

# Sprediden is het enige wat helpt

*The Index People is een Nederlandse vermogensbeheerder met een geheel eigen beleggingsfilosofie. Voor dit nummer van het VBA Journaal sprak ik de oprichters, Reinder Kuperus en Marc Vijver, op hun kantoor in Haarlem.*

Hoe gaan vermogensbeheerders die niet actief willen beleggen om met extreme ontwikkelingen? Bereiden zij hun klanten daar op voor? Liggen er rampenplannen klaar? Het VBA Journaal legt deze vragen voor aan twee vermogensbeheerders die in het jaar van de kredietcrisis hun eerste klanten binnenhaalden.

*Heren, het thema luidt: 'Hoe ga je om met extreme scenario's? Hoe bereid je je daarop voor? Verschillen particulieren daarin van instituten? Hoe construeer je een portefeuille daaromheen? Is dat überhaupt zinnig? Zullen we dat rijtje eens aflopen, nadat jullie je hebben voorgesteld?'*

**Reinder Kuperus:** Ik heb rechten gestudeerd in Groningen, was daarna bedrijfsjurist bij Labouchere met focus op private banking. In 1999 ben ik voor mezelf begonnen omdat ik graag wilde ondernemen. Ik heb vooral voor kleinere financiële instellingen gewerkt die moesten voldoen aan de zorgplicht, die rond die tijd in de wet werd opgenomen. Daar worstelden veel vermogensbeheerders mee, omdat ze iets wat al onderdeel was van de relatie met klanten en de deskundigheid van de vermogensbeheerder, op papier moesten gaan zetten. In 2006 vroeg Marc Vijver mij wat ik van indexbeleggen vond, dat was toen een vrij nieuw fenomeen. Ik zei toen tegen hem dat je daar de goede infrastructuur en schaal-grootte voor nodig had, omdat er in principe beperkte marges bij komen kijken. Ik kende Marc al uit mijn tijd bij Labouchere. Toen zijn we samen gaan zitten en hebben we een plan gemaakt. Daar is Index People uitgerold. Nog steeds zijn wij de twee leidinggevenden en aandeelhouders. Er staat nu een middelgrote vermogensbeheerder met zowel particuliere als institutionele relaties en daar ben ik gepast trots op.

## Vermogensbeheer is gewoon the art of financial storytelling

**Marc Vijver:** In 1989 ben ik begonnen in de beurshandel, dus ik zit al 28 jaar in de effectenhandel en het vermogensbeheer. Ik heb zo'n 15 jaar doorgebracht aan de han-

delskant, dus derivaten, risicobeheer en dat soort zaken. In 1993 ben ik voor mezelf begonnen met een beurshandelsbedrijf. Dat heb ik in 2003 verkocht aan BinckBank. In 2006 zijn wij begonnen met na te denken over hoe vermogensbeheer ook anders en slimmer zou kunnen. De beheerders zaten alleen maar te gokken met je geld. Dat ondervond ik aan den lijve omdat ik zelf aandeelhouder was in een vermogensbeheerder waar ik ook zelf geld liet beheren en ik vond dat ze heel raar en opportunistisch bezig waren. Eén van de bankiers daar heeft iets heel moois tegen me gezegd: "Marc, vermogensbeheer is gewoon the art of financial storytelling." Je vertelt een leuk verhaal tegen je klant en doet er een mooi analistenrapport bij. Vervolgens doe je een transactie en je hebt weer geld verdiend. Ik vond dat dat niet klopte. Toen ik toevallig gevraagd werd voor een onderzoek van Boer & Croon naar alle vermogensbeheerders in Nederland, bleek inderdaad dat er maar weinig beheerders zijn met een valide/solide concept. Toen ben ik gaan nadenken over een manier waarop ik dit in de praktijk kon brengen zonder het zelf te doen. Uitbesteden op een manier dat ik, als ik er vrienden en familie in onder zou brengen, toch nooit een nare verjaardag zou hebben. Dat is Index People geworden.

*"Gokken" en opportunistisch gedrag zijn toch wel zware kwalificaties.*

**Vijver:** Klopt. Ten eerste is het zo dat effectenhandel in het verleden heel veel gevoed werd via de achterkant, dus de productfabrieken. Dat lokt heel veel ongewenst gedrag uit. Dat gedrag moest goed gepraat worden en daar werden veel verhalen omheen verzonnen. Gelukkig is dat afgelopen omdat de kick-backs zijn afgeschaft. Dat is flink verbeterd en daarvoor moeten we de toezichthouder echt dankbaar zijn. Toch speelt de veronderstelling dat je, door te selecteren wat je wel en niet koopt, waarde toevoegt in de keten van effectendienstverlening nog steeds. Uiteindelijk wil een belegger of aandelen of obligaties kopen en die neemt daarbij al het risico. Een bedrijf wil cashflow genereren. Hoe meer oliemannetjes daartussenin zitten, hoe meer waarde er wordt opgegeten. Dat lijkt niemand zich te realiseren. Ook wij, als Index People, zijn ruis op de zender.

*In feite zeg je dus dat actief beheer onzin is.*

**Vijver:** Laat ik het zo zeggen: bij alles wat iedereen met een smartphone gemakkelijk kan kopen en verkopen, dus gewone aandelen op de beurs, kunnen we er wel redelijk

Auteur  
Jaap Koelewijn'



Marc Vijver (l) en  
Reinder Kuperus (r)

van uitgaan dat de evenwichtsprijs ongeveer de juiste waarde weerspiegelt. Het is feitelijk heel arrogant om te zeggen dat je het beter weet en dat die prijs te hoog of te laag is. Die consensus negeren is arrogant. Ten tweede maak je ook heel veel kosten, dus je moet niet alleen meer dan de helft van de tijd goed zitten, maar ook je kosten nog dekken. Er zijn exceptionele mensen die exceptionele dingen kunnen, maar het probleem daarmee is dat die mensen dat zelf ook weten en de extra winst die ze daarmee maken naar zichzelf toetrekken, zodat het als belegger nog steeds geen zin heeft om daarin te beleggen. De hele wereld loopt natuurlijk weg met Warren Buffet, maar je kunt je ook afvragen of hij überhaupt wel waarde toevoegt. Wie zijn in jouw ogen mensen die wel exceptioneel goed zijn?

**Vijver:** Ik heb bijvoorbeeld heel veel daghandelaren opgeleid die echt iets kunnen en structureel geld aan de markt kunnen onttrekken in korte-termijn trades. Dat houden zij al een flinke tijd vol, maar dat geldt dat zij onttrekken aan de markt is wel van de belegger. Daarmee maken zij de markt efficiënter. Ze hebben in die zin een functie en hun verdiensten zijn de prijs die je daar als belegger voor betaalt. Het voegt voor een belegger niet heel veel toe.

*Jullie zijn in 2006/2007 begonnen met Index People. De timing had beter gekund.*

**Kuperus:** Ja en nee. Aan de ene kant hebben we laten zien dat we ook onder die ontzettend moeilijke omstandigheden een bedrijf groot kunnen maken. Maar het was natuurlijk wel ontzettend moeilijk. Veel moeilijker dan als we een opgaande markt hadden gehad en iedereen bij ons op de deur had staan bonken om alsjeblieft klant te mogen worden. In 2009 over vermogensbeheer beginnen was eigenlijk vragen om een klap in je gezicht.

## Die consensus negeren is arrogant

**Vijver:** Onze allereerste klanttransactie was in juli 2007. Toen hadden we net een vergunning en gingen we testen. Toen stond de AEX op 562, dat was de absolute top. Vanaf daar is het naar 200 gegaan.

**Kuperus:** In het begin zochten we het natuurlijk vooral dichtbij huis. Een goede vriend van mij, zonder een enorm vermogen maar met wat spaarcentjes waar hij wel wat meer rendement uit wilde halen. Hij kwam naar ons toe ergens in 2007, op een moment dat de AEX boven de 550 stond. Eind 2008 daalt de AEX naar onder de 200. Hij heeft nog een keer een instapmoment gehad, begin 2011, vlak voor een nieuwe daling. Voor de rest is er met die portefeuille bijna niets gebeurd behalve het in stand houden van het risicoprofiel. De opzet bewijst dat je met rustig beleid en af en toe rebalancen, zo'n portefeuille boven water krijgt, en vaak nog sneller dan actieve managers.

**Vijver:** In die zin is beleggen eigenlijk heel eenvoudig, en dat zal misschien niet aan alle VBA'ers besteed zijn. Als je belegt, breng je risicodragend vermogen in en de beloning, het rendement, is hoger dan de risicovrije rente. Wat erdoorheen loopt is alle emotie van risico-inschatting van het publiek in z'n algemeenheid. Als je nou weet dat die emotie inschatten niet werkt, laat staan het inschatten van de economie als geheel en de reactie daarop, dan weet je dat je gewoon op de lange termijn een strategische portefeuille moet hebben en dat daar je rendement van komt.

*Via ProBeleggen probeer ik ook duidelijk te maken dat actief handelen eigenlijk geen nut heeft en dat het toch vooral een kwestie van geduld is. Daar krijg ik ook vaak kritiek dat ik nu toch echt eens iets moet gaan doen.*

**Vijver:** Daarom hebben wij een best wel strenge screening van klanten, waarbij we echt op zoek zijn naar het goede type klant. Dus niet die klant die verwacht dat wij precies op tijd rechtsaf of linksaf slaan. Wij zeggen van tevoren tegen de klant dat er een crisis zal komen en dat wij hem niet gaan voorkomen, maar dat wij er wel voor zullen zorgen dat we een risicoprofiel kiezen dat ervoor zorgt dat onze klanten die crisis overleven en dat ze niet uit hoeven te stappen.

We hebben natuurlijk al vaker dalingen meegemaakt. Ook plotselinge dalingen, zoals bijvoorbeeld bij de Brexit. Dan is het vrij typerend voor onze klanten dat er vrijwel niets gebeurt. Onze telefoon staat niet roodgloeiend en degenen die wel bellen vragen eerder of het verstandig is om bij te storten. Ten tweede zijn particuliere beleggers vrij emotioneel, dus als beheerder ben je eerder een emotiemanager die de emoties van de beleggers probeert te matigen. Eigenlijk moet je ze min of meer richting het midden krijgen.

*Zie je daarin verschillen tussen het gedrag van instituten en particulieren?*

**Kuperus:** Ik vind instituten moeilijk in te schatten, maar er zit volgens mij niet zo heel veel verschil tussen. Het hangt er helemaal vanaf wie er aan de knoppen zitten.

**Vijver:** Pensioenfondsen zijn constant bezig met herbalanceren. Die emotionele reacties worden eruit gehaald door

het beleggingsproces, waarin veel beslissingen niet zo maar ad hoc gemaakt kunnen worden. Bij vermogensfondsen of kleinere stichtingen zitten gewoon mensen aan de knoppen. De expert daar, die meestal een paar jaar private banking-ervaring heeft, is toch eerder gewend om met de wind mee te waaien.

**Kuperus:** We zien wel dat particulieren vaak iets anders nadenken over risico dan wij. Dat hangt heel erg van de marktsituatie af.

*Hebben jullie inzicht over hoe family offices opereren in dit opzicht?*

**Vijver:** Dat is heel verschillend. Je hebt family offices die gewoon met strategische asset-allocation en bandbreedte werken en dus herbalanceren in slechte tijden. Die passen het beste bij ons. Wij hebben alleen maar iets aan mensen die op de lange termijn vermogensgroei nastreven.

**Kuperus:** Het hangt er ook vanaf wie bij een family office de broek aan heeft. Soms is de klant heel dominant en volgt de family office de klant. Het hangt heel erg van de standvastigheid ten opzichte van de klant af.

**Vijver:** Het grote probleem is dat er vaak veel ondernemers en oud-ondernemers bij family offices zitten. Die zijn eraan gewend dat er iets gebeurt als zij op een knop drukken. Zij gaan heel sterk uit van een maakbare wereld waarin een actie direct een gevolg heeft, namelijk wel of geen rendement.

*Wat ik jullie nu hoor zeggen is dat jullie niet nadenken over het ondenkbare en daar geen scenario's voor maken. Jullie zoeken het heel duidelijk in de portefeuilleconstructie, die moet bij de klant passen. Als er zich op enig moment een ramp of een crisis voordoet, dan is dat maar zo.*

**Kuperus:** Wij hebben al een aantal rampen meegemaakt die effect hebben gehad op de beleggingsportefeuilles. Die zijn niet het einde van het vermogen van onze klanten geweest. Ze hebben soms verlies moeten incasseren. Tijdens het Lehman-debacle zei Marc: "We gaan de klanten bellen", terwijl veel vermogensbeheerders zich juist verstopten. Als gevolg daarvan zijn een aantal klanten gaan bijkopen. Zij begrepen dat wij niet degenen waren die hun beleggingen in waarde hadden laten dalen. Ook toen hadden we al heel nadrukkelijk uitgelegd hoe wij erin stonden. Wij verkopen niet zomaar, wij blijven in de markt. Het risico op waardedaling hoort bij het beleggen.

*De lezers zullen dat ook wel begrijpen. Hebben jullie zelf nooit twijfels over wat er met de portefeuilles zou gebeuren als er grote ongelukken zouden gebeuren?*

**Vijver:** Bij Bloomberg heb je de "ongelukken-monitor". Die laten we wel eens los op onze portefeuilles. We houden klanten ook wel eens scenario's voor waarin hun portefeuille een extreme waardedaling mee zou maken. We vragen ze dan hoe dat voelt bij de intake en daarna, en vragen ze gewoon hoeveel ze bereid zijn te verliezen. Dat is een rare vraag als je voor winst komt, maar eigenlijk is het de kernvraag.

**Kuperus:** Op basis van een gesprek doen wij een voorstel voor een bepaald risicoprofiel en daar geven we cijfers bij, maar we zeggen er ook altijd heel duidelijk bij dat het meer of minder kan worden en dat alle cijfers gemiddeld zijn, dus dat het tussentijds flink lager of hoger kan liggen.

**Vijver:** Op de vraag wat wij met extreme scenario's doen kijken wij in zeker zin terug naar scenario's uit het verleden. We kijken wat het effect van 9/11 of de Azië-crisis was geweest op een portefeuille die wij samenstellen. We weten alleen natuurlijk ook dat die gebeurtenissen zich nooit meer in die vorm zullen herhalen. Je kunt het wel gebruiken om trends te ontdekken en te kijken hoe bepaalde gebeurtenissen een portefeuille raken. Het enige wat je kunt doen om je echt te wapenen tegen rampen, als vermogend belegger, is je assets zodanig diversifiëren dat nooit alles helemaal fout kan gaan. Dus niet alleen beursgenoteerde bedrijven, maar ook je eigen huis of andere directe investeringen.

*Er zijn natuurlijk veel verschillende soorten rampen. Een natuurramp, Frankrijk dat uit de Unie stapt of, zoals we veel hoorden nadat de call for papers was gepubliceerd, het uit elkaar vallen van de euro. Trump kan worden afgezet, er kan een enorme terreuraanslag gepleegd worden of een enorme crash kan alle IT-systemen platleggen. Denken jullie in dit soort termen?*

**Vijver:** Nadenken over disrupties die leiden tot gesloten markten heeft geen zin, want als de markten dicht zijn kun je niets doen en als ze weer open gaan staat er een andere prijs.

**Kuperus:** Het is ook belangrijk te onthouden dat we in een onzekere tijd leven, en dat de continue onzekerheid op zich een zekerheid geworden is. Iets als een grootschalige hack die voor een enorme computerstoring kan zorgen is iets waarvan we weten dat het kan gebeuren. Het is een fact of life en juist daarom zijn we er alert op geworden. Dat betekent niet dat alle risico's die er zijn afgedekt zijn, maar ik denk dat de grote onzekerheden en risico's wel goed in beeld zijn.

*Ik werd laatst gebeld door een journalist die mij een scenario voorlegde waarin alle elektriciteitsnetwerken uit zouden vallen door de electromagnetische stralen die de zon richting de aarde stuurt. Dat is natuurlijk een redelijk rampzalig scenario. Denken jullie daar wel eens over na? En waarom denken jullie dat mensen zo graag over dit soort scenario's praten?*

**Vijver:** Zowel de rampzalige gebeurtenis als het effect daarvan op assets is niet te voorspellen. Spreiden is het enige dat helpt. Er zijn altijd mensen die sensatiebelust zijn, maar het feit dat de wereld vandaag de dag sterker onderling verbonden is zorgt er wel voor dat er steeds meer scenario's zijn die een impact zouden kunnen hebben. Assets worden daardoor riskanter.

**Kuperus:** Het doemdenken heeft ook zeker een positieve kant: er wordt door verzekeraars bijvoorbeeld veel meer nagedacht over cybersecurity en dat soort zaken.

**Vijver:** Ik denk dat onze obsessie met rampscenario's niet zozeer komt door de enorme hoeveelheid informatie die we tegenwoordig binnen krijgen, maar vooral door de

focus van mensen op de korte termijn. Informatie over de korte termijn wegen we nou eenmaal veel zwaarder dan het grotere plaatje, de Bayesian rule. Mensen hier in de spreekkamer vragen op het moment vaak naar Trump of naar de Brexit. Ik vraag ze soms ook wel eens of ze nog weten wat er met Cyprus aan de hand was. Dat hele land stond op omvallen en dat zorgde voor flinke paniek, maar nu is men het al bijna weer vergeten.

## Het is lastig om te geloven dat actief beleggen niet loont als je betaald wordt voor het tegendeel

*In 2008 had ik een cameraploeg van de NOS in de achtertuin en kreeg ik de vraag of ING het weekend wel door zou komen. Dat is ook al bijna weer vergeten. Toen heb ik gezegd dat mensen rustig konden gaan slapen, omdat iets anders zeggen precies had geleid tot datgene waar ik bang voor was. ING was bovendien zo groot, dat ik wist dat geen enkele verstandige minister van Financiën ING door het ijs zou laten zakken. Zonder ING zitten 6 of 7 miljoen mensen zonder bankrekening. Die kunnen we nooit laten vallen. Het wordt ook nog interessant hoe het zal gaan op het moment dat steeds meer bancaire activiteiten zich buiten de traditionele financiële sector zullen gaan begeven.*

**Kuperus:** Ik denk dat steeds meer nieuwe diensten uit de FinTech-sector snel onder wetgeving voor de financiële sector zullen gaan vallen.

**Vijver:** De voornaamste vraag en uitdaging is denk ik vooral hoe zulke bedrijven gered zouden kunnen worden als ze om zouden vallen. Ze zitten niet in een bepaald land, dus wie gaat ze redden?

*Als Apple Pay of Google Wallet ten onder gaat, hoeft dat niet per se enorme gevolgen te hebben. Als hun geld op is, is het op. Ze verstrekken geen krediet.*

**Vijver:** Het kan wel snel gaan. Alibaba had op enig moment een cashfund waar binnen een paar weken 17 miljard dollar in zat. Dat fund was toen volledig ongereguleerd. Als die 17 miljard om een of andere reden verdwijnt dan ontstaat er chaos.

**Kuperus:** Ik houd me niet zo bezig met enorme doemscenario's, maar ik maak me wel zorgen over de mate waarin de financiële sector geleerd heeft van de kredietcrisis. Ik vraag me af hoe toezichhouders en de wetgever zullen reageren op nieuwe producten en mechanismes, zeker als er risico's ontstaan. Als buitenstaander lijkt mij het hameren op kapitaaleisen in een veranderende financiële sector onvoldoende. Financiële innovatie kan betekenen dat er enorme hoeveelheden cash op de rekening van een online bedrijf staat en dat dat onder de radar blijft bij toezichhouders, dan klinkt dat zorgwekkend.

*Stel je voor dat Warren Buffet morgen bij jullie aanklopt omdat hij zijn 30 miljard wil beleggen. Wat zouden jullie hem vertellen?*

**Kuperus:** Hij is een actief belegger die er een voorstander van is dat mensen die er niet zoveel verstand van hebben vooral passief beleggen. Door de structuur van Berkshire Hathaway heeft hij heel weinig kosten en maakt hij mooie rendementen. Ik zou hier liever iemand aan de poort hebben die wat minder van beleggen weet.

*Als mijn oudste zus de Staatsloterij wint en met 30 miljoen bij jullie aankomt. Ze wil weten of jullie wel naar de dollar kijken en wat er gebeurt als de euro crasht. Wat zeggen jullie dan tegen haar?*

**Vijver:** We zouden het dan eerst over de doelstellingen hebben. Als je 30 miljoen euro hebt dan ben je rijk genoeg, dus je kunt het ook gewoon verdelen over een aantal banken, er een beetje op interen en er rustig van gaan genieten. Als je ervoor wil zorgen dat die 30 miljoen 30 miljoen blijft en dat je je kinderen nog iets meer kan nalaten, dan moet je het eerst hebben over hoeveel risico de klant wil nemen. Wij willen niet als een traditionele beleggingsinstelling een oplossing op tafel leggen, zonder eerst te luisteren naar wat de vraag is. Zo kom je tot een beeld van hoeveel risico de klant zou willen nemen. Wij komen bijna nooit tot een oplossing die neerkomt op alleen maar beursgenoteerd beleggen.

Veel van onze manier van werken zal niet goed vallen bij de lezers. Het is lastig om te geloven dat actief beleggen niet loont, als je betaald wordt voor het tegendeel. Als ik fundmanager was bij een instelling en ik snap dat ik het beste niets kan doen, dan word ik ontslagen. Als ik tegen mijn baas zou zeggen dat ik de hele dag onderzoek heb gedaan en tot de conclusie ben gekomen dat onze positie goed is, komt er een moment waarop er een McKinsey-rapport binnenkomt waarin staat dat ik maar eens ontslagen moet worden omdat ik niets doe. Mensen willen graag actief iets doen met nieuws, erop reageren.

**Kuperus:** Zo houdt die sector zichzelf ook in stand. Financieel nieuws wordt ook vaak gesponsord door de financiële sector.

*Tot slot: jullie houden je vooral bezig met goede posities kiezen, onderzoek doen naar nieuwe producten, maar jullie sorteren niet voor op zaken die nog niet gebeurd zijn. Er wordt ook wel eens gezegd dat indexbeleggers de parasieten van het financiële systeem zijn, omdat ze niets doen, geen onderzoek doen en niet (ver)kopen.*

**Vijver:** We zijn bijvoorbeeld wel actieve aandeelhouders, dus we doen mee en stemmen. Er is wel degelijk engagement.

Er zal altijd gehandeld worden op de markt omdat mensen altijd andere doelstellingen hebben. Niemand is gemiddeld en de hele wereld bestaat niet uit indexbeleggers... ■

#### Noot

<sup>1</sup> Met dank aan Willem Koelewijn.