

PROFIELSCHETS	3
PREADVIES	4
VERSLAG VAN DE BEHEERDER	5
Ontwikkelingen	5
Beleggingsbeleid	7
Resultaat	8
Verwachtingen	8
Overige ontwikkelingen	9
Meerjarenoverzicht	9
JAARREKENING	10
Balans per 31 december 2004	10
Winst-en-verliesrekening over 2004	11
Kasstroomoverzicht over 2004	12
Toelichting	13
Effectenportefeuille per 31 december 2004	18
OVERIGE GEGEVENS	19
Winstbestemming	19
Belangen beheerder en raad van toezicht	19
Grote beleggers	19
Accountantsverklaring	20
ADRESGEGEVENS	21

Dresdner VPV Emerging Markets Fund is een besloten fonds voor gemene rekening met een open-end karakter en opgericht op 30 mei 1997. Doelstelling van het fonds is het behalen van vermogenswinsten op de middellange en lange termijn door te beleggen in opkomende markten.

Het fonds belegt vanuit een topdown benadering zowel direct als indirect in een groot aantal opkomende markten. Een topdown benadering houdt in dat vanuit een macro-economisch perspectief de meest aantrekkelijke landen worden geselecteerd om in te beleggen. Dit in tegenstelling tot de bottom-up benadering waarbij – uit micro-economisch perspectief – de nadruk ligt op de selectie van ondernemingen. Van tijd tot tijd worden ook vanuit de bottom-up methode opportunistisch belangen genomen in specifieke bedrijven.

De emerging markets hebben in het verleden hoge rendementen, maar ook grote koersfluctuaties laten zien. Het rendement van een belegging moet altijd worden bezien in verhouding tot het gelopen risico. Het risico van een belegging wordt uitgedrukt in de mate waarin de waarde van de belegging fluctueert. Het beleggen in opkomende markten wordt over een langere periode gekenmerkt door een hoger risicoprofiel en een daarbij behorend hoger rendement.

De beheerder van het fonds streeft ernaar een goede balans te vinden tussen risico en rendement. Dit kan onder meer door gebruik te maken van de geringe correlatie tussen de emerging markets onderling en van de eveneens zwakke correlatie tussen de emerging markets en de ontwikkelde markten. Door bepaalde opkomende markten in de portefeuille te over- c.q. te onderwegen ten opzichte van de weging op grond van de marktkapitalisatie kan eveneens de verhouding risico/rendement worden verbeterd.

Het fonds is niet belastingplichtig voor de vennootschapsbelasting. Voor fiscale doeleinden wordt het fonds als transparant beschouwd, met als gevolg dat zowel de beleggingen als het resultaat worden toegerekend aan de participanten naar rato van hun belang in het fonds.

Als maatstaf voor het resultaat dient de Morgan Stanley Capital International (MSCI) Emerging Markets Index, welke representatief wordt geacht voor een over meerdere emerging markets gespreide aandelenportefeuille.

Over 2004 bedroeg de performance van het fonds 9,8%, terwijl de MSCI Emerging Markets Index een rendement van 13,5% behaalde.

De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Dresdner VPV Emerging Markets Fund heeft een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten (art. 5 Wet toezicht beleggingsinstellingen). Het prospectus van het fonds is kosteloos verkrijgbaar bij Veer Palthe Voûte (VPV) NV. Voor dit product is een financiële bijsluiter opgesteld met informatie over het product, de kosten en de risico's. Vraag er om en lees hem voordat u het product koopt.

ONTWIKKELINGEN

Dresdner VPV Emerging Markets Fund behaalde over 2004 een rendement van 9,8%, en bleef daarmee achter bij de MSCI Emerging Markets Index, die een stijging van 13,5% te zien gaf. De overwogen posities in het Verre Oosten enerzijds, en onderwegingen in onder meer Zuid-Amerika, Oost-Europa en Zuid-Afrika waren hier debet aan.

De wereldeconomie groeide in 2004 met zo'n 4%, en dat is, ook historisch gezien, zeer hoog. De grootste economie ter wereld, die van de Verenigde Staten, deed hieraan fors mee. Onder invloed van de hoge vraag naar olie, die deze groei met zich brengt, alsmede door de instabiele situatie in het Verre Oosten zijn de energieprijzen sterk gestegen. Een stijging die nog eens extra werd aangewakkerd door de gedaalde dollar. De krachtig groeiende economie en de stijgende prijzen zijn voor de FED aanleiding geweest om op 30 juni 2004 te beginnen met de eerste van tot nu toe vijf renteverhogingen, die de korte rente gedurende het verslagjaar van 1% naar 2,25% hebben gebracht.

De hoogste groeicijfers zijn te zien in opkomende markten, met name in China. Een groei van rond 9% op jaarbasis van zo'n grote economie kan echter al snel leiden tot verstoring van de economische balans. Zo houden de investeringen in infrastructuur geen gelijke tred met de investeringen in productiecapaciteit. Een voorbeeld hiervan is dat de elektriciteitscentrales vaak de vraag naar energie niet aankunnen, met gedwongen productie-uitval als gevolg.

De dreiging van oververhitting van de Chinese economie, en de daarmee gepaard gaande anticipatie van een verkrappend monetair beleid, heeft ertoe geleid dat beleggers gedurende het tweede kwartaal hun belangen in China reduceerden. De Chinese renteverhoging in september was de eerste sinds een decennium. De markt verwachtte een revaluatie van de Chinese valuta, omdat de deflatoire gevolgen van China's overinvesteringen mondiaal steeds meer merkbaar worden. Zo ging China in oktober van netto-staalimporteur naar netto-staal-exporteur. De lokale Shanghai-index, de grootste Chinese markt, nam reeds in april een voorschot op een afkoelende economie, waarbij staal-, auto- en chemieaandelen fors daalden. Het zal voor Chinese ondernemingen een opgave worden zich te weren tegen een combinatie van hogere kosten voor grondstoffen en dalende prijzen voor haar eindproducten.

Gemeten naar de MSCI Emerging Markets Index lieten de emerging markets dit jaar een stijging van 13,5% zien. De Aziatische markten bleven met een stijging van slechts 4% achter bij Latijns-Amerika, dat met 24,9% steeg, en de EMEA-regio (Emerging Europe, Middle East & Africa) die met 22,4% steeg. De genoemde daling van de dollar ten opzichte van de euro met ruim 7,5% had een aanzienlijke invloed op het resultaat.

Opmerkelijk was de stijging van de valuta's van Thailand, Taiwan en Zuid-Korea. Met hun hoge spaarquota, economische groei en lage inflatie is dit een aantrekkelijke regio voor investeringen als alternatief voor Amerikaanse staatsobligaties, die door het boekjaar heen een steeds lager rendement boden.

Specifiek in **Zuid-Korea** stabiliseerde de crisis rondom de creditcardbubble zich. Desondanks zette de centrale bank haar monetaire verruiming voort. De Koreaanse beurs nam sinds de zomer een voorschot op te verwachten aantrekkende consumentenbestedingen. Mogelijke politieke en economische consequenties van een optreden van de internationale gemeenschap tegen Noord-Korea blijven echter bedreigend voor deze beurs.

Met een stijging van slechts enkele procenten was de prestatie van de beurs van **Taiwan** teleurstellend te noemen. Dit ondanks het feit dat deze aandelenmarkt in 2004 gefaseerd meer toegankelijk werd voor buitenlanders. De export en de consumentenvraag, inclusief de situatie op de huizenmarkt, verbeteren weliswaar, maar in onvoldoende mate om een impuls voor de aandelenmarkt te vormen.

Ook de **Thaise** beurs liet een matige prestatie zien, met name veroorzaakt door een daling van de consumptieve bestedingen. Het monetaire klimaat is echter gunstig door de instroom van buitenlands kapitaal en de regering heeft een aanzienlijk deel van het budget voor infrastructurele werken gereserveerd. Dit laatste houdt verband met de verkiezingen in 2005.

Hoewel de verkiezing van de regering Ghandi in **India** in eerste instantie voor een forse correctie op de aandelenmarkt zorgde, volgde na de bekendmaking van de markt gunstig gezinde maatregelen een herstel. Naast de zo benodigde liberalisering van de financiële markt, zal een deel van haar buitenlandse reserves worden aangewend voor investeringen in de infrastructuur. Hoewel de lange rente in India sinds de nieuwe regering aanzienlijk is gestegen, blijft de robuuste economische groei van bijna 7% op jaarbasis een drijvende kracht voor de beurs. Specifieke delen van de economie zoals de export van software doen het goed.

De Latijns-Amerikaanse markten hadden een goed jaar. Dit was met name te danken aan de hoge grondstofprijzen, waar in het bijzonder de grondstoffenexporteurs Chili, Peru, Mexico en Venezuela profijt van hebben. **Argentinië** liet wederom een groei zien van ruim 8%, uiteraard vanaf lage basisniveaus na de voorbije crisisjaren. Een forse verbetering van de fiscale balans naar een overschot en de toename van de reserves waren het startsein voor hogere aandelenkoersen. De centrale bank intervenueert regelmatig met aanzienlijke bedragen op de valutamarkt.

Buurland **Brazilië** kreeg een stimulans door een verdere toename van het handelsoverschot, stijgende buitenlandse investeringen en nog immer lage rente. Hoewel de rente deze zomer werd verhoogd, zal het accent van de regering Lula op stimulering van de binnenlandse vraag liggen, teneinde een daling in het momentum van de export te kunnen opvangen. In 2006 zijn er verkiezingen die in Brazilië traditioneel een grote impact hebben.

De **Mexicaanse** beurs was de best presterende in de regio. Dezelfde factoren die de Braziliaanse economie stimuleerden golden ook voor Mexico. Specifiek nam de beurs een voorschot op veranderende wetgeving ten aanzien van beleggingen door Mexicaanse pensioenfondsen. De olieprijs had een positieve invloed, maar een daling ervan kan ten nadele gaan werken.

De EMEA-regio staat onverminderd in de belangstelling met het oog op de uitbreiding van de EG. Meest omstreden kandidaat om geo-politieke redenen is Turkije, terwijl Roemenië en Bulgarije reeds in 2006 kunnen toetreden. **Turkije** liet een zeer goede ontwikkeling van haar fiscale balans zien, echter nog niet voldoende om aan de EMU-criteria te voldoen. Met het IMF wordt derhalve wederom gestreefd naar pensioenhervormingen en privatiseringen. De Turkse beurs steeg bijna 30%, echter in de tweede jaarhelft werden de gevolgen van een monetaire verkrapping op de economische groei goed zichtbaar.

Niet als Turkije kampt ook **Hongarije** met een verslechterende lopende rekening. Met de toetreding tot de EG vinden op grote schaal transacties plaats ten behoeve van het benutten van rentever verschillen tussen Eurolanden en Hongarije. Dit had een zeer gunstige uitwerking op de beurs, die met bijna 70% steeg. In Polen was de economische situatie sterk vergelijkbaar, echter minder extreem dan in Hongarije. Beide landen zijn er echter ook dit jaar niet in geslaagd hun begrotingstekort terug te brengen tot onder de 3% van het Bruto Binnenlands Product, de norm die is vastgelegd in de convergentiecriteria in het verdrag van Maastricht.

Zeer negatief waren de ontwikkelingen in **Rusland**, waar de beurs vrijwel onveranderd het jaar afsloot. De feitelijke nationalisatie van Yukos heeft het vertrouwen van beleggers ernstig geschaad. In technische zin lijkt de kredietwaardigheid van Rusland verbeterd. Een hoge olieprijs leidde namelijk tot een versterking van de handelsbalans. De belastinginkomsten namen toe, waarmee ook de vooruitzichten op terugbetaling van schulden door de Russische staat verbeterden.

Tot slot **Zuid-Afrika**. Een uitstekend jaar voor de beurs van Johannesburg. Dit was onder meer te danken aan hoge grondstofprijzen, een valuta op recordsterkte en forse fiscale stimulering van de kant van de overheid. Het lijkt meer op een cyclische beweging dan dat er structureel verbetering in het land zal komen; de officieuze werkloosheid bedraagt immers nog altijd ruim 40%.

BELEGGINGSBELEID

Gedurende het boekjaar werd een aanzienlijke verschuiving van directe beleggingen (aandelen) naar indirecte beleggingen (fondsen) gemaakt. Belangen in aandelen werden hier toe veelal verhoudingsgewijs afgeroomd en herbelegd in diverse fondsen. Deze bestonden enerzijds uit index-trackers, beleggingsfondsen die de index van een land nauwkeurig nabootsen en goed verhandelbaar zijn, en anderzijds uit zogeheten closed-end fondsen die bij voorkeur een discount ten opzichte van hun intrinsieke waarde noteren.

In het verslagjaar lagen de accenten in de portefeuille op India, Thailand, Maleisië, Brazilië en Mexico. China, Rusland en Zuid-Afrika waren onderwogen ten opzichte van de index, terwijl een benchmarkconforme weging aan Zuid-Korea en Taiwan werd toegekend.

De transacties ten behoeve van de indirecte belangen waren aankopen van zogeheten I-shares van de beurzen in Zuid-Korea, Maleisië, Brazilië, Zuid-Afrika, Taiwan en Mexico. De aankopen van de closed-end fondsen bestonden uit Baring Emerging Europe Fund, Thai Fund, India Fund en Templeton Russia Fund.

In China werd hoofdzakelijk direct belegd volgens een thematische benadering. Gekocht werden China Shipping Container Lines en de textielproducenten Tack Fat Group en Luen Thai Holdings. Verkocht werden Shanghai Real Estate en een deel van de Chinese luchtvaart aandelen China Eastern Airlines en China Southern Airlines.

Tenslotte werd een belang genomen in de Koreaanse Kookmin Bank en in de in emerging markets opererende telecommar Millicom.

Het dollarrisico was gedurende het gehele jaar deels afgedekt. Per jaareinde bedroeg de kaspositie 2,6% van het fondsvermogen.

Jaarlijkse economische groei 2004 tot 2006

	2004e	2005e	2006e
Argentinië	8.4	5.4	4.0
Brazilië	5.0	3.4	3.7
Mexico	4.2	3.6	3.3
Venezuela	17.8	5.4	1.2
China	9.5	7.3	7.5
Hongkong	8.0	4.4	4.7
Indonesië	4.9	5.1	5.3
Maleisië	7.2	5.5	5.8
Korea	4.6	3.5	5.8
Taiwan	5.9	3.9	5.5
Thailand	5.9	5.0	5.6
India	6.7	6.9	7.4
Rusland	6.7	5.7	5.3
Zuid-Afrika	3.6	3.6	3.2
Turkije	9.0	5.8	5.5

(bron: Citigroup december 2004) voor belangrijkste emerging markets (in procenten)

RESULTAAT

De intrinsieke waarde per participatie steeg in de verslagperiode van € 40,34 tot € 44,31 ofwel met 9,8%.

Op 31 december 2003 stonden 292.125 participaties uit en op 31 december 2004 284.799 participaties. Het fondsvermogen bedroeg op 31 december 2004 €12,6 miljoen (op 31 december 2003 €11,8 miljoen).

VERWACHTINGEN

De monetaire ontwikkelingen in de VS hebben normaliter een grote invloed op de emerging markets. Naar verwachting wordt het monetaire beeld in de wereld echter (indirect) steeds meer mede bepaald door China. Het is te verwachten dat het land door goedkope exportproducten een deflatoir effect op de wereld zal hebben. Het verkrappend monetair beleid zal naar verwachting ook een temperend effect hebben op de groei van de wereld-economie. Als gevolg hiervan zullen grondstoffenprijzen wat kunnen afkoelen. Landen die in grote mate afhankelijk zijn van de export van grondstoffen zullen hiervan hinder ondervinden, met name geldt dit voor de economieën van Zuid-Amerika. Exporteurs in Aziatische landen en andere landen die de concurrentie met China aankunnen zullen op hun beurt koersmatig een goede prestatie kunnen laten zien.

Gezien de te verwachten hogere economische groei in de emerging markets ten opzichte van de ontwikkelde markten is een betere prestatie van deze beurzen te verwachten. De voortschrijdende structurele hervormingen in diverse emerging markets van het afgelopen jaar zullen dit effect kunnen versterken.

OVERIGE ONTWIKKELINGEN

Na balansdatum heeft de rechter een veroordeling uitgesproken inzake de voorkenniszaak uit 1999 tegen de beheerder, Veer Palthe Voûte (VPV) NV. De directie van Veer Palthe Voûte (VPV) NV herkent zich echter in het geheel niet in de uitspraak en heeft besloten tegen de veroordeling in beroep gaan. De afwikkeling zal in geen geval consequenties voor het fonds hebben.

Meerjarenoverzicht (in € 1.000)					
	2004	2003	2002	2001	2000
Opbrengsten uit beleggingen	225	121	283	160	160
Waardeveranderingen van beleggingen	1.075	4.030	-843	861	-1.670
Kosten	-267	-409	-169	-118	-153
Resultaat	1.033	3.742	-729	903	-1.663
Intrinsieke waarde per					
participatie (ultimo in €)	44,31	40,34	26,17	27,66	23,08
Rendement in %	9,8%	54,1%	-5,4%	19,8%	-23,7%

Gouda, 28 februari 2005

De beheerder,
Veer Palthe Voûte (VPV) NV

BALANS PER 31 DECEMBER 2004 (IN €1.000)

NA WINSTBESTEMMING

		31-12-04	31-12-03
ACTIVA			
Beleggingen			
Aandelen	1	12.147	11.290
Vorderingen			
Overige vorderingen en overlopende activa	2	231	0
Overige activa			
Liquide middelen	3	332	790
		12.710	12.080
PASSIVA			
Fondsvermogen			
	4	12.620	11.785
Kortlopende schulden			
Overige schulden en overlopende passiva	5	90	295
		12.710	12.080

WINST-EN-VERLIESREKENING OVER 2004 (IN €1.000)

	2004	2003
Opbrengsten uit beleggingen		
Rente	11	14
Dividenden	7 214	107
	225	121
Waardeveranderingen van beleggingen 8		
Gerealiseerd	190	3.368
Niet-gerealiseerd	885	662
	1.075	4.030
Totaal opbrengsten	1.300	4.151
Kosten 9		
Beheerkosten vast	190	138
Beheerkosten variabel	-	216
Overige bedrijfskosten	77	55
	-267	-409
Resultaat	1.033	3.742

KASSTROOMOVERZICHT OVER 2004 (IN €1.000)

	2004	2003
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten		
Aankopen van beleggingen	-9.851	-21.219
Verkopen van beleggingen	9.913	21.064
Ontvangen netto-dividenden	138	125
Ontvangen rentebaten	11	14
Betaalde beheer- en overige kosten	-471	-180
	-260	-196
Kasstroom uit financieringsactiviteiten		
Ontvangen bij (her)plaatsing participaties	3.544	2.102
Betaald bij inkoop participaties	-3.742	-1.328
	-198	774
Mutatie geldmiddelen		
	-458	578
Geldmiddelen per 1 januari	790	212
Geldmiddelen per 31 december	332	790
Mutatie verslagperiode	-458	578

ALGEMEEN

Dresdner VPV Emerging Markets Fund is een besloten fonds voor gemene rekening met een open-end karakter en gevestigd te Gouda. Het fonds heeft als doel het behalen van vermogenswinsten op de middellange en lange termijn door te beleggen in opkomende markten.

WAARDERINGSGRONDSLAGEN

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

De aangekochte beleggingen worden in eerste instantie gewaardeerd op kostprijs. De kostprijs bestaat uit de aankoopprijs inclusief transactiekosten. De in de balans onder beleggingen opgenomen aandelen worden gewaardeerd tegen marktwaarde, zijnde de beurskoers ultimo boekjaar.

Activa en passiva luidend in valuta anders dan de euro worden omgerekend in euro's tegen de koersen die gelden per balansdatum. Transacties in vreemde valuta worden omgerekend tegen de koers die geldt op de datum van de transactie.

GRONDSLAGEN VOOR DE RESULTAATBEPALING

Teneinde de uitkomsten van het gevoerde beleid tot uitdrukking te brengen zijn in de winst-en-verliesrekening zowel de gerealiseerde als de niet-gerealiseerde koersresultaten opgenomen.

Het resultaat wordt derhalve bepaald als het verschil tussen de rente-inkomsten, ontvangen dividenden en gerealiseerde en niet-gerealiseerde koersresultaten enerzijds en de kosten betrekking hebbend op het verslagjaar anderzijds. De classificatie als gerealiseerd en niet-gerealiseerd geschiedt uitgaande van de marktwaarde per ultimo vorig boekjaar en de kostprijs van de aankopen in het verslagjaar.

Het fonds maakt gebruik van valutatermijncontracten om het valutarisico te beperken. Valutatermijncontracten worden gewaardeerd tegen de reële waarde per balansdatum, berekend op basis van de valutakoersen die gelden aan het einde van de verslagperiode. De nog niet-gerealiseerde resultaten worden in de winst-en-verliesrekening verantwoord, en in de balans opgenomen onder de overlopende activa als sprake is van een bate of onder de overlopende passiva als sprake is van een last.

De contante dividenden worden verantwoord op datum van vaststelling.

Kosten worden in de winst-en-verliesrekening verantwoord, met uitzondering van de transactiekosten die worden gemaakt bij de aankoop en verkoop van beleggingen. Deze transactiekosten worden opgenomen in de kostprijs respectievelijk verkoopopbrengst van de betreffende beleggingen.

De kostenvergoeding welke bij plaatsing en inkoop van participaties is begrepen in de koers van uitgifte respectievelijk inkoop, wordt verantwoord in de winst-en-verliesrekening ter dekking van de kosten samenhangend met de uitgifte en inkoop.

Als besloten fonds voor gemene rekening is het fonds niet zelf onderworpen aan vennootschapsbelasting, maar worden de resultaten toegerekend aan de participanten. De participanten krijgen hierdoor eenzelfde fiscale behandeling als hielden zij zelf de beleggingen.

KASSTROOMOVERZICHT

Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de directe methode. Middels het kasstroomoverzicht wordt een overzicht gegeven van de geldmiddelen die in de verslagperiode beschikbaar zijn gekomen en de wijze van aanwending van deze geldmiddelen. Onder geldmiddelen wordt verstaan de tegoeden op bankrekeningen verminderd met eventuele kortlopende schulden aan kredietinstellingen.

In de balans en winst-en-verliesrekening zijn nog te ontvangen en nog te betalen posten opgenomen, welke in het boekjaar niet tot een kasstroom hebben geleid. Hierdoor ontstaan (tijdelijke) verschillen tussen posten in het kasstroomoverzicht enerzijds en posten in de winst-en-verliesrekening en mutatieoverzichten van activa en passiva anderzijds.

TOELICHTING OP DE BALANS**1. Aandelen**

Hieronder volgt een overzicht van de mutaties in de portefeuille:

	2004	2003
Marktwaaarde per 1 januari	11.290.000	7.282.000
Aankopen	9.821.000	21.030.000
Verkopen	-9.913.000	-21.053.000
Koersresultaten:		
gerealiseerd	220.000	3.369.000
niet-gerealiseerd	729.000	662.000
	857.000	4.008.000
Marktwaaarde per 31 december	12.147.000	11.290.000

Op bladzijde 18 is een specificatie van de effectenportefeuille opgenomen.

2. Overige vorderingen en overlopende activa

De vordering per 31 december 2004 betreft nog niet-gerealiseerde winsten op valutatermijncontracten en nog te ontvangen dividenden.

3. Liquide middelen

Dit betreft het saldo van de bankrekening aangehouden bij Veer Palthe Voûte (VPV) NV. Kortlopende debetstanden zijn toegestaan tot maximaal 15% van de portefeuillewaarde, met als zekerheid verpanding van de effectenportefeuille.

4. Fondsvermogen

De mutaties in het fondsvermogen zijn als volgt weer te geven:

	2004	2003
Stand begin verslagperiode	11.785.000	7.269.000
Inkoop	-3.742.000	-1.328.000
Heruitgifte ingekochte participaties	3.544.000	2.102.000
	-198.000	774.000
Resultaat verslagperiode	1.033.000	3.742.000
Stand einde verslagperiode	12.620.000	11.785.000

Het verloop in aantallen participaties luidt als volgt:

	2004	2003
Stand begin verslagperiode	292.125	277.745
Inkoop	-86.893	-41.050
Heruitgifte ingekochte participaties	79.567	55.430
	-7.326	14.380
Stand einde verslagperiode	284.799	292.125

Volgens artikel 8 van de Voorwaarden van beheer en bewaring worden de inkomsten van het fonds niet uitgekeerd, maar aan het vermogen toegevoegd.

Het fondsvermogen, het aantal uitstaande participaties en de intrinsieke waarde per ultimo boekjaar hebben zich de afgelopen drie jaar als volgt ontwikkeld:

	Fondsvermogen in €	Aantal uitstaande participaties	Intrinsieke waarde per participatie in €
31 december 2002	7.269.000	277.745	26,17
31 december 2003	11.785.000	292.125	40,34
31 december 2004	12.620.000	284.799	44,31

5. Overige schulden en overlopende passiva

Hieronder zijn opgenomen nog te betalen beheerkosten en overige kosten.

6. Niet uit de balans blijvende verplichtingen

De per balansdatum lopende verplichtingen betreffen de verkoop van \$ 7.385.000 en de aankoop van € 5.654.916 per 21 januari 2005. Het nog niet-gerealiseerde resultaat op de contracten is in de jaarrekening verwerkt.

TOELICHTING OP DE WINST-EN-VERLIESREKENING

7. Dividenden

De in de winst-en-verliesrekening opgenomen dividenden betreffen de netto ontvangen bedragen, derhalve na aftrek van ingehouden dividendbelasting.

8. Waardeveranderingen van beleggingen

In de post waardeveranderingen zijn opgenomen de gerealiseerde en niet-gerealiseerde koersresultaten op effecten (€ 949.000 positief) en op valutatermijntransacties (€ 126.000 positief).

9. Kosten**Overige bedrijfskosten**

De overige bedrijfskosten bestaan uit de beloning voor de raad van toezicht, bewaarloon, kosten toezichthouder (Autoriteit Financiële Markten), accountantskosten, fiscale en juridische adviezen, advertenties, drukwerk, etc.

Aan tussenpersonen, waaronder Veer Palthe Voûte (VPV) NV, is over 2004 een totale vergoeding betaald van € 54.100 (2003: € 36.000) voor hun inspanningen nieuwe participaties van het fonds te plaatsen bij beleggers.

Het fonds heeft geen personeel in dienst.

Vergoeding beheerder en raad van toezicht

De vaste beheerkosten betreffen de vaste vergoeding van 0,375% per kwartaal over het fondsvermogen over het einde van het kwartaal. Over 2004 is het fonds geen variabele vergoeding verschuldigd.

Conform het prospectus bedraagt de beloning voor de raad van toezicht maximaal € 9.075 per jaar. Over 2004 is € 7.273 in rekening gebracht (over 2003: € 5.969).

Expense ratio

	2004		2003	
		%		%
Beheerkosten vast	190.000	1,53	138.000	1,62
Overige kosten	77.000	0,62	55.000	0,64
	267.000	2,15	193.000	2,26
Beheerkosten variabel	-	-	216.000	2,53
	267.000	2,15	409.000	4,79

De expense ratio wordt berekend door de kosten te delen door de gemiddelde intrinsieke waarde gedurende het jaar. De gemiddelde intrinsieke waarde wordt berekend op basis van de intrinsieke waarde van het fonds per 31 december, 31 maart, 30 juni, 30 september en 31 december. Hierbij worden de beide bedragen per 31 december voor de helft meegewogen. De gemiddelde intrinsieke waarde over 2004 bedraagt € 12.409.000 (2003: € 8.564.000).

De transactiekosten die worden gemaakt bij de aankoop en verkoop van beleggingen worden opgenomen in de kostprijs respectievelijk verkoopopbrengst van de betreffende beleggingen en zijn daarom niet opgenomen in de expense ratio. Niet opgenomen zijn de kosten verband houdende met het toe- en uittreden van participanten, welke worden gedekt uit de ontvangen op- en afslagen.

10. Gelieerde partijen en uitbesteding kerntaken

- Het beheer van het fonds wordt gevoerd door Veer Palthe Voûte (VPV) NV, waarvoor een vaste vergoeding van 0,375% per kwartaal over het fondsvermogen per het einde van het kwartaal wordt betaald. De vergoeding wordt in de winst-en-verliesrekening als 'beheerkosten' verantwoord.
- Tevens heeft de beheerder recht op een variabele vergoeding indien de intrinsieke waarde van het fonds in een kalenderjaar is gestegen. De variabele vergoeding bedraagt 10% van het netto meerrendement dat boven het rendement op de MSCI Emerging Markets Index is behaald. Over 2004 is het fonds geen variabele vergoeding verschuldigd (over 2003 € 216.729).
- Tussenpersonen, waaronder Veer Palthe Voûte (VPV) NV, kunnen een plaatsingsvergoeding ontvangen voor bij beleggers geplaatste aandelen.
- Veer Palthe Voûte (VPV) NV treedt op als bankier van het fonds. Voor de rekening-courant gelden marktconforme voorwaarden.
- Stichting Beleggersgiro VPV-fondsen onderhoudt het aandelengirosysteem van het fonds.
- De administratie van het fonds geschiedt door Veer Palthe Voûte (VPV) NV, waarvoor geen separate vergoeding wordt betaald.
- Administratiekantoor van De Twentsche Trust-Maatschappij BV treedt op als bewaarbedrijf van de door het fonds gehouden beleggingen. De vergoeding bedraagt 0,08% over de vermogenswaarde van het fonds, met een minimum van € 5.445.

Gouda, 28 februari 2005

De beheerder,
Veer Palthe Voûte (VPV) NV

EFFECTENPORTEFEUILLE PER 31 DECEMBER 2004

	Marktwaaarde in €	Belang in % van het fondsvermogen
Brazilië		
Companhia Paranaese de Energia	262.536	2,1
I-Shares MSCI Brazil Index fund	979.664	7,8
China		
China Southern Airlines	232.336	1,8
Great Wall Automobile	202.586	1,6
China Eastern Airlines	242.253	1,9
China Shipping Container Lines	147.571	1,2
Hang Seng H-share Index Fund	312.710	2,5
Luen Thai Holdings	114.043	0,9
Tack Fat Group	137.755	1,1
India		
India Fund	1.522.722	12,1
India Fund rights	44.094	0,3
Maleisië		
I-Shares MSCI Malaysia Index Fund	629.910	5,0
Mexico		
Empresas ICA	170.876	1,4
I-Shares MSCI Mexico Index Fund	646.502	5,1
Industrias Bachoco	214.605	1,7
Oost-Europa		
Baring Emerging Europe Fund	647.826	5,1
Panama		
Banco Latino Americano	146.392	1,2
Rusland		
Templeton Russia Fund	444.241	3,5
Taiwan		
I-Shares MSCI Taiwan Index Fund	1.593.716	12,6
Thailand		
Thai Fund	762.205	6,0
Zuid-Afrika		
I-Shares South Africa Index Fund	525.953	4,2
Zuid-Korea		
Hyundai Motor	238.602	1,9
I-Shares MSCI South Korea Index Fund	1.546.142	12,3
Kookmin Bank	215.182	1,7
Wereldwijd		
Millicom	166.874	1,3
Totaal	12.147.296	96,3
Valutaire verdeling marktwaarde:		
USD		80,2
HKD		11,0
GBP		5,1
		96,3

WINSTBESTEMMING

Volgens artikel 8 van de voorwaarden van beheer en bewaring worden de inkomsten van het fonds niet uitgekeerd, doch aan het vermogen van het fonds toegevoegd.

BELANGEN BEHEERDER EN RAAD VAN TOEZICHT

De beheerder en de leden van de raad van toezicht hadden op 31 december 2004 het volgende belang in beleggingen van Dresdner VPV Emerging Markets Fund (belangen in aantallen).

China Shipping Container Lines 109.000

Ingevolge de onderdelen a en c van de circulaire van De Nederlandsche Bank NV van 15 oktober 1993 zijn ontheffingen verleend van de verplichting tot publicatie van:

- belangen van de beheerder die door middel van een vrijhandovereenkomst worden aangehouden.
- mutaties gedurende het boekjaar van de belangen van de beheerder in effecten, zoals gedefinieerd in artikel 1 Wet toezicht beleggingsinstellingen.

GROTE BELEGGERS

Stichting Beleggersgiro VPV-fondsen kan worden aangemerkt als een grote belegger in de zin van artikel 1 lid f Besluit toezicht beleggingsinstellingen.

Gedurende de verslagperiode hebben geen op grond van artikel 21 Btb te vermelden transacties plaatsgevonden.

OPDRACHT

Wij hebben de jaarrekening 2004 van Dresdner VPV Emerging Markets Fund te Gouda, opgenomen op bladzijde 10 tot en met 19, gecontroleerd.

De jaarrekening is opgesteld onder verantwoordelijkheid van de beheerder van het fonds. Het is onze verantwoordelijkheid een accountantsverklaring inzake de jaarrekening te verstrekken.

WERKZAAMHEDEN

Onze controle is verricht overeenkomstig in Nederland algemeen aanvaarde richtlijnen met betrekking tot controleopdrachten. Volgens deze richtlijnen dient onze controle zodanig te worden gepland en uitgevoerd, dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de jaarrekening geen onjuistheden van materieel belang bevat.

Een controle omvat onder meer een onderzoek door middel van deelwaarnemingen van informatie ter onderbouwing van de bedragen en de toelichtingen in de jaarrekening.

Tevens omvat een controle een beoordeling van de grondslagen voor financiële verslaggeving die bij het opmaken van de jaarrekening zijn toegepast en van belangrijke schattingen die de beheerder van het fonds daarbij heeft gemaakt, alsmede een evaluatie van het algehele beeld van de jaarrekening. Wij zijn van mening dat onze controle een deugdelijke grondslag vormt voor ons oordeel.

ORDEEL

Wij zijn van oordeel dat de jaarrekening van Dresdner VPV Emerging Markets Fund een getrouw beeld geeft van de grootte en de samenstelling van het vermogen op 31 december 2004 en van het resultaat over 2004 in overeenstemming met in Nederland algemeen aanvaarde grondslagen voor financiële verslaggeving en voldoet aan de wettelijke bepalingen inzake de jaarrekening zoals opgenomen in Titel 9 boek 2 BW en in de Wet toezicht beleggingsinstellingen.

Amsterdam, 28 februari 2005

Deloitte Accountants BV

DRESDNER VPV EMERGING MARKETS FUND

Oosthaven 52
Postbus 3155
2800 CG GOUDA
telefoon: 0182-597777
telefax: 0182-597759
e-mail: info@vpv.nl
internet: www.vpv.nl

BEHEERDER

Veer Palthe Voûte (VPV) NV
Oosthaven 52, 2801 PE Gouda

RAAD VAN TOEZICHT

Drs. G. de Bruin, voorzitter
Drs. A.J. van Oostveen, vice-voorzitter
Drs. D. de Jong

BEWAARDER

Administratiekantoor van De Twentsche Trust-Maatschappij BV
Strawinskylaan 3105 , 1077 ZX Amsterdam

JURIDISCH ADVISEUR

Loyens & Loeff
Fred. Roeskestraat 100, 1076 ED Amsterdam

FISCAAL ADVISEUR

KPMG Meijburg & Co.
Burg. Rijnderslaan 10, 1185 MC Amstelveen

ACCOUNTANT

Deloitte Accountants BV
Orlyplein 50, 1043 DP Amsterdam

BANK

rekening nummer 73.39.67.949
t.n.v. VPV Beleggersgiro
o.v.v. Emerging Markets Fund