn hierbij een belangrijk middel om moral hazard en adverse selection (ongunstige selectie) aan intermediair zijde te bedwingen.

de principaal (aanbieder van financiële producten) tegenwoordig zo veel informatie en kennis in huis dat de informatieasymmetrie in ieder geval kleiner is geworden. Immers, er zijn ook direct writers die zonder agentschappen succesvol zijn en blijkaar geen informatieasymmetrie ervaren. Ten tweede is er ten aanzien van de principaal 'klant' wel sprake van informatieachterstand (er wordt gesproken over de consumt als financiële analabeet) en is de productiviteit lastiger te beoordelen. Hoewel de kwaliteit van het financieel advies uiteraard voorop staat, is het ook van belang om de productiviteit te kunnen meten, bijvoorbeeld als een adviseur op uurbasis werkt. Om die achterstand te verkleinen is de consument gebaat bij meer transparantie en objectief vergelijkingsmateriaal. Transparantie over bijvoorbeeld de aanbieder waarmee een financieel adviseur samenwerkt en het bestaan van eventuele productieaanspraken of eigendomsvormhoudingen. Objectief vergelijkingsmateriaal over bijvoorbeeld prestaties uit het verleden van de financieel adviseur (benchmarken) en over de omvang van de dienstverlening die een klant mag verwachten.

4.2 Sturing van agenten

Overeind blijft dat er tussen principaal en agent binnen de markt voor financieel advies verschillende doelstellingen zijn om tot nutoptimalisatie te komen. De principaal zal dan ook altijd proberen om de agent dusdanig te sturen, dat deze zo veel mogelijk ook de doelstellingen van de principaal nastreeft. Populair gezegd wordt gestreefd naar een win-win situatie tussen agent en principaal. Voor het sturen heeft de principaal enkele instrumenten tot zijn beschikking (Lindblom, 1977 en Milmick, 1980).

- de beloning van principaal aan agent;
- opleggen van regels en sancties bij overtreden van deze regels;
- wijzen van de agent op algemene normen en waarden.

In de case van de bedrijfstak voor financieel advies is er sprake van een contractuele relatie tussen aanbieder en intermediair. Het contract is hier een samenwerking- of agentschapsovereenkomst. Binnen deze contractuele verhouding is het ondenkbaar dat een principaal de doelstellingen van een agent gaat bijsturen omdat de agent niet conform algemeen geldende normen en waarden zou acteren. In die (uitzonderlijke) situatie zal de principaal veel eerder een sanctie opleggen, namelijk beëindiging van de samenwerking. In feite is die manier van bijsturing ook gecconcretiseerd door de invoering van de Wet financiële dienstverlening per 1 januari 2006 (die nu weer is opgegaan in de Wet Financieel Toezicht).

4.2.1 Verkleinen van ongunstige selectie (adverse selection)

Het klassieke voorbeeld van het probleem van ongunstige selectie wordt besproken door de theorie van Akerlof (1970). In zijn markt voor melons case kennen de aanbieders of producenten de kwaliteit van het product wel, echter de kopers (consumenten) kennen die kwaliteit niet. Akerlof stelt dat kopers niet bereid zijn meer te betalen dan de prijs behorend bij de gemiddelde kwaliteit. Aanbieders met een hogere kwaliteit bieden dan hun producten niet aan, waardoor de gemiddelde kwaliteit van het overige aanbod daalt, kopers niet bereid zijn meer te betalen dan dit nieuwe gemiddelde, et cetera.

Biglaiser (1993) introduceert als oplossing van het ongunstige selectieprobleem de rol voor de intermediair. Een intermediair kan volgens Biglaiser de rol spelen van de expert die de kwaliteit van een product kan vaststellen. Dit geldt met name bij producten waarvan de consument de kwaliteit niet zelf kan beoordelen (dus bijvoorbeeld bij complexe financiële producten). Bij relatief eenvoudige financiële producten als auto- en reisverzekeringen, die vaker worden gesloten en waarvan via vergelijkingsites en productinformatie de kwaliteit goed is vast te stellen door de consument, is de rol van een financieel adviseur als expert minder voor de hand liggend. Wel kan de financieel adviseur bij deze producten als leverancier van gemak (uit handen nemen van het zoeken en sluiten van het juiste product) optreden.

De theorie van Akerlof en Biglaiser kan dus worden gevolgd voor de branche van de financiële dienstverlening. Immers slechts weinig consumenten zullen in staat zijn om de kwaliteit van een complex financieel product te beoordelen, wat kan leiden tot marktfalen doordat de consument verkeerde keuzes maakt. De financieel adviseur moet dit wel kunnen en heeft hierin dan ook een rol. In de huidige intermediaire bedrijfstak, waar het provisiestelsel de boventoon voert, hebben financieel adviseurs geen directe prikkel om de kwaliteit van dienstverlening te laten prevaleren. Tenminste niet richting de consument. Ik durf hier wel te stellen dat voor de aanbieders de nadruk in de samenwerking met financieel adviseurs meer is gelegen op omzet (kwantiteit) dan op kwaliteit van dienstverlening. Zo wordt er bijvoorbeeld geen bonus malus provisie uitgekeerd aan financieel adviseurs voor het type klant dat wordt aangebracht bij aanbieders. Het percentage provisie voor brokkenmakers is namelijk even hoog als het percentage voor de voorzichtige klant die nooit schade heeft. Ik volg Akerlof dan ook in zijn theorie dat in een dergelijke markt financieel adviseurs die zich voorstaan op een hoge

kwaliteit van dienstverlening die strategie niet zullen kunnen volhouden. Dat pleit voor het doorbreken van het solidariteitsbeginsel binnen de financiële bedrijfstak. Consumenten moeten gaan betalen naar rato van kwaliteit van dienstverlening en aanbieders zouden meer kwaliteitsgestuurde provisies moeten betalen aan financieel adviseurs. Dit betekent het doorbreken van het provisiestelsel enerzijds en het stimuleren van betaling door de consument voor de diensten van financieel adviseurs anderzijds. Daarnaast is het herkenbaar maken van kwaliteitsaspecten binnen de intermediaire bedrijfstak van belang.

Biglaiser benadrukt dat het voor financieel adviseurs van belang is dat de kwaliteit van hun dienstverlening ook in enige vorm wordt gecertificeerd. De analyse van Biglaiser heeft als uitkomst dat in markten waar zowel aanbieders als financieel adviseurs dezelfde diensten aanbieden (zoals in de multichannelwereld van de financiële dienstverlening) en de financieel adviseurs de kwaliteit van hun diensten hebben gecertificeerd, blijkt dat deze adviseurs een hogere gemiddelde prijs ontvangen en een hogere kwaliteit vertegenwoordigen. Certificering bijvoorbeeld in de vorm van keurmerken, openbare registers inzake het deskundigheidsniveau of lidmaatschap van brancheorganisaties. De invoering van een systeem voor permanente educatie, zoals nu ook voor financieel adviseurs wettelijk verplicht, is dan ook een goede ontwikkeling.

Om het risico op marktfalen door ongunstige selectie te verkleinen is het van belang voor consumenten en aanbieders dat er beter zicht komt op de kwaliteit van de financieel adviseur.

4.2.2 Minimaliseren van moreel risico (moral hazard)

Het morele risico houdt in dat afnemers hun gedrag wijzigen naarmate men weet dat men ervoor "verzekerd" is en niet voor de schade of uitkering hoeft te betalen. Naarmate de afstand tussen afnemer en aanbieder groter is, neemt de kans toe dat de afnemer moreel risicogedrag gaat vertonen. De financieel adviseur kan de rol spelen om het moreel risico (tegen betaling van provisie) voor de aanbieder te verkleinen. Bijvoorbeeld door voorlichting te geven aan de consument over de consequenties van moreel risicogedrag of door consumenten aan te spreken op moreel risicogedrag. Dit aanspreken kan in de vorm van bijvoorbeeld een dienstverleningscontract, waarin de rechten en plichten van financieel adviseur en klant worden benoemd. Des te meer persoonlijk, face to face, contact er is, des te groter de kans dat een consument minder of geen moreel risicogedrag zal vertonen, omdat de consument zijn persoonlijke relatie met de

op marktfalen. Enerzijds door lagere inkoopprijzen als gevolg van meer efficiency, anderzijds door hogere kwaliteit als gevolg van de poging van de markt om winstmaximalisatie te bereiken.

4.3.2 Consument als contractpartner

Door het sluiten van samenwerkingsovereenkomsten met financieel adviseurs verkrijgen aanbieders rechten, met name uiteraard het recht om gebruik te maken van de dienstverlening van een financieel adviseur. Door als financieel adviseur ook contracten te sluiten met consumenten (via bijvoorbeeld service level agreements of dienstverleningsopdrachten) verkrijgen consumenten ook duidelijke eigendomsrechten, namelijk het recht op service, het recht op (kwalitatief goede) dienstverlening en het recht op vruchtgebruik. Door het verkrijgen van eigendomsrechten kan de consument meer afdwingen bij de financieel adviseurs, zoals bijvoorbeeld schadeloosstelling bij slechte dienstverlening of een maximale uitkering bij aanschaf van een koopsonproduct. Financieel adviseurs moeten zelf het initiatief nemen om actief contracten met hun klanten te sluiten. Op termijn vergroot dit de kwaliteit van de dienstverlening en vermindert het risico op marktfalen. De consument zelf krijgt ook meer verantwoordelijkheidsbesef als hij een contract ondertekent met een financieel adviseur en daarbij dan niet meer het idee heeft dat het advies gratis is. Een bijkomend voordeel voor financieel adviseurs kan zijn dat klantrelaties door het sluiten van de contracten ook een hogere economische waarde en levensduur gaan kennen.

5 Conclusie

De centrale vraag in dit artikel is hoe de huidige rol van de financieel adviseur kan veranderen om het risico op marktfalen te voorkomen. Met name aan de hand van de transactiekosten economie blijkt dat financieel adviseurs een duidelijke rol vervullen, in het bijzonder bij complexe financiële producten. Maar ook voor consumenten die gemak en persoonlijk contact belangrijk vinden, heeft de financieel adviseur een duidelijke toegevoegde waarde. Om binnen de markt voor financieel advies het risico op marktfalen te verkleinen en de kans op economisch succes voor de bedrijfstak te vergroten, moeten financieel adviseurs hun rol herdefiniëren. De kwaliteit en het economische nut van de financieel adviseur dient hierbij voorop te staan. Daarvoor is verandering binnen deze bedrijfstak noodzakelijk. Ik ben van mening dat de bedrijfstak deze uitdaging zelf op moet pakken. Marktwerving verdient hier een kans, waarbij

financieel adviseur niet op het spel zal willen zetten. Het verkleinen van het moreel risico is ook in het belang van de consument, omdat daarmee de totale kosten binnen de bedrijfstak omlaag kunnen en als gevolg daarvan ook de consumentenprijs. Hierdoor wordt het risico op marktfalen, in de vorm van het te betalen van een te hoge prijs, verder verkleind.

4.3 Ondervangen plural principal probleem

Aanbieders betalen een beloning aan financieel adviseurs om hen te motiveren tot actie en volledigheid van informatie. Omgekeerd hebben klanten, voor zover ze niet direct een beloning betalen aan de financieel adviseur, geen incentive om de financieel adviseurs tot het behartigen van hun belang te bewegen of volledige informatie aan hen te verstrekken. Hierbij laat ik het niet sluiten van een verzekeringsovereenkomst buiten beschouwing. De huidige rol van financieel adviseurs leidt niet tot optimale efficiency en verkleint niet het risico op marktfalen. Onderstaand worden twee varianten aangedragen die kunnen bijdragen aan een efficiëntere rol van de financieel adviseur en die leiden tot een lager risico op marktfalen.

4.3.1 Inkoopfunctie

Om de transactiekosten voor zowel aanbieders als vragers te verlagen, is het van belang de onzekerheid of het tot een perfect match komt tussen beide partijen zo klein mogelijk te maken. Het creëren van een perfect match tussen vraag en aanbod wordt versterkt als een financieel adviseur zelf de prijs van het financiële product kan bepalen. Bijvoorbeeld door te kunnen beschikken over nettoprijzen. Mijn veronderstelling is dat door het inzetten van het nettoprijsinstrument door aanbieders van financiële producten, de transactiekosten voor aanbieders dalen en de effectiviteit van het intermediaire kanaal stijgt. Aanbieders betalen minder of geen provisie meer aan de intermediair, waardoor intermediairs dus als reguliere inkopers te werk moeten gaan. Dat dwingt de aanbieders tot efficiency om zo gunstig mogelijke inkooptarieven voor hun financieel adviseurs te kunnen bewerkstelligen. Om winstmaximalisatie (of good enough profit, wat ook een doelstelling kan zijn) te kunnen bereiken, hetgeen binnen de intermediaire bedrijfstak een reële ondernemingsdoelstelling is, zullen financieel adviseurs extra geprikkeld zijn om goedkoop in te kopen en de klant ertoe te bewegen een zo hoog mogelijke prijs voor de financiële dienst te laten betalen. Alleen die financieel adviseurs die daar ook een hoog kwaliteitsniveau tegenover stellen zullen met die strategie succesvol zijn. Daarmee draagt deze variant bij aan het verkleinen van het risico

de overheid de voorwaarden goed moet bewaken (bijvoorbeeld via de AFM), maar niet in de verleiding moet komen om te veel regulering op te leggen en daarmee de marktwerking te frustreren. Het huidige toezichtlandschap in de financiële sector lijkt voldoende waarborg te zijn om verdere marktwerking van de grond te laten komen.

De financieel adviseur moet meer handelingsvrijheid creëren voor zichzelf. De eigendomsrechtentheorie legt een positief verband tussen handelingsvrijheid en efficiëntie. De principaal-agent theorie redeneert juist dat de handelingsvrijheid van financieel adviseurs beperkt moet worden om efficiëntie te bereiken. In dit artikel heb ik getracht een balans te vinden die voor een betere marktwerking van de markt voor financieel advies kan zorgen. Deze balans wordt gevonden door enerzijds het provisie-systeem gedeeltelijk los te laten en anderzijds contracten tegen beloning met klanten af te sluiten. Vanuit de theorie moet de bedrijfstak zelf gaan werken aan de volgende veranderingen om beter te kunnen opereren:

- 1 financieel adviseurs moeten minder afhankelijk worden van het provisie-systeem en meer zoeken naar een balans tussen enerzijds provisie (als prikkel vanuit de aanbieders) en anderzijds beloning door de klant. Via nettoprijzen aan de inkoopkant, bemiddelingsprovisie van de aanbieder en een fee van de klant zou een goede mix tot stand kunnen worden gebracht. Daartoe zouden bijvoorbeeld fiscale behandelingen (19% BTW tegenover 7% assurantiebelasting) van verschillende beloningsmethoden gelijk kunnen worden gesteld.
- 2 financieel adviseurs moeten de kwaliteit van hun dienstverlening meer tot uitdrukking brengen via certificaten en bijvoorbeeld benchmarks van eerder geleverde prestaties. Daarin hebben met name de brancheorganisaties een stimulerende rol om dergelijk onderscheidend vermogen voor hun eigen achterban te creëren;
- 3 vormen van prestatiebeloning voor financieel adviseurs dienen te worden geïntroduceerd, mits deze transparant zijn. (bijvoorbeeld door beloning afhankelijk te maken van uitkering bij koopsompolis met garantie-uitkering of door de klant te laten betalen per vergelijking die de financieel adviseur in zijn advies betreft. Zo zou de klant kunnen aangeven maximaal vijf aanbieders vergeleken te willen hebben;
- 4 financieel adviseurs moeten transparanter zijn over de aanbieders waarmee men contracten heeft (met wie en onder welke condities), over de beloning die men ontvangt en over de dienstverlening die men wel en niet levert. De AFM kan hier strikter op toezien

als de wetgever deze verplichtingen overneemt; 5 financieel adviseurs moeten contracten gaan sluiten met hun afnemers/consumenten om daarmee het risico op teveel opportunisme, namelijk het alleen nastreven van eigen doelstellingen, te beperken. Vanuit de overheid zou bijvoorbeeld een verplichting kunnen worden ingevoerd om een dienstverleningscontract door consumenten te laten ondertekenen om een overeenkomst rechtsgeldig te maken als een financieel adviseur wordt ingeschakeld.

In dit artikel heb ik proberen aan te tonen, via het plural principaal probleem, dat het verkleinen van het risico op marktfalen voor financieel adviseurs twee kanten uitwerkt. Financieel adviseurs moeten door zowel aanbieders als consumenten geprikkeld worden om optimale diensten te leveren. Door een betere balans in de beloning op basis van kwaliteit en prestaties en door de beide principalen optimale transparantie (verkleinen informatieasymmetrie) te geven, kan mijns inziens dat doel worden bereikt. Dat betekent wel dat de huidige rol van de financieel adviseur zal veranderen.

Eigenlijk is mijn conclusie dat de financieel adviseur weer "gewoon" tussenpersoon moet worden. ■

Literatuur

- Akerlof, G.A. (1970), The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, pp. 488-500.
- Allen, F en A.M. Santomero (1997), The theory of financial intermediation, *Journal of Banking & Finance*, vol. 21, no. 11/12 (December), pp. 1461 – 1485.
- Arrow, K.J. (1974), Organization and Information, in: K.J. Arrow (ed.), *The Limits of Organization*, New York: Norton, pp. 33-43.
- Benschop, A., Transactiekosten in de economische sociologie, SocioSite: www.sociosite.net/organization/TK/, Amsterdam 1994-1997.
- Biglaiser, G. (1993), Middlemen as experts, *Rand Journal of Economics*, vol. 24, no. 2, pp 212-223.
- Bijlsma, M.J., M.F. van Dijk en J.M. Pomp (2006), *The price of free advice*, CPB discussion paper nr. 66 (juli).
- Coase, R. (1937), The nature of the firm, *Economica*, vol. 4, pp 386-405.
- CPB Document, *Competition in markets for life insurance*, nr. 96, september 2005.
- Eggertson, T. (1990), *Economic behaviour and institutions*, Cambridge.
- Hazeu, C.A. (2000), *Institutionele economie, een optiek op organisatie- en sturingsvraagstukken*, Bussum.
- Jensen, M. (1983), Organization theory and methodology, *The Accounting Review*, vol. 58, no. 2 (April), pp. 319-339.
- Lindblom, C. (1977), *Politics and markets*, New York.
- Mitnick, B. (1980), *The political economy of regulation – creating, designing and removing regulatory forms*, New York.
- Spulber, D.F. (1999), *Market microstructure, intermediaries and the theory of the firm*, Cambridge University Press.
- Tijldink, J.L.J.L. (1996), Neo-institutionele economie, een eenduidig antwoord op bestuurskundige vragen? *Bestuurskunde*, nummer 5, pp. 246-254.
- Williamson, O.E. (1975), *The economic Institutions of Capitalism*, New York, Free Press.