

# INVESTOR RELATIONS BULLETIN

Het Investor Relations Bulletin is een digitale nieuwsbrief van KAS BANK N.V. Deze verschijnt viermaal per jaar en wordt elektronisch verzonden aan aandeelhouders en belangstellenden.

## INHOUD

■ Bankier Van Heese neemt afscheid van 'zijn' bank	1
■ Optiebelegger bij KAS BANK optimaal beschermd door KASDC	4
■ Stroomlijning KAS BANK: Project 'Gaan voor Groei' aangekondigd	5
■ KAS BANK first bank acting as GCM on Dubai International Financial Exchange	6
■ Lange termijn rendementen	9
■ De zorg(plicht) bij KAS BANK	12
■ KAS BANK Private Banking titelsponsor	14
■ Een dollarhedge	16
■ Colofon	22

## Bankier Van Heese neemt afscheid van 'zijn' bank

### Bankier Van Heese neemt afscheid van 'zijn' bank

Met drie afscheidsrecepties en een diner heeft de heer Van Heese onlangs afscheid genomen als vice-voorzitter van de Raad van Bestuur van KAS BANK. Vanaf 1 februari 1972 is hij bijna 34 jaar met hart en ziel verbonden geweest aan de bank. "Het werk heeft mij veel levensvreugde gegeven." Omgekeerd heeft KAS BANK ook ten volle geprofiteerd van de inzet van de heer Th.J.M. van Heese.

Als kersverse econoom van de Universiteit van Amsterdam kwam de heer Van Heese in 1972 bij (toen nog) de Kas-Associatie terecht. "Ik kende de bank al van naam en wist waar ik terecht kwam. Het werk op het Financieel Economisch Bureau paste helemaal in mijn straatje. Economisch onderzoek doen, beleggings- en bedrijfstakanalyses schrijven, macro- en micromodellen ontwikkelen, enzovoort. De theoretische kennis van de universiteit kon je direct toetsen aan en in de praktijk. Eigenlijk was het verder studeren in de baas zijn tijd."

### Modellen

De ogen van de heer Van Heese beginnen te twinkelen bij de herinnering aan zijn eerste jaren op het FEB. "De toenmalige directie, met name de heer Winkler, was zeer geïnteresseerd in economisch onderzoek als basis voor de verdere uitbouw van de dienstverlening van de bank. De onderzoeksopdrachten kwamen als het ware vanzelf op je af. In 1978 opende in Amsterdam bijvoorbeeld de eerste Optiebeurs van Europa zijn deuren. Dus kwam de vraag, ook vanuit onze cliënten, kunnen jullie niet een Optiemodel ontwikkelen om het prijsverloop en de risico's van opties te bepalen? Daar ga je dan mee aan de slag. Eerst een analyse maken, dan een model opstellen en dat weer vertalen in een product. Prachtig."

Begin jaren tachtig raakt KAS BANK in een stroomversnelling. De Amsterdamse beurs verandert sterk van karakter, de automatisering rukt op en de buitenlandse concurrentie neemt toe.

Kas-Associatie krijgt in 1986 (opnieuw) een beursnotering en zet de eerste stappen naar een internationalisering van het klantenbestand met de opening van clearingbedrijf KAS Clearing Agent in Londen. “Je zou kunnen zeggen dat wij vanaf 1986 steeds meer een onderneming zijn geworden. Waar liggen onze kansen in Europa, hoe opereren onze concurrenten in de markt, aan wat voor producten hebben onze klanten behoefte, wat voor investeringen zijn daarvoor nodig?”

### College

Steeds enthousiaster schetst de heer Van Heese het Europees marktmodel van de bank. Op zijn schrijfblok verschijnen allerlei blokjes en lijnen die duidelijk moeten maken met welke partijen de bank allemaal zaken doet. “Wij zijn een uniek bedrijf omdat wij zowel institutionele beleggers als financiële intermediairs bedienen onder één dak. In Europa hebben wij daar zeer veel respect mee verworven. Al onze concurrenten vragen zich af: hoe doet die bank dat toch? Mijn antwoord is altijd hetzelfde. ‘Omdat wij beschikken over een zeer diepgaande kennis van de Nederlandse markt, vanuit die kennis andere markten grondig hebben bestudeerd en zo goed hebben geanticipeerd op de ontwikkelingen in Europa.’ Vervolgens hebben wij in een vroegtijdig stadium de noodzakelijke IT-investeringen gedaan. En heel belangrijk, wij zijn gefocused op een duidelijke doelgroep. Wij zijn geen Kijkshop maar een gespecialiseerde juwelier. In ons specialisme voeren we een heel breed én diep assortiment. Bovendien stellen wij onze diensten modulair beschikbaar. Veel van onze concurrenten, met name de Amerikanen, staren zich blind op ‘economies of scale’. Hoe meer omzet, hoe beter. Daar geloof ik niet in. Het gaat om diepe kennis van de markt, een grondige analyse van economische factoren en vervolgens een zorgvuldige beleidsvorming. Natuurlijk sla je de plank wel eens volkomen mis. De bank heeft ook de nodige tegenslagen gekend. Maar juist dan geldt: weet waar je over praat, neem een besluit en blijf achter dat besluit staan.”

Na dit ‘college’ over de doelgroepen en de marktfocus van de bank (“Lezingen geven is geweldig leuk”) keren we terug naar het eigenlijke onderwerp van het gesprek, de carrière van de heer van Heese bij KAS BANK. Een carrière kun je niet plannen, is zijn overtuiging. Veel dingen komen op je weg en dan moet je besluiten of je ergens de verantwoordelijkheid voor neemt of niet. “Ik rolde van het een in het ander. Eerst word je medewerker en dan chef van het FEB. Vervolgens kom je in projectgroepen terecht die direct met het commerciële beleid van de bank te maken hebben. Dan volgt het verzoek om toe te treden tot het management team. Daarna word je onderdirecteur. En in 1987 ben ik tenslotte gevraagd om lid te worden van de Directie. Op al die momenten vraag je jezelf af: wil ik dat? Het antwoord was altijd ja.”

### Samenspel

Als directielid heeft de heer Van Heese zich altijd op het standpunt gesteld dat de bank drie belangen moest dienen. Van de medewerkers, van de klanten en van de aandeelhouders. Zijn inzet voor de medewerkers (“mijn rechterhanden”) komt onder andere tot uiting in de zorg voor een goede pensioenvoorziening. “Pensioenen zijn reuze interessant. Een goed pensioen verschaft mensen bestaanszekerheid. Daar moet je dus zeer zorgvuldig mee omgaan. De grote vraag is tegenwoordig: hoe betalen we dat allemaal? Ik denk dat de discussie daarover op de verkeerde manier wordt

gevoerd. Teveel gericht op de korte termijn, namelijk de vraag kan het pensioenfonds op dit moment aan zijn verplichtingen voldoen. Met andere woorden: is er genoeg geld in kas. Dat druist in tegen mijn analytische instelling. Want als je kijkt naar de lange termijn is de situatie helemaal niet zo rampzalig als nu wordt gesuggereerd. Wat te denken van de vererving bijvoorbeeld. Steeds meer mensen, ook ouderen, hebben een vermogen in de vorm van een eigen huis. Als zij overlijden komt dat geld op een goed ogenblik vrij. Eigenlijk moet je dat 'optellen' bij je pensioen. Dan rijst vanzelf de vraag: kan de financiering niet anders? Gelukkig hebben we bij de bank een researchafdeling met uitstekende medewerkers. Zij hebben een model opgesteld voor een nieuw pensioencontract dat de financieringslasten aanzienlijk omlaag brengt. En dat bedoel ik nou met diepgaande kennis als een van de belangrijkste kapitaalsbezittingen van deze bank. Wij signaleren een behoefte in de markt of onze cliënten vragen ons om een oplossing voor een bepaald probleem. Wij gaan daar mee aan de slag en ontwikkelen een bepaalde dienst of product. Dat is een samenspel van allerlei afdelingen. De lijnen zijn kort, daarom kom je in relatief korte tijd tot resultaat. De concurrentie knippert dan weer verbaasd met de ogen. Hoe speelt die bank dat toch klaar?"

### Bijzondere band

Het interview nadert zijn einde. De heer Van Heese moet snel weg naar een volgende afspraak. Veel is niet ter sprake gekomen. KAS UK en het Europees profiel bijvoorbeeld, waar de heer Van Heese zeer nauw bij betrokken is geweest. Of zijn bemoeienis met Private Banking. Zijn inzet voor de professionalisering van het vak van beleggingsanalist via zijn jarenlange bestuursfuncties bij de Vereniging van Beleggingsanalisten.

Gelukkig is zijn inzet voor de bank geboekstaafd in een fraai boekje met herinneringen van medewerkers. Het boekje symboliseert de bijzondere band tussen de bank en de heer Van Heese. Een combinatie die niet snel zal worden vergeten.

Op 17 november 2005 is de heer Th.J.M. van Heese benoemd tot Ridder in de Orde van Oranje-Nassau. De burgemeester van Hoorn, de heer dr. G.O. van Veldhuizen, reikte, namens koningin Beatrix, de versierselen uit tijdens de afscheidsreceptie van de heer Van Heese voor de relaties van de bank in het Amstel Hotel in Amsterdam. In zijn dankwoord betrok de heer Van Heese nadrukkelijk de medewerkers van KAS BANK.

"Het werk bij de bank heeft mij veel levensvreugde gegeven. Dat heb ik mede te danken aan de inzet en betrokkenheid van de medewerkers van de bank. Mede dankzij hen heb ik altijd optimaal kunnen werken. Hun kennis en kunde vormen het ware kapitaal van de bank."



**Optiebelegger bij KAS BANK optimaal beschermd door KASDC**

Naar aanleiding van het faillissement van Van der Hoop Bankiers zijn in de media vragen gerezen over de juridische positie van de belegger in derivaten (opties en futues). Er zou sprake zijn van een lacune in de wet- en regelgeving waardoor de derivatenposities van de cliënten onvoldoende beschermd zijn bij insolventie van de bank, waar deze posities worden aangehouden. Hierna leggen wij kort uit hoe de positie van de belegger in derivaten bij KAS BANK is geregeld. De conclusie is dat de cliënten van KAS BANK, die derivatenposities aanhouden, optimaal zijn beschermd. Dat komt omdat die derivatenposities in een apart derivatenbewaarbedrijf zijn ondergebracht. Die posities zijn daardoor afgezonderd van het vermogen van KAS BANK en vallen daardoor niet in een eventueel faillissement van KAS BANK.

KAS BANK heeft al in 1996 KAS Derivaten Clearing N.V. (KASDC) opgericht. KASDC treedt ten behoeve van KAS BANK op als clearing member op de verschillende derivatenbeurzen en als houder van derivatenposities van de cliënten van de bank. Van het doel van KASDC is uitdrukkelijk uitgesloten iedere andere bedrijfsactiviteit die commercieel risico met zich meebrengt. KASDC is opgericht om de derivatenposities van onze cliënten optimaal te beschermen door deze buiten het vermogen van de bank te plaatsen. Dit betekent dat deze derivatenposities niet in het faillissement van de bank vallen. KAS BANK garandeert de juiste nakoming van alle verplichtingen van KASDC jegens de cliënten en verzorgt de administratie van de posities die KASDC voor de cliënten aanhoudt.

KAS BANK is de enige bank in Nederland die een apart bewaarbedrijf voor derivatenposities heeft. Of de overige banken vermogensscheiding voor derivatenposities op een andere manier hebben geregeld, is niet bekend. Op dit moment is in de Nederlandse wet- en regelgeving ten aanzien van effecten, niet vallen onder de Wet giraal effectenverkeer, bepaald dat kredietinstellingen adequate regelingen moeten hebben om de belangen van hun cliënten te beschermen. Dit geldt ook voor derivaten. Zolang evenwel onduidelijk is hoe een adequate vermogensscheiding bij derivatenposities moet worden georganiseerd en gegarandeerd, biedt de oplossing van KAS BANK om de derivatenposities van haar cliënten in een apart bewaarbedrijf onder te brengen, de beste bescherming.

**Stroomlijning KAS BANK: Project 'Gaan voor Groei' aangekondigd**

Met de aankondiging van het project Gaan voor Groei heeft KAS BANK een herschikking van haar activiteiten aangekondigd. KAS BANK wil haar positie in de markt verder versterken door haar organisatiemodel te vereenvoudigen en meer op haar bestaande doelgroepen toe te spitsen. Bovendien zal de productiviteit verhoogd worden.

KAS BANK zal het bedrijf splitsen in twee belangrijke aandachtsgebieden: Cliënt Focus en Operational Excellence. Cliënt Focus richt zich op het verder versterken van de klantenbasis van de bank. De commerciële activiteiten zullen worden aangetrokken om meer nieuwe klanten te verwerven en het bestaande cliëntenbestand beter van dienst te zijn. Cliënt Focus zal bestaan uit vier divisies: Institutionele Beleggers, Financiële Instellingen, Treasury en Passieve Asset Management Services. Daarnaast zal een nieuwe functie New Business Development worden ingevoerd. Operational Excellence richt zich op verdere verbetering van de kwaliteit van de dienstverlening. Een foutloze en efficiënte verwerking van de opdrachten van onze cliënten staat hierbij voorop. Operational Excellence zal eveneens bestaan uit vier divisies: Informatiesystemen, Securities Services, Special Services & Payments en Beleggingsadministratie. Door het wijzigen van de huidige structuur verwachten wij een nog slagvaardiger en flexibeler organisatie te bereiken.

De herschikking zal gefaseerd worden doorgevoerd en naar verwachting medio 2006 zijn afgerond.

Raad van Bestuur KAS BANK N.V.  
Amsterdam, 13 december 2005

**KAS BANK first bank acting as GCM on Dubai International Financial Exchange**

KAS BANK will become the first General Clearing Member to offer its clearing and custody services to third parties at the recently established Dubai International Financial Exchange (DIFX). With this extension of services, KAS BANK aims at Global Banks and Brokers in process of applying for a trading membership or in need of a custody account at the DIFX. In addition, KAS BANK also addresses Banks and Brokers active in the Middle East region.

The DIFX only recently opened on 26 September 2005. Its aim is to become the leading international stock exchange located between Western Europe and East Asia. It will seek to develop a market for listed products including Equities, Bonds, Futures and Options. It will also promote an active Islamic product market.

Today's listed securities are 5 index products and a Global Depositary Receipt (GDR) of the international mobile telecommunications company Investcom. For next year, the exchange expects between 10 and 15 IPOs to list throughout the year together with bonds, funds and Islamic products. In addition, it is preparing to become the first exchange in the Middle East to list derivatives.

For international investors, the DIFX will be the main gateway to opportunities in the Gulf Cooperation Council states and the rest of the Middle East and North Africa, as well as South Africa, Turkey, Central Asia and the Indian sub-continent.

### Dual Listings

As part of its strategy, DIFX aims at European companies that seek a Dual Listing in Dubai or vice versa, regional companies looking to Dual List their shares both in Dubai as well as in Europe. For both types of Dual Listings, KAS BANK signed an agreement with DIFX to facilitate the link for the DIFX to the European CSDs in order to achieve seamless cross border settlements between the Financial Markets.

**Steffen Schubert**, Chief Executive Officer of the DIFX, explains: "Our agreement with KAS BANK is an important part of our strategy to develop a thriving secondary market. Its custodian services will enable issuers and investors to benefit from dual listings of European stocks on the DIFX."



**Albert Röell**, Chairman of the Managing Board at KAS BANK, says: "The Dubai International Financial Exchange has everything in it to be a great success. We are very proud to be a partner of DIFX in providing a top class service supporting the ambition to facilitate European stocks and funds dual listing on the international platform of DIFX. We are convinced that the DIFX in its turn will benefit from KAS BANK's longstanding experience in the European securities environment."



### Regulated according to international standards

The DIFX is located in the Dubai International Financial Centre (DIFC), a financial free zone which opened for business in 2004. Heading the DIFC as President is His Highness Sheikh Mohammed Bin Rashid Al Maktoum, Crown Prince of Dubai and United Arab Emirates Defence Minister.

The financial activities in the DIFC are governed to international standards by an independent regulator, the Dubai Financial Services Authority (DFSA).

The DIFX has a licence from the DFSA to operate an exchange. The trading hours of the DIFX are from 2pm to 5pm (10am to 1pm GMT) from Monday to Friday.

### Trading opportunities

**Nasser Al Shaali**, Chief Operating Officer of the DIFX, outlines the many advantages of taking part in the first truly international financial exchange in the region: “Regional and international banks are attracted by the unique opportunities offered by the DIFX. It will be the only exchange in the Middle East to have market makers, which will encourage liquidity. It is also the only one to have a central counterparty clearing system, which guarantees that trades are honoured.”



### Clearing, Settlement and Custody services

KAS BANK's membership at the DIFX applies to the Clearing and Settlement level as well as to the level of the Central Securities Depository of the DIFX. The technical connectivity is established via the same proven systems platform currently in use for KAS BANK's clearing and settlement services in the European direct markets.

Making use of KAS BANK's services means that those interested in a DIFX membership only need to establish a link to the trading platform whilst clearing, settlement and custody will be fully taken care of by KAS BANK.

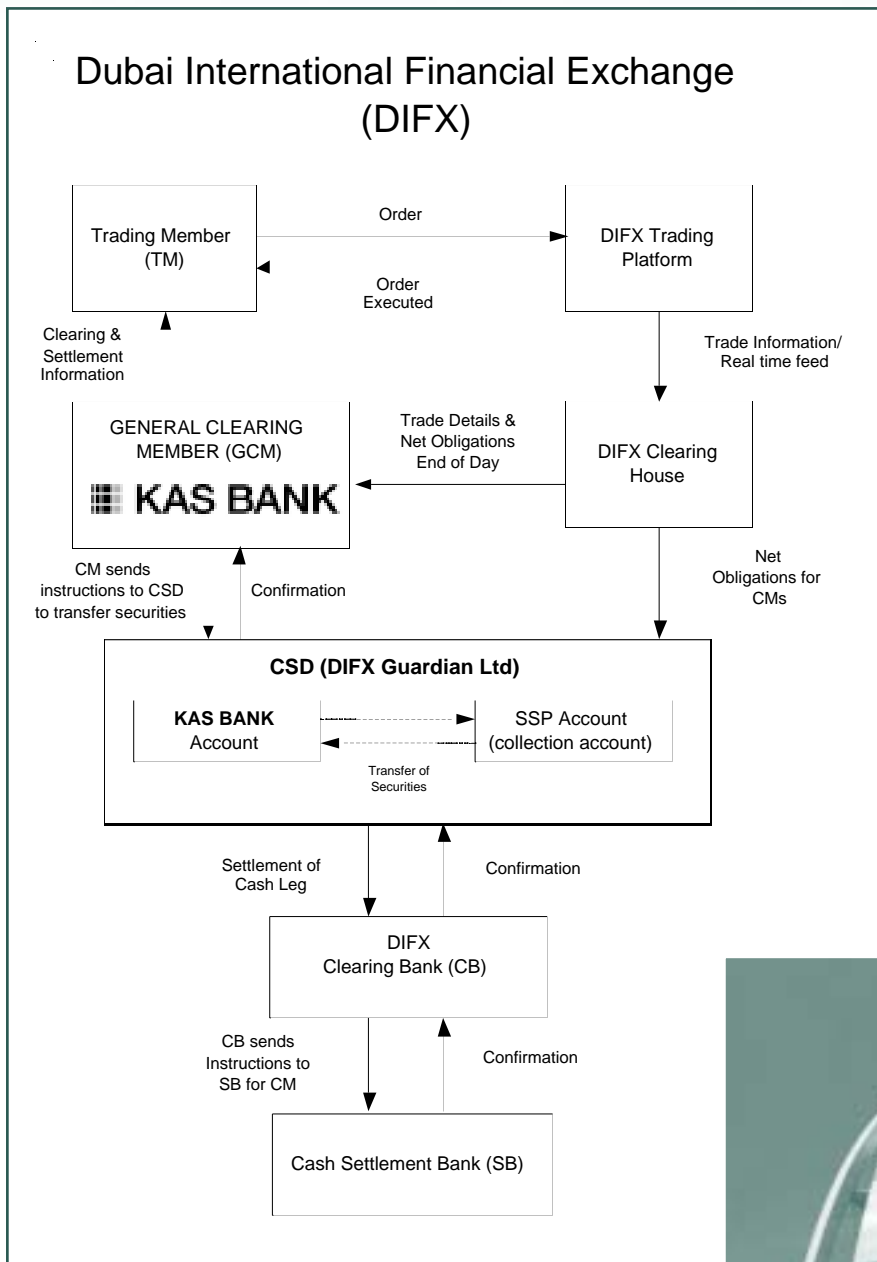
Moreover, the use of our single clearing and settlement platform means that you can benefit from an integrated product whilst using only one account for the complete service of clearing, settlement and custody across multiple markets.

The services include margin financing regardless of the market via an integrated credit facility using cross collateralisation of the available collateral. The single processing platform also means one instruction protocol and a similar reporting tool across all markets in which you are using KAS BANK's services.

### Arbitrage opportunities

As KAS BANK performs the role of European Custodian for the Dual Listed securities on the DIFX, there is an additional advantage using our GCM services for the DIFX as we can easily facilitate the cross border settlements for Dual Listed products enabling you to fully benefit from any arbitrage opportunities.

***For additional information, please contact Ryanne Cox, Director Financial Intermediaries Institutional Banking.***



## Lange termijn rendementen

De laatste maanden bereiken ons weer goede berichten van het beurzenfront. De AEX index is bijvoorbeeld bezig met een gestage opmars en bereikte onlangs het hoogste koersniveau van de afgelopen vier jaar. Een zwaluw maakt nog geen zomer. Veel beleggers zullen de jaren 2000 en 2001 nog niet zijn vergeten, toen zij vaak flinke verliezen moesten noteren. Dat deze verliezen weliswaar grotendeels ongerealiseerd zijn en een correctie vormen op de uitbundige stijging in de jaren daarvoor, doet niets af aan het negatieve gevoel dat het oplevert. Want zijn de behaalde rendementen in de verschillende beleggingscategorieën en regio's werkelijk onder de maat gebleven? In dit artikel kijken wij naar de rendementsontwikkeling in de periode november 1986-november 2005. Daaruit blijkt dat beleggen op lange termijn loont, maar dat fundamentele keuzes over de asset-mix en regio's van grote invloed zijn op het behalen van rendement en dus ook op het realiseren van uw financiële doelstelling.

### Beleggingscategorieën

Beleggers willen een rendement behalen, dat overeenkomt met het risico dat gelopen wordt op de beleggingen. Dat betekent dat een bepaalde verhouding gecreëerd wordt tussen de verschillende beleggingscategorieën. Veelal wordt een keuze gemaakt uit enkele profielen. Maar wat is het verschil in rendement tussen bijvoorbeeld een defensief en een zeer offensief profiel?

Indien we terugkijken vanaf november 2005 tot 1 november 1986 en de gemiddelde jaarlijkse rendementen van aandelen en vastrentende waardes vergelijken, krijgen we het volgende overzicht (alles in euro, geometrische gemiddelden).

Beleggingscategorie	Rendement per jaar
<b>Obligaties:</b>	
10-jaars Staats	6,95 %
<b>Aandelen:</b>	
Verdeling: 25% US, 72% Europa en 3% Japan	9,25%

De obligaties hebben geprofiteerd van een heftige neergaande beweging van de kapitaalmarktrente. De 10-jaars rente stond in 1986 nog op 9 procent. Eind oktober 2005 stond de rente op 3,2 procent. De aandelenmarkt maakte een goede ontwikkeling door onder invloed van een technologische revolutie (computer, internet) en mondialisering van handel en fabricage.

Het verschil lijkt niet extreem groot. Obligaties leveren 6,95% op, terwijl de aandelenfractie gemiddeld 9,25% oplevert. Toch is het een verschil van 2,3% per jaar.

Wanneer u in november 1986 1 miljoen euro had geïnvesteerd volgens een defensief profiel (25% aandelen en 75% obligaties), dan zou uw vermogen in november 2005 zijn gegroeid tot EUR 4.031.417,-- . Met een zeer offensieve portefeuille ( 90% aandelen en 10% obligaties) was uw vermogen daarentegen nu aangegroeid tot EUR 5.191.825,-- , ondanks de ‘beursdip’ in de jaren 2000 en 2001.

Het verschil tussen beide strategieën bedraagt EUR 1.160.408,--. Dit zijn de ‘kosten’ voor rust, zekerheid, geringere volatiliteit en voorspelbaarheid.

Bovenstaande impressie geeft aan dat de selectie van uw asset-mix belangrijk is. Een te defensieve portefeuille kan resultaat kosten. Een te offensieve uw nachtrust. Hier ligt voor u en uw vermogensbeheerder de taak een juiste verdeling te maken.

### Geografische verschillen

KAS BANK richt haar portefeuilles in volgens de ‘top-down’ benadering. Dit houdt in dat eerst een procentuele verdeling van de beleggingen over de regio’s wordt gemaakt. Dit houdt in dat de regio met de grootste groeikansen een overweging krijgt. Vervolgens worden de bedrijfssectoren geselecteerd en als laatste de individuele aandelen per sector.

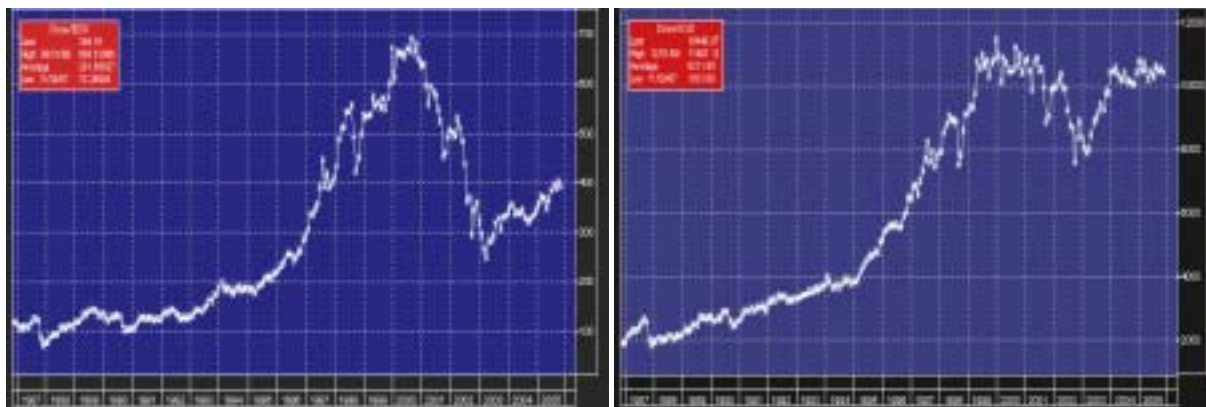
Binnen de aandelenfractie zien we grote regionale verschillen. Met name de Japanse Nikkei index springt er in negatieve zin uit met een rendement van nog geen 0,15 % per jaar sinds 1986. Terwijl de Dow Jones Industrials 10,33 % rendement per jaar opleverde (in euro en inclusief dividend). Over een periode van negentien jaar is het verschil EUR 5,45 miljoen bij een belegging van 1 miljoen euro (EUR 1,028 miljoen in Japan tegenover EUR 6,47 miljoen in Amerika).

Het verschil in rendement tussen een belegging in Europa en Amerika is veel minder groot. Daarbij heeft de gulden/euro-dollar koersverhouding bijgedragen aan het resultaat van de Amerikaanse beleggingen.

Index	Performance in EUR (1 nov. '86-1 nov. '05)
AEX	10,07 %
DAX	8,91 %
S&P500	9,02 %
Dow Jones	10,33 %
Nikkei	0,15 %

Uit onderstaande grafieken van de AEX-index (in euro) en de Dow Jones Industrials Index (in US dollar) blijkt dat het rendement met name is ontstaan in de periode 1993-2000. Vervolgens is bij de AEX een (fors) deel van het rendement in de twee daaropvolgende jaren verloren gegaan, terwijl de Dow Jones redelijk is blijven liggen.

Buy-and-Hold is een goede beleggingsstrategie, maar het blijft van belang aandacht te schenken aan ontwikkelingen op regionaal gebied.



Bron: Bloomberg L.P.

### Fondsrendementen

Op fondsniveau is het moeilijk een vergelijking te maken die teruggaat tot november 1986. Veel bedrijven zijn door een bedrijfsfusie (of initiële beursnotering) op een later moment ontstaan of van de beurs verdwenen. Voor enkele van onze lange-termijn-belangen kunnen wij u wel een overzicht geven vanaf 1 november 1986 tot 1 november 2005.

Fonds	jaarlijks rendement
Royal Dutch Shell	12,38 %
Unilever	9,49 %
Axa	6,28 %
General Electric (EUR)	13,96 %
Wal Mart Stores (EUR)	15,35 %

Enkele andere rendementen zijn:

Novartis (EUR)	13,34 %	(sinds 1 november 1988)
Microsoft (EUR)	27,87 %	(sinds 1 november 1987)
ABN Amro Bank	17,83 %	(sinds 1 november 1990)
ING Groep	18,26 %	(sinds 1 november 1991)

Ondanks de forse koersdalingen van de afgelopen jaren laten deze strategielijstfondsen een bovengemiddeld rendement zien. Alleen de Franse verzekeraar Axa laat een duidelijke onderperformance zien. Het resultaat van de Nederlandse fondsen wordt goed ondersteund door het hoge dividend dat ze traditioneel uitkeren.

### Conclusie

Beleggen is en blijft een risicovolle bezigheid. Periodes met hoge rendementen worden onvermijdelijk afgewisseld met mindere resultaten of zelfs (papieren) verliezen. Toch loont beleggen op de langere termijn.

## De zorg(plicht) bij KAS BANK

Wie regelmatig de krant leest komt ook regelmatig het onderwerp 'zorgplicht' tegen. Half november was er bijvoorbeeld veel aandacht voor een rapport van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) waarin werd gesteld dat banken hun zorgplicht niet voldoende nakomen. Hoe is het gesteld met de zorgplicht bij KAS BANK? Uiteraard worden alle wijzigingen in de wet- en regelgeving door ons op de voet gevolgd. Waar nodig passen wij onze procedures hierop aan. Zo krijgen alle particuliere cliënten deze maand nieuwe cliëntcontracten toegestuurd. Want KAS BANK beschouwt haar zorgplicht als maatwerk.

De nieuwe contracten zijn een gevolg van de gewijzigde wet- en regelgeving voor effecteninstellingen. Doel van de wijziging is een adequate werking van de effectenmarkten en een betere bescherming van beleggers. Richard Verkoulen, een van de juristen van KAS BANK, heeft zich gespecialiseerd in alle wet- en regelgeving voor onze particuliere cliënten. De nieuwe cliëntcontracten zijn door Richard opgesteld. Uiteraard zijn al veel zaken in de huidige cliëntcontracten geregeld, maar met de nieuwe contracten wordt op een systematische wijze uitvoering gegeven aan onze zorgplicht. Enthousiast vertelt Richard hoe hij de nieuwe contracten zijn samengesteld en welke zaken voor u als cliënt van belang zijn.

### De contracten

De nieuwe contracten zijn maatcontracten voor drie specifieke cliëntgroepen.

- Contracten voor execution only cliënten.
- Contracten voor cliënten die gebruik maken van beleggingsadvies.
- Contracten voor cliënten die gebruik maken van vermogensbeheer.

De precieze inhoud van de contracten is afhankelijk van de diensten die een cliënt af wil nemen. Met andere woorden: de contracten sluiten naadloos aan bij de behoeften van cliënten en de diensten die zij afnemen van KAS BANK. Een voorbeeld.

*De heer en mevrouw Jansen hebben allebei een drukke baan en kunnen daarom weinig tijd besteden aan het beheer van de beleggingen in hun vermogen. Het vermogen is ondergebracht bij KAS BANK Vermogensbeheer. Een paar maal per jaar gaan de Jansens naar hun favoriete vakantieoord om van een welverdiende rust te genieten en batterij weer wat op te laden. Op een van hun reizen zien ze een schattige vakantiewoning dat precies voldoet aan hun wensen. Aangezien zij hun vermogen niet willen aanspreken voor de aankoop van de woning besluiten zij op onderpand van hun effecten een kredietovereenkomst af te sluiten. Om ook in het buitenland regelmatig het saldo van hun rekening te kunnen bekijken, maakt de familie Jansen gebruik van de internettoepassing KAS-Web. De familie Jansen krijgt van KAS BANK een nieuw contract waarin alle diensten die zij van KAS BANK afnemen geregeld worden. Dus zowel het vermogensbeheer als het effectenkrediet als het gebruik van KAS-Web.*

### Ken uw cliënt

Om een optimale dienstverlening te kunnen bieden moet KAS BANK Vermogensbeheer haar cliënten goed kennen. In de regelgeving ter bescherming van beleggers is vastgelegd dat banken de wensen van hun cliënten moeten kennen én vastleggen bij het aangaan van een overeenkomst. De benodigde hoeveelheid informatie verschilt per dienst. Eenvoudig gezegd wordt de zorgplicht ‘groter’ naarmate een cliënt de bank meer verantwoordelijkheid voor het beheer van zijn vermogen geeft. Zo moet KAS BANK meer informatie verzamelen over cliënten die de volledige zorg voor hun beleggingsportefeuille uit handen hebben gegeven dan bij cliënten die zelf hun vermogen beheren of waarvoor de bank, na overleg met de cliënt, alleen de effectentransacties uitvoert. Deze cliënten beslissen immers zelfs waarin zij willen beleggen en welk risico zij willen lopen.

### Vermogensbeheer

Cliënten die een vermogensbeheerovereenkomst met KAS BANK hebben gesloten laten het beheer van het vermogen geheel aan KAS BANK over. Dat doen wij aan de hand van een cliëntprofiel. Het profiel wordt vastgesteld nadat de cliënt ons uitgebreid geïnformeerd heeft over de volgende zaken.

- De financiële positie en de samenstelling van het vermogen. Daarbij wordt onder andere besproken hoeveel liquide middelen de cliënt wanneer nodig heeft en welk risico hij of zij op basis van het vermogen zou kunnen dragen.
- De beleggingsrisico's. Samen met de cliënt wordt vastgesteld welke beleggingsrisico's men wilt nemen.
- Beleggingservaring.
- De beleggingsdoelstelling. Wil men vooral dat het vermogen groeit en er zo weinig mogelijk middelen aan onttrekken of heeft men juist regelmatig liquide middelen nodig als extra inkomen? Misschien wil iemand over enkele jaren een prachtige wereldreis maken met het extra rendement dat op het vermogen is gemaakt.

### Vermogensadvies

Aan cliënten die alleen beleggingsadvies afnemen vragen wij dezelfde informatie, maar minder diepgaand dan bij cliënten die vermogensbeheer afnemen.

### Execution only

Men kan ook geheel zelfstandig over beleggingen beslissen en vervolgens KAS BANK alleen opdracht geven ('execution only') om orders op de beurs uit te voeren. Het cliëntprofiel wordt opgesteld aan de hand van een tiental vragen die er vooral op zijn gericht om vast te stellen hoeveel beleggingservaring men heeft en of die persoon defensief, neutraal of offensief wil gaan beleggen.

## Voorwaarden KAS BANK

Een renovatie kan maar beter direct grondig worden aangepakt. Daarom hebben wij van de gelegenheid gebruik gemaakt om ook de voorwaarden in een nieuw jasje te steken. In één boekje staan opgenomen:

- Voorwaarden Vermogensbeheer
- Voorwaarden Vermogensadvies
- Voorwaarden Effectenbemiddeling (execution only)
- Voorwaarden Effectendienstverlening
- Voorwaarden Derivaten en Special Products
- Voorwaarden KAS-Web
- Algemene Voorwaarden KAS BANK
- Bepalingen betreffende de bewaarneming van effecten
- Bepalingen betreffende het aanhouden van afgeleide rechten

De Bepalingen betreffende de bewaarneming van effecten en de Bepalingen betreffende het aanhouden van afgeleide rechten, hangen samen met de juridische noodzaak van vermogensscheiding. Ter bescherming van onze cliënten worden bij KAS BANK in bewaring gegeven effecten en derivatenposities bewaard onder een aparte rechtspersoon.

## KAS BANK Private Banking titelsponsor

*Het KAS BANK Private Banking Open Nederlandse Kampioenschappen Ronde- en Platbodemjachten 2005.*

Begin september vond in Medemblik voor de tweede maal het Open Nederlands Kampioenschap (ONK) Rond- en Platbodems plaats. Dit jaar was KAS BANK Private Banking titelsponsor van het ONK. Op zaterdag voeren relaties van de bank een eigen wedstrijd in drie platbodems. Zowel het kampioenschap als de wedstrijd waren zeer geslaagd.

## Medemblik

De mooie, gerenoveerde jachthaven van het oude havenstadje Medemblik aan het IJsselmeer was in 2004 voor de eerste keer gastheer van het Open Nederlands Kampioenschap Rond- en Platbodems. Het Regatta Center Medemblik en het ruime wedstrijdwater voor de kust zijn uitstekend geschikt voor wedstrijden in deze categorie zeilschepen. Na de succesvolle première in 2004 werd daarom onmiddellijk besloten om in 2005 terug te komen naar Medemblik.

Op 2, 3 en 4 september voeren de diverse klassen hun Nederlands kampioenschap, dat uitstekend was georganiseerd door Watersportverbond / W.S.V. Bestevaer in samenwerking met de V/VA Klassenorganisatie en de Klassenorganisatie Ronde- en Platbodemjachten. Er werden maximaal 6 wedstrijden gevaren, variërend van korte banen tot lange banen. De korte banen gingen zowel Upwind als Downwind en in een Driehoeksbaan rond uitgelegde boeien. De lange baan werd gevaren rond bestaande boeien in het IJsselmeer.

De wedstrijden kenmerkten zich door een sportieve strijd tussen de ‘moderne’ klassieke rond- en platbodems. Beide typen kunnen aanzienlijke snelheden ontwikkelen. De Lemsteraak is van oorsprong een visserschip uit het begin van de vorige eeuw, wat al in de jaren ‘20 werd omgebouwd om als jacht te gebruiken. Thans bestaan er twee soorten in diverse klassen. De klassieke aak, waarvan de “Groene Draeck”, het schip van koningin Beatrix de bekendste is, en de Visserman.

In de VA klasse nam ‘t Vliegend Hart de bokaal mee naar huis. De Visserman Aken zijn met hun 16 meter lengte en 35 ton zwaar de grootste van het veld. Deze schepen worden gevaren met 8 tot 10 bemanningsleden. In de VB klasse ging de overwinning naar het schip Fidelia.

### Titelsponsor

Dit jaar was KAS BANK Private Banking titelsponsor van het ONK. Beleggen en de zeilsport kennen een gemeenschappelijk begrippenkader. Onze beleggingen voor relaties kenmerken zich als strategisch, solide maar dynamisch, en op lange termijn gericht. Waarden die elke zeiler ongetwijfeld ook nodig zal hebben om elke race tot een goed einde te brengen.



## Een dollarhedge

De Amerikaanse dollar heeft tot op heden in 2005 een onverwacht sterk koersherstel laten zien. Dit leidt tot de vraag of het nog wel noodzakelijk is om het dollarbelang in uw portefeuille af te dekken. In dit commentaar wordt besproken waarom het, afhankelijk van uw beleggingsprofiel, verstandig kan zijn om dit belang te hedgen.

### Valutakoersbewegingen: theorie en praktijk

Voordat een conclusie gegeven kan worden over het wel of niet hedgen van valutarisico is het belangrijk de voorspelbaarheid van valutakoersbewegingen in kaart te brengen. Wat zegt de economische theoretische en empirische literatuur hierover?

#### *Koopkrachtpariteit*

De populairste theorie over wisselkoersen is de koopkrachtpariteitentheorie. Prijsniveaus tussen landen kunnen volgens deze theorie niet ver uiteen liggen vanwege arbitrage mogelijkheden. Echter, verschillen in belastingen en transport- en loonkosten kunnen prijsdivergentie tussen landen verklaren. Bewijs dat deze theorie in de praktijk opgaat is zeer beperkt. Alleen op lange termijn geldt dat de relatieve koopkrachtpariteitentheorie voorspelbare waarde heeft.

De beperkte voorspelkracht op korte- en middellange termijn kan worden verklaard doordat de theorie slechts betrekking heeft op verhandelbare goederen. Echter, economieën worden ook gekenmerkt door de aanwezigheid van niet-verhandelbare goederen. Indien deze goederen een andere prijsontwikkeling laten zien dan die van de verhandelbare goederen gaat de koopkrachtpariteit niet op.

#### *Ongedekte rentepariteit*

De ongedekte rentepariteit impliceert dat een verwachte wisselkoersverandering gelijk is aan het rente-écart tussen landen. Kortom, deze theorie heeft als uitgangpunt arbitrage op de financiële markten. Het bewijs voor deze theorie is ook matig. Doorgaans geldt dat er sprake is van een klein significant verband voor slechts kleine open economieën.

#### *Fundamentele evenwichtskoers*

De theorie over fundamentele evenwichtskoersen heeft als basis dat een tekort (overschot) op de lopende rekening van de betalingsbalans moet worden gefinancierd door een overschot (tekort) op de kapitaalbalans. De fundamentele evenwichtskoers is een koers waarvoor geldt dat zowel intern als extern over de conjunctuurcyclus de economie in evenwicht is. Het extern evenwicht impliceert een houdbaar tekort op de betalingsbalans. Een lage inflatie en lage werkloosheid kenmerken het interne evenwicht.

Een structureel tekort op de lopende rekening, via bijvoorbeeld de handelsbalans, zal op termijn moeten leiden tot een reële effectieve depreciatie van de valuta <sup>1)</sup>. Hierbij wordt verondersteld dat een dergelijke depreciatie leidt tot een verbetering van de betalingsbalans.

Het praktisch probleem van deze theorie zit met name in het vaststellen van de evenwichtskoers. Wisselkoersen kunnen gedurende een lange periode afwijken van een theoretische evenwichtskoers. Het is moeilijk in te schatten hoe lang deze periode daadwerkelijk is. Dit leidt tot een matige voorspelkracht.

## Langetermijnverwachting dollarkoers

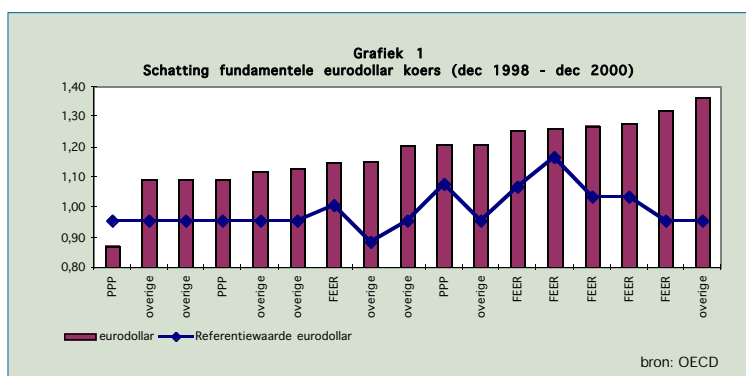
Zoals bovenstaand is beschreven, zijn valutakoersbewegingen een uitdagend onderzoeksgebied. In deze paragraaf wordt dit nader toegelicht aan de hand van een aantal studies naar de dollarkoers. Vervolgens wordt gezocht naar een alternatieve benadering om valutarisico's in kaart te brengen.

### *Economische studies*

Ondanks de beperkte voorspelkracht voor valutakoersen van economische modellen, zijn er diverse studies gedaan naar de dollarkoers. Onderstaande grafiek geeft wat de verwachte dollarkoers van academici was per 1998 – 2000. Voor het gemak zijn de studies onderverdeeld in drie categorieën, die onderscheid maken naar methodologie. Deze zijn de koopkrachtpariteitentheorie (PPP), de fundamentele evenwichtskoers (FEER), en de categorie overige (monetaire en dynamische macro-economische modellen).

De grafiek geeft aan dat alle studies, op één na, een langetermijn depreciatie van de dollar hebben voorzien. De verschillen tussen de studies, en binnen de studies met dezelfde theoretische benadering, zijn echter aanzienlijk. Dit komt door verschillen in de gebruikte dataset en in de methodologie.

Geconcludeerd kan worden dat de studies op basis van economische fundamenteën een terechte koersdepreciatie van de dollar ten opzichte van de euro hebben voorzien. Het verwachte evenwichtsniveau van de dollarkoers bevindt zich volgens deze studies tussen een bandbreedte van 0,83 – 1,45 dollar per euro. Kortom, de foutmarge is groot en derhalve is het verstandig om uiterst voorzichtig te zijn met concrete prognoses.



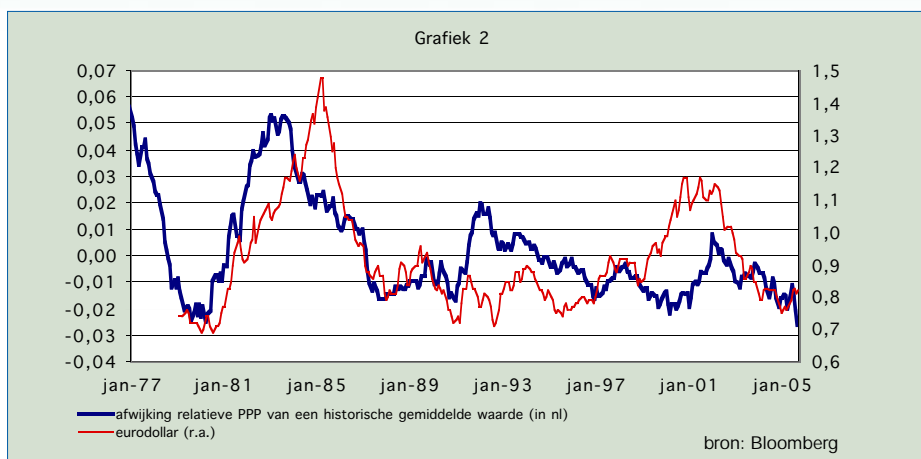
### *Alternatieve benadering*

Doordat het voorspellen van wisselkoersen door een grote onzekerheid is omgeven moet naar een alternatieve benadering worden gezocht. In deze paragraaf wordt dit toegelicht.

### *De relatieve koopkrachtpariteit*

In de volgende grafiek wordt het verloop van de eurodollar weergegeven ten opzichte van een historische afwijking van de relatieve koopkracht tussen het eurogebied en de Verenigde Staten <sup>2)</sup>. Opvallend is dat met name gedurende de periode 1980 – 1992, de wisselkoers duidelijke samenhang vertoont met de historische afwijking van de relatieve koopkracht. Vanaf 1993 is deze samenhang veel minder sterk. Tevens is opvallend dat het inflatieverschil tussen de eurozone en de Verenigde Staten vanaf begin jaren negentig vrijwel de gehele periode negatief is geweest. Dit zou volgens de theorie positief moeten zijn voor de euro en negatief voor de dollar. Echter, vanaf medio jaren negentig tot begin 2002 is de dollar tegenover de euro geapprecieerd.

De onderstaande tabel geeft het verband aan tussen de eurodollar en het inflatieverschil tussen de eurozone en de Verenigde Staten. Nogmaals blijkt dat vanaf 1993 de relatie tussen het inflatieverschil en de valuta nihil is. Mogelijke



factoren hiervoor zijn de structurele verandering in het monetair beleid en in het begrotingsbeleid van landen. Meer begrotingsdiscipline en een effectiever monetair beleid hebben bijgedragen aan een lager inflatoir klimaat in zowel Europa als de Verenigde Staten. Dit kan zijn samengegaan met een afnemende invloed van inflatieverschillen tussen landen op valutakoersbewegingen. Tevens is het verschil in productiviteitsgroei tussen de Verenigde Staten en het eurogebied, een factor die de eurodollarkoers waarschijnlijk sterk heeft beïnvloed. Echter, het verband tussen inflatie en wisselkoersen kan tijdelijk zijn verstoord. Dit blijkt wel uit de significante relatie tussen de eurodollar en de historische afwijking van de koopkrachtpariteit gedurende 2002 – 2004 <sup>3)</sup>. Het is interessant om deze ontwikkeling te monitoren.

tabel 1 Correlaties (t-significante waarde)

	eurodollar en historische afwijking PPP		eurodollar en PPP	
1980 - 2005	0,52	(10,6)	0,29	(5,2)
1980 - 1992	0,69	(7,8)	0,43	(5,9)
1993 - 2005	-0,08	(-0,9)	-0,07	(-0,8)
2002 - 2004	0,81	(8,0)	0,30	(1,8)

### Risico's voor de dollar

De neerwaartse risicofactoren voor de dollar zijn zichtbaar aanwezig in de vorm van de structurele tekorten van de lopende rekening van de Amerikaanse betalingsbalans en van de begrotingsbalans. Dit is gepaard gegaan met een structureel verslechterde netto investeringspositie van de Verenigde Staten <sup>4)</sup>. Vaak wordt in de economische literatuur verondersteld dat een tekort op de lopende rekening houdbaar is indien dit gepaard gaat met een gunstig investeringsklimaat. Met andere woorden: buitenlandse investeerders zullen blijvende interesse tonen in de Amerikaanse economie, zolang het economisch interessant is om in de Verenigde Staten te investeren.

Een aantal factoren kunnen het sentiment voor dollarbeleggingen doen omslaan. Wellicht de belangrijkste is de financiële kwetsbaarheid van Amerikaanse huishoudens. De spaarquote is recent afgevlakt naar een historisch laag niveau. In combinatie met een minder gunstige Amerikaanse huizenmarkt, kan dit op termijn de welvaartspositie van huishoudens ondermijnen.

Tenslotte kan een gunstig investeringsklimaat in Azië leiden tot een verschuiving van kapitaalstroom van de Verenigde Staten naar de regio Azië. Aangezien het Amerikaanse tekort met name door Aziatische investeerders wordt gefinancierd, vormt dit een significant risico. Een toenemende bezorgdheid omtrent de netto investeringspositie van de Verenigde Staten leidt dan tot een verhoogde risicopremie voor dollarbeleggingen.

## Afdekken van valutarisico

### *Een optimale hedge*

Een optimale hedgeratio voor het afdekken van valutarisico is niet eenvoudig te bepalen. Volgens economische studies is dit afhankelijk van een groot aantal factoren, die in deze paragraaf worden toegelicht.

### *Risico-aversie*

Als belegger is het belangrijk om te bepalen in welke mate u risico wilt lopen door open valutaposities in te nemen. Als u het verwachte rendement op uw portefeuille niet sterk wilt laten afhangen van valutakoersbewegingen, is het afdekken van valutarisico raadzaam. De beweeglijkheid van uw portefeuillerendement wordt dan minder sterk bepaald door wisselkoersvolatiliteit.

### *De theorie van 'regret'*

Afhankelijk van het type investeerder kan de optimale valutahedge ook samenhangen met het verwachte verlies van een hedge. In het vakgebied behavioral finance wordt op basis van de theorie van 'regret' een optimale hedgeratio berekend. In dit geval is risico minimaliserend gedrag gerelateerd aan de spijt die een resultante is van een niet-optimale valutahedge. Dit klinkt ingewikkeld, maar in de praktijk komt dit neer op een valutahedge van minimaal 50% en maximaal 100%. Indien u als belegger meer waarde hecht aan het mogelijke verlies dat resulteert uit een niet-optimale valutahedge, dan is een dekkingsgraad van 50% opportuun. Naarmate u minder waarde hecht aan dit verwachte verlies gaat dit samen met een toenemende hedgeratio.

### *Portefeuilletheorie*

In de moderne portefeuilletheorie wordt vaak gebruik gemaakt van het mean-variance (MV) paradigma <sup>5)</sup>. Volgens dit model wordt de weging van de diverse asset categorieën en valutaposities bepaald aan de hand van de onderlinge correlaties en de inruil tussen het verwachte rendement en het verwachte risico. Het rendement op de ingenomen valutaposities wordt derhalve beschouwd als een aparte asset categorie.

De gevoeligheid van het portefeuillerendement en valutakoersbewegingen wordt weergegeven door de bèta van een valuta. Een bèta van bijvoorbeeld 0,1 impliceert dat het portefeuillerendement met 10 basispunten toeneemt voor een 1% stijging van een valutakoers. Op basis van de risico-aversie van een belegger en de bèta van een valuta kan een optimale hedge ratio worden berekend.

tabel 2

	bbp VS	bbp Neth	S&P	\$	bèta \$
1984 - 2004	3,3%	2,6%	6,8%	-3,0%	-0,01
1984 - 1990	3,9%	3,2%	6,3%	-8,5%	-0,31
1991 - 1999	3,2%	2,8%	15,4%	2,5%	0,21
2000 - 2004	2,6%	1,2%	-6,3%	-5,8%	-0,18

Rendementen en economische groei zijn gemiddelden per jaar en inflatiegecorrigeerd

De bèta van een valuta is sterk afhankelijk van het tijdsbestek waarover deze factor is berekend. In tabel 2 wordt voor een Nederlandse belegger de bèta van de dollar weergegeven voor diverse periodes. Hieruit blijkt dat gedurende 1984 – 1990 de bèta van de dollar negatief is. Gedurende deze periode was het rendement op de S&P 500 index (inflatie gecorrigeerd) gemiddeld per jaar 6,3%. Het rendement op de dollar ten opzichte van de Nederlandse gulden is reël –8,5% per jaar. Gedurende deze periode liet de Amerikaanse dollar een forse depreciatie zien als gevolg van de grote tekorten op de lopende rekening op de betalingsbalans en de begrotingsbalans. Opvallend is dat deze periode ook gepaard ging met een forse Amerikaanse economische groei.

De periode 1991 – 1999 laat een geheel ander beeld zien. In deze periode is er sprake van een matige positieve relatie tussen het rendement op Amerikaanse aandelen en het rendement op de dollar.

Vanaf 2000 is de bèta van de dollar –0,2. Het rendement op

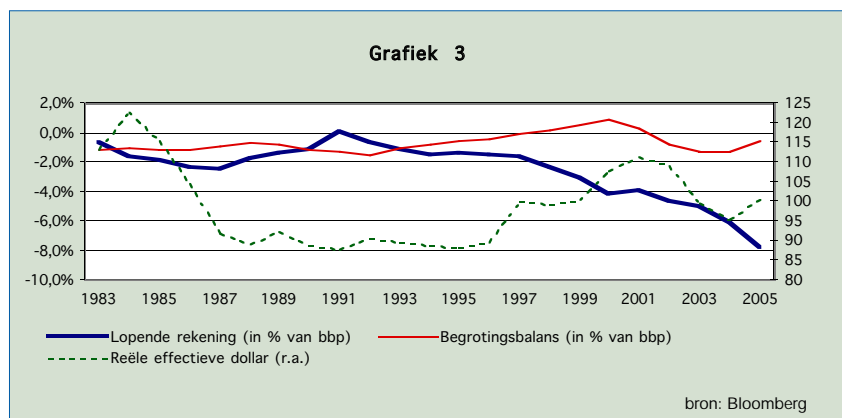
Amerikaanse aandelen is gemiddeld per jaar –6,3%, terwijl de dollar gemiddeld met 5,8% per jaar deprecieert tegenover de euro. Dit pleit dus voor een dollarhedge.

Een andere factor voor een optimale hedge is de samenstelling van uw portefeuille. Zo is de optimale hedge ratio lager naarmate u meer belegt in binnenlandse financiële activa. Anderzijds hangt het afdekken van valuta ook af van de procentuele verdeling tussen de beleggingscategorieën aandelen en obligaties <sup>6)</sup>.

### Aanbeveling

Afhankelijk van uw risico-aversie zal een optimale valutahedge moeten worden bepaald. Het Financieel Economisch Bureau van KAS BANK zal invulling geven in met name de fundamentele verwachting voor de dollarkoers.

Zoals in dit artikel is besproken kan alleen voor de langetermijn met enige zekerheid de richting van een wisselkoers worden aangegeven. Volgens het Financieel Economisch Bureau van KAS BANK zijn de risico's voor een depreciatie van de dollar in het huidige economische klimaat significant aanwezig. Het structureel hoge tekort op de Amerikaanse lopende rekening van de betalingsbalans is



het grootste risico. Dit wordt versterkt door het toenemende tekort met China. Op termijn zal de Chinese valuta meer flexibiliteit vertonen. Gepaard met een verdergaand convergentieproces van de Chinese economie zal dit leiden tot een reële (en nominale) appreciatie van de Chinese munt ten opzichte van de dollar.

Aangezien het belang van China in de handelsgewogen dollarkoers sterk is gestegen (en wellicht in de toekomst nog verder kan stijgen) zal dit de reële effectieve dollar ondermijnen. Het is niet onwaarschijnlijk dat gezien de hoge correlatie tussen de reële handelsgewogen dollarkoers en de reële eurodollar, ook de euro dan ten opzichte van de dollar verder zal appreciëren. Dit is een sterke motivatie om voorlopig het dollarrisico af te dekken.

*1 De reële effectieve wisselkoers is een handelsgewogen wisselkoers gecorrigeerd voor inflatieverschillen tussen landen.*

*2 Modelmatig wordt een wisselkoers als volgt weergegeven:  $S(t) = P(t)/P^*(t)$ , waarbij \* duidt op het buitenland. De relatieve koopkrachtpariteit impliceert dat  $\Delta s = \Delta p - \Delta p^*$  (in natuurlijke logaritmen).*

*3 Andere determinanten, zoals een toenemende bezorgdheid omtrent de structurele tekorten van de Amerikaanse economie, kunnen ook de koersdepreciatie van de euro hebben verklaard.*

*4 Voor een uitgebreide analyse van deze ontwikkeling wordt verwezen naar het Beleggersbulletin van December 2004.*

*5 Het MV-model gaat uit van normaal verdeelde rendementen. De optimale portefeuille, gegeven de nutsfunctie van een belegger, wordt bepaald aan de hand van het minimum verwachte risico voor een verwacht rendement.*

*6 Uit een studie van Goldman Sachs blijkt dat beleggingen in internationale obligaties buitengewoon gevoelig zijn voor valutakoersvolatiliteit. De studie beveelt een 100% hedge aan voor een portefeuille waarin alleen internationale obligaties zijn opgenomen. Een studie van Lehman Brothers duidt indirect op hetzelfde resultaat. Hierin wordt aangegeven dat een valutahedge effectiever is voor obligatieportefeuilles dan voor aandelenportefeuilles.*

**Colofon**

Het Investor Relations Bulletin is een periodieke uitgave van KAS BANK bestemd voor aandeelhouders en belangstellenden.

Voor meer informatie over Investor Relations kunt u contact opnemen met:

de heer mr. Michiel G.F.M.V. Janssen, Investor Relations.

*telefoon* 020 557 5230

*fax* 020 557 6402

*e-mail* info@kasbank.com

of bezoek de website [www.kasbank.com](http://www.kasbank.com)

**Redactie**

KAS BANK N.V.

Afdeling PR & Communicatie

Mw drs. Christina M.A.C. van Rooij

Postbus 24001

1000 DB Amsterdam

*telefoon* 020 557 5198

*fax* 020 557 6065