

# EINDE BEURSNOTERING DUCATUS IN ZICHT

TEKST: RONALD VAN GENDEREN

Fondsbeheerder Kempen wil de beursnotering van Ducatus, een beleggingsfonds in preferente aandelen, beëindigen om vooral zijn institutionele klanten beter te bedienen.

**D**e huidige structuur van Ducatus maakt dat interessante beleggingsmogelijkheden niet benut kunnen worden. Kempen wil namelijk voorafgaand aan een investering overleggen met de Ducatus-aandeelhouders over de wenselijkheid van een nieuwe belegging. In de huidige situatie, waarin kleine aandeelhouders direct deelnemen in het fonds, zou er sprake zijn van ongelijke behandeling. Het is namelijk praktisch niet mogelijk om iedereen te consulteren. Terwijl volgens Kempen juist op dit moment interessante mogelijkheden aanwezig zijn in de markt.

Voor institutionele beleggers heeft de beursnotering een bijkomend probleem. Zij moeten de aandelen waarderen tegen marktwaarde. Deze ligt aanzienlijk onder de intrinsieke waarde, waardoor een papieren verlies ontstaat. Niet-beursgenoteerde aandelen mogen daarentegen wel tegen de werkelijke waarde in de boeken opgenomen worden.

Dat het fonds zich vooral richt op grote beleggers is niet zo vreemd. Aandeelhouders met een belang van 5 procent of meer profiteren namelijk van de deelnemingsvrijstelling, waardoor zij dividenden onbelast kunnen ontvangen. Voor de gemiddelde particuliere belegger is het nemen van een dergelijk belang geen optie en geldt de vrijstelling niet. Dat maakt het fonds voor deze categorie beleggers minder interessant.

## OUD PLAN UIT DE KAST

Het voornemen om de beursnotering te beëindigen was vorig jaar al aan de orde. Vanwege de turbulente marktontwikkelingen werd eind 2008 echter besloten daarvan af te zien. Nu de storm op de financiële markten lijkt te gaan liggen en 'credit spreads' eerder afnemen dan nog verder toenemen, haalt



Kempen het oude plan weer uit de kast.

In het huidige voorstel neemt het nieuwe op te richten en niet-beursgenoteerde fonds de activa en passiva over van het oude Ducatus. De liquidatieopbrengst wordt vervolgens uitgekeerd aan de aandeelhouders. Grootaandeelhouders worden verzocht zich te committeren de opbrengst volledig te herbeleggen in het nieuwe fonds.

Maar er is een aanpassing in de benadering van kleine beleggers. Zij kunnen hun stukken verkopen tegen de intrinsieke waarde, maar mogen hun opbrengst eveneens herbeleggen, zij het niet langer direct. Ze krijgen de mogelijkheid om te herbeleggen in een zogenaamde 'feeder', een apart beheerd fonds dat belegt in het nieuwe Ducatus. De feeder zal zelf als grootaandeelhouder

optreden en deze mogelijkheid wordt dan ook alleen aangeboden als er voldoende interesse voor bestaat. De hele operatie zal uiteindelijk in het laatste kwartaal van dit jaar zijn beslag moeten krijgen.

## STRUCTURELE ONDERWAARDERING

De vraag is of de feeder een aantrekkelijk alternatief vormt. Op dit moment is via de beurs iedere dag handel mogelijk. Hoewel de handel zeer dun is, is het zeker dat de verhandelbaarheid in Ducatus in de nieuwe vorm afneemt. Beleggers worden slechts vier keer per jaar in staat gesteld om in en uit te stappen. Daarbij komt dat ook in de toekomst waarschijnlijk gehandeld zal worden tegen een disagio. Dit komt door de closed-endstructuur van het fonds.

De beurskoers van het fonds ligt al geruime tijd onder de werkelijke waarde van de beleggingen. Zo schommelde de disagio sinds januari 2008 rond 15 procent. In 2008 verdween de discount plotseling om begin 2009 weer hard op te lopen naar ruim 30 procent. Op de dag van bekendmaking reageerden beleggers positief met een koersstijging van 24,7 procent tot 24 euro. De meest recent gepubliceerde intrinsieke waarde is 30,21 euro, zodat er nog altijd een aanzienlijk waarderingsverschil overblijft.

Kempen vindt Ducatus, onder andere met het oog op de deelnemingsvrijstelling, bij uitstek geschikt voor institutionele beleggers en wenst in de toekomst verder te gaan met een kleine groep aandeelhouders. Kleine beleggers zijn nog welkom, maar een belegging aanhouden lijkt door de indirecte belegging via de feeder en de verminderde verhandelbaarheid een stuk minder aantrekkelijk te worden. Kiezen voor uitbetaling tegen de intrinsieke waarde verlost hen bovendien in één klap van de structureel ogende onderwaardering. ■