

2008 HALFJAARVERSLAG



DRESDNER VPV EUROPEAN VALUE FUND NV

PROFIELSCHETS	2
KERNCIJFERS	3
DIRECTIEVERSLAG	4
Ontwikkelingen	4
Beleggingsbeleid	5
Resultaten	7
Vooruitzichten	7
Overige informatie	7
FINANCIËEL VERSLAG	8
Balans	8
Winst-en-verliesrekening	9
Kasstroomoverzicht	10
Toelichting	11
Beleggingsportefeuille	15
ADRESGEGEVENS	16

Dresdner VPV European Value Fund NV belegt in een gediversifieerde Europese aandelenportefeuille. Tot het beleggingsgebied behoren de landen die lid zijn van de Europese Unie, alsmede Noorwegen en Zwitserland en de kandidaat-lidstaten van de Europese Unie. De beleggingen bestaan uit beursgenoteerde effecten, te weten gewone aandelen, in aandelen converteerbare effecten, warrants en preferente aandelen. Minimaal 75% van het vermogen zal in deze beursgenoteerde effecten zijn belegd. Bij de invulling van de portefeuille worden de in aanmerking komende ondernemingen zorgvuldig geselecteerd door middel van zogenoemde bottom-up analyses.

De focus ligt vooral op effecten die naar het oordeel van de beheerder zijn ondergewaardeerd. Hiervan zal sprake zijn als de intrinsieke waarde van het desbetreffende effect hoger is dan de op dat moment geldende beurskoers of als de toekomstige groeipotentie van de betrokken onderneming onvoldoende in de beurskoers tot uiting komt.

Dresdner VPV European Value Fund NV is een open-end beleggingsinstelling. Dit betekent dat het fonds, behoudens bijzondere omstandigheden, op elke beursdag aandelen uitgeeft en inkoop. De uitgifte en inkoop zijn uitsluitend mogelijk volgens de voorwaarden zoals beschreven in het prospectus van het fonds.

FONDSKARAKTERISTIEKEN

Startdatum	27 juli 2007
Structuur uitgifte en inkoop	Open-end
Gevestigd te	Gouda
Beursnotering	Ja
ISIN-code	NL0006017956
Benchmark	Geen
Dividend	Ja (fiscale uitdelingsverplichting)
Directie	Dresdner VPV NV
Beheervergoeding	0,3125% per kwartaal
Performance fee	10% van de performance boven 10% ¹

GEMIDDELD RENDEMENT PER JAAR

1 jaar	-42,4%
--------	--------

¹Voor een nadere uitleg wordt verwezen naar het officiële prospectus van het fonds.

Van februari 1994 tot en met 26 juli 2007 opereerde het fonds onder de naam Dresdner VPV HollandHaven NV en werd hoofdzakelijk in Nederlandse aandelen belegd.

In de op 27 april 2007 gehouden aandeelhoudersvergadering is besloten het beleggingsbeleid en de naam van het fonds te wijzigen, met inachtneming van de wettelijke wachtpriode van drie maanden. Op 27 juli 2007 zijn de statuten van het fonds gewijzigd. Vanaf die datum opereert het fonds onder de naam Dresdner VPV European Value Fund NV en wordt het nieuwe beleggingsbeleid uitgevoerd. De wijziging van het beleggingsbeleid betreft de verruiming van de geografische reikwijdte tot de (kandidaat-)lidstaten van de EU en Noorwegen en Zwitserland.

De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst.

De beheerder beschikt over een vergunning als bedoeld in artikel 2:65 Wft. Dresdner VPV European Value Fund NV is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten.

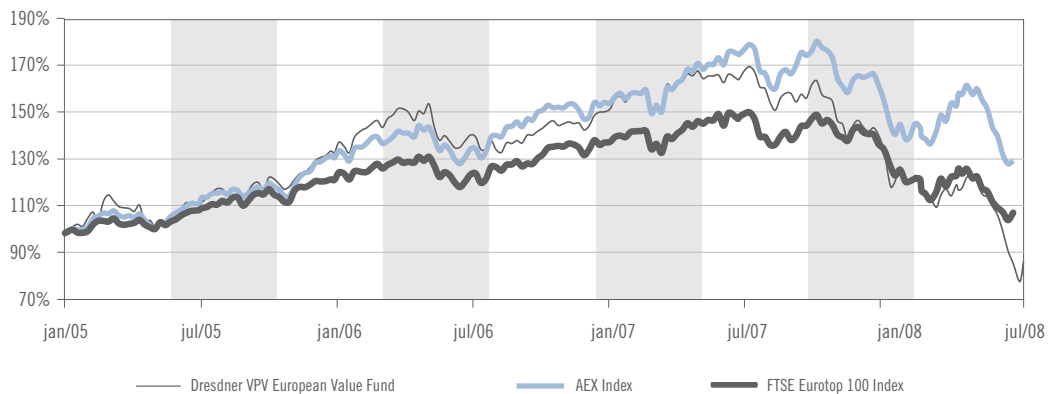
Voor Dresdner VPV European Value Fund NV is een financiële bijsluiter opgesteld met informatie over het fonds, de kosten en de risico's. Dit halfjaarverslag, het prospectus en de financiële bijsluiter zijn kosteloos verkrijgbaar bij Dresdner VPV NV en kunnen ook worden geraadpleegd op en gedownload via de website van Dresdner VPV NV.

	1 ^e halfjaar 2008	2 ^e halfjaar 2007	1 ^e halfjaar 2007	2006	2005
Beurskoers in € (ultimo)	28,79	44,94	51,06	48,26	43,95
Uitgekeerd dividend per aandeel in €	0,60	0,00	1,15	0,60	0,72
Rendement op basis van beurskoers	-34,9%	-12,0%	8,1%	11,1%	33,0%
Eigen vermogen in € 1.000 (ultimo)	26.064	44.586	36.710	37.849	37.013
Aantal uitstaande aandelen (ultimo)	894.014	986.858	714.421	784.006	851.186
Intrinsieke waarde per aandeel in € (ultimo)	29,15	45,18	51,38	48,28	43,48
Rendement op basis van intrinsieke waarde	-34,5%	-12,1%	8,8%	12,4%	32,6%
Expense ratio	0,85%	1,47%	0,96%	1,86%	1,39%

De rendementspercentages zijn berekend op basis van het koersresultaat per aandeel plus herbelegging van de dividenduitkeringen in aandelen van het fonds.

De cijfers tot en met het eerste halfjaar 2007 hebben betrekking op Dresdner VPV HollandHaven NV. Dit fonds belegde hoofdzakelijk in Nederlandse aandelen. Zoals toegelicht in het hoofdstuk 'Profielchets' is de formele wijziging van het beleggingsbeleid op 27 juli 2007 ingegaan. Omwille van de eenvoud is in de bovenstaande tabel als wijzigingsdatum 1 juli 2007 aangehouden.

Geïndiceerde performance Dresdner VPV European Value Fund NV vs AEX en FTSE Eurotop 100 Index na herbelegging van dividend (31-12-2004=100)



ONTWIKKELINGEN

Macro-economische ontwikkelingen

De financiële crisis, die zijn oorsprong vindt in de problemen op de Amerikaanse huizen- en hypotheekmarkt, is nog steeds niet voorbij. De overname van het in liquiditeitsproblemen geraakte Bear Stearns door JP Morgan eind maart en de eerste gerapporteerde kwartaalcijfers leidden weliswaar tot enig optimisme, maar het sentiment is sinds eind mei geheel omgeslagen. Grote (zaken)banken zoals onder andere Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS, RBS en HBOS kondigden verdergaande afboekingen op de beleggingsportefeuilles aan. Het einde lijkt hierbij nog niet in zicht te zijn; over toekomstige afboekingen valt echter weinig te zeggen, vooral omdat op veel markten betrouwbare prijzen ontbreken vanwege het geringe handelsvolume. Banken verstevigen balansen door het plaatsen van grote hoeveelheden aandelen tegen aanzienlijke kortingen of door de uitgifte van zogenaamd achtergesteld bancaire papier tegen zeer forse risico-opslagen. In enkele gevallen, zoals recent bij bankverzekeraar Fortis, blijkt ook dat het (interim-)dividend niet kan worden gehandhaafd. Uit de hoge interbancaire tarieven (de rente die banken elkaar in rekening brengen) blijkt dat banken elkaar nog steeds niet vertrouwen. Verder zitten bepaalde markten nog altijd op slot, in het bijzonder die voor diverse vormen van off-balance sheet financiering en voor allerhande gestructureerde financiële producten. Intussen beginnen tweederonde-effecten een rol te spelen. Immers, door de afboekingen, hogere financieringskosten en veranderde risicoperceptie zijn banken beduidend voorzichtiger geworden met het verstrekken van kredieten. Zo worden bijvoorbeeld in het Verenigd Koninkrijk nauwelijks nog nieuwe hypotheek verkocht.

Naast de financiële onrust wordt de wereldeconomie met flink hogere prijzen voor energie en grondstoffen geconfronteerd. Zo is de prijs van olie in het afgelopen kwartaal tot boven de US\$ 140 per vat gestegen en wordt gevreesd dat het hierbij niet blijft. De belangrijkste oorzaak van de oplopende olieprijs is de sterke stijging van de vraag door de snelle economische groei in opkomende economieën zoals China en India, terwijl het aanbod om geopolitieke en productietechnische redenen achterblijft. Om vergelijkbare redenen zijn ook de prijzen voor metalen, zoals koper en uranium en in iets mindere mate agrarische grondstoffen, gestegen. De inflatie is hierdoor mondiaal sterk opgelopen. In de Europese Unie werd over juni een inflatie van 4% gerapporteerd, tweemaal zo hoog als het streefcijfer van de Europese Centrale Bank. In de Verenigde Staten ligt de inflatie op een vergelijkbaar niveau en zelfs in Japan begint de inflatie op te lopen. Eind mei bedroeg de inflatie daar 1,3%, het hoogste niveau sinds februari 1998. In veel niet-westerse landen hebben energie en grondstoffen een grote impact op de koopkracht. Het aantal opkomende landen met een dubbelcijferige inflatie loopt inmiddels gestaag op, wat in diverse landen tot sociale onrust heeft geleid.

De economische groei is mondiaal om bovengenoemde redenen aan het vertragen. Ook zijn de vooruitzichten voor de rest van 2008 en voor 2009 niet echt rooskleurig. Waar centrale banken in de afgelopen periode groei prevaleerden boven inflatiebestrijding zijn de rollen nu omgedraaid. Aan de lange periode van goedkoop geld is een einde gekomen.

Aandelenmarkten

De macro-economische problemen en de onrust op de financiële markten hebben duidelijk een groot negatief effect op de aandelenmarkten. De kredietcrisis en de problemen in het bancaire stelsel hebben in de eerste plaats tot forse koersdalingen van de financiële waarden geleid, maar hebben in de tweede plaats ook een negatieve invloed op het algehele vertrouwen van beleggers gehad. Bij een dergelijke vertrouwenscrisis vindt in veel gevallen een zogenaamde 'flight to quality' plaats. Bij deze vlucht naar kwaliteit worden de kleinere en middelgrote ondernemingen ingeruild voor ondernemingen met een grotere marktkapitalisatie. De aandelen in laatstgenoemde ondernemingen presteerden dan ook beter dan de kleinere ondernemingen. Vaak wordt bij een dergelijke beweging voorbijgegaan aan waar-

deringen. Op dit moment ontstaat weer een duidelijke onderwaardering in het zogenaamde mid- en smallcap segment.

Daarnaast namen beleggers afscheid van ondernemingen die relatief gevoelig zijn voor de stagnerende economie en ging de voorkeur uit naar ondernemingen met een meer stabiele winstontwikkeling. De goed presterende aandelen waren dan ook te vinden in de meer defensieve sectoren zoals nutsbedrijven, oliegerelateerde aandelen en voedingsbedrijven. Daartegenover stonden dus de sectoren met een meer cyclisch karakter zoals retail, technologie, bouwgerelateerde ondernemingen en de uitzendsector.

Het afgelopen halfjaar gaf niet alleen een groot verschil in rendementen tussen de verschillende sectoren en marktkapitalisaties te zien, maar ook tussen de verschillende landen. Slecht presteerden bijvoorbeeld Ierland, Spanje, het Verenigd Koninkrijk en Turkije. In de eerste drie gevallen lagen de zwakke huizenmarkt en het verslechterende consumentenvertrouwen hieraan ten grondslag. In Turkije zorgden het risicovolle karakter en de politieke instabiliteit voor aanzienlijke koersdalingen op de Turkse aandelenbeurs.

BELEGGINGSBELEID

Algemeen

Via Dresdner VPV European Value Fund neemt de belegger deel in een gediversifieerde Europese aandelenportefeuille. Tot het beleggingsgebied behoren de landen die lid zijn van de Europese Unie, alsmede Noorwegen en Zwitserland en de kandidaat-lidstaten van de Europese Unie. Minimaal 75% van het vermogen zal in beursgenoteerde effecten zijn belegd. Er kan ook worden belegd in effecten die niet in euro's staan genoteerd. In die gevallen kan het valutarisico geheel of gedeeltelijk worden afgedekt.

Het fonds selecteert een portefeuille met de naar verwachting meest kansrijke ondernemingen in het beleggingsuniversum, waarbij het beleggingsbeleid niet op het volgen of overtreffen van een benchmark is gericht. De focus ligt vooral op effecten die naar het oordeel van de beheerder zijn ondergewaardeerd. Hiervan zal sprake zijn als de intrinsieke waarde van het desbetreffende effect hoger is dan de op dat moment geldende beurskoers of als de toekomstige groeipotentie van de betrokken onderneming onvoldoende in de beurskoers tot uiting komt.

Bij het beheer van het vermogen kan gebruik worden gemaakt van derivaten, zoals opties, termijncontracten en futures. Deze instrumenten bieden de mogelijkheid efficiënt te anticiperen op verwachte marktontwikkelingen en kunnen voorts als afdekking van beleggingsrisico's dienen. Eveneens kunnen met deze instrumenten additionele inkomsten worden gegenereerd. Doordat gebruik gemaakt wordt van (afgeleide) financiële instrumenten kan sprake zijn van diverse financiële risico's (zoals prijs-, krediet- en liquiditeitsrisico's).

Uitvoering

Het economische klimaat heeft uiteraard een negatief effect op de kortetermijnwinstgevendheid van ondernemingen en daarmee ook op de onderliggende waarde van een onderneming. In veel gevallen was het negatieve effect op de aandelenkoers van de betreffende onderneming echter groter. In een dergelijk klimaat is het naar onze mening belangrijk die ondernemingen te selecteren die een gezonde kasstroom en een relatief sterke marktpositie hebben én over een ijzersterke balans beschikken om ook van de zwakke economische tijden te kunnen profiteren. De aangekochte ondernemingen voldoen in vele gevallen aan deze criteria; een aantal heeft een significante kaspositie. Zo hebben wij bijvoorbeeld sterk afgewaardeerde kleinere ondernemingen uit Ierland en het Verenigd Koninkrijk, zoals CPL Resources, Regus Group en Kier Group, in de portefeuille opgenomen.

CPL Resources is één van de grotere Ierse uitzendbureaus en heeft onlangs zijn vleugels uitgeslagen richting Oost-Europa, waar het de komende jaren een nieuwe 'thuismarkt' wil gaan opzetten. Het uitzenden van personeel is een cyclische activiteit, aangezien de kosten voor een groot deel uit vaste kosten bestaan. Iedere beweging in de omzet heeft daarbij een

grotere impact op de winstgevendheid. De aankondiging van het management van CPL dat zij een vertraging in de markt ziet, leidde dan ook tot een aanzienlijke aanpassing van de winst per aandeel door analisten. De sterke kaspositie zal in een dergelijk scenario echter zeer waardevol blijken en geeft het management de kans aantrekkelijke overnames te doen en/of eigen aandelen in te kopen. Bij een herstel van de economie in Ierland kan CPL hiervan profiteren.

Regus is bekend van het aanbieden van flexibele kantoorruimte en laat de laatste jaren een sterke groei van de winst per aandeel zien. De flexibiliteit van de leaseovereenkomsten en de significante kaspositie moeten de onderneming in zware tijden beter in staat stellen de kostenbasis aan te passen.

Top 5 belangen in portefeuille per 30 juni 2008

	Land	Belang
SNS Reaal	Nederland	4,7%
The Paragon Group of Companies	Verenigd Koninkrijk	4,1%
Anite Group	Verenigd Koninkrijk	3,8%
ING Groep	Nederland	3,6%
Jensen Group	België	3,4%

Opvallend was de mate waarin consumentengerelateerde aandelen in de afgelopen periode zijn afgewaardeerd. Beleggers hebben massaal afscheid genomen van ondernemingen zoals TomTom, Omega Pharma en C&C. Hiervan hebben wij gebruik gemaakt door selectief onze posities in deze sector te verhogen.

Het inmiddels overgenomen Tele Atlas hebben wij ingeruild voor een positie in TomTom. De overname van Tele Atlas geeft TomTom strategisch gezien een prima uitgangspositie om een dominante rol in de navigatiemarkt te blijven spelen.

In het geval van Omega Pharma en C&C Group lag de slechte zomer van afgelopen jaar ten grondslag aan de teleurstellende resultaten. Gezien de sterke balans, de goede kasstroom en de uitstekende marges zijn de aandelen van deze twee bedrijven nu wel erg aantrekkelijk geprijsd. Economische groeivertraging heeft altijd een extra groot effect op volatiele aandelenmarkten, zoals Turkije en Griekenland, waardoor het aantrekkelijk kan worden in deze interessante regio's posities op te bouwen. Binnen de portefeuille van Dresdner VPV European Value Fund is dat gedaan door de aankoop van Dogan Holding. Deze holdingmaatschappij heeft belangen in een mediaconglomeraat in Turkije en een belang in Petrol Ofisi (downstream olieactiviteiten). Deze beide onderdelen hebben eveneens een notering op de aandelenmarkt, maar worden in Dogan Holding met een discount van rond de 50% gewaardeerd.

Valutaire verdeling van de portefeuille (inclusief dekkingstransacties)

	30-06-08	31-12-07
EUR	87,7	97,8
GBP	7,2	-0,5
TRY	3,8	1,9
HUF	1,7	1,1
NOK	-0,1	0,2
SEK	-0,3	-0,5

RESULTATEN

De intrinsieke waarde van het aandeel Dresdner European Value Fund NV daalde van € 45,18 per 31 december 2007 tot € 29,15 per 30 juni 2008. Inclusief herbelegging van het in 2008 uitgekeerde dividend van € 0,60 per aandeel bedroeg het rendement over de verslagperiode -34,5%.

De overwegingen in de financiële sector en dan met name in het Verenigd Koninkrijk hebben het resultaat van het fonds zwaar negatief beïnvloed. Hoewel vanuit een value perspectief de meeste kansen in het mid- en smallcap segment liggen, heeft dit segment ondanks de relatief aantrekkelijke waarderingen door de switch naar ondernemingen met een grotere marktkapitalisatie eveneens een teleurstellend rendement behaald.

De grote onrust en volatiliteit hebben een zeer negatieve invloed op de waardeontwikkeling van het fonds gehad. Dit biedt echter wel mogelijkheden om kwalitatief goede ondernemingen met goede vooruitzichten op de middellange termijn tegen zeer lage waarderingen aan te kopen.

VOORUITZICHTEN

De economische groei in de Europese Unie koelt snel af en voor 2009 wordt nog maar een geringe plus verwacht. Daarnaast loopt de inflatie op, vooral door de hoge olieprijs. De grote vraag zal zijn of de oplopende inflatie niet uit de hand zal lopen. De Europese Centrale Bank zal naar verwachting de rente in de tweede helft van 2008 met minimaal 0,5% verhogen om de inflatieverwachtingen te beteugelen. Of hiermee de inflatie inderdaad in de hand kan worden gehouden is maar de vraag, daar deze momenteel sterk door externe factoren wordt bepaald. De angst is dat de oplopende inflatie in een loon-prijsspiraal zal resulteren, iets waarop de Europese Centrale Bank nauwgezet let.

De huidige macro-economische omstandigheden en de problemen bij de banken zorgen voor grote terughoudendheid bij beleggers. De koersen van veel bedrijven zijn sinds de zomer van 2007 fors teruggelopen. Hoewel de koersdalingen vaak al aanzienlijk waren voordat deze ondernemingen in portefeuille werden opgenomen, is in sommige gevallen gebleken dat het dieptepunt nog niet was bereikt. De huidige markt is qua timing bijzonder lastig, maar biedt ook de nodige kansen. Hierbij moet worden bedacht dat de huidige problemen, zoals de kredietcrisis, de problemen op de Amerikaanse huizenmarkt, het gebrek aan liquiditeit in de markt en de sterk oplopende inflatie, nog niet voorbij zijn. Wat dat betreft kan het nog wel enige tijd duren voordat de markt weer normaliseert.

OVERIGE INFORMATIE

Corporate Governance

Dresdner VPV European Value Fund is uitgezonderd van verplichte toepassing van de bepalingen die in de Nederlandse corporate governance code zijn opgenomen. Als institutionele belegger houdt Dresdner VPV European Value Fund zich overigens wel aan de principes en best practice bepalingen zoals opgenomen in de Nederlandse corporate governance code en voor zover gericht op institutionele beleggers (IV.4 Verantwoordelijkheid institutionele beleggers). Als beleid geldt dat per onderneming waarin wordt belegd zal worden bepaald of gebruik wordt gemaakt van het stemrecht als aandeelhouder. Deze afweging zal met name zijn gebaseerd op de omvang van het door het fonds gehouden belang in relatie tot het aantal uitstaande aandelen van de betreffende onderneming. Bij een belang van 5% of meer van het aantal uitstaande aandelen zal in beginsel het stemrecht op de aandelen worden uitgeoefend, aangezien het Fonds van oordeel is dat eerst bij een dergelijke omvang sprake zal zijn van voldoende betekenis van het stemgedrag. Bij belangen van minder dan 5% zal de uitoefening van het stemrecht met name afhangen van de agendapunten waarover zal worden gestemd.

	30-06-08	31-12-07
ACTIVA		
Beleggingen (1)		
Aandelen	26.967	47.015
Vorderingen		
Overige vorderingen en overlopende activa	645	1.435
	27.612	48.450
PASSIVA		
Eigen vermogen (2)		
Geplaatsd kapitaal	894	987
Agio	5.743	9.409
Overige reserves	33.653	36.221
Onverdeeld resultaat	-14.226	-2.031
	26.064	44.586
Kortlopende schulden		
Kredietinstelling (3)	1.309	3.467
Overige schulden en overlopende passiva	239	397
	1.548	3.864
	27.612	48.450

WINST-EN-VERLIESREKENING (IN €1.000)

	01-01-08 tm 30-06-08	01-01-07 tm 30-06-07
Opbrengsten uit beleggingen		
Rente	0	11
Dividend	984	629
	984	640
Waardeveranderingen van beleggingen		
Gerealiseerd	-309	553
Niet-gerealiseerd	-14.516	2.382
	-14.825	2.935
Overige opbrengsten	26	17
Totaal opbrengsten	-13.815	3.592
Kosten (4)		
Vaste beheervergoeding	168	236
Rentelasten	120	0
Overige bedrijfskosten	123	127
	-411	-363
Resultaat voor belastingen	-14.226	3.229
Belastingen	0	0
Resultaat na belastingen	-14.226	3.229

volgens de directe methode

	01-01-08 tm 30-06-08	01-01-07 tm 30-06-07
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten		
Aankopen van beleggingen	-10.421	-8.797
Verkopen van beleggingen	16.593	15.029
Ontvangen netto-dividenden	796	751
Ontvangen minus betaalde rente	-110	-13
Betaalde beheer- en overige kosten	-447	-385
	6.411	6.585
Kasstroom uit financieringsactiviteiten		
Ontvangen bij plaatsing eigen aandelen	852	1.068
Betaald bij inkoop eigen aandelen	-4.569	-4.531
Betaald dividend	-537	-844
Mutatie opgenomen bankkrediet	-2.157	-2.180
	-6.411	-6.487
Mutatie geldmiddelen	0	98
Geldmiddelen begin verslagperiode	0	0
Geldmiddelen einde verslagperiode	0	98
Mutatie verslagperiode	0	98

ALGEMEEN

Dresdner VPV European Value NV is een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal en statutair gevestigd te Gouda. De statuten zijn laatstelijk partieel gewijzigd op 27 juli 2007. Het fonds houdt zich voornamelijk bezig met beleggen van gelden in effecten teneinde de aandeelhouders in de opbrengst te doen delen.

Op dit tussentijds verslag is geen accountantscontrole toegepast. De jaarrekening over het gehele boekjaar (1 januari tot en met 31 december) wordt gecontroleerd door de externe accountant van het fonds.

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 verslagperiode.

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 rechten en verplichtingen uit hoofde van de termijncontracten worden niet in de balans opgenomen, maar vermeld in de toelichting op de post 'Beleggingen'.

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 de verslagperiode anderzijds. De classificatie als gerealiseerd en niet-gerealiseerd geschiedt uitgaande van de marktwaarde per ultimo vorig boekjaar en de kostprijs van de aankopen in de verslagperiode.

De contante dividenden worden verantwoord op datum van vaststelling.

Bedrijfskosten (beheervergoeding, rentelasten en overige bedrijfskosten) worden ten laste van het resultaat gebracht in de verslagperiode waarop zij betrekking hebben. De transactiekosten die worden gemaakt bij de aankoop en verkoop van beleggingen worden opgenomen in de kostprijs respectievelijk verkoopopbrengst van de betreffende beleggingen en worden derhalve niet separaat onder de bedrijfskosten opgenomen.

De kostenvergoedingen (op- en afslagen) die bij plaatsing en inkoop van eigen aandelen in de koers van uitgifte respectievelijk inkoop zijn begrepen, worden in de winst-en-verliesrekening als overige opbrengsten verantwoord ter dekking van de kosten die het fonds moet maken voor het toe- en uittreden van beleggers.

Het fonds heeft de status van fiscale beleggingsinstelling, als gevolg waarvan over de winst geen vennootschapsbelasting is verschuldigd indien onder andere de (fiscale) inkomsten als dividend aan de aandeelhouders worden uitgekeerd.

KASSTROOMOVERZICHT

Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de directe methode. Door middel van 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.

In de balans en winst-en-verliesrekening zijn nog te ontvangen en nog te betalen posten opgenomen, welke in de verslagperiode 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 EN WINST-EN-VERLIESREKENING

1. Beleggingen

Op bladzijde 15 is een specificatie van de beleggingsportefeuille opgenomen.

Ter afdekking van het valutarisico op beleggingen die niet luiden in euro's zijn valutatermijncontracten afgesloten. Het ongerealiseerde resultaat per balansdatum ad € 6.000 is opgenomen onder de overlopende activa. De per 30 juni 2008 lopende valutatermijncontracten kunnen als volgt worden gespecificeerd:

Koop	Afwikkelings- datum	Contract- koers	Verkoop
EUR 5.646.000	4 december 2008	0,79700	GBP 4.500.000
EUR 497.000	4 december 2008	8,04744	NOK 4.000.000
EUR 2.699.000	4 december 2008	9,37256	SEK 25.300.000
SEK 9.000.000	4 december 2008	9,41096	EUR 956.000

Evenals in 2007 zijn in 2008 geen beleggingen in- of uitgeleend en zijn derhalve geen kosten gemaakt of vergoedingen ontvangen in verband met in- of uitlenen.

2. Eigen vermogen

Het maatschappelijk kapitaal bedraagt € 5.000.000, verdeeld in 5.000.000 aandelen van elk nominaal € 1. Per 30 juni 2008 stonden 894.014 aandelen uit bij derden (per 31 december 2007 986.858 en per 30 juni 2007 714.421). Het aantal uitstaande aandelen muteerde als volgt:

Stand per 31 december 2007	986.858
Plaatsingen	21.856
Inkopen	-114.700
Stand per 30 juni 2008	894.014

2. Eigen vermogen, vervolg

De mutaties in de verslagperiode zijn als volgt weer te geven:

	Geplaatst kapitaal	Agio	Overige reserves	Onverdeeld resultaat
Stand per 31 december 2007	987.000	9.409.000	36.221.000	-2.031.000
Bestemming resultaat 2007	0	0	-2.031.000	2.031.000
Dividenduitkering	0	0	-537.000	0
Plaatsing aandelen	22.000	800.000	0	0
Inkoop aandelen	-115.000	-4.466.000	0	0
Resultaat verslagperiode	0	0	0	-14.226.000
Stand per 30 juni 2008	894.000	5.743.000	33.653.000	-14.226.000

In 2008 is het dividend over 2007 ad € 537.000 (€ 0,60 per aandeel) aan aandeelhouders uitgekeerd.

De intrinsieke waarde per aandeel bedraagt per 30 juni 2008 € 29,15 (per 31 december 2007 € 45,18 en per 30 juni 2007 € 51,38).

3. Kredietinstelling

De kortlopende schuld aan een kredietinstelling betreft het saldo van de bankrekening aangehouden bij Dresdner VPV NV. Kortlopende debetstanden zijn toegestaan tot maximaal 15% van de totale portefeuillewaarde, met als zekerheid verpanding van de effectenportefeuille.

4. Kosten

Overige bedrijfskosten

De overige bedrijfskosten bestaan uit marketingkosten, bewaarloon, kosten van toezicht (Autoriteit Financiële Markten, raad van commissarissen), accountantskosten, advieskosten, kosten van de Fund Agent, guichetprovisie, kosten van de beursnotering etc. Het fonds heeft geen personeel in dienst.

Expense ratio

De expense ratio of kostenratio kwam over het eerste halfjaar van 2008 uit op 0,85% (eerste halfjaar 2007: 0,96%). Deze ratio fungeert als indicator voor de totale exploitatiekosten van een beleggingsinstelling en wordt berekend door de kosten (exclusief rentelasten) die in de verslagperiode ten laste van de beleggingsinstelling zijn gekomen te delen door de gemiddelde intrinsieke waarde (eigen vermogen). De gemiddelde intrinsieke waarde over het eerste halfjaar wordt berekend op basis van de intrinsieke waarde van het fonds per 31 december, 31 maart en 30 juni, waarbij de waarde per 31 december en 30 juni voor de helft wordt meegewogen. De gemiddelde intrinsieke waarde bedroeg over het eerste halfjaar van 2008 € 34.289.000.

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, evenals de rentelasten. De identificeerbare en kwantificeerbare transactiekosten (kosten van brokers) bedroegen in het eerste halfjaar van 2008 gemiddeld 0,36% (eerste halfjaar 2007: 0,19%) van de transactiewaarde waarover kosten in rekening zijn gebracht (circa 94% van de totale transactiewaarde).

Turnover ratio

Over het eerste halfjaar van 2008 bedroeg de turnover ratio (omloopfactor) 58% (eerste halfjaar 2007: 48%). Deze factor geeft een indicatie van de omloopsnelheid van de beleggingsportefeuille van het fonds, waardoor een indruk kan worden verkregen van de mate waarin er actief beheer plaatsvindt en van de relatieve

4. Kosten, vervolg

transactiekosten die gemoeid zijn met de verschillen in portefeuillebeheer door beleggingsinstellingen. De factor wordt berekend door de som van de aan- en verkopen van beleggingen verminderd met de som van de uitgifte en inkopen van de aandelen van het fonds te relateren aan de gemiddelde intrinsieke waarde.

Op- en afslag bij uitgifte en inkoop van aandelen

Het aandeel Dresdner VPV European Value Fund NV is genoteerd op de Officiële Markt van de effectenbeurs van NYSE Euronext NV en wordt verhandeld via het handelssysteem Euronext Fund Service.

Behoudens bijzondere omstandigheden zal het fonds op elke beursdag aandelen uitgeven of inkopen. De transactieprijs per aandeel bestaat uit de intrinsieke waarde per aandeel vermeerderd of verminderd met een vaste vergoeding van 0,5% van de intrinsieke waarde. Deze op- en afslagen dienen ter dekking van de kosten die het fonds moet maken voor het toe- en uittreden van beleggers en zijn gebaseerd op de verwachte aan- en verkoopkosten. De op- en afslagen komen geheel ten goede aan het fonds.

De kosten verbonden aan het aanhouden van de aandelen via het aandelengirosysteem van Dresdner VPV NV bedragen 0,5% van de transactieprijs met een maximum van € 250 per transactie.

5. Gelieerde partijen en uitbesteding kerntaken

- Dresdner VPV NV voert het beheer over het fonds, waarvoor een vaste vergoeding van 0,3125% per kwartaal over het fondsvermogen per het einde van het kwartaal wordt betaald. De vergoeding wordt in de winst-en-verliesrekening als beheervergoeding verantwoord.
- Tevens heeft de beheerder recht op een variabele vergoeding indien over een boekjaar het resultaat van het fonds, bestaande uit koerswinst en uitgekeerde dividenden, hoger is dan 10% van de intrinsieke waarde aan het begin van het boekjaar. De variabele vergoeding bedraagt 10% van het meerdere boven deze 10%. Op grond van het resultaat over het eerste halfjaar van 2008 is per 30 juni 2008 geen variabele vergoeding gereserveerd.
- Dresdner VPV NV treedt op als bankier van het fonds.
- Dresdner VPV NV fungeert als Fund Agent. De Fund Agent beoordeelt de aan- en verkooporders die zijn ingelegd in het beursorderboek en meldt na het sluiten van het orderboek het saldo van de geaccepteerde orders aan het fonds. De in rekening gebrachte fee bestaat uit een vaste maandelijkse vergoeding en een variabele vergoeding ter grootte van 0,075% over de transactiewaarde van de plaatsingen en inkopen van aandelen.
- De valutatermijncontracten ter afdekking van het valutarisico op beleggingen die niet in euro's luiden zijn via Dresdner VPV NV afgesloten met Dresdner Bank Luxembourg SA, de aandeelhouder van Dresdner VPV NV. Het transactievolume van de in het eerste halfjaar van 2008 afgesloten contracten bedroeg € 21.000.000.
- De transactiekosten bij aan- en verkoop van beleggingen worden gedragen door Dresdner VPV NV en aan het fonds in rekening gebracht op basis van een overeengekomen kostentabel.
- De functie van betaalkantoor wordt uitgeoefend door Dresdner VPV NV, waarvoor een vergoeding wordt betaald (guichetprovisie). De vergoeding bestaat uit een vaste fee en een fee gebaseerd op de hoogte van de dividenduitkering.
- Stichting Effectenbewaarbedrijf Dresdner VPV treedt op als depotbank van de door het fonds gehouden beleggingen. De stichting is belast met de administratie van het effectendepot van het fonds.
- De administratie van het fonds geschiedt door Dresdner VPV NV, waarvoor geen separate vergoeding wordt betaald.
- Stichting Beleggersgiro VPV-fondsen onderhoudt het aandelengirosysteem van het fonds.

6. Belangen beheerder

De bestuurders van de beheerder hadden per 30 juni 2008 en 31 december 2007 geen belangen in de beleggingen van Dresdner VPV European Value Fund NV (opgave conform artikel 125 lid 1d van het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft).

Gouda, 6 augustus 2008

De directie,
Dresdner VPV NV

BELEGGINGSPORTEFEUILLE PER 30 JUNI 2008

	Markt- waarde in €	% ¹		Markt- waarde in €	% ¹
België			SNS Reaal	1.233.000	4,7
Agfa Gevaert	825.000	3,2	TomTom	429.345	1,6
Jensen Group	874.335	3,4	Wessanen	623.900	2,4
Omega Pharma	818.620	3,2	Noorwegen		
Punch International	350.980	1,3	Camillo Eitzen	468.223	1,8
Duitsland			Spanje		
Augusta Technology	584.660	2,2	Repsol	375.450	1,4
GFT Technologies	337.850	1,3	Turkije		
Frankrijk			Arcelik	411.986	1,6
Sanofi-Aventis	551.590	2,1	Dogan Sirketler Grubu	601.459	2,3
Griekenland			Verenigd Koninkrijk		
Elektroniki Athinon	732.480	2,8	Abacus Group	461.975	1,8
Hellenic Duty Free Shops	213.435	0,8	Anite Group	976.964	3,8
I. Kloukinas – I. Lappas	50.077	0,2	Barclays	367.939	1,4
Sarantis	452.000	1,7	Blacks Leisure Group	130.767	0,5
Hongarije			BP Amoco	736.194	2,8
Zwack Unicum	467.882	1,8	Bradford & Bingley	260.524	1,0
Ierland			HBOS	371.493	1,4
Anglo Irish Bank	476.000	1,8	Kier Group	515.620	2,0
C&C Group	352.000	1,4	Land of Leather Holdings	35.973	0,1
CPL Resources	624.000	2,4	The Paragon Group of Companies	1.071.142	4,1
Grafton Group	592.000	2,3	Regus Group	439.634	1,7
Greencore Group	340.000	1,3	Royal Dutch Shell A shares	810.185	3,1
Nederland			Royal Bank of Scotland	708.600	2,7
BAM groep	651.920	2,5	ScS Upholstery	42.663	0,2
Crucell	183.600	0,7	Velti	723.257	2,8
Direct Wonen	278.730	1,1	William Hill	472.947	1,8
Exact Holding	201.324	0,8	Zweden		
Fornix Biosciences	324.359	1,2	Cision (Observer)	732.553	2,8
Fortis	742.410	2,9	Ericsson B	497.344	1,9
Heijmans	550.080	2,1	Teleca B shares	421.317	1,6
ING Groep	931.730	3,6			
Punch Graphix	539.500	2,1	Totaal portefeuille	26.967.016	103,5

¹ van het eigen vermogen

DRESDNER VPV EUROPEAN VALUE FUND NV

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

DIRECTIE

Dresdner VPV NV
Oosthaven 52
2801 PE Gouda

RAAD VAN COMMISSARISSEN

Drs. D. de Jong, voorzitter
Drs. A.J. van Oostveen, vice-voorzitter
G.M.P.M. van Berkel (vanaf 24 april 2008)
Drs. G. de Bruin (tot en met 24 april 2008)

FISCAAL ADVISEUR

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

JURIDISCH ADVISEUR

Loyens & Loeff NV
Fred. Roeskestraat 100
1076 ED Amsterdam

ACCOUNTANT

Deloitte Accountants BV
Orlyplein 50
1043 DP Amsterdam

BANK

Rekeningnummer 73.39.67.949
t.n.v. VPV Beleggersgiro
o.v.v. Dresdner VPV European Value Fund

DRESDNER VPV

Private Wealth Management

Postbus 3155, 2800 CG Gouda
Tel: 0182 597 777, Fax: 0182 597 759
www.dresdnervpv.nl, info@dresdnervpv.nl