

PROFIELSCHETS	3
PREADVIES	4
VERSLAG VAN DE BEHEERDER	5
Economische ontwikkelingen	5
Beleggingsbeleid	7
Resultaat	9
Vooruitzichten	9
Overige ontwikkelingen	10
Meerjarenoverzicht	10
JAARREKENING	11
Balans per 31 december 2003	11
Winst-en-verliesrekening over 2003	12
Kasstroomoverzicht over 2003	13
Toelichting op de balans en de winst-en-verliesrekening	14
Effectenportefeuille per 31 december 2003	19
OVERIGE GEGEVENS	20
Winstbestemming	20
Belangen beheerder en raad van toezicht	20
Grote beleggers	20
Accountantsverklaring	21
ADRESGEGEVENS	22

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 top-down benadering zowel direct als indirect in een groot aantal opkomende markten. Een top-down 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 vanuit 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 functioneert als een open-end beleggingsinstelling. Dit betekent dat het fonds op aanvraag participaties uitgeeft tegen een koers die gelijk is aan de wekelijks te berekenen intrinsieke waarde, verhoogd met een opslag van maximaal 2%, alsmede dat het fonds desgevraagd participaties van beleggers inkoopt eveneens tegen de intrinsieke waarde, vermindert met een afslag van maximaal 1%.

De opslag en afslag dienen ter dekking van kosten zoals kapitaalbelasting en de aan Veer Palthe Voûte (VPV) NV en tussenpersonen te betalen plaatsvergoeding, provisie en inkoopkosten.

De beheerder behoudt zich het recht voor zowel de inkoop als de uitgifte van participaties tijdelijk te staken indien zich bijzondere omstandigheden voordoen.

Toe- en uittrekking kan uitsluitend via het fonds zelf geschieden.

Het fonds is vrijgesteld van belastingen en is fiscaal transparant. Dit houdt in dat rente en dividenden pro rata parte worden doorgerekend naar de participatiehouders

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

Het totaalrendement over de periode 30 mei 1997 (de datum van oprichting van het fonds) tot en met 31 december 2003 bedraagt -11,1%. De MSCI Emerging Markets behaalde over deze periode een rendement van -26,2%.

Dit jaar bedraagt de performance van het fonds 54,1% terwijl de MSCI Emerging Markets een rendement van 26,7% 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.

Hierbij presenteren wij u het jaarverslag van Dresdner VPV Emerging Markets Fund over het boekjaar 2003. Krachtens de Voorwaarden van beheer en bewaring heeft het fonds een raad van toezicht, die tot taak heeft toezicht te houden op het beleid van de beheerder en de algemene gang van zaken rondom het fonds, in het kader van de behartiging van de belangen van de participanten.

De heer drs. R. Clement is op zijn verzoek wegens drukke werkzaamheden teruggetreden als voorzitter van de raad van toezicht. Wij zeggen hem dank voor de zeer gewaardeerde tijd en zorg die hij aan het fonds heeft gewijd. De heer drs. G. de Bruin, die al lid was van de raad, is bereid gevonden de vacature voor de functie van voorzitter te vervullen. In de ontstane vacature in de raad is voorzien middels het aantreden van de heer drs. D. de Jong. De heer De Jong heeft een grote ervaring in de financiële wereld, opgedaan in functies bij de ABN, de Robeco Groep en HSBC Investment Bank NV.

De raad van toezicht kwam gedurende het jaar 2003 vijf maal in vergadering bijeen. Tijdens deze bijeenkomsten werd met de beheerder gesproken over de resultaten van het fonds en over het gevoerde beheer. Ook is gesproken over de voortgang van het vooronderzoek door het Openbaar Ministerie bij Veer Palthe Voûte (VPV) en de mogelijke gevolgen daarvan voor het fonds. Buiten de officiële vergaderingen om wordt door commissarissen en de beheerder regelmatig overleg gevoerd over zaken die betrekking hebben op het fonds.

Het doet de raad genoeg vast te stellen dat het resultaat van het fonds reden geeft tot tevredenheid, zowel vanwege de absolute hoogte van het behaalde rendement als vanwege de relatieve prestatie ten opzichte van de relevante index.

Wij namen kennis van de goedkeurende accountantsverklaring van Deloitte Accountants en bevelen u aan de jaarrekening vast te stellen en de beheerder decharge te verlenen voor het gevoerde beheer.

Gouda, 16 maart 2004

De raad van toezicht	drs. G. de Bruin, voorzitter drs. A.J. van Oostveen, vice-voorzitter drs. D. de Jong
----------------------	--

Drs. G. de Bruin is voorzitter van de raad van toezicht van het fonds sinds 24 april 2003 en heeft zitting in de Raad sinds 8 mei 2001. De heer De Bruin is oud-directeur van Robeco. Overige commissariaten/nevenfuncties zijn o.a.:

- Lid raad van toezicht van Dresdner VPV Europe Fund en Phoenix Fund;
- Commissaris van Dresdner VPV Dynamic Interest Fund NV en Dresdner VPV HollandHaven NV;
- Lid van de Business Advisory Board van BTF, dit is een beleggingsfonds dat belegt in ondernemingen die actief zijn op het gebied van biotechnologie.

Drs. A.J. van Oostveen is vice-voorzitter van de raad van toezicht van het fonds. Hij heeft zitting in de Raad sinds 6 februari 1998. De heer Van Oostveen is oud-directeur van Robeco. Overige commissariaten/nevenfuncties zijn o.a.:

- Voorzitter van de Vereniging van Effectenbezitters;
- Lid raad van toezicht van Dresdner VPV Europe Fund en Phoenix Fund;
- Commissaris van Dresdner VPV HollandHaven NV, Dresdner VPV Dynamic Interest Fund NV en Delta Deelnemingen Fonds NV.

Drs. D. de Jong heeft zitting in de raad van toezicht van het fonds sinds 15 januari 2004. De heer De Jong is directeur van Midirasmus BV en oud-directievoorzitter van HSBC Investment Bank (Netherlands) NV. Overige commissariaten/nevenfuncties zijn o.a.:

- Lid raad van toezicht van Dresdner VPV Europe Fund en Phoenix Fund;
- Commissaris van Dresdner VPV Dynamic Interest Fund NV en Dresdner VPV HollandHaven NV.

ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN

Evenals in het voorgaande jaar hebben de emerging markets het globaal bekeken aanzienlijk beter gedaan dan de aandelenmarkten van de ontwikkelde landen. Zo steeg in 2003 de MSCI Emerging Markets met 26,7% en de MSCI-World index met slechts 9,4%.

In tegenstelling tot het voorgaande jaar kon de regio Latijns-Amerika (+ 40%) beter presteren dan Azië (+23%) en de Emerging Eastern Europe & Africa regio (EMEA) liet een plus van 31% zien.

De emerging markets lijken steeds meer te profiteren van de algehele trend naar globalisering. Stonden de 80-er jaren nog in het teken van Latijns-Amerikaanse schuldencrisis, de 90-er jaren werden –wederom na een aantal crises- benut voor het doorvoeren van onorthodoxe maatregelen in de emerging markets. De vruchten hiervan worden in het huidige decennium geplukt. Een mondiaal gunstig monetair klimaat en de beginfase van een herstel van de Amerikaanse economie gepaard gaande met een ten einde lopen van de deflationaire trend, zorgden voor sterk oplopende aandelenmarkten in de emerging markets. Het herstel van de Japanse economie vormde ook een drijfveer. Het risico van een domino-effect binnen de emerging markets, waarbij een crisis in het ene land overslaat op het andere land, lijkt vooralsnog sterk verminderd zo niet verdwenen. Zo werden de problemen rondom creditcardmaatschappijen als LG Card in Zuid-Korea en een affaire rondom oliemaatschappij Yukos in Rusland door de markt als lokale problemen beschouwd.

De ontwikkelingen in **Azië** stonden vooral in het teken van **China**. Hoewel de economische groei met bijna 9% wederom ook voor emerging markets begrippen hoog was, was het de kapitaalsinstroom die verraste. Ten eerste vanwege het steeds verder oplopende handelsoverschot met de Verenigde Staten, ten tweede door de sterke instroom van buitenlands kapitaal in de vorm van directe investeringen en buitenlandse participatie in aandelenemissies. De Chinese centrale bank was genooddaakt een krap monetair beleid te gaan voeren en specifieke maatregelen te nemen zoals het afremmen van de onroerendgoedsector. Met gerichte belastingmaatregelen werd daarnaast de economie bijgestuurd en middels een kapitaalsinjectie werden twee grote Chinese banken voorbereid op een aanstaande beursemissie. Een gezond bankstelsel is van belang voor een meer open economie. Op termijn zal hierdoor ruimte ontstaan voor een flexibele wisselkoers. Vanwege de tekorten op de Amerikaanse lopende rekening en vanwege de concurrentiekracht van de rest van Azië, wordt een appreciatie van de Renminbi wenselijk geacht. De meeste Aziatische valuta apprecieerden ten opzichte van de dollar. Vooralsnog zijn de Aziatische landen echter bereid het overgrote deel van het tekort op de Amerikaanse lopende rekening te financieren. De VS blijft voor Azië, en China in het bijzonder, een belangrijke afzetmarkt, welke niet ontwricht dient te worden.

India en Thailand vielen ook op vanwege een sterk aantrekkende economische groei, in 2003 met 7,1% respectievelijk 6%. In beide landen namen ook de investeringen toe, wat met uitzondering van China in de rest van Azië (nog) niet geschiedde. **India** liet in het laatste kwartaal zelfs een jaar op jaar groei van 8% zien. Dit werd gedreven door een toenemende export van IT-servicediensten en een trend naar “outsourcing” van backoffice-activiteiten vanuit de Verenigde Staten en andere westerse landen met een aanmerkelijk hoger loonpeil. De voor India zo belangrijke agrarische sector profiteerde van gunstige weersomstandigheden en politiek gezien was er hoop op vrede met Pakistan.

In **Thailand** trokken in het tweede halfjaar de investeringen in de exportsector fors aan, anticiperend op het aantrekken van de wereldeconomie. In de auto-industrie werden de meeste investeringen gedaan, alsook in de elektronica, waarmee bewezen is dat Thailand de concurrentie met China op dit gebied aankan. Bedenklijk zijn de met leningen gefinancierde consumptie en de stijgende onroerendgoedprijzen, die op een oververhitting lijken te wijzen. Specifieke maatregelen zijn op termijn te verwachten naast een monetaire verkrapping. Na China en India groeide in Azië Thailand met 6% het sterkst.

Minder voortvarend, doch met nog aanzienlijke groei, verging het de economieën van Taiwan, Zuid-Korea, de Filippijnen, Indonesië en Maleisië. **Taiwan** profiteerde van een herstel van de technologie-export naar vooral Japan. Structureel blijft het land traag in het doorvoeren van hervormingen ter ondersteuning van de binnenlandse vraag. De verkiezingen in 2004, alsmede het verbeteren van de betrekkingen met China kunnen dit verbeteren. **(Zuid-)Korea** kwam door het nucleaire programma van Noord-Korea en de problemen in de creditcardsector negatief in het nieuws. Met een aantal adequate maatregelen kon de crisis alsnog worden beteugeld. De sterk stijgende onroerendgoedprijzen geven echter aanleiding tot zorg.

In de rest van Azië vielen de inspanningen van de regering Megawatti op om **Indonesië** zowel economisch als politiek te stabiliseren na de diverse bomaanslagen. Zij lijkt hierin succesvol te zijn. Minder gelukkig verliep dit in de **Filippijnen**, dat weliswaar ook profiteerde van een aantrekkelijke technologie-export, doch een terughoudendheid ziet in investeringen en consumptie. De politieke onzekerheid (militaire coups) is hier debet aan en het valt te bezien of de aanstaande verkiezingen hierin verandering zullen brengen. Ook voor de economie van **Maleisië** zullen de verkiezingen in 2004 bepalend zijn. Het land profiteerde het afgelopen jaar nog steeds van een aan de dollar gekoppelde valuta, waardoor het relatief goedkoop werd ten opzichte van de rest van Azië. Vooral de export van chips profiteerde hiervan. De verkiezingen kunnen de doorbraak vormen voor het doorvoeren van wijzigingen in het monetaire beleid zijn.

Ook de twee stadstaten **Singapore** en **Hongkong** konden in 2003 het economisch dieptepunt zien. Na de uitbraak van SARS in de eerste helft van het jaar was er later in het jaar een opvallend herstel van het toerisme in beide steden. Voor Hongkong betekende een economische overeenkomst met China een extra stimulans voor het toerisme vanuit dat land. Ook stabiliseerden de onroerendgoedprijzen en lijkt het algehele vertrouwen na jaren van deflatie weer terug te komen bij de consument.

De ontwikkelingen in de **EMEA-regio** waren tweërlei: enerzijds de uitbreiding van de EU, anderzijds in Rusland de turbulentie rondom de vete tussen Putin en de oligarchen. Desondanks waren in de regio over het algemeen de economische ontwikkelingen positief. Dit gold met name voor Rusland, Turkije en relatief gezien ook voor Zuid-Afrika.

Aan de vooravond van de toetreding van Polen en Hongarije tot de EU, deden zich het afgelopen jaar in beide landen complicaties voor bij de uitvoering van het fiscaal-economische beleid. In **Polen** rezen vragen over dit beleid na toetreding tot de EU. Tegelijkertijd deed de Poolse economie het, gedreven door export en een lage inflatie, echter uitstekend.

Turkije deed meer inspanningen om versneld tot de EU te kunnen toetreden. De economie en de aandelenbeurs bevinden zich in een opgaande spiraal sinds de verkiezingen van een jaar geleden. Ook lijkt een oplossing voor de kwestie Cyprus dichterbij te komen.

De groei van de Turkse economie was hoog, maar die van **Rusland** was de beste in de EMEA-regio: zij groeide 6,5% dit jaar. De hogere prijzen voor energie en andere grondstoffen werkten positief voor de Russische begrotingssituatie. De herverkiezing van Putin dit jaar leidde tot verdergaande samenwerking tussen zijn regering en de Duma, wat in de jaren ervoor altijd problematisch was. Het leidde uiteindelijk tot een serieuze aanpak van de oligarchen, die zich begin negentiger jaren aan de privatiseringen verrijkt hadden. De leiding van olie-gigant Yukos belandde in de gevangenis, terwijl een geplande grote overname door het bedrijf voorlopig bevroren werd. Hoewel dit op lange termijn als een positieve ontwikkeling mag worden beschouwd, heeft het voorlopig een negatieve impact op de bereidheid van het buitenland om in Rusland te investeren.

Zuid-Afrika kon evenals Rusland profiteren van stijgende grondstofprijzen, een competitief geprijsde valuta en een ruim monetair beleid. Er zijn tekenen van een economisch herstel, maar met een groei van een kleine 2% in het afgelopen jaar voldoet het land niet aan de verwachtingen die men van de groei van een economie in emerging markets heeft.

Na een voor **Latijns-Amerika** dramatisch verlopen jaar 2002, onder meer als gevolg van een zwakke Amerikaanse economie en de schulden crisis in Argentinië, deed zich hier gedurende het verslagjaar het spiegelbeeld voor. Na haar aanstelling aan het begin van het jaar won in **Brazilië** de regering Lula steeds meer aan krediet bij investeerders. Het land kwam in een positieve spiraal terecht van toenemende directe investeringen, dalende inflatie en rente en een fors sterkere valuta. Lula heeft thans zoveel ruimte gecreëerd dat hij in staat is de werkloosheid structureel aan te pakken, en daar was hij initieel door de bevolking voor gekozen. Een aantrekkelijke industriële groei en export richting Europa en de VS kunnen hierbij een stimulans zijn, waarbij de valuta mag verzwakken.

De oplossing van de **Argentijnse** schulden crisis die in 2001 begon lijkt voortvarender te lopen dan velen hadden gevreesd. Wederom bleek de impact mee te vallen, na eerdere ervaringen met crises in Rusland en Ecuador.

Een voordeel bij het oplossen van de schulden crisis is dat het overgrote deel van de schuld aan buitenlandse overheidsinstanties is. Het IMF is schappelijk in het verlenen van kredieten, niet in de laatste plaats doordat de belangen van buitenlandse investeerders groot zijn. Een voorbeeld zijn de belangen van Spanje en Portugal in de Argentijnse elektriciteitssector. Punt van aandacht is nog steeds de compensatie die banken willen voor de destijds doorgevoerde devaluering van de Peso. Met 7% groei deed de Argentijnse economie het het best op het continent. Hierbij moet wel worden aangetekend dat de economie uit een diep dal kwam.

Voorts kon **Venezuela** van stijgende olieprijs profiteren, maar blijft de situatie rondom president Chavez penibel. **Chili** tenslotte profiteerde ook van stijgende grondstofprijzen (koper), maar zag verder weinig stimulans in de lokale economie.

BELEGGINGSBELEID

Het beleid was op twee pijlers gestoeld. Ten eerste werd een verder herstel van de wereld-economie voorzien. Dit is gunstig voor met name de Aziatische aandelenmarkten, die hier van sterk afhankelijk zijn vanwege hun export naar de VS. Ten tweede werd binnen het fonds geprofiteerd van de extreem lage waarderingen van individuele aandelen die gedurende het jaar 2002 en begin 2003 waren ontstaan.

Vanwege de gunstige interne ontwikkelingen in China, behielden we gedurende het eerste halfjaar de cyclische aandelen in dat land. Dit waren *China Shipping*, *Yizheng Chemical*, *Jiangxi Copper*, *Legend* en *Yanzhou Coal*. Deze werden in juni met een zeer fraaie winst verkocht vanwege de vrees voor liquiditeitsverkrappende maatregelen in China. Relatief betere kansen deden zich voor in Taiwanese technologiefondsen als *UMC* en *TSMC*, temeer daar zich ook in Japan in deze sector een duidelijk herstel van de investeringen aftekende.

In China werd vervolgens gezocht naar aandelen met een aantrekkelijke waardering. Deze werd gevonden in het Chinese onroerendgoedaandeel *Shanghai Real Estate*. Dit is laaggeprijsd na de maatregelen van de overheid tegen de oververhitting van de onroerendgoedsector. Tevens zou deze bij de overgang van deflatie naar inflatie bij een zwakke dollar optimaal profiteren. Ook in de Chinese luchtvaartmaatschappijen werd een aanzienlijke weging genomen (*China Southern* en *China Eastern Airlines*). Deze stonden fors onder druk ten tijde van de SARS-epidemie. De Chinese luchtvaart zit ook in een bijzondere herstructurering die zeer gunstig zal zijn voor de winstgevendheid. Hiermee was China gedurende het jaar steeds met gemiddeld 30% in de portefeuille vertegenwoordigd. Wel vond na een forse koerswinst een gedeeltelijke afbouw van de Chinese luchtvaart aandelen plaats.

Vanwege de gunstige macro-economische ontwikkelingen in Thailand en India kochten we hier respectievelijk het *Thai Fund* en het *India Fund* welke beide aan de beurs van New York zijn genoteerd. Om na een fraai herstel in de semiconductorwaarden eveneens van een breder herstel van de Taiwanese economie te kunnen profiteren, verruilden we UMC en TSMC voor zogenoemde *i-shares Taiwan*. Dit zijn aan de beurs van New York genoteerde mandjes van aandelen, waarmee met een optimale spreiding in een bepaald land kan worden belegd. Om dezelfde reden verruilden we het *Koreaanse Samsung* voor *i-shares Korea*. Ook kochten we het veelbelovende *Curitel*, een Koreaanse mobiele telefoniefabrikant met expansieplannen in de VS. Taiwan werd overwogen, omdat het de verwachting is dat in 2004 de markt voor buitenlanders meer toegankelijk wordt gemaakt, hetgeen een kapitaalinstroom zal veroorzaken.

In de EMEA-regio deed zich gedurende de Irak-oorlog een gunstige gelegenheid voor de Turkse markt tegen aantrekkelijke prijzen in de portefeuille op te nemen. We kochten de *Akbank*, die optimaal van het beëindigen van de oorlog profiteerde en met een fraaie winst werd verkocht. In Rusland namen we afscheid van *Gazprom*, vanwege interessantere mogelijkheden elders. We keerden terug in deze markt toen de strijd rondom Yukos een hoogtepunt bereikte en het aandeel *Yukos* tegen een zeer lage waardering kon worden opgenomen. Rusland als geheel bleef echter onderwogen. In Polen namen we via het *RG Zelfselect Poland Fund* pas een wegging toen door de markt te veel accent werd gelegd op de budgettaire perikelen en niet op de onderliggende gunstige economische groei.

De EMEA-regio bleef gedurende het gehele jaar zwaar onderwogen, daar zich in zowel Azië, maar met name in Latijns-Amerika, relatief meer interessante beleggingsmogelijkheden voordeden. Het herstel van Brazilië en de voortgang in de sanering van de Argentijnse schuld had een zeer positieve invloed op *Bladex*, een exportfinancieringsbank. Een doorbraak in een juridisch conflict over tarieven, alsmede de algehele belangstelling voor Brazilië zette het aandeel *Copel* hoger. We namen echter in de tweede helft van het jaar winst op deze aandelen en verruilden deze deels voor *i-shares Brazil*, opdat we ook van andere nog achtergebleven sectoren en aandelen optimaal konden profiteren. De Braziliaanse markt was gedurende het gehele jaar voor tenminste 20% in de portefeuille opgenomen en daarmee fors overwogen.

Tenslotte werd in Mexico de positie in bouwonderneming ICA verder uitgebreid toen bekend werd dat een invloedrijke Mexicaanse investeringsfamilie de herkapitalisering van het bedrijf op zich had genomen. ICA profiteerde daarnaast van nieuwe opdrachten voor infrastructurele werken.

Het dollarrisico was gedurende het gehele jaar niet afgedekt. Per jaareinde bedroeg de kaspositie 6,7% van het totale vermogen.

Jaarlijkse economische groei 2003 tot 2005

	2003e	2004e	2005e
Argentinië	7.0	5.0	3.3
Brazilië	0.3	3.5	4.0
Mexico	1.5	3.1	3.2
Venezuela	-12.1	10.5	9.0
China	8.7	8.5	8.2
Hongkong	2.5	5.8	4.2
Indonesië	3.9	4.8	5.0
Maleisië	5.0	6.0	6.0
Korea	2.5	5.8	6.5
Taiwan	3.0	4.4	4.3
Thailand	6.0	7.0	6.8
India	7.1	6.2	6.3
Rusland	6.5	6.5	6.0
Zuid-Afrika	1.9	2.8	3.4
Turkije	5.8	5.0	5.0

(bron: Citigroup december 2003) voor belangrijkste emerging markets (in procenten)

RESULTAAT

De emerging markets beleefden een ongekend goed jaar. De MSCI Emerging Markets, de benchmark voor het fonds, steeg in eurotermen met 26,7%. De intrinsieke waarde per participatie Dresdner VPV Emerging Markets Fund steeg van €26,17 tot €40,34 ofwel met 54,1%. Hiermee werd de doelstelling van het fonds, het verslaan van de benchmark, ruimschoots gehaald. Door het goede beleggingsresultaat over 2003 komt de beheerder in aanmerking voor de in het prospectus vastgelegde variabele vergoeding (performance fee). Deze bedraagt €216.729.

Op 31 december 2003 stonden 292.125 participaties uit, een stijging van 14.380 participaties, waaruit de toegenomen belangstelling voor de emerging markets bleek.

Het vermogen van het fonds bedroeg op 31 december 2003 €11,8 miljoen.

VOORUITZICHTEN

De emerging markets hebben reeds een zeer goede periode achter de rug. De beheerder van het fonds voorziet echter verder oplopende aandelenmarkten. De rente is laag, de groei in de VS herstelt en de inflatie houdt zich in de meeste emerging markets nog duidelijk binnen de grenzen. Incidenten zullen zich in de emerging markets blijven voordoen en bleken de afgelopen jaren eerder kansen dan bedreigingen te zijn. Zeer interessant is het feit dat de grote emerging markets als China, India en Brazilië met structurele hervormingen komen, op een wijze die in deze landen voorheen ondenkbaar was. In China is bijvoorbeeld de herstructurering van het bankensysteem zeer bemoedigend.

De beheerder is van mening dat het huidige decennium het tijdperk is van de globalisering waarvan de emerging markets maximaal kunnen profiteren.

OVERIGE ONTWIKKELINGEN

Er loopt nog een gerechtelijk vooronderzoek jegens Veer Palthe Voûte (VPV) NV en enkele van haar medewerkers, wegens vermeend gebruik van koersgevoelige informatie in de periode van september 1999 tot en met 2 december 1999. De verwachting is dat het onderzoek in de loop van 2004 zijn afronding zal vinden. In 2003 zijn, na een aanwijzing van De Nederlandsche Bank, de heren J.R. Voute en M.J. van Wulfften Palthe teruggetreden uit de directie van Veer Palthe Voûte NV. In aansluiting hierop is hun dienstverband met de onderneming beëindigd.

De heren P.M.J. Hoorneman en G.J.J. van 't Hof (per 1 september 2003) zijn aangesteld als statutair directeur van Veer Palthe Voûte NV.

De heer Hoorneman nam de functie van directeur financiële en operationele zaken al gedurende 2003 waar. Hij is tevens directeur van Dresdner Bank AG Amsterdam en heeft jarenlange ervaring op het gebied van bankbestuur en vermogensbeheer.

De heer Van 't Hof heeft binnen de directie de verantwoordelijkheid op zich genomen voor Beleggingen. Hij beschikt eveneens over een jarenlange ervaring als bankier en vermogensbeheerder en was voorheen werkzaam bij de Robeco Groep en bij MeesPierson NV.

Samen met de heer J.A. van Ketwich Verschuur vormen de heren Van 't Hof en Hoorneman thans de directie van Veer Palthe Voûte (VPV) NV.

Meerjarenoverzicht (x € 1.000)					
	2003	2002	2001	2000	1999
Opbrengsten uit beleggingen	121	283	160	160	69
Waardeveranderingen van beleggingen	4.030	-843	861	-1.670	2.628
Kosten	-409	-169	-118	-153	-211
Resultaat	3.742	-729	903	-1.663	2.486

Gouda, 16 maart 2004

De beheerder
Veer Palthe Voûte (VPV) NV,

BALANS PER 31 DECEMBER 2003 (IN €1.000)

NA WINSTBESTEMMING

	31-12-03	31-12-02
ACTIVA		
Beleggingen		
Aandelen	11.290	7.282
Vorderingen		
Overige vorderingen	0	28
Overige activa		
Liquide middelen	790	211
	12.080	7.521
PASSIVA		
Fondsvermogen		
	11.785	7.269
Kortlopende schulden		
Overige kortlopende schulden en overlopende passiva	295	252
	12.080	7.521

WINST-EN-VERLIESREKENING OVER 2003 (IN €1.000)

	2003	2002
Opbrengsten uit beleggingen		
Rentebaten	14	36
Dividenden	107	247
	121	283
Waardeveranderingen van beleggingen		
Gerealiseerd	662	816
Niet-gerealiseerd	3.368	-1.659
	4.030	-843
Totaal opbrengsten	4.151	-560
Kosten		
Beheerkosten vast	138	117
Beheerkosten variabel	216	0
Afschrijving immateriële vaste activa	0	12
Overige bedrijfskosten	55	40
	-409	-169
Resultaat boekjaar	3.742	-729

KASSTROOMOVERZICHT OVER 2003 (IN €1.000)

	2003	2002
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten		
Aankopen van beleggingen	-21.219	-12.626
Verkopen van beleggingen	21.064	9.235
Ontvangen netto-dividenden	125	230
Ontvangen rentebaten	14	41
Betaalde beheer- en overige kosten	-180	-166
	-196	-3.286
Kasstroom uit financieringsactiviteiten		
Ontvangen bij herplaatsing participaties	2.102	2.849
Betaald bij inkoop participaties	-1.328	-598
	774	2.251
Mutatie geldmiddelen	578	-1.035
Geldmiddelen per 1 januari	212	1.246
Geldmiddelen per 31 december	790	211
Mutatie verslagperiode	578	-1.035

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 anderzijds.

TOELICHTING OP DE BALANS

Beleggingen		
Hieronder volgt een overzicht van de mutaties in de beleggingen:		
	2003	2002
Marktwaaarde per 1 januari	7.282.000	4.637.000
Aankopen	21.030.000	12.733.000
Verkopen	-21.053.000	-8.970.000
Koersresultaten:		
gerealiseerd	3.369.000	552.000
niet-gerealiseerd	662.000	-1.670.000
	4.008.000	2.645.000
Marktwaaarde per 31 december	11.290.000	7.282.000

Op bladzijde 19 is een specificatie van de effectenportefeuille opgenomen.

Vorderingen
De vorderingen per 31 december 2002 betreffen in hoofdzaak nog niet-gerealiseerde winsten op valutatermijncontracten en te ontvangen dividenden.

Liquide middelen
Dit betreft het saldo van de bankrekening aangehouden bij Veer Palthe Voûte (VPV) NV.

Fondsvermogen

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

	2003	2002
Stand begin verslagperiode	7.269.000	5.747.000
Inkoop	-1.328.000	-598.000
Heruitgifte ingekochte participaties	2.102.000	2.849.000
	774.000	2.251.000
Resultaat verslagperiode	3.742.000	-729.000
Stand einde verslagperiode	11.785.000	7.269.000

Het verloop in aantallen participaties luidt als volgt:

	2003	2002
Stand begin verslagperiode	277.745	207.760
Inkoop	-41.050	-24.011
Heruitgifte ingekochte participaties	55.430	93.996
	14.380	69.985
Stand einde verslagperiode	292.125	277.745

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 2001	5.747.000	207.760	27,66
31 december 2002	7.269.000	277.745	26,17
31 december 2003	11.785.000	292.125	40,34

Kortlopende schulden

Hieronder zijn opgenomen nog af te wikkelen effectentransacties en nog te betalen beheerkosten, beloning raad van toezicht, bewaarkosten, plaatsingsvergoeding en overige kosten.

Niet uit de balans blijvende verplichtingen

Per 31 december 2003 stonden geen valutatermijncontracten open.

TOELICHTING OP DE WINST-EN-VERLIESREKENING

Opbrengsten

De in de winst-en-verliesrekening opgenomen dividenden betreffen de netto ontvangen bedragen, derhalve na aftrek van ingehouden dividendbelasting. In de post waardeveranderingen zijn opgenomen de gerealiseerde en niet-gerealiseerde koersresultaten op effecten en op valutatermijntransacties.

Kosten

Overige bedrijfskosten

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

Aan tussenpersonen waaronder Veer Palthe Voûte (VPV) NV is over 2003 een totale vergoeding betaald van € 36.045 (2002: € 30.900) voor hun inspanningen nieuwe aandelen in het fonds te plaatsen bij beleggers. In de winst-en-verliesrekening zijn deze kosten en de ontvangen opslagen en afslagen gesaldeerd.

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 per het einde van het kwartaal. Door het bijzonder goede beleggingsresultaat over 2003 komt de beheerder in aanmerking voor de in het prospectus vastgelegde variabele vergoeding (performance fee). Deze vergoeding is als variabele beheerkosten verantwoord.

Conform het prospectus bedraagt de beloning voor de raad van toezicht maximaal € 9.075 per jaar.

Over 2003 is € 5.969 in rekening gebracht (2002: € 4.847).

Expense ratio

	2003		2002	
	€ 1.000	%	€ 1.000	%
Beheerkosten vast	138	1,62	117	1,53
Overige kosten	55	0,64	52	0,68
	193	2,26	169	2,21
Beheerkosten variabel	216	2,53	-	-
	409	4,79	169	2,21

De expense ratio wordt berekend door de kosten te delen door de gemiddelde intrinsieke waarde gedurende het jaar. De gemiddelde intrinsieke waarde over 2003 is berekend op basis van de intrinsieke waarde van het fonds per 31 december 2002, 31 maart 2003, 30 juni 2003, 30 september 2003 en 31 december 2003. Hierbij worden de beide bedragen per 31 december voor de helft meegewogen. De gemiddelde intrinsieke waarde over 2003 bedraagt € 8.564.000 (2002: € 7.665.000).

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 uitreden van aandeelhouders, welke worden gedekt uit de ontvangen op- en afslagen.

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 is behaald. Over 2003 is het fonds een variabele vergoeding ter grootte van € 216.729 verschuldigd.
- 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, 16 maart 2004

de beheerder
Veer Palthe Voûte (VPV) NV

Fondsnaam	Marktwaaarde in €	%
Brazilië		
Companhia Paranaese de Energia	566.508	5,0
I-shares MSCI Brazil Index Fund	1.009.501	8,9
China		
China Southern Airlines	406.939	3,6
Shanghai Real Estate	933.207	8,3
China Eastern Airlines	538.506	4,8
Zuid-Korea		
Curitel Communications	399.517	3,5
Hyundai Motor	502.881	4,5
I-shares MSCI South Korea Index Fund	436.168	3,9
Panama		
Banco Latinoamericano	761.283	6,7
India		
India Fund	598.575	5,3
Thailand		
Thai Fund	576.405	5,1
Polen		
RG Zelfselect Poland Fund	570.300	5,0
Rusland		
Yukos	401.760	3,6
Taiwan		
I-shares MSCI Taiwan Index Fund	1.779.890	15,8
Maleisië		
I-shares MSCI Malaysia Index Fund	408.551	3,6
Mexico		
Empresas ICA	926.784	8,2
I-shares MSCI Mexico Index Fund	473.318	4,2
Zuid Afrika		
Sekunjalo Healthcare LTD	0	0,0
TOTAAL AANDELEN	11.290.093	100,0

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 2003 geen belangen in beleggingen van het fonds.

Ingevolge 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 vrije hand overeenkomst 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 2003 van Dresdner VPV Emerging Markets Fund te Gouda, opgenomen op bladzijde 11 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 gehele 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 2003 en van het resultaat over 2003 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, 16 maart 2004

Deloitte Accountants

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., belastingadviseurs
Burg. Rijnderslaan 10, 1185 MC Amstelveen

ACCOUNTANT

Deloitte Accountants
Orlyplein 50, 1043 DP Amsterdam

BANK

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

