

DUCATUS

JAARVERSLAG 2008



KEMPEN CAPITAL MANAGEMENT



■ **DUCATUS N.V.**

(closed-end beleggingsmaatschappij)

Raad van Commissarissen

F.H.J. Boons (voorzitter)

Mr. J. Boven

Mr. H.H. Idzerda

Directie

Kempen Capital Management N.V.

Drs. P.A.M. Gerla

Drs. H.Th. Luttenberg RBA

Drs. F.G.A. Mahieu RBA

Depotbank, betaalkantoor en liquiditeitsverschaffer

Kempen & Co N.V. en/of

Kempen Custody Services N.V.

Beethovenstraat 300

1077 WZ Amsterdam

Accountant

Deloitte Accountants B.V.

Orlyplein 50

1043 DP Amsterdam

Bezoekadres

Beethovenstraat 300

1077 WZ Amsterdam

Postadres

Postbus 75666

1070 AR Amsterdam

Telefoon

020-348 8910 (Kempen Capital Management N.V.)

020-348 8000 (Kempen & Co N.V.)

Telefax

020-348 8750

Website

www.kempen.nl; www.kcm.nl

Email

info@kempen.nl

Datum van oprichting

20 december 1994

Inschrijvingsnummer KvK Amsterdam

16076411



Profiel	4
Gegevens Raad van Commissarissen	5
Kerncijfers	6
Preadvies van de Raad van Commissarissen	7
Directieverslag	8
Resultaat	8
Macro-economische omgeving	8
Ontwikkelingen op de kapitaalmarkt	9
Beleggingsbeleid	10
Vooruitzichten	11
Risicoprofiel	12
Overige informatie	13
Jaarrekening	15
Balans	15
Winst- en verliesrekening	16
Kasstroomoverzicht	17
Toelichting op de balans, de winst- en verliesrekening en het kasstroomoverzicht	18
Beleggingen	24
Overige gegevens	25
Aanvullende informatie met betrekking tot het Fonds	25
Accountantsverklaring	26



PROFIEL

Soort belegging

Ducatus N.V. (Ducatus) is een beleggingsinstelling die belegt in preferente aandelen van Nederlandse beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen, bij voorkeur in 5%-belangen om gebruik te kunnen maken van de fiscale deelnemingsvrijstelling. Toepassing van de deelnemingsvrijstelling stelt het fonds in staat dividenden en eventuele winst bij verkoop van ondernemingen waarin belegd wordt vrij van vennootschapsbelasting te ontvangen. Op preferente aandelen wordt een van tevoren vastgesteld dividend uitgekeerd, hierdoor is het rendement en het risicoprofiel sterk gerelateerd aan de kapitaalmarktrente en de hoogte van risico-opslagen voor bedrijfsobligaties.

Doelstelling

Ducatus heeft als doelstelling een zo hoog mogelijk rendement na belastingen voor aandeelhouders te behalen met tegelijkertijd een adequate bewaking en beperking van risico's.

Juridische en fiscale aspecten

Ducatus is een closed-end beleggingsinstelling. Het fonds is onderworpen aan de Wet op de vennootschapsbelasting 1969. Over de fiscale winst wordt tot 25,5% vennootschapsbelasting geheven. Vanwege de deelnemingsvrijstelling is echter per saldo geen of nagenoeg geen vennootschapsbelasting verschuldigd. Het fonds streeft ernaar om de inkomsten na aftrek van kosten jaarlijks als dividend uit te keren. Dividenden uitgekeerd door het fonds zijn onderworpen aan dividendbelasting. Op grond van deze belasting zal het fonds ter zake van de aan de aandeelhouders uit te keren dividenden 15% dividendbelasting inhouden. Onder het huidige belastingstelsel is deze ingehouden dividendbelasting voor de Nederlandse particuliere belegger volledig te verrekenen en is over het ontvangen dividend geen inkomstenbelasting verschuldigd. Daarentegen worden de inkomsten uit beleggingen fictief gesteld op 4% van de waarde van het gemiddeld belegd vermogen in het fonds. Het fictieve rendement wordt belast in box III tegen een tarief van 30%. De waarde van het fonds is voor particuliere beleggers derhalve onderhevig aan een jaarlijkse vermogensrendementsheffing van 1,2%. Indien de Nederlandse particuliere belegger via een belastingplichtige vennootschap belegt en een ten minste 5%-belang direct of indirect (via een houdstermaatschappij) houdt in Ducatus, dan kan de belegger de dividenden en koerswinsten binnen deze vennootschap belastingvrij verkrijgen.

Verhandelbaarheid

Ducatus is een aan Euronext Amsterdam genoteerd beleggingsfonds. Door het closed-end karakter van het fonds bestaat niet de plicht om op verzoek van de

aandeelhouders aandelen al dan niet ter tijdelijke belegging in te kopen, dan wel te verkopen. Als gevolg hiervan zijn vraag/aanbod-verhoudingen met betrekking tot de aandelen van het fonds van invloed op een eventueel agio/disagio van de beurskoers ten opzichte van de intrinsieke waarde. De beurskoers kan van tijd tot tijd significant afwijken van de intrinsieke waarde van een aandeel van het fonds. Kempen & Co N.V. treedt op als liquiditeitsverschaffer voor de handel in de aandelen van het fonds.

Prospectus

Het prospectus is kosteloos verkrijgbaar ten kantore van Kempen Capital Management N.V. (KCM) en op www.kempen.nl.

KCM is Beheerder van Ducatus. KCM is in die hoedanigheid in het bezit van een vergunning op basis van de Wet op het financieel toezicht (Wft) en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam (AFM). Ducatus is opgenomen in het register als bedoeld in artikel 1:107 Wft.



F.H.J. Boons, voorzitter (1940)

De heer Boons is voorzitter van de Raad van Commissarissen van Ducatus sinds 2002. Hij is toezichthouder bij verscheidene familievennootschappen.

Mr. J. Boven (1957)

De heer Boven is lid van de Raad van Commissarissen van Ducatus sinds 2001. Hij was tot 1 februari 2009 lid van de hoofddirectie van Reaal Verzekeringen en is thans bestuursadviseur bij de SNS Reaal Groep.

Mr. H.H. Idzerda (1946)

De heer Idzerda is lid van de Raad van Commissarissen van Ducatus sinds 2006. Hij was tot 1 oktober 2008 lid van de Raad van Bestuur van F. van Lanschot Bankiers.



KERNCIJFERS

	2008	2007	2006	2005	2004
Beurskoers per aandeel (ultimo) (€)	25,00	32,00	36,70	38,50	57,75
Eigen vermogen (vóór winstbestemming, ultimo) (x € 1.000)	143.873	213.385	226.299	236.524	346.152
Aantal uitstaande aandelen (ultimo)	5.579.204	5.588.538	5.591.820	5.591.820	5.591.820
Intrinsieke waarde per aandeel (vóór winstbestemming, ultimo) (€)	25,79	38,18	40,47	42,30	61,90
Dividend per aandeel over het boekjaar (€)	2,00 ¹	2,00	2,20	3,32	22,18 ²
Som der bedrijfsopbrengsten (x € 1.000)	(57.089)	874	10.786	16.205	35.392
Som der bedrijfslasten (x € 1.000)	1.519	1.500	1.654	1.806	1.824
Resultaat voor belastingen (x € 1.000)	(58.608)	(626)	9.132	14.399	33.568
Belastingen (x € 1.000)	560	119	(793)	-	-
Resultaat na belastingen (x € 1.000)	(58.048)	(507)	8.339	14.399	33.568

<i>Beleggingsresultaat per aandeel</i>	2008	2007	2006	2005	2004
	€	€	€	€	€
Inkomsten	2,70	2,28	2,62	3,15	4,08
Waardeveranderingen	(12,93)	(2,12)	(0,68)	(0,25)	2,27
Bruto beleggingsresultaat	(10,23)	0,16	1,94	2,90	6,35
Kosten ³	0,17	0,25	0,45	0,32	0,33
Netto beleggingsresultaat	(10,40)	(0,09)	1,49	2,58	6,02

¹ Dit betreft het dividendvoorstel.

² Waarin begrepen € 17,50 interim-dividend ten laste van het agio en € 4,68 slotdividend ten laste van het onverdeeld resultaat. Van het slotdividend is € 3,16 te beschouwen als regulier dividend.

³ Hierin is voor 2006 t/m 2008 tevens inbegrepen de ten laste en ten gunste van het resultaat gebrachte (acute en latente) vennootschapsbelasting.



Hierbij bieden wij u de jaarrekening van Ducatus over het boekjaar 2008 aan, alsmede het Directieverslag. In het Directieverslag worden de algemene ontwikkelingen met betrekking tot het fonds besproken, evenals de behaalde resultaten, de marktontwikkelingen, het beleggingsbeleid, de vooruitzichten voor het jaar 2009 en is onder meer een paragraaf over het risicoprofiel opgenomen. Op basis van het aantal uitstaande aandelen ultimo boekjaar wordt voorgesteld aan aandeelhouders een dividend van € 2,00 per gewoon aandeel in contanten ter beschikking te stellen. Wij kunnen ons verenigen met dit voorstel van de Directie.

De door de Directie opgemaakte jaarrekening 2008 is gecontroleerd door Deloitte Accountants B.V. De accountant heeft een goedkeurende verklaring afgegeven bij de jaarrekening, die op pagina 26 van dit verslag is opgenomen. Na bespreking van de jaarrekening en kennisneming van de verklaring van de accountant bevelen wij u aan deze jaarrekening zoals gepresenteerd vast te stellen.

In het boekjaar vergaderde de Raad diverse malen met de Directie. Naast de algemene gang van zaken bij het fonds is in het bijzonder gesproken over de voorgenomen beëindiging van de beursnotering (*de-listing*) van Ducatus als ook de mogelijke samenvoeging van Ducatus met Beleggingsfonds 'De Zonnewijser'.

Voorts zijn aan de orde geweest het gevoerde beleggingsbeleid, de performance, de marktconformiteit van tarieven en transparantie van kosten, de verslaglegging, de (administratieve) organisatie en de ontwikkelingen in wet- en regelgeving. Daarnaast is kennis genomen van het SAS70 rapport en waren de managementletter van de externe accountant en het toezicht van de AFM onderwerp van aandacht.

Tenslotte brengen wij dank uit aan de Directie en de medewerkers van KCM voor de professionele wijze waarop zij ook het afgelopen boekjaar hun taken hebben uitgevoerd.

Amsterdam, 21 april 2009

Raad van Commissarissen

F.H.J. Boons, voorzitter

Mr. J. Boven

Mr. H.H. Idzerda



DIRECTIEVERSLAG

Hierbij brengen wij verslag uit over het boekjaar 2008 van Ducatus, dat de periode omvat van 1 januari 2008 tot en met 31 december 2008. In dit Directieverslag komen eerst de resultaten van het fonds aan bod waarna de macro-economische omgeving, de marktontwikkelingen en het beleggingsbeleid uitgebreid worden toegelicht. Na een beknopt vooruitzicht voor het jaar 2009 volgt informatie over het risicoprofiel en andere relevante onderwerpen.

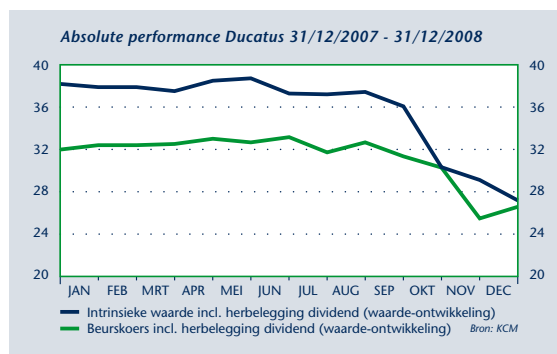
■ RESULTAAT

	31-12-2008	31-12-2007
Beurskoers	€ 25,00	€ 32,00
Intrinsieke waarde	€ 25,79	€ 38,18
(vóór winstbestemming)		
Eigen vermogen	€ 143,9 miljoen	€ 213,4 miljoen
Aantal uitstaande aandelen	5.579.204	5.588.538
Uitgekeerd dividend	€ 2,00	€ 2,20
per aandeel	(mei 2008)	(juni 2007)

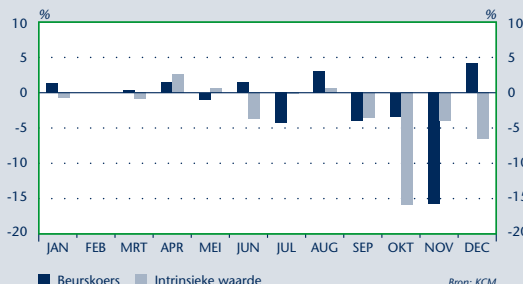
Rekening houdend met het in de verslagperiode uitgekeerde dividend, bedroeg het rendement van Ducatus op basis van de intrinsieke waarde -28,8%, waarbij rekening is gehouden met de intrinsieke waarde ultimo van de maand waarin het dividend is uitgekeerd (mei 2008). Op basis van de beurskoers bedroeg het rendement -17,0%. Dit is berekend met inachtneming van de beurskoers op het moment van dividenduitkering.

Dividendvoorstel

Op basis van het aantal uitstaande aandelen per 31 december 2008 wordt voorgesteld een contant dividend van € 2,00 per gewoon aandeel (2007: € 2,00) ter beschikking te stellen.



Maandelijkse performance beurskoers Ducatus vs intrinsieke waarde (o.b.v. herbelegging dividend) 01/01/2008 - 31/12/2008



■ MACRO-ECONOMISCHE OMGEVING

Het afgelopen jaar stonden zowel de ontwikkelingen op de financiële markten als in de reële economie in het teken van de kredietcrisis. Het leeglopen van de zeepbel, die zich had gevormd in de Amerikaanse huizenprijzen, heeft verstrekende gevolgen gehad voor zowel het financiële landschap als de man in de straat. Met betrekking tot het eerste is pijnlijk duidelijk geworden, dat het tot dusver succesvolle bedrijfsmodel van de grote zakenbanken te veel berustte op risicovolle beleggingen. Het bedrijfsmodel bleek in deze moeilijke tijden dan ook niet levensvatbaar. Daarnaast werd duidelijk dat de Amerikaanse burger niet langer in staat is de economie uit de problemen te consumeren. Sterker nog, de problemen van de bancaire sector gecombineerd met de sterke daling van de huizenprijzen betekenden voor die consument minder eigen vermogen en minder toegang tot krediet. De combinatie van deze twee ontwikkelingen resulteerde het afgelopen jaar in een sterke groeivertraging in de gehele westerse wereld inclusief Japan in de eerste zes maanden, en het begin van een pijnlijke recessie in de tweede helft van het jaar. Tegelijkertijd presteerden de Aziatische economieën nog relatief goed, hoewel de mondiale groeivertraging ook hier duidelijk merkbaar was.

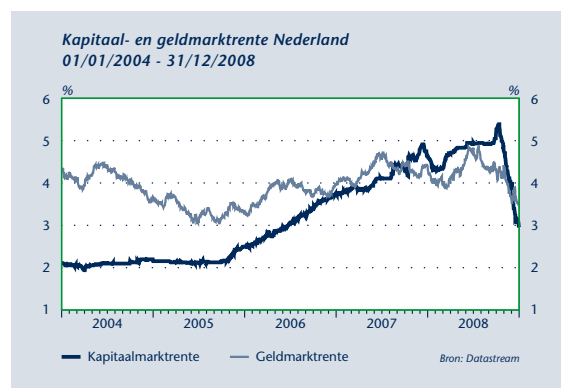
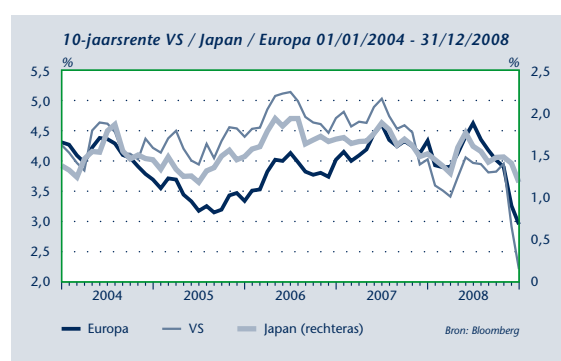
De aandelenbeurzen zijn sinds de start van de kredietcrisis in augustus 2007 in een vrije val terechtgekomen. Het positieve beurs sentiment van de voorafgaande vier jaar, dat de Dow Jones in oktober 2007 nog naar een nieuw hoogtepunt stuwde, sloeg om in regelrechte paniek. Gedurende 2008 verloor de MSCI World in dollars maar liefst 40%.

Met betrekking tot die redding van het financiële systeem zijn er in het afgelopen jaar uitzonderlijke maatregelen genomen door verschillende overheden, toezichthouders en centrale banken. Om het externe en interne vertrouwen in het bancaire systeem te herstellen zijn onder andere overnames gesteund, deposito's en interbancaire leningen gegarandeerd, hele banken genationaliseerd, de rente verlaagd en boekhoudkundige



regels aangepast. Vooralsnog is de markt echter angstig en is van een structureel herstel geen sprake.

De onderliggende economische trend in de belangrijkste economische regio's is door bovenstaande ontwikkelingen sterk beïnvloed. De Amerikaanse, Britse, Europese en Japanse economie koelden allen sterk af en gleden gedurende het jaar weg in recessie. Stijgende werkloosheid, een afnemend consumenten- en producentenvertrouwen en een dalende consumptie waren hiervan het afgelopen jaar de duidelijkste symptomen. De sterke daling van de grondstoffenprijzen sinds de zomer wijst tevens op een forse groei-afkoeling in opkomende markten.



ONTWIKKELINGEN OP DE KAPITAALMARKT

Het jaar 2008 heeft in het teken gestaan van de kredietcrisis. Dit was ook het jaar waarin niet alleen centrale banken, maar ook ministers van Financiën in verschillende landen ingrepen om de crisis het hoofd te bieden. De Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers profiteerde hier echter niet van. Deze 158 jaar oude onafhankelijke bank ontving geen staatssteun en ging in september roemloos ten onder. Achteraf gezien is de vraag gerechtvaardigd of de Amerikaanse autoriteiten dit hadden moeten laten gebeuren. Overheidskapitaal werd hierna wel ingezet om andere financiële instellingen overeind te houden. Elke Europese overheid kwam met een eigen

schema waarin banken kapitaal en garanties op te emitteren leningen konden krijgen. Deze hulp was ook noodzakelijk. Het wantrouwen tegenover de financiële sector steeg vooral in oktober en november naar een hoogtepunt.

Door toedoen van de centrale banken daalden geldmarktresen wereldwijd. De Amerikaanse Fed Fund-rente stond begin 2008 op 4,25%. De forse daling van de aandelenmarkten bracht de Fed, het Amerikaanse stelsel van centrale banken, er in januari toe om een zeer ongebruikelijke stap te zetten in de vorm van een tussentijdse renteverlaging van 0,75%. Deze stap werd al snel gevolgd door een nieuwe verlaging met 0,50%. In de loop van het jaar volgden verdere stappen, die de Fed Funds-rate uiteindelijk tot bijna 0% brachten.

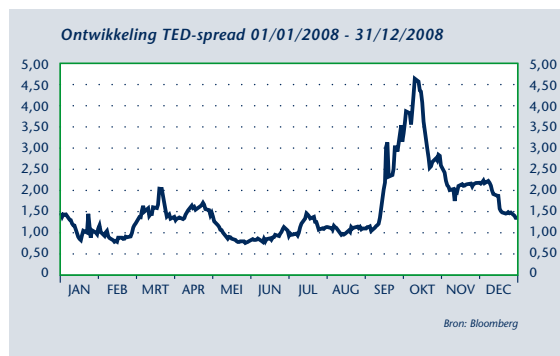
De Europese Centrale Bank (ECB) volgde aanvankelijk een ander pad. De ECB maakt een andere afweging omdat zij zich richt op inflatiebestrijding en - in tegenstelling tot de Fed - niet mede op economische groei. De rente werd in juli zelfs van 4,0% naar 4,25% verhoogd. Toen de crisis in volle hevigheid was losgebarsten, vond een omslag in het denken plaats. De ECB nam in september deel aan de gecoördineerde renteverlaging door centrale banken wereldwijd. De inflatie was dankzij dalende grondstoffenprijzen inmiddels afgenomen en dit bood de ECB en andere centrale banken hier ruimte toe. De herfinancieringsrente werd in verschillende stappen verder verlaagd tot een niveau van 2,5% eind 2008. De interbancaire tarieven bleven echter lang op een hoog niveau, doordat banken elkaar niet vertrouwden. Vanaf oktober daalden zij echter snel, nadat overheden garanties op deposito's hadden afgegeven. Per saldo daalde het Euribor-tarief van 4,6% in januari naar 2,9% eind 2008.

In 2008 openbaarde zich het fenomeen van de falende controle. Dit was aan het begin van het jaar al aan het licht gekomen toen een enkele handelaar bij de Franse bank Société Générale voor een miljardenverlies had gezorgd. Eind 2008 was dit thema nog steeds actueel toen oud Nasdaq-topman Bernard Madoff een soort piramidespel bleek te hebben gespeeld waarbij US\$ 50 miljard verloren lijkt te zijn gaan. Omdat een deel van de beleggers met geleend geld in dit juist zo stabiel ogende fonds hadden belegd, werden ook financiers de dupe van deze fraude.

De onzekerheid in de financiële sector zorgde voor een vlucht naar staatsobligaties van hoge kwaliteit. Voor bedrijfsobligaties is 2008 desastreus geweest. Vaak staan de koersen van bankobligaties minder onder druk dan die van andere bedrijfsleningen. In deze crisis was het tegenovergestelde het geval, door het wantrouwen in



de financiële instellingen. Dit wordt geïllustreerd door oplopende spreads op leningen van banken op de internationale kapitaalmarkten en een oplopende TED-spread (Treasury Euro Dollar). Deze laatste geeft het verschil weer tussen de driemaandsrente op Amerikaans staatspapier en de eurodollarrente die betaald wordt op termijndeposito's buiten de Verenigde Staten (zie onderstaande grafiek).



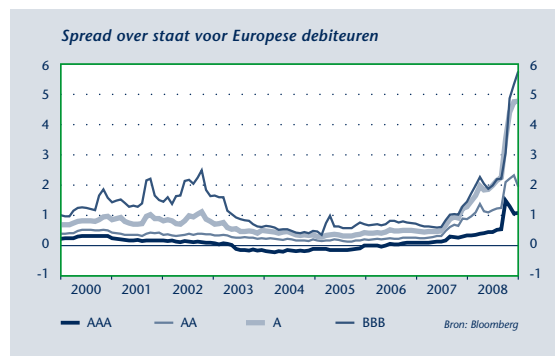
■ BELEGINGSBELEID

De vijf grootste beleggingen per 31 december 2008

7,15% Eureko Tussenholding B.V.	20,9%
5,98% De Goudse N.V.	17,4%
4,50% Océ N.V.	15,3%
7,06% Draka Holding N.V.	13,9%
6,55% Pon Holdings B.V.	12,1%

Zoals bij bijna alle beleggingsvormen werd ook de intrinsieke waarde van het aandeel Ducatus beïnvloed door de kredietcrisis. Zoals bekend mag worden verondersteld, wordt de koers van niet-beursgenoteerde preferente aandelen binnen het fonds bepaald op basis van de senior rating van het bedrijf. Vervolgens wordt afhankelijk van die rating deze 3 tot 4 notches (treden) verlaagd omdat preferente aandelen bij een mogelijk faillissement achter allerlei vormen van vreemd vermogen komen. Van deze rating wordt op basis van kapitaalmarktgemiddelden het verschil in effectief rendement ten opzichte van staatsleningen bepaald. Dit getal wordt vervolgens opgeteld bij het rendement van een staatslening met een gelijke looptijd als die van het preferente aandeel (tot de eerstvolgende renteherziening of, indien die nabij is, tot de daarop volgende datum van renteherziening).

In 2008 steeg het verschil in effectief rendement tussen staatsleningen en niet-staatsleningen naar een niveau dat in de laatste tien jaar niet gezien is, zoals blijkt uit onderstaande grafiek.



In het bijzonder het verschil van zogenaamde non-investment grade beleggingen (beleggingen met een BB- en B-rating) ten opzichte van risicovrije staatsleningen steeg in de tweede helft van het jaar tot ongekende hoogte. Hierbij dient vermeld te worden dat het gemiddelde hoog is, maar dit is het gevolg van enige uitschieters. De gemiddelde spread is, zoals vastgelegd in de waarderingmethodiek, het percentage waartegen de cashflow van de preferente aandelen contant wordt gemaakt. De koers van een preferent aandeel dat een dividend heeft van 4,375% en nog een resterende looptijd van 5 jaar, is contant gemaakt tegen 4,375% natuurlijk pari. Gebeurt dat echter tegen 19%, dat het gemiddelde van obligaties met een BB-rating was ultimo 2008, dan is de koers 55,25. Wordt diezelfde cashflow echter contant gemaakt tegen het percentage dat bij een B-rating hoort (eind 2008 24,0%), dan is de koers slechts 46,10. Dit zijn enorme bewegingen die we in het recente verleden niet meer gezien hebben en die verantwoordelijk zijn voor de daling van de intrinsieke waarde van het aandeel Ducatus. Het biedt echter ook perspectief voor de toekomst.

BELEGGINGEN

De koersbeweging als gevolg van de gebeurtenissen op de rentemarkt was beduidend groter dan de reactie op het nieuws over de ondernemingen in de portefeuille. Dit kwam deels doordat pas in het laatste kwartaal de Nederlandse economie te maken kreeg met de gevolgen van de kredietcrisis in de reële economie en deze hoogstwaarschijnlijk pas in het eerste kwartaal echt pijn gaan doen. De eerste bedrijfstak die de gevolgen van de crisis ondervond was het bank- en verzekeringswezen. Van de elf ondernemingen waarin Ducatus begin 2008 belegde, vormden de financiële instellingen een belangrijke categorie. De ING Groep kocht begin juli haar preferente aandelen in en trok deze vervolgens in, zoals zij in het eerste halfjaar had aangekondigd. De reddingsoperaties uitgevoerd door de Nederlandse staat hadden derhalve geen invloed op de portefeuille van Ducatus.

Verzekeringsmaatschappij Eureko moest haar belang in de verzekeraar BCP herwaarderen, hetgeen € 500 miljoen



aan resultaat kostte. Daarnaast moest Eureko € 100 miljoen verlies nemen door het faillissement van Lehman Brothers. Waar de directie in eerste instantie aangaf dat verdere verliezen als gevolg van koersdalingen door een putconstructie niet tot verdere verliezen kon leiden, werd later gemeld dat meer impairmentverliezen te voorzien waren. De grootaandeelhouders Vereniging Achmea (54%) en de Rabobank (39%) hebben in de eerste week van 2009 het kapitaal van de groep versterkt met € 1 miljard, waardoor de kapitaalsbasis sterk genoemd mag worden.

De derde financiële instelling in de portefeuille, De Goudse, is in haar beleggingsstrategie sterker op Nederland gericht dan de ING Groep en Eureko. De onderneming heeft een regeling getroffen voor de zogenaamde woekerpolisaffaire, zodat dit geen schaduw meer over de toekomst legt.

De laatste financiële instelling binnen de portefeuille, Van der Moolen, leek juist te kunnen profiteren van de financiële crisis. Het verbod op het short gaan, gold in mindere mate voor deze beursprofessionals en dat moest het resultaat helpen in het vierde kwartaal. Dat bleek echter niet voldoende om een verlies te voorkomen. Met name de stijgende vergoeding voor vreemd vermogen deed het bedrijf in de rode cijfers komen. Terwijl ook het stilvallen van de handel na het uitbreken van de kredietcrisis een oorzaak was van het tegenvallende resultaat. Belangrijkste tegenvaller was echter de voorziening van €40 miljoen die men uit hoofde van een belastingclaim moest nemen. Het met veel bombarie aangekondigde 'online trading platform voor particulieren', werd zes maanden na introductie weer gesloten omdat de klandizie tegenviel. Ook de voor de tweede helft van het jaar aangekondigde overname van de resterende aandelen van GSFS, dividendstripping strategieën werd gestopt. Reden voldoende om 2009 als een uitdagend jaar te zien.

Bouwbedrijf Heijmans ondervindt tegenwind en streeft ernaar onder leiding van een nieuwe bestuursvoorzitter de resultaten die reeds enige tijd tegen vallen om te buigen. De vraag naar woningen is stilgevallen, terwijl afnemers sterker dan in het verleden houden aan contracten en afspraken, hetgeen niet in het voordeel van Heijmans is. De onderneming is met de vakbonden een sanering overeengekomen en is in overleg over de verkoop van bedrijfsonderdelen. Printerfabrikant Océ is voor een groot deel van haar afzet afhankelijk van de situatie in de VS. Hoewel er in het eerste kwartaal sprake was van een goede groei, was in het laatste kwartaal de winst met maar liefst 98% gedaald ten opzichte van hetzelfde kwartaal vorig jaar. Het slotdividend werd geschrapt, maar omdat er reeds een interim-dividend is uitgekeerd, raakt dit de preferente aandeelhouders niet. De koersdaling had een negatieve invloed op de waarde van de call-optie in de portefeuille van Ducatus.

De aandelenkoers van kabelproducent Draka daalde fors

maar was in het verleden wellicht te sterk gestegen door de speculatie over de mogelijke verkoop van een deelneming. De onderneming ondervindt dat de consumenten minder spenderen en haar opdrachtgevers derhalve ook hun orders verkleinen. Draka heeft dankzij de deelnemingen nog vele verborgen reserves.

Voedselproducent Nutreco lijdt minder onder de economische teruggang, maar verwacht niettemin mindere resultaten uit de visvoeractiviteiten en ondervindt enige tegenslagen bij het kweken van zalmen in Chili.

Tankopslagbedrijf Vopak verraste ons in zoverre dat zij de resterende preferente aandelen niet inkocht. Tot nu toe kocht de onderneming elke keer wanneer daartoe de mogelijkheid was haar preferente aandelen terug. De bedrijfsresultaten waren in 2008 beter dan verwacht en Vopak profiteerde sterk van de vraag naar opslagcapaciteit.

Importeur van kapitaalgoederen Pon heeft op verzoek van MAN ook de distributie van de vrachtwagens in Frankrijk en België ter hand genomen. Door de sterke vraaguitval in de laatste maanden van het jaar steeg het aantal verkopen niet. Ook de verkoop van auto's bleef per saldo stabiel na een bemoedigende start. De vraag naar (scheeps)motoren kent echter een andere cyclus. Alle producten uit deze categorie zijn voor de komende drie jaar al verkocht. Teneinde Pon gunstig te stemmen, en zodoende eerder in aanmerking te komen voor één van de producten, sluiten klanten bij de aankoop al een servicecontract af. Dit is voor Pon, een organisatie die service aan klanten hoog in het vaandel heeft staan, een prettige en winstgevende bijkomstigheid.

De waarde van Beleggingsfonds 'De Zonnewijzer' kwam onder druk te staan, doordat de waarde van de beleggingen als gevolg van de waarderingsmethode sterk daalde. Het belang in Fortis Bank Nederland Holding bleef intact, maar of er dividend uitgekeerd zal worden over 2008 is onduidelijk. De voorgenomen fusie van Beleggingsfonds 'De Zonnewijzer' met Ducatus is middels een persbericht van 25 augustus 2008 van de baan. Op 9 december 2008 besloot de beheerder KCM in overleg met de Raad van Commissarissen van Ducatus het onderzoek naar de delisting voorlopig stop te zetten met het oog op de huidige turbulentie op de financiële markten.

■ VOORUITZICHTEN

Tegen een achtergrond van verder afnemende inflatie gaan wij ervan uit dat de lange rente zal blijven dalen. In de eerste helft van 2009 kunnen zich echter tegengestelde bewegingen voordoen als gevolg van een zeer groot aanbod van nieuwe staatsleningen. Investment grade credits, bedrijfsleningen met een hoge kredietwaardigheid, lijken ook aantrekkelijker te worden. Dit is zowel op basis van waardering als dankzij een



geleidelijke normalisering van de kapitaalmarkten waarbij sprake is van aanbod aan nieuwe leningen. Zeker is wel dat de overheid een grote en actieve rol zal spelen in het bestrijden van de malaise in de economie en op de financiële markten. De daling van de inflatie geeft centrale bankiers de ruimte om zich te richten op de slechte economie en de rente verder te verlagen. Weliswaar betekent het overheidsingrijpen een hogere staatsschuld, maar de deflatoire effecten van deze crisis zijn vele malen groter. Daarnaast trachten de centrale overheden de bankwereld te stabiliseren en de spreads weer te normaliseren. Dit laatste is niet alleen belangrijk voor de koers van onderliggende beleggingen en dus voor de intrinsieke waarde van Ducatus, maar ook voor het doen van nieuwe beleggingen. De huidige opslagen werken prohibitief op dit gebied.

■ RISICOPROFIEL

Doel van Ducatus is het beleggen van vermogen teneinde haar aandeelhouders in de opbrengst te doen delen en wel op zodanige wijze dat de risico's beperkt zijn. Dit impliceert dat, naast het innemen van rechtstreekse posities in (cumulatief) preferente aandelen, geen gebruik gemaakt wordt van afgeleide instrumenten, zoals opties, valutatermijnaffaires, futures en dergelijke, waardoor deze risico's dientengevolge niet worden beïnvloed. De activiteiten van de Directie kunnen voor Ducatus financiële risico's van verscheidene aard met zich meebrengen. Deze risico's bestaan uit waarderings- en koersrisico, renterisico, kredietrisico, verhandelbaarheidsrisico en valutarisico. De risico's komen voort uit het beheren van beleggingsportefeuilles en zijn afhankelijk van ontwikkelingen op de kapitaal-, effecten-, valuta- en goederenmarkten. Het door de Directie van de vennootschap gevoerde beleid ten aanzien van deze risico's wordt hieronder uiteengezet. Dit wordt gedaan in volgorde van omvang van het risico alsmede de waarschijnlijkheid dat het risico zich manifesteert.

Waarderings- en koersrisico

De beleggingen van Ducatus zijn niet beursgenoteerd. Waardering hiervan geschiedt aan de hand van waarderingsmodellen die toegepast worden op de geprognosticeerde cashflow uit diezelfde beleggingen. De te hanteren disconteringsvoeten zijn onder andere afhankelijk van de beoordeling van de kredietwaardigheid van de ondernemingen waarin Ducatus belegt en de geschatte risico-opslagen die daar op enig moment worden geacht bij te horen. De beoordelingen door de Directie zijn gebaseerd op ontwikkelingen in de markt voor bedrijfsobligaties, transacties in de markt voor preferente aandelen en ervaringsgegevens.

Renterisico

De disconteringsvoeten zijn eveneens afhankelijk van de ontwikkelingen op de rentemarkten. Indien de rente stijgt zal de waardering van de portefeuille in het algemeen dalen en vice versa. Het beleid van Ducatus is er niet op gericht om actief het renterisico te beheersen door op grond van een rentevisie naast de beleggingen aanvullende rente-instrumenten in te zetten. De beleggingen zelf kennen een lage verhandelbaarheid en zijn niet flexibel op hun rentetypische kenmerken.

Kredietrisico

Dit risico wordt ook wel aangeduid als debiteurenrisico. Hoewel ondernemingen verplicht zijn preferent dividend met voorrang te betalen boven gewoon dividend kan het gebeuren dat een onderneming wegens gebrek aan winst en/of vrij uitkeerbare reserves in enig jaar geen dividend betaalt dan wel een gedeeltelijk dividend dan wel dat het verschuldigde dividend met vertraging wordt uitbetaald. Indien de onderneming niet langer in staat is om zijn verplichtingen na te komen, kan waardeverlies op de beleggingen optreden. Enerzijds vindt het risico hierop zijn weerslag in de waardering, anderzijds wordt een zo breed mogelijke spreiding in de portefeuille nagestreefd zowel in aantal beleggingen als over sectoren. In het algemeen zal bij een oplopend kredietrisico de risico-opslag toenemen en zal de waardering afnemen. Dit houdt in dat een belegging indien daartoe aanleiding bestaat volledig kan worden afgewaardeerd.

Verhandelbaarheidsrisico

De beleggingen van Ducatus kennen op een enkele uitzondering na een geringe liquiditeit. Ducatus hanteert een buy and hold-strategie, waarbij een fair value-benadering in de waardering wordt gehanteerd. Dit is ook de reden waarom Ducatus een closed-end beleggingsinstelling is, waardoor de beurskoers van een aandeel Ducatus N.V. mede beïnvloed wordt door vraag/aanbod-verhoudingen met betrekking tot de aandelen Ducatus N.V.

Valutarisico

Omdat Ducatus enkel en alleen in euro's belegt, is geen sprake van enig (direct) valutarisico.

Overige risico's

Het risico op (fiscale) wetswijzigingen is inherent aan alle wetgeving in het algemeen. Onder andere een eventuele wijziging in de regelgeving inzake de deelnemingsvrijstelling zal consequenties hebben voor de waardering. Ook het risico van een algehele crisis op één of meerdere marktsegmenten door politieke, monetaire dan wel andere oorzaken (systeemrisico) is moeilijk in te perken anders dan door de eerder aangegeven spreiding in de beleggingen.



Beheersing van risico's

De Compliance Officer van KCM ziet toe op de naleving van de beleggingsrestricties. Deze beleggingsrestricties zijn een gedetailleerde en concrete uitwerking van de in het prospectus genoemde restricties aan het beleggingsbeleid. In geval van een mogelijke afwijking van deze beleggingsrichtlijnen, bespreekt de Compliance Officer deze met de portfoliomanager. Indien nodig rapporteert de Compliance Officer de afwijking aan de Directie en worden correctieve maatregelen genomen. De Directie bewaakt tevens het voldoen aan wet- en regelgeving, alsmede beursvoorschriften.

OVERIGE INFORMATIE

SAMENVOEGING

Zoals al aangekondigd in het jaarverslag over 2007 is in het verslagjaar een onderzoek gedaan naar de mogelijke samenvoeging van Beleggingsfonds 'De Zonnewijzer' en Ducatus. Zoals weergegeven in het persbericht van 25 augustus 2008 zorgde de turbulentie in de financiële markten er echter voor dat er niet voldoende draagvlak onder de aandeelhouders was voor de samenvoeging. Ook met betrekking tot het andere uitgangspunt in het onderzoek, de beëindiging van de beursnotering, heeft de Directie in overleg met de Raad van Commissarissen besloten het onderzoek stop te zetten.

BELONINGSBELEID DIRECTIE EN RAAD VAN COMMISSARISSSEN

Overeenkomstig de statuten van Ducatus wordt het bezoldigingsbeleid voor de Directie vastgesteld door de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Gedurende het boekjaar is de bezoldiging van de Directie niet gewijzigd. De Algemene Vergadering van Aandeelhouders kan aan één of meerdere commissarissen een bezoldiging toekennen. Ieder lid van de Raad van Commissarissen ontvangt een maximale vergoeding van € 8.500 per jaar (exclusief kostenvergoedingen en toeslagen). Gedurende het boekjaar is de bezoldiging voor commissarissen aangepast en wel in die zin dat de beloning voor de heer J. Boven en de heer H.H. Idzerda ieder afzonderlijk is vastgesteld op € 5.000 per jaar (inclusief eventuele kostenvergoedingen), waarbij de vergoeding betaalbaar gesteld wordt aan de werkgever Reaal Verzekeringen respectievelijk F. van Lanschot Bankiers. Alle vergoedingen zijn in overeenstemming met het prospectus in rekening gebracht en naar de mening van de Directie marktconform.

INTERNE BEHEERSING EN VERGUNNING

De Directie verklaart een beschrijving van de opzet van de administratieve organisatie en het interne beheersingssysteem op schrift te hebben gesteld die overeenkomt met de eisen zoals bedoeld in artikel 121 van het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen (BGfo) en de Wft.

Middels beoordeling van de risico's, waaraan de betrokken afdelingen binnen KCM deelnemen, worden periodiek op stelselmatige wijze de significante risico's geïdentificeerd en beoordeeld. Deze risicobeoordelingen worden gefaciliteerd door de afdeling Risk Management van Kempen & Co N.V., in overleg met de Interne Accountants Dienst en Compliance. Tevens vindt periodiek een beoordeling plaats van de beheersingsmaatregelen die zijn opgesteld om risico's te mitigeren en worden deze, indien nodig, geactualiseerd. Jaarlijks wordt de effectiviteit en efficiëntie van de interne beheersingsmaatregelen met betrekking tot de vermogensbeheeractiviteiten binnen KCM getoetst door middel van een SAS 70 (Statement of Auditing Standard no. 70) audit. Naar aanleiding hiervan wordt een SAS 70 rapport opgesteld, dat voor het kalenderjaar 2008 is voorzien van een goedkeurende accountantsverklaring. Na uitvoering van deze werkzaamheden is niet vastgesteld dat de beschrijving van de opzet van de administratieve organisatie en het interne beheersingssysteem als bedoeld in artikel 121 van het BGfo niet voldoet aan de vereisten zoals opgenomen in de Wft en daaraan gerelateerde regelgeving. Tevens is niet geconstateerd dat de administratieve organisatie en het interne beheersingssysteem gedurende het afgelopen boekjaar niet effectief en niet in overeenstemming met de beschrijving hebben gefunctioneerd. Derhalve verklaart de Directie met een redelijke mate van zekerheid dat de administratieve organisatie en het interne beheersingssysteem gedurende het afgelopen boekjaar effectief en overeenkomstig de beschrijving hebben gefunctioneerd.

Vanaf 3 november 2006 is KCM in het bezit van vergunningen op basis van de Artikelen 2:65 en 2:96 van de Wft en staat als zodanig onder toezicht van de AFM te Amsterdam. KCM is een 100%-dochteronderneming van Kempen & Co N.V. Sinds begin januari 2007 is Kempen & Co N.V. een 100%-dochteronderneming van F. van Lanschot Bankiers N.V.

STEMBELEID

In het boekjaar heeft Ducatus actief deelgenomen aan of actief haar stem uitgebracht op aandeelhouders-



vergaderingen van ondernemingen waarin het een aandeel houdt, op eigen gezag of gezamenlijk met andere fondsen die door de Directie beheerd worden. Voor meer informatie over het stembeleid en voor een selectie van *best practice* definities, verwijzen wij naar de website www.kempen.nl.

Amsterdam, 21 april 2009

Directie
Kempen Capital Management N.V.

■ **BALANS***vóór winstbestemming*

	Referentie	31-12-2008 <i>x € 1.000</i>	31-12-2007 <i>x € 1.000</i>
Activa			
Beleggingen	I		
Aandelen en participaties		111.568	186.018
Vorderingen			
Af te wikkelen effectentransacties		-	2.971
Overige vorderingen en overlopende activa		1.062	697
		1.062	3.668
Liquiditeiten	II		
Bank		31.319	23.792
Totaal activa		143.949	213.478
Passiva			
Eigen vermogen	III		
Geplaatst kapitaal		2.678	2.682
Agio		193.221	193.522
Herwaarderingsreserve		-	3.406
Algemene reserve		6.022	14.282
Onverdeeld resultaat		(58.048)	(507)
		143.873	213.385
Kortlopende schulden			
Overige schulden en overlopende passiva		76	93
Totaal passiva		143.949	213.478



■ WINST- EN VERLIESREKENING

	Referentie	2008 x € 1.000	2007 x € 1.000
Opbrengsten uit beleggingen			
Dividenden		13.998	12.139
Interest op deposito's		-	171
Interest op liquiditeiten		1.095	411
		15.093	12.721
Waardeveranderingen			
Gerealiseerde koersverschillen		151	(366)
Ongerealiseerde koersverschillen		(72.333)	(11.481)
		(72.182)	(11.847)
Som der bedrijfsopbrengsten		(57.089)	874
Kosten	IV	1.519	1.495
Interest op liquiditeiten		-	5
		1.519	1.500
Som der bedrijfslasten		1.519	1.500
Resultaat			
Resultaat voor belastingen		(58.608)	(626)
Belastingen		560	119
		(58.048)	(507)
Resultaat na belastingen		(58.048)	(507)



■ KASSTROOMOVERZICHT

	2008 x € 1.000	2007 x € 1.000
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten		
Resultaat na belastingen	(58.048)	(507)
Aanpassing voor waardeveranderingen	72.182	11.847
Verkopen van beleggingen	2.268	21.090
Mutatie kortlopende deposito's	-	4.600
Mutatie (latente) belastingverplichtingen	-	(679)
Mutatie af te wikkelen effectentransacties	2.971	-
Mutatie overige vorderingen en overlopende activa	(365)	(172)
Mutatie overige schulden en overlopende passiva	(17)	(130)
	18.991	36.049
Kasstroom uit financieringsactiviteiten		
Betaald bij inname eigen aandelen	(305)	(105)
Uitgekeerd dividend	(11.159)	(12.302)
	(11.464)	(12.407)
Toename (afname) liquiditeiten	7.527	23.642
Liquiditeiten begin van het boekjaar	23.792	150
Liquiditeiten eind van het boekjaar	31.319	23.792
	7.527	23.642
Mutatie liquiditeiten	7.527	23.642



■ TOELICHTING OP DE BALANS, DE WINST- EN VERLIESREKENING EN HET KASSTROOMOVERZICHT

ALGEMEEN

Ducatus N.V. (het 'Fonds') is opgericht op 20 december 1994 en is statutair gevestigd in 's-Hertogenbosch. De statuten zijn laatstelijk gewijzigd op 8 januari 2002. Het boekjaar is gelijk aan het kalenderjaar.

Het Fonds is genoteerd op Eurolist by Euronext Amsterdam N.V. en is een closed-end beleggingsmaatschappij die haar vermogen voornamelijk belegt in (certificaten van) preferente aandelen van Nederlandse beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen. Het Fonds is een beleggingsinstelling met een closed-end structuur. Dit houdt in dat het Fonds niet de plicht heeft om op verzoek van de aandeelhouders aandelen van het Fonds al dan niet ter tijdelijke belegging in te kopen, dan wel te verkopen. Het Fonds is onderworpen aan de Wet op de vennootschapsbelasting 1969.

De jaarrekening van het Fonds is opgesteld in overeenstemming met Titel 9, Boek 2 van het Nederlands Burgerlijk Wetboek en met de Wet op het financieel toezicht ('Wft').

GRONDSLAGEN VOOR DE WAARDERING VAN ACTIVA EN PASSIVA

Algemeen

Activa en passiva worden opgenomen tegen nominale waarde, tenzij anders vermeld.

Beleggingen

De beleggingen worden gewaardeerd op reële waarde. De Directie heeft aan het begrip reële waarde de volgende invulling gegeven:

- De participaties in Beleggingsfonds 'De Zonnewijzer' zijn gewaardeerd tegen intrinsieke waarde.
- De overige aandelen worden gewaardeerd tegen de benaderde reële waarde welke waarde is gebaseerd op het effectief rendement van de in looptijd vergelijkbare swap, vermeerderd met de opslag van de ratingcategorie waartoe de aandelen behoren per rapportagedatum. Deze waarderingsmethodiek wordt consistent toegepast. Afwijkingen ten opzichte van de beschreven systematiek zijn, indien van toepassing, toegelicht.

Op de aandelenbeleggingen is de fiscale deelnemingsvrijstelling van toepassing, met uitzondering van Van der Moolen Holding.

Aan- en verkopen van beleggingen kunnen geschieden op een netto basis. In dit geval zijn de transactiekosten (provisie) in de aan- of verkoopkoers verdisconteerd en vormen derhalve een onderdeel van de kostprijs dan wel van de verkoopprijs. Ook indien aan- of verkopen van beleggingen op een bruto basis geschieden, dat wil zeggen dat de aan- of verkoopbedragen van beleggingen worden verhoogd respectievelijk verlaagd met transactiekosten (provisie), worden deze transactiekosten geboekt als een onderdeel van de kostprijs dan wel van de verkoopprijs.

GRONDSLAGEN VOOR DE RESULTAATBEPALING

Algemeen

De baten en lasten worden toegerekend aan het boekjaar waarop zij betrekking hebben.

Dividenden

De contante dividenden worden verantwoord op ex-datum.

Waardeveranderingen

Waardeveranderingen van beleggingen (gerealiseerde en niet-gerealiseerde) worden, eventueel onder aftrek van relevante belastingen, in de winst- en verliesrekening verantwoord. Voor de niet-beursgenoteerde effecten, waarvoor



geen frequente marktnoteringen aanwezig zijn (en welke als zodanig als hierboven gewaardeerd worden), wordt een herwaarderingsreserve gevormd ten laste van de overige reserves ter grootte van de niet-gerealiseerde resultaten ten opzichte van de historische kostprijs van deze beleggingen.

Belastingen

Het Fonds is onderhevig aan het gangbare vennootschapsbelastingtarief en doet voor zijn 5%-deelnemingen een beroep op de deelnemingsvrijstelling. Als zodanig zal het Fonds voor zijn winst aan de belasting zijn ontworpen, met dien verstande dat voor deelnemingen van 5% of meer in het kapitaal van in Nederland gevestigde vennootschappen (anders dan fiscale beleggingsinstellingen) in het algemeen een beroep op de deelnemingsvrijstelling kan worden gedaan. De koersresultaten in de opbouw van een 5%-belang zijn belast tegen het op dat moment geldende tarief voor vennootschapsbelasting. De verschuldigde vennootschapsbelasting wordt, rekening houdend met toepassing van fiscale faciliteiten zoals deelnemingsvrijstelling, berekend over het fiscale resultaat.

GRONDSLAGEN VOOR HET OPSTELLEN VAN HET KASSTROOMOVERZICHT

Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de indirecte methode.

TOELICHTING OP DE BALANS

I Beleggingen

Beleggingen

Het Fonds heeft haar vermogen overwegend belegd in financiële instrumenten die worden verhandeld op een onderhandse markt en waarbij condities betreffende die beleggingen door partijen worden uitonderhandeld. Dit betreft beleggingen in (certificaten van) aandelen in meestal beursgenoteerde ondernemingen. Het verloop van de beleggingen is als volgt:

<i>Beleggingen</i>	<i>2008</i> <i>x € 1.000</i>	<i>2007</i> <i>x € 1.000</i>
Stand begin van het boekjaar	186.018	218.955
Verkopen	(2.268)	(21.090)
Waardeveranderingen	(72.182)	(11.847)
Stand eind van het boekjaar	111.568	186.018

Omloopsnelheid

Gelet op de aard van de beleggingen en de fiscale status van het Fonds is een actief beleggingsbeleid, in de zin van frequente mutaties in de portefeuille, niet aan de orde. Uit dien hoofde is de omloopfactor nihil.

Brokers

De portefeuillebeheerders geven hun transacties voor uitvoering door aan 'brokers'. De brokers zijn verantwoordelijk voor de uitvoering van de transacties. De keuze voor een bepaalde broker wordt bepaald door de kwaliteit van de orderuitvoering. De gemiddelde provisie die aan brokers werd betaald bedraagt nihil.

*Derivaten*

Behoudens de conversiecompent in de certificaten van cumulatief converteerbare preferente aandelen Océ belegt het Fonds ultimo boekjaar niet in derivaten.

Transparantie

Het Fonds tracht de belegger zoveel mogelijk inzicht te verschaffen in het gevoerde beleggingsbeleid, het rendement en risico, en de kosten. Op de website www.kempen.nl is meer actuele informatie beschikbaar, waaronder maandverslagen.

II Liquiditeiten*Bank*

De liquiditeiten betreffen direct opeisbare tegoeden bij banken.

III Eigen vermogen

<i>Eigen vermogen</i>	<i>Aantal uitstaande aandelen</i>	<i>Intrinsieke waarde per aandeel (€)</i>	<i>Eigen vermogen x € 1.000</i>
31-12-2008	5.579.204	25,79	143.873
31-12-2007	5.588.538	38,18	213.385
31-12-2006	5.591.820	40,47	226.299

<i>Geplaatst kapitaal</i>	<i>Aantal aandelen</i>	<i>2008 x € 1.000</i>	<i>Aantal aandelen</i>	<i>2007 x € 1.000</i>
Stand begin van het boekjaar	5.588.538	2.682	5.591.820	2.684
Ingenomen	(9.334)	(4)	(3.282)	(2)
Stand eind van het boekjaar	5.579.204	2.678	5.588.538	2.682

Het maatschappelijk kapitaal bedraagt € 4.800.000 en is verdeeld in 9.999.990 gewone aandelen en 10 prioriteitsaandelen van elk € 0,48 nominaal. Per 31 december 2008 zijn 5.579.194 gewone aandelen en 10 prioriteitsaandelen geplaatst, volledig volgestort in contanten. Alle (her)uitgiften en innamen door het Fonds hebben plaatsgevonden tegen de in het prospectus vermelde condities en volgens de voorgeschreven procedures.

<i>Agio</i>	<i>2008 x € 1.000</i>	<i>2007 x € 1.000</i>
Stand begin van het boekjaar	193.522	193.625
Agio onttrokken bij inname	(301)	(103)
Stand eind van het boekjaar	193.221	193.522

De agio betreft de resultante van (her)uitgegeven en ingenomen aandelen boven de nominale waarde.



<i>Herwaarderingsreserve</i>	<i>2008</i> <i>x € 1.000</i>	<i>2007</i> <i>x € 1.000</i>
Stand begin van het boekjaar	3.406	6.439
Dotatie algemene reserve	(3.406)	(3.033)
Stand eind van het boekjaar	-	3.406

De herwaarderingsreserve betreft de niet-gerealiseerde resultaten ten opzichte van de historische kostprijs van de niet-beursgenoteerde effecten waarvoor geen frequente marktnoteringen aanwezig zijn. Deze reserve is gevormd rekening houdend met de voorziening voor latent verschuldigde vennootschapsbelasting terzake.

<i>Algemene reserve</i>	<i>2008</i> <i>x € 1.000</i>	<i>2007</i> <i>x € 1.000</i>
Stand begin van het boekjaar	14.282	15.212
Onttrekking herwaarderingsreserve	3.406	3.033
Resultaatbestemming	(11.666)	-
Dividenduitkering	-	(3.963)
Stand eind van het boekjaar	6.022	14.282

<i>Onverdeeld resultaat</i>	<i>2008</i> <i>x € 1.000</i>	<i>2007</i> <i>x € 1.000</i>
Stand begin van het boekjaar	(507)	8.339
Dividenduitkering	(11.159)	(8.339)
Onttrekking algemene reserve	11.666	-
Resultaat boekjaar	(58.048)	(507)
Stand eind van het boekjaar	(58.048)	(507)

**IV Kosten**

Kosten	2008 <i>x € 1.000</i>	2007 <i>x € 1.000</i>
<i>Kosten ten gunste van bestuur en gelieerde partijen</i>		
Beheervergoeding	1.181	1.332
Bank	43	54
Commissarisvergoeding	23	12
	1.247	1.398
<i>Overige kosten</i>		
Fusiekosten	176	-
Juridische en fiscale adviezen	29	26
Accountant	19	19
Autoriteit Financiële Markten	19	19
Euronext Amsterdam	12	11
Drukwerk en advertenties	10	11
Administratieve kosten indirecte beleggingen	7	11
	273	97
	1.519	1.495

Kosten ten gunste van bestuur en gelieerde partijen

Vergoeding	Grondslag
Beheervergoeding	De beheervergoeding bedraagt 0,05% per maand, berekend over het eigen vermogen aan het begin van de maand.
Bank	De bankkosten betreffen kosten van bewaring over de totale portefeuillewaarde en overige kosten van clearing/handling. Deze worden op basis van de door derden in rekening gebrachte kosten doorbelast zonder opslag.
Commissarisvergoeding	De bezoldiging van de commissarissen is als volgt: F.H.J. Boons € 11.658 (incl. BTW) (2007: € 11.658 incl. BTW) J. Boven € 5.000 (excl. BTW) (2007: nihil) H.H. Idzerda € 5.000 (excl. BTW) (2007: nihil)

De bankkosten komen ten gunste van Kempen & Co N.V. en de commissarisvergoeding ten gunste van de commissarissen of hun werkgever. De overige vergoedingen komen toe aan Kempen Capital Management N.V. De werkelijke kosten zijn op basis van de in het prospectus beschreven systematiek berekend.



Overige kosten

De hieronder begrepen kosten voor accountant en fiscaal adviseurs worden voor zover mogelijk jaarlijks overeengekomen, waarbij in dit boekjaar ook de kosten voor het onderzoek naar de samenvoeging geboekt zijn. Kosten voor de Autoriteit Financiële Markten worden mede op basis van het totale eigen vermogen aan het begin van het kalenderjaar in rekening gebracht aan het Fonds. Alle kosten zijn in overeenstemming met het prospectus in rekening gebracht en naar mening van de Directie marktconform. De werkelijke kosten zijn op basis van de in het prospectus beschreven systematiek berekend dan wel overeengekomen met derde partijen. Derhalve wijken deze niet significant af van de in het prospectus vermelde systematiek dan wel van de indicatie van de daarin vermelde bedragen. Marketing- en distributiekosten worden op geen enkele manier doorberekend aan het Fonds, maar komen ten laste van de Directie. Eventueel ontvangen retourprovisie komt volledig ten gunste van het Fonds. In het boekjaar is geen retourprovisie ontvangen.

<i>Honoraria accountant</i>	2008 <i>x € 1.000</i>	2007 <i>x € 1.000</i>
<i>Soort van dienstverlening</i>		
Controle jaarverslaggeving	19	19
Overige controles	-	-
Fiscaal advies	-	-
Overige diensten	-	-
	-	-
Totaal	19	19

Beleggingen in andere beleggingsfondsen

Voor 5,3% van de totale portefeuille wordt belegd in Beleggingsfondsen 'De Zonnewijzer' (beheerd door de Directie). Hierdoor wordt een aandeelhouder van het Fonds tevens geconfronteerd met de kosten van deze (indirecte) belegging in preferente aandelen. De Total Expense Ratio van Beleggingsfondsen 'De Zonnewijzer' bedraagt over het boekjaar 2008 0,45%.

Total Expense Ratio (TER)

In de toelichting op de winst- en verliesrekening wordt een overzicht gegeven van de kosten die gedurende het boekjaar zijn gemaakt. Voor de belegger in het Fonds is de verhouding van de kosten ten opzichte van het eigen vermogen van het Fonds relevant. Voor de TER worden de kosten gerelateerd aan het eigen vermogen van het Fonds. Onder totale kosten worden alle in de winst- en verliesrekening verantwoorde kosten begrepen.

<i>TER</i>	2008	2007
TER	0,78%	0,68%

De TER over het boekjaar wordt berekend als: TK / GEV , waarbij TK = Totale Kosten en GEV = Gemiddeld Eigen Vermogen (op basis van 13 maandultimo cijfers).

Softdollar-arrangement

Indien een (financiële) dienstverlener diensten en producten (bijvoorbeeld research en informatiediensten) ter beschikking stelt aan een vermogensbeheerder als tegenprestatie voor het mogen uitvoeren van de effectentransacties door de vermogensbeheerder van het Fonds dan wordt in dat kader gesproken van een softdollar-arrangement. Kempen Capital Management N.V. ontvangt researchrapporten van onder meer financiële dienstverleners die voor haar effectentransacties uitvoeren. Uit dien hoofde is er dus sprake van een softdollar-arrangement. Hieraan liggen evenwel geen specifieke afspraken ten grondslag. De waarde die deze softdollar-arrangementen vertegenwoordigen is derhalve niet te kwantificeren.

Volume effectentransacties gelieerde partijen

Het volume aan effectentransacties die plaatsvonden bij gelieerde partijen in het boekjaar in nihil.



Personeel

Het Fonds heeft evenals in het voorgaande boekjaar geen personeel in dienst.

Amsterdam, 21 april 2009

Directie

Kempen Capital Management N.V.

Raad van Commissarissen

⁴ Eureka Tussenholding B.V. heeft een 5%-belang in Eureka B.V.

⁵ ParPref Beleggingsfonds III heeft een 5%-belang in Maesinvest B.V. welke op haar beurt een 5%-belang heeft in Nutreco Holding N.V.



Debiteur	Reële waarde per 31-12-2008 x € 1.000	Gewicht in de portefeuille per 31-12-2008 %	Kapitaalbelang in onderneming per 31-12-2008 %
5%-deelnemingen			
7,15% Eureka Tussenholding B.V. ⁴	23.290	20,9	10,4%
5,98% De Goudse N.V.	19.458	17,4	6,1%
4,50% Océ N.V.	17.109	15,3	10,0%
7,06% Draka Holding N.V., Serie 3	11.257	14,0	10,4%
7,06% Draka Holding N.V., Serie 8	3.963		
7,06% Draka Holding N.V., Serie 11	302		
6,55% Pon Holdings B.V., Serie D	13.478	12,1	7,4%
6,66% ParPref Beleggingsfonds III ⁵	6.602	5,9	50,0%
Beleggingsfonds 'De Zonnewijzer'	5.938	5,3	5,3%
6,81% Heijmans N.V.	5.375	4,8	6,5%
4,73% Koninklijke Vopak N.V.	3.912	3,5	5,4%
	110.684	99,2	
Niet 5%-deelnemingen			
8,45% Van der Moolen Holding N.V. 'B'	884	0,8	
Totaal	111.568	100,0	



OVERIGE GEGEVENS

■ AANVULLENDE INFORMATIE MET BETREKKING TOT HET FONDS

RESULTAATBESTEMMING

Conform artikel 33 van de statuten van het Fonds wordt de winst als volgt verdeeld:

- ten laste van de winst worden zodanige reserves gevormd als de Directie onder goedkeuring van de Prioriteit zal vaststellen;
- uit de voor uitkering vatbare winst wordt allereerst op het prioriteitsaandeel een dividend ter grootte van vijf procent van het nominale bedrag van dat aandeel uitgekeerd;
- het daarna resterende is ter vrije beschikking van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders voor uitkering aan de houders van de gewone aandelen naar verhouding van hun bezit.

Bij vaststelling van de jaarrekening conform het voorstel zal een contant dividend van € 2,00 per gewoon aandeel worden uitgekeerd op basis van het aantal uitstaande aandelen op 31 december 2008. Eventuele afrondingsverschillen komen ten laste van de algemene reserve.

De fiscale winstuitkering kan (sterk) afwijken van de gepresenteerde commerciële winst. Het belangrijkste verschil tussen de commerciële winst en fiscale winst betreft ongerealiseerde en gerealiseerde koersverschillen die fiscaal niet in de winst zijn begrepen.

PRIORITEIT

Er zijn tien prioriteitsaandelen geplaatst bij Stichting Prioriteit Ducatus. Aan de prioriteitsaandelen zijn bijzondere rechten verbonden, waaronder het opmaken van een bindende voordracht inzake benoemingen van directeuren en van leden van de Raad van Commissarissen. Tevens kan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders een besluit betreffende statutenwijziging of ontbinding slechts nemen op voorstel van de Directie dat is goedgekeurd door de Stichting. De leden van het Bestuur van de Stichting zijn de heren F.H.J. Boons, mr. J. Boven, mr. H.H. Idzerda en mr. H.J.P. Maas.

BELANGEN VAN DE DIRECTIE

De leden van de Directie hadden per 31 december 2008 geen belangen als bedoeld in artikel 122 lid 2 van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.



■ ACCOUNTANTSVERKLARING

Aan de aandeelhouders van Ducatus N.V.

Verklaring betreffende de jaarrekening

Wij hebben de jaarrekening 2008 van Ducatus N.V. te Amsterdam bestaande uit de balans per 31 december 2008 en de winst-en-verliesrekening over 2008 met de toelichting gecontroleerd.

Verantwoordelijkheid van de directie

De directie van de entiteit is verantwoordelijk voor het opmaken van de jaarrekening die het vermogen en het resultaat getrouw dient weer te geven, in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW en de Wet op het financieel toezicht, alsmede voor het opstellen van het jaarverslag in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW. Deze verantwoordelijkheid omvat onder meer: het ontwerpen, invoeren en in stand houden van een intern beheersingssysteem relevant voor het opmaken van en getrouw weergeven in de jaarrekening van vermogen en resultaat, zodanig dat deze geen afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten bevat, het kiezen en toepassen van aanvaardbare grondslagen voor financiële verslaggeving en het maken van schattingen die onder de gegeven omstandigheden redelijk zijn.

Verantwoordelijkheid van de accountant

Onze verantwoordelijkheid is het geven van een oordeel over de jaarrekening op basis van onze controle. Wij hebben onze controle verricht in overeenstemming met Nederlands recht. Dienovereenkomstig zijn wij verplicht te voldoen aan de voor ons geldende gedragsnormen en zijn wij gehouden onze controle zodanig te plannen en uit te voeren dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de jaarrekening geen afwijkingen van materieel belang bevat.

Een controle omvat het uitvoeren van werkzaamheden ter verkrijging van controle-informatie over de bedragen en de toelichtingen in de jaarrekening. De keuze van de uit te voeren werkzaamheden is afhankelijk van de professionele oordeelsvorming van de accountant, waaronder begrepen zijn beoordeling van de risico's van afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten. In die beoordeling neemt de accountant in aanmerking het voor het opmaken van en getrouw weergeven in de jaarrekening van vermogen en resultaat relevante interne beheersingssysteem, teneinde een verantwoorde keuze te kunnen maken van de controlewerkzaamheden die onder de gegeven omstandigheden adequaat zijn maar die niet tot doel hebben een oordeel te geven over de effectiviteit van het interne beheersingssysteem van de entiteit. Tevens omvat een controle onder meer een evaluatie van de aanvaardbaarheid van de toegepaste grondslagen voor financiële verslaggeving en van de redelijkheid van schattingen die de directie van de entiteit heeft gemaakt, alsmede een evaluatie van het algehele beeld van de jaarrekening.

Wij zijn van mening dat de door ons verkregen controle-informatie voldoende en geschikt is als basis voor ons oordeel.

Oordeel

Naar ons oordeel geeft de jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van Ducatus per 31 december 2008 en van het resultaat over 2008 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW en de Wet op het financieel toezicht.

Verklaring betreffende andere wettelijke voorschriften en/of voorschriften van regelgevende instanties

Op grond van de wettelijke verplichting ingevolge artikel 2:393 lid 5 onder f BW melden wij dat het jaarverslag, voor zover wij dat kunnen beoordelen, verenigbaar is met de jaarrekening zoals vereist in artikel 2:391 lid 4 BW.

Amsterdam, 21 april 2009

Deloitte Accountants B.V.

Drs. R. Koppen RA

DUCATUS N.V.

Verklaring directie bij jaarverslag 2008

Op grond van artikel 5:25c lid 2 onder c van de Wet financieel toezicht verklaart de directie dat, voor zover aan de directie bekend:

- de jaarrekening een getrouw beeld geeft van de activa, de passiva, de financiële positie en de winst of het verlies van Ducatus N.V.; en
- het jaarverslag een getrouw beeld geeft omtrent de toestand op balansdatum, de gang van zaken gedurende het boekjaar van Ducatus N.V. en dat in het jaarverslag de voornaamste risico's waarmee Ducatus N.V. wordt geconfronteerd, zijn beschreven.

Amsterdam, 21 april 2009

De directie,
Kempen Capital Management N.V.
Drs. F.G.A. Mahieu RBA