
DRESDNER VPV NV



HALFJAARVERSLAG
DRESDNER VPV EUROPEAN VALUE FUND NV
30 JUNI 2009



INHOUDSOPGAVE

PROFIELSCHETS	2
KERNCIJFERS	3
DIRECTIEVERSLAG	4
Ontwikkelingen	4
Beleggingsbeleid	5
Resultaten	6
Vooruitzichten	7
Corporate governance	7
FINANCIEEL VERSLAG	8
Balans	8
Winst-en-verliesrekening	9
Kasstroomoverzicht	10
Toelichting	11
Beleggingsportefeuille	15
ADRESGEGEVENS	16



PROFIELSCHETS

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 -32,6%
- 2 jaar -37,7%

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 wachtperiode 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 vergoeding 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, www.dresdnervpv.nl. Op deze website staat ook actuele informatie over de koers van het aandeel en de laatst berekende intrinsieke waarde.

KERNCIJFERS

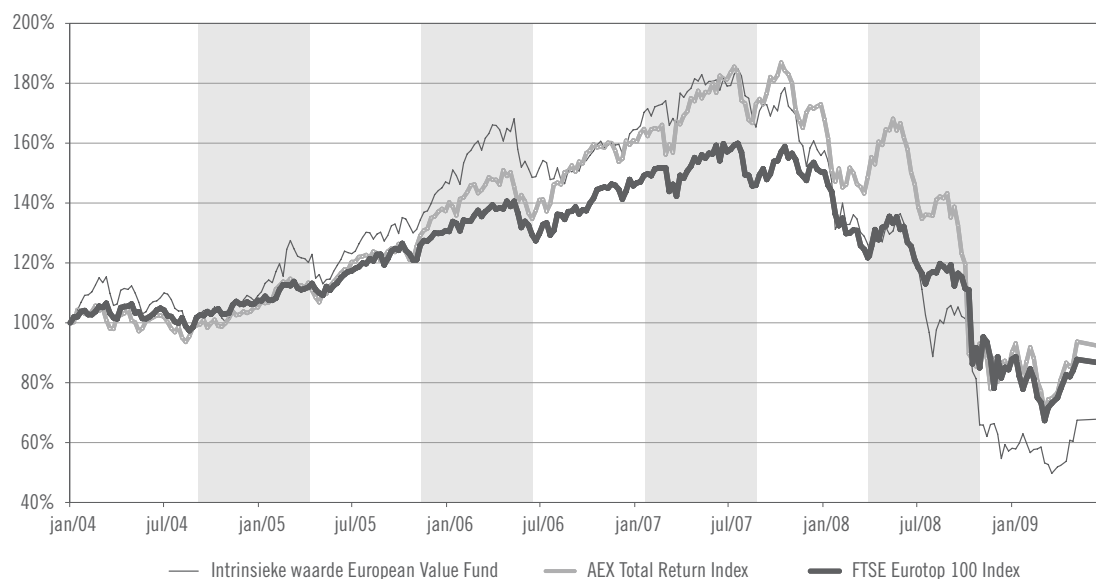
	1 ^e halfjaar 2009	2008	2 ^e halfjaar 2007	1 ^e halfjaar 2007	2006	2005
Beurskoers in € (ultimo)	18,40	16,80	44,94	51,06	48,26	43,95
Uitgekeerd dividend per aandeel in €	1,25	0,60	0,00	1,15	0,60	0,72
Rendement op basis van beurskoers	17,6%	-62,0%	-12,0%	8,1%	11,1%	33,0%
Eigen vermogen in € 1.000 (ultimo)	14.375	13.234	44.586	36.710	37.849	37.013
Aantal uitstaande aandelen (ultimo)	785.501	780.187	986.858	714.421	784.006	851.186
Intrinsieke waarde per aandeel in € (ultimo)	18,30	16,96	45,18	51,38	48,28	43,48
Rendement op basis van intrinsieke waarde	15,9%	-61,9%	-12,1%	8,8%	12,4%	32,6%
Expense ratio	1,17%	1,72%	1,47%	0,96%	1,86%	1,39%

De vermelde beurskoers is gebaseerd op de intrinsieke waarde van de vorige beursdag vermeerderd of verminderd met een vaste vergoeding van 0,5% van de intrinsieke waarde.

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 vs AEX-index en FTSE Eurotop 100 index na herbelegging van dividend (31-12-2003 = 100)



ONTWIKKELINGEN

Macro-economische ontwikkelingen

De in september 2008 ingezette verslechtering van de wereldeconomie heeft zich in de eerste helft van 2009 voortgezet. De financiële markten lijken zich inmiddels te hebben gestabiliseerd, maar de omstandigheden blijven wel uiterst lastig. Wereldwijd is er sprake van een zeer sterke economische teruggang. De omzet en winstgevendheid van veel bedrijven nemen af, de werkloosheid stijgt gestaag, overheden zien de inkomsten snel teruglopen terwijl de uitgaven door alle steunmaatregelen disproportioneel stijgen en het consumenten- en producentenvertrouwen op historisch lage niveaus staan. Het is ook zichtbaar in de omvang van de wereldhandel. Volgens een recente schatting van de Wereldhandelsorganisatie (WTO) zal de wereldhandel in 2009 met een in de afgelopen negentig jaar niet eerder waargenomen 9% dalen. Gemiddeld groeit de wereldhandel met rond de 3%.

Over het eerste kwartaal hebben financiële instellingen wederom fors moeten afboeken op hun beleggingsportefeuilles. Overheden en centrale banken hebben ongekende activiteiten ontplooid om de stabiliteit van de financiële sector te waarborgen en de kredietverlening op gang te houden. Dit wordt gedaan door banken te verplichten nieuw eigen vermogen aan te trekken en daar, waar nodig, aan bij te dragen. Anderzijds wordt gewerkt aan programma's om slechte leningen op te kopen. Meerdere centrale banken, waaronder de FED en de ECB, hebben inmiddels de rente naar ongekend lage niveaus laten zakken en verschaffen daarnaast op grote schaal liquiditeiten aan de financiële markten.

Met alle reeds genomen steunmaatregelen en het opveren van de beurzen in de afgelopen maanden lijkt het erop dat wat betreft de afschrijvingen het ergste voorbij is. De halfjaarcijfers die door de bedrijven deze zomer worden gepubliceerd, zullen op dit punt meer duidelijkheid moeten geven.

De economische recessie raakt vooral de arbeids- en kapitaalintensieve sectoren. In negatieve zin springt de auto-industrie er uit. Zowel de toeleveranciers als de producenten van motorvoertuigen kampen met een zeer sterke vraaguitval. Van de eens zo roemruchte Amerikaanse autosector is inmiddels weinig meer over. General Motors is failliet en zal onder overheidshoede worden geherstructureerd, waarna in afgeslankte vorm een doorstart zal plaatsvinden. Chrysler is intussen overgenomen door Fiat en alleen Ford weet zich staande te houden. De Aziatische en de Europese autosector hebben eveneens de nodige problemen, maar staan er beduidend beter voor dan de Amerikaanse tegenspelers.

De meeste macro-economische indicatoren staan inmiddels diep in het rood. Hoewel er diverse lichtpuntjes zijn, is het duidelijk dat de economische situatie nog slecht is, gegeven de problemen bij financiële instellingen, krappere kredietverlening, zwakke huizenmarkten, oplopende werkloosheid en inzakkende wereldhandel. Na de ongekende daling van de vertrouwensindicatoren eind 2008 zijn deze vanaf april 2009 weer hard opgeveerd in de richting van niveaus die een stabilisatie van de Amerikaanse economie indiceren. Na de periode van scherpe voorraadafbouw zien ondernemingen het voorraadeffect uitbodemmen. De weer oplopende grondstofprijzen lijken dit te bevestigen. Daarnaast kondigden overheden nieuwe steunmaatregelen aan in de vorm van fiscale stimulering en directe investeringen, terwijl de rente verder werd verlaagd. Het interbancair leenverkeer herstelde zich met normaliserende tarieven. Diverse lichtpuntjes geven hoop dat na de initiële schok het economisch dieptepunt is bereikt, maar voorsporen is het onduidelijk hoe het economisch herstel zich zal ontwikkelen.

Na een scherpe economische terugval in 2009 is de huidige verwachting dat de economie zich in 2010 min of meer zal stabiliseren om vervolgens in een gematigd tempo te groeien. De financiële crisis heeft zowel bij kredietverschaffers als kredietnemers en de daarop toezicht houdende instanties tot een meer behoudende risicohouding geleid. De periode waarin de groei door grote hoeveelheden geleend geld extra werd aangewakkerd zal niet snel terugkeren, hoewel het vermogen van de mensheid om van een crisis te leren ook weer niet mag worden overschat.

DIRECTIEVERSLAG

Aandelenmarkten

De aandelenmarkten waren gedurende de verslagperiode erg volatiel. Na een aanvankelijk optimistische start kelderden de beurzen nog eens met circa 20%. De ongekend snelle verslechtering van de mondiale economie, de drastische val in vertrouwensindicatoren, de beperkte beschikbaarheid van kredietfinanciering en de wederom forse afschrijvingen in de financiële sector wakkerden de vrees voor een depressie aan. Begin maart stabiliseerde de beurs echter, om daarna het eerste halfjaar toch nog hoger te eindigen.

De vertrouwensindicatoren lieten een minder pessimistisch beeld zien. Hoewel deze nog op krimp duiden, leidde dit tot de optimistische verwachting dat het tempo van de verslechtering geleidelijk afneemt en dat het dieptepunt is bereikt. Het bedrijfsnieuws was nog slecht, maar de verwachtingen waren laaggespannen. Het Amerikaanse bankwezen werd aan een stresstest onderworpen, maar de resultaten hiervan vielen mee. Weliswaar leidde deze tot additionele kapitaalsoperaties, maar die werden gemakkelijk geplaatst en boden basis voor vertrouwen in herstel. In het algemeen verbeterde de liquiditeit in de markt.

Ook buiten de financiële sector werden kapitaaluitgiften snel en succesvol geplaatst. Het optimisme gaf vooral een impuls aan economisch gevoelige en zwaar gefinancierde bedrijven die eerder sterk onder druk lagen. In juni consolideerden de markten hun winst. In dit volatiele aandelenklimaat hebben small- en midcap aandelen goed gepresteerd. Na de sterke koersdruk in 2008 en onder invloed van het optimisme dat de economie de bodem bereikt heeft, prijsden beleggers een minder negatief scenario in.

BELEGGINGSBELEID

Algemeen

Via Dresdner VPV European Value Fund NV 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). Voor een uitgebreide risicobeschrijving wordt verwezen naar de financiële bijsluiter en het prospectus van het fonds.

Top 5 ondernemingen in portefeuille per 30 juni 2009		
	Land	Belang
Dogan Sirketler Grubu Holding	Turkije	4,6%
The Paragon Group of Companies	Verenigd Koninkrijk	4,4%
Crucell	Nederland	3,7%
Anite	Verenigd Koninkrijk	3,7%
Velti	Verenigd Koninkrijk	3,7%

DIRECTIEVERSLAG

Uitvoering

Aan het begin van het jaar ontving het fonds de verkoopopbrengsten uit de overnamebiedingen op Teleca en Abacus. Gegeven de snelle verslechtering van de economie en het beursklimaat werd besloten de verkoopopbrengsten niet direct te herbeleggen. Dit stelde de beheerder in de gelegenheid in een later stadium nieuwe namen aan de portefeuille toe te voegen waarvan de koers in de turbulentie op de financiële markten naar onze mening te ver negatief was doorgeschoten in verhouding tot het onderliggend potentieel. Hierbij lag de nadruk op kwalitatief goede bedrijven met een gezonde balans om de neergang te doorstaan. Wij waren terughoudend ten aanzien van diepcyclische, zwaar gefinancierde bedrijven. Hoewel dat soort bedrijven extreme koersdalingen noteerde, hechten wij juist in het onzekere economisch klimaat aan onze kwaliteitscriteria.

De farmaceutische groothandel en apotheker Mediq werd aan de portefeuille toegevoegd. Mediq biedt een defensief bedrijfsmodel waarbij een gedwongen aandelenverkoop en de ons inziens overdreven zorgen over verdere verlagingen van medicijnvergoedingen tot een aantrekkelijke onderwaardering van het aandeel leidden. Ook TNT werd in de portefeuille opgenomen. De koers van dit aandeel stond fors onder druk vanwege de vrees voor een duurbetaald belang in Royal Mail en een slotdividend in aandelen. Het eerste lijkt ongegrond, het tweede tijdelijk. Daarbij combineert TNT een relatief stabiele, kasgeneratieve postdivisie met een potentieel cyclisch herstel in de expressdivisie.

De koerszwakte in CSM werd benut om ook dit aandeel op te nemen. De ongunstige inkoopcontracten voor bakkerij-ingrediënten lopen af, terwijl aan de veelbelovende bioplastic-activiteiten van Purac na de scherpe koersdaling helemaal geen waarde werd toegekend. Het aandeel Total, waarvan de koers met de olieprijs was gedaald, werd eveneens aangekocht. Daarnaast werden de bestaande belangen in Smit, TKH, Imtech, Beter Bed en Repsol uitgebreid.

De opbrengst uit de contante overnames van Teleca en Abacus en de verkoopopbrengst van het belang in gokexploitant William Hill werden aangewend voor de aankopen van voornoemde belangen. Het belang in William Hill werd van de hand gedaan vanwege het slechte consumentenklimaat in het Verenigd Koninkrijk en de relatief hoge schuldenlast. Ook het slechte consumentenklimaat in Griekenland was aanleiding om afscheid te nemen van elektronicadetailist Elektroniki.

Accentis, de afgesplitste vastgoedportefeuille van Punch International, werd verkocht in verband met een hoge schuldenlast en de grote afhankelijkheid van één huurder. Daarnaast werden posities in onder andere Paragon, Omega Pharma, Sanofi, Agfa en Bam afgebouwd om te kunnen profiteren van beleggingskansen in andere ondernemingen.

Valutaire verdeling van de portefeuille (inclusief dekkingstransacties)			
		30.06.09	31.12.08
Euro	EUR	90,6%	92,3%
Turkse lira	TRY	6,8%	4,3%
Hongaarse forint	HUF	2,7%	2,2%
Britse pond	GBP	-0,1%	1,1%
Zweedse kroon	SEK	0,0%	0,1%
		100%	100%

RESULTATEN

De intrinsieke waarde van het aandeel Dresdner VPV European Value Fund NV steeg van € 16,96 per 31 december 2008 tot € 18,30 per 30 juni 2009. Inclusief herbelegging van het in 2009 uitgekeerde dividend van € 1,25 per aandeel bedroeg het rendement over de verslagperiode 15,9%.

De FTSE Eurotop 100 index steeg over de eerste jaarhelft inclusief herbelegging van dividend met 4,8%. Overigens heeft het Dresdner VPV European Value Fund geen officiële benchmark. De genoemde index is dus uitsluitend als vergelijkingsmaatstaf vermeld.



DIRECTIEVERSLAG

VOORUITZICHTEN

De macro-economische vooruitzichten voor de tweede helft van 2009 en voor 2010 zijn vooralsnog weinig bemoedigend. In de meeste westerse landen is in het eerste kwartaal sprake geweest van een sterke economische contractie en de algemene verwachting is dat over heel 2009 sprake zal zijn van economische krimp. Voor de Nederlandse economie verwacht het Centraal Plan Bureau nu een ongekende krimp van 4,75% in 2009 en een verdere daling van 0,5% in 2010. Een opleving van de economie zal naar verwachting uit de Verenigde Staten moeten komen, gezien de omvangrijke en diepgaande maatregelen die daar zijn genomen. Een positief punt is in ieder geval dat de grote opkomende markten, in het bijzonder China, zich in de economische crisis redelijk staande weten te houden.

Het grootschalige proces van schuldsanering is gaande. Ondernemingen met veel schulden zien de financieringslasten intussen oplopen en proberen de schuldenlast waar mogelijk te reduceren. Voor bedrijven met een niet te hoge schuldenlast blijkt de markt voor herfinanciering nog altijd toegankelijk te zijn, hoewel dit wel een prijs heeft. De slechte economische omstandigheden, lage bezettingsgraden en beperkte beschikbaarheid van kredietverlening zetten de bedrijfsinvesteringen stevig terug. Het negatieve effect van voorraadafbouw lijkt wel uit te bodemen. Consumenten houden intussen ook de hand op de knip. Met het oog op de oplopende werkloosheid lijkt hierin op korte termijn geen kentering te verwachten. Zo verwacht het Centraal Plan Bureau dat de werkloosheid in Nederland zal stijgen naar 5,5% in 2009 en 9,5% in 2010.

De financiële markten lijken gaandeweg weer beter te functioneren. Zo zijn de tarieven op de interbancaire geldmarkt weer teruggekeerd naar gangbare niveaus. De omvangrijke steunmaatregelen lijken wel effect te hebben gehad, hoewel de kredietverlening aan het bedrijfsleven en de consument vanwege de hoge acceptatiecriteria nog op gang moet komen.

Hoewel het de verwachting is dat 2009 en 2010 economisch moeilijke jaren zullen worden, is op de beurs inmiddels sprake van enig herstel. Sinds begin maart zijn beurskoersen sterk opgeveerd. Desalniettemin ligt de risicopremie op aandelen nog altijd beduidend boven het historisch gemiddelde en zijn de waarderingen erg laag ten opzichte van het historisch winstgemiddelde. Ook biedt het huidige aandelenklimaat aantrekkelijke kansen om nieuwe namen aan de portefeuille toe te voegen. De nadruk zal hierbij liggen op kwaliteitsbedrijven waarvan de lage koersniveaus een sterke onderwaardering impliceren ten opzichte van het ondernemingspotentieel als de economie weer normaliseert.

CORPORATE GOVERNANCE

Dresdner VPV European Value Fund NV 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 NV zich wel aan de principes en best practice bepalingen die in deze code specifiek voor institutionele beleggers zijn opgenomen. Deze bepalingen hebben betrekking op het uitoefenen van het stemrecht op de aandelen in portefeuille.

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.

FINANCIËEL VERSLAG

BALANS (IN € 1.000)

	30-06-09	31-12-08
Beleggingen		
Aandelen en obligaties	13.578	12.698
Vorderingen		
Overige vorderingen en overlopende activa	124	845
Overige activa		
Liquide middelen	798	0
Kortlopende schulden		
Schuld aan kredietinstelling	0	203
Overige schulden en overlopende passiva	125	106
	125	309
Uitkomst van vorderingen en overige activa min kortlopende schulden	797	536
Uitkomst van activa min kortlopende schulden	14.375	13.234
Eigen vermogen		
Geplaatst kapitaal	786	780
Agio	3.695	3.592
Overige reserves	7.907	33.653
Onverdeeld resultaat	1.987	-24.791
	14.375	13.234

FINANCIËEL VERSLAG

WINST-EN-VERLIESREKENING (IN € 1.000)

	01-01-09 t/m 30-06-09	01-01-08 t/m 30-06-08
Opbrengsten uit beleggingen		
Rente	38	0
Dividend	337	984
	375	984
Waardeveranderingen van beleggingen		
Gerealiseerd	-224	-309
Niet-gerealiseerd	1.977	-14.516
	1.753	-14.825
Overige opbrengsten	8	26
Totaal opbrengsten	2.136	-13.815
Kosten		
Vaste beheervergoeding	81	168
Rentelasten	0	120
Overige bedrijfskosten	68	123
	-149	-411
Resultaat voor belastingen	1.987	-14.226
Belastingen	0	0
Resultaat na belastingen	1.987	-14.226

FINANCIËEL VERSLAG

KASSTROOMOVERZICHT (IN € 1.000)

	01-01-09 t/m 30-06-09	01-01-08 t/m 30-06-08
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten		
Aankopen van beleggingen	-2.070	-10.421
Verkopen van beleggingen	3.482	16.593
Ontvangen netto-dividenden	569	796
Ontvangen minus betaalde rente	30	-110
Betaalde beheervergoeding en overige kosten	-171	-447
	1.840	6.411
Kasstroom uit financieringsactiviteiten		
Ontvangen bij plaatsing eigen aandelen	871	852
Betaald bij inkoop eigen aandelen	-755	-4.569
Betaald dividend	-955	-537
Mutatie opgenomen bankkrediet	-203	-2.157
	-1.042	-6.411
Mutatie geldmiddelen		
	798	0
Geldmiddelen begin verslagperiode	0	0
Geldmiddelen einde verslagperiode	798	0
Mutatie verslagperiode		
	798	0



TOELICHTING

ALGEMEEN

Dresdner VPV European Value Fund 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 bij aankoop op kostprijs gewaardeerd. De kostprijs bestaat uit de aankoop prijs inclusief transactiekosten. De in de balans onder beleggingen opgenomen aandelen worden individueel tegen marktwaarde gewaardeerd, 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.

KASTROOMOVERZICHT

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 aanwen-

TOELICHTING

ding 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 DE WINST-EN-VERLIESREKENING EN OVERIGE TOELICHTINGEN

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 € 49.000 is opgenomen onder de overlopende passiva. De per 30 juni 2009 lopende valutatermijncontracten kunnen als volgt worden gespecificeerd:

Koop		Afwikkelingsdatum	Contractkoers		Verkoop
EUR	3.421.000	4 december 2009	0,864	GBP	2.957.000
EUR	78.000	4 december 2009	8,901	NOK	696.000

Evenals in 2008 zijn in 2009 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 2009 stonden 785.501 aandelen uit bij derden (per 31 december 2008 780.187 en per 30 juni 2008 894.014). Het aantal uitstaande aandelen muteerde als volgt:

Stand per 31 december 2008	780.187
Plaatsingen	50.460
Inkopen	-45.146
Stand per 30 juni 2009	785.501

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

	Geplaatst kapitaal	Agio	Overige reserves	Onverdeeld resultaat
Stand per 31 december 2008	780.000	3.592.000	33.653.000	-24.791.000
Bestemming resultaat 2008	0	0	-24.791.000	24.791.000
Dividenduitkering	0	0	-955.000	0
Plaatsing aandelen	51.000	817.000	0	0
Inkoop aandelen	-45.000	-714.000	0	0
Resultaat verslagperiode	0	0	0	1.987.000
Stand per 30 juni 2009	786.000	3.695.000	7.907.000	1.987.000

In 2009 is het dividend over 2008 ad € 955.000 (€ 1,25 per aandeel) aan aandeelhouders uitgekeerd.

De intrinsieke waarde per aandeel bedraagt per 30 juni 2009 € 18,30 (per 31 december 2008 € 16,96 en per 30 juni 2008 € 29,15).



TOELICHTING

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. De daling ten opzichte van de eerste zes maanden van 2008 betreft met name advertentiekosten en de kosten van adviseurs.

Het fonds heeft geen personeel in dienst.

Expense ratio

De expense ratio of kostenratio kwam over het eerste halfjaar van 2009 uit op 1,17% (eerste halfjaar 2008: 0,85%). 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 2009 € 12.708.000 (eerste halfjaar 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 2009 gemiddeld 0,21% (eerste halfjaar 2008: 0,36%) van de transactiewaarde waarover kosten in rekening zijn gebracht (circa 81% van de totale transactiewaarde).

Turnover ratio

Over het eerste halfjaar van 2009 bedroeg de turnover ratio of omloopfactor 30% (eerste halfjaar 2008: 58%). 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 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 inkoop 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 inkoop. 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 uitreden 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.



TOELICHTING

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 (koerswinst en uitgekeerde dividenden) hoger is dan 10% van de intrinsieke waarde aan het einde van het vorig boekjaar, met als randvoorwaarde dat eventuele negatieve resultaten over de voorgaande twee jaren eerst gecompenseerd moeten worden. De variabele vergoeding bedraagt 10% van het meerdere boven deze 10%. Vanwege het negatieve resultaat over 2008 is het fonds over het eerste halfjaar van 2009 geen variabele vergoeding verschuldigd.
- 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 2009 afgesloten contracten bedroeg € 5.600.000.
- 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 aandelengirostelsel van het fonds.

6. BELANGEN BEHEERDER

De bestuurders van de beheerder hadden per 30 juni 2009 en 31 december 2008 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, 11 augustus 2009

De directie,
Dresdner VPV NV

BELEGGINGSPORTEFEUILLE PER 30 JUNI 2009

	Balans- waarde in € % ¹			Balans- waarde in € % ¹	
België					
Agfa Gevaert	237.510	1,6	Imtech	207.600	1,4
Fortis Bank conv. perpetual float	405.000	2,8	ING Groep	300.148	2,1
Jensen Group	388.360	2,7	Mediq	316.750	2,2
Omega Pharma	472.300	3,3	Punch Graphix	144.300	1,0
Punch International	47.885	0,3	Smit internationale	198.387	1,4
Duitsland					
			SNS Reaal	236.810	1,6
Augusta Technology	246.974	1,7	TKH group	201.366	1,4
GFT Technologies	298.700	2,1	TNT	255.260	1,8
Frankrijk					
			TomTom	201.395	1,4
Sanofi-Aventis	334.960	2,3	Wessanen	81.900	0,6
Total	354.016	2,5	Noorwegen		
Griekenland					
			Camillo Eitzen	74.518	0,5
I. Kloukinas – I. Lappas	21.408	0,1	Spanje		
Hongarije					
			Repsol	325.575	2,3
Zwack Unicum	362.819	2,5	Turkije		
Ierland					
			Arcelik	271.927	1,9
C&C Group	240.000	1,7	Dogan Sirketler Grubu	660.165	4,6
CPL Resources	357.780	2,5	Verenigd Koninkrijk		
Grafton Group	332.740	2,3	Anite Group	529.515	3,7
Greencore Group	340.600	2,4	Barclays	332.121	2,3
Jersey					
			Blacks Leisure Group	42.718	0,3
Regus	281.100	2,0	BP Amoco	336.439	2,3
Nederland					
			Kier Group	411.360	2,9
BAM groep	375.895	2,6	Lloyds TSB group	54.835	0,4
Beter Bed Holding	237.606	1,7	The Paragon Group of Companies	636.827	4,4
Crucell	531.495	3,7	Royal Bank of Scotland	121.366	0,8
CSM	137.402	1,0	Royal Dutch Shell A shares	443.220	3,1
Direct Wonen	178.167	1,2	Velti	525.760	3,7
Exact Holding	310.155	2,2	Totaal portefeuille 13.578.634 94,5		
Fornix Biosciences	175.500	1,2			

¹ van het eigen vermogen.



ADRESGEGEVENS

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
G.M.P.M. van Berkel, vice-voorzitter
Drs. B. Vliegenthart

FISCAAL ADVISEUR

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

JURIDISCH ADVISEUR

tot en met 30 juni 2009
Baker & McKenzie Amsterdam NV
Claude Debussylaan 54
1082 MD Amsterdam

vanaf 1 juli 2009
De Brauw Blackstone Westbroek NV
Burgerweeshuispad 301
1076 HR 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