



FINANCIËEL JAARVERSLAG 2009
DRESDNER VPV
EUROPEAN VALUE FUND NV



INHOUDSOPGAVE

PROFIELSCHETS	2
KERNCIJFERS	3
PREADVIES VAN DE RAAD VAN COMMISSARISSEN	4
DIRECTIEVERSLAG	6
Ontwikkelingen	6
Beleggingsbeleid	7
Resultaten	9
Vooruitzichten 2010	10
Corporate governance	11
Verklaring beheerder	11
JAARREKENING	12
Balans per 31 december 2009	12
Winst-en-verliesrekening over 2009	13
Kasstroomoverzicht over 2009	14
Toelichting	15
Beleggingsportefeuille per 31 december 2009	22
OVERIGE GEGEVENS	23
Resultaatbestemming	23
Belangen beheerder	23
Accountantsverklaring	24
ADRESGEGEVENS	26



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, Zwitserland en de kandidaat-lidstaten van de Europese Unie.

De beleggingen bestaan voornamelijk uit beursgenoteerde effecten, te weten gewone aandelen, in aandelen converteerbare effecten, warrants en preferente aandelen. 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	NL 0006017956
Benchmark	Geen
Dividend	Ja (fiscale uitdelingsverplichting)
Directie	VPV Bankiers NV ¹
Beheervergoeding	0,3125% per kwartaal
Performance fee	10% van de performance boven 10% ²

GEMIDDELD RENDEMENT PER JAAR

- 1 jaar 48,7%
- 2 jaar -24,7%

¹ Op 12 februari 2010 is de naam van Dresdner VPV NV gewijzigd in VPV Bankiers NV

² Zie voor een nadere beschrijving het officiële prospectus van het fonds.

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 financieel verslag, het prospectus en de financiële bijsluiter van het fonds zijn kosteloos verkrijgbaar bij VPV Bankiers NV en kunnen ook worden geraadpleegd op en gedownload via de website van de beheerder, www.vpv.nl. Op deze website staat ook actuele informatie over de koers van het aandeel Dresdner VPV European Value Fund NV.

KERNCIJFERS

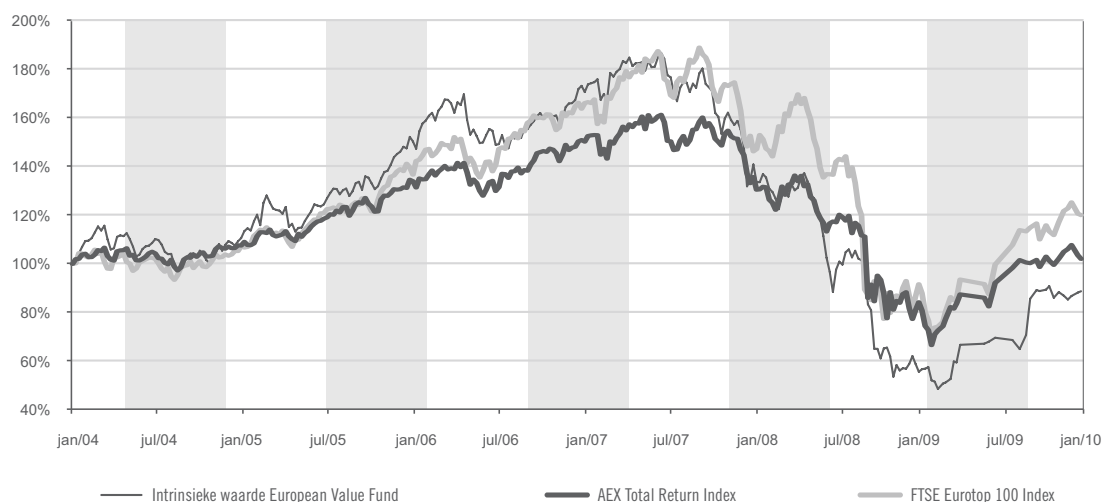
	2009	2008	2007 2 ^e halfjaar	2007 1 ^e halfjaar	2006	2005
Beurskoers in € (ultimo)	23,60	16,80	44,94	51,06	48,26	43,95
Uitgekeerd dividend per aandeel in €	1,25	0,60	0,00	1,15	0,60	0,72
Rendement op basis van beurskoers	50,8%	-62,0%	-12,0%	8,1%	11,1%	33,0%
Eigen vermogen in € 1.000 (ultimo)	17.369	13.234	44.586	36.710	37.849	37.013
Aantal uitstaande aandelen (ultimo)	739.350	780.187	986.858	714.421	784.006	851.186
Intrinsieke waarde per aandeel in € (ultimo)	23,49	16,96	45,18	51,38	48,28	43,48
Rendement op basis van intrinsieke waarde	48,7%	-61,9%	-12,1%	8,8%	12,4%	32,6%
Expense ratio	2,19%	1,72%	1,47%	0,96%	1,86%	1,39%

De vermelde beurskoers betreft de beurskoers op de laatste beursdag van het jaar en is gebaseerd op de intrinsieke waarde aan het einde van de een na laatste 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. De formele wijziging van het beleggingsbeleid is op 27 juli 2007 ingegaan. Omwille van de eenvoud is in 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)





PREADVIES VAN DE RAAD VAN COMMISSARISSEN

Hierbij presenteren wij u het financieel verslag over 2009 van Dresdner VPV European Value Fund NV. In overeenstemming met de statuten heeft het fonds een raad van commissarissen, die tot taak heeft toezicht te houden op het beleid van de directie en de algemene gang van zaken rondom het fonds.

De heer drs. A.J. van Oostveen is in de aandeelhoudersvergadering gehouden op 23 april 2009 afgetreden als vice-voorzitter van de raad van commissarissen. Wij zeggen hem dank voor de zeer gewaardeerde tijd en zorg die hij heeft gewijd aan het fonds. De heer drs. B. Vliegenthart is bereid gevonden de ontstane vacature te vervullen en is op 23 april 2009 door de aandeelhouders benoemd. De heer Vliegenthart was voorheen hoofd investments en account management bij de Robeco Groep. De heer Van Berkel heeft het vice-voorzitterschap van de raad van commissarissen op zich genomen.

De raad van commissarissen heeft gedurende het jaar 2009 zesmaal vergaderd, waarvan vijfmaal met de directie van het fonds. Voorts is het accountantsverslag met de externe accountant besproken.

Tijdens de bijeenkomsten met de directie werden op basis van de periodieke rapportages onder meer de resultaten van het fonds, de ontwikkeling van het vermogen en het gevoerde beleggingsbeleid besproken. Daarnaast is aandacht besteed aan de beheersing van risico's en compliance, waaronder de naleving van de beleggingsrestricties en andere regelgeving.

Na het negatief verlopen jaar 2008 hadden de macro-economische ontwikkelingen en de invloed daarvan op het fonds de bijzondere aandacht van de commissarissen. De commissarissen zijn zeer verheugd te constateren dat het fonds zich in 2009 heeft kunnen herstellen.

In juni 2009 kondigde de directie van het fonds, Dresdner VPV NV (nu VPV Bankiers NV geheten), een management buy-out aan, welke per 9 februari 2010 is afgerond. De commissarissen hebben zich ervan vergewist dat dit geen nadelige gevolgen voor het fonds en haar aandeelhouders zou hebben.

De commissarissen zijn akkoord gegaan met het voorstel van de directie om De Brauw Blackstone Westbroek NV met ingang van 1 juli 2009 tot juridisch adviseur van het fonds te benoemen.

In september 2009 is de vaste op- en afslag bij plaatsing danwel inkoop van aandelen geëvalueerd. Besloten is deze vaste op- en afslag ongewijzigd te houden. Deze evaluatie zal jaarlijks op de agenda van de commissarissenvergadering worden geplaatst.

Ook buiten de officiële vergaderingen om wordt door commissarissen en directie regelmatig overleg gevoerd over zaken die betrekking hebben op het fonds.

De jaarrekening is overeenkomstig de opdracht van de aandeelhouders door Deloitte Accountants BV gecontroleerd. Voor de uitkomsten van de controle verwijzen wij u naar de accountantsverklaring die is opgenomen in het onderdeel Overige gegevens van dit financieel verslag.

Wij bevelen de aandeelhouders aan de door de directie opgemaakte jaarrekening ongewijzigd vast te stellen en aan de directie en de commissarissen decharge te verlenen voor het gevoerde bestuur respectievelijk het toezicht daarop.

Gouda, 11 maart 2010

De raad van commissarissen,

Drs. D. de Jong, voorzitter

G.M.P.M. van Berkel, vice-voorzitter

Drs. B. Vliegenthart



PREADVIES VAN DE RAAD VAN COMMISSARISSEN

Drs. D. de Jong (1954) is voorzitter van de raad van commissarissen van het fonds sinds 24 april 2008. Hij heeft zitting in de raad sinds 9 december 2003.

De heer De Jong is directeur van Midirasmus BV en oud-directievoorzitter van HSBC Investment Bank (Netherlands) NV.

Overige commissariaten/nevenfuncties zijn o.a.:

- Voorzitter raad van toezicht van Dresdner VPV Emerging Markets Fund, Dresdner VPV Value Fund en VPV Obligatie Fonds;
- Voorzitter raad van commissarissen van Dresdner VPV Income Fund NV en Phoenix Fund NV;
- Bestuurslid Stichting VPV Obligatie Recovery Note;
- Lid raad van commissarissen Delta Deelnemingen Fonds NV.

G.M.P.M. van Berkel (1951) heeft zitting in de raad van commissarissen vanaf 24 april 2008.

De heer Van Berkel is oud-lid van de Raad van Bestuur van Bank Sarasin & Cie., was directeur Rabobank Nederland en directeur van de Robeco Groep.

Overige commissariaten/nevenfuncties zijn o.a.:

- Vice-voorzitter raad van toezicht van Dresdner VPV Emerging Markets Fund, Dresdner VPV Value Fund en VPV Obligatie Fonds;
- Vice-voorzitter raad van commissarissen van Dresdner VPV Income Fund NV en Phoenix Fund NV;
- Bestuurslid Stichting VPV Obligatie Recovery Note;
- Lid raad van commissarissen Achmea Beleggingsfondsen Beheer BV.

Drs. B. Vliegenthart (1947) heeft zitting in de raad van commissarissen vanaf 23 april 2009.

Overige commissariaten/nevenfuncties van de heer Vliegenthart zijn o.a.:

- Lid raad van toezicht Dresdner VPV Emerging Markets Fund, Dresdner VPV Value Fund en VPV Obligatie Fonds;
- Lid raad van commissarissen Dresdner VPV Income Fund NV en Phoenix Fund NV;
- Bestuurslid Stichting VPV Obligatie Recovery Note;
- Voorzitter Raad van Toezicht BNG Fido Geldmarktselect, BNG Vermogensbeheer, Den Haag;
- Voorzitter Raad van Toezicht BNG Fido Kapitaalmarktselect, BNG Vermogensbeheer, Den Haag;
- Voorzitter Raad van Toezicht BNG Optimaalselect, BNG Vermogensbeheer, Den Haag;
- Lid Beleggingsadviescommissie Pensioenfondsen Predikanten, Utrecht (onbezoldigd);
- Lid Raad van Commissarissen BV Vlieroordam te Rhooon (familiebedrijf).



DIRECTIEVERSLAG

ONTWIKKELINGEN

Macro-economische ontwikkelingen

Na een onstuimig verlopen eerste kwartaal zijn de financiële markten in 2009 geleidelijk gestabiliseerd. Dit proces is gepaard gegaan met de terugkeer van de interbancaire geldmarkttarieven naar gangbare niveaus.

De eerste tekenen die erop wezen dat het dieptepunt van de recessie voorbij was, waren de draai op de beurs medio maart en het verbeteren van diverse door sentiment gedreven vertrouwensindicatoren. Verder kwamen uit de gepubliceerde halfjaarcijfers van grote conjunctuurgevoelige ondernemingen zoals ASML, Philips en Intel beter dan verwachte resultaten naar voren en wisten diverse Amerikaanse (zaken)banken uitstekende tweedekwartaalcijfers te rapporteren, onder meer dankzij het wegvallen van diverse grote concurrenten. In tegenstelling tot eind 2008 en begin 2009 leidde het grote aantal faillissementen onder Amerikaanse spaarbanken niet tot paniek of nervositeit op de beurzen. In Nederland zijn in het afgelopen jaar drie banken in de problemen gekomen, waaronder het spraakmakende faillissement van de DSB Bank. Voor de financiële markten had het materieel gezien weinig gevolgen.

Nadat al in het tweede kwartaal enkele, vooral grondstofrijke, Westerse economieën een licht economisch herstel lieten zien, is deze omslag in het derde kwartaal bevestigd door gematigd positieve economische groeicijfers in de Verenigde Staten en in de Eurozone. China wist zelfs te verrassen door de economische groei op het hoge niveau van de afgelopen jaren te handhaven.

Een kanttekening hierbij is dat een groot deel van deze groei kunstmatig is vanwege de zeer omvangrijke stimulerende maatregelen door de overheid. Het herstel is in de Verenigde Staten traditioneel krachtiger doordat het beleid veel meer dan in de Eurozone op groei is gericht en minder op inflatiebeheersing. Naast de hogere flexibiliteit van de economie kan het sterke herstel in de Verenigde Staten worden verklaard door een stijging van de consumentenuitgaven in duurzame goederen als gevolg van fiscale stimulerende maatregelen (het 'cash-for-clunkers' programma), toegenomen investeringen in vastgoed vanwege de gedaalde prijzen voor woningen en lage hypotheekrentes alsmede de investeringen door bedrijven in voorraden.

Het herstel op de aandelen- en kapitaalmarkten is vooral toe te schrijven aan de verbeterde resultaten van banken. Dit heeft het vertrouwen een positieve impuls gegeven. Sinds medio maart is sprake van een marktbreed gedragen opgaande trend. Ondanks enkele kortstondige dips blijft de markt veerkrachtig. Veel bedrijven hebben van het marktherstel gebruik gemaakt om een aandelenemissie door te voeren en op deze wijze de balans te versterken. Hoewel dit tot flinke verwatering voor de zittende aandeelhouders van onder andere Heijmans, ING, Lloyds, RBS, TomTom en Wavin heeft geleid, zijn alle emissies succesvol afgerond. Ook bestaande bankleningen worden vaak na moeizame onderhandelingen verlengd.

In het boekjaar zijn vooral in de financiële sector de nodige kapitaalherstructureringen geweest, waarbij die van Lloyds en ING er bovengaan staken. De financiële sector geeft hiermee aan weer vooruit te kijken. Hoewel hierdoor het vertrouwen wordt hersteld, blijft de situatie niettemin kwetsbaar, wat blijkt uit de diverse garantstellingen en kapitaalinjecties waarmee de sector nog altijd wordt ondersteund. De verwachting is dat deze steun in de loop van 2010 gefaseerd zal worden afgebouwd.

Een deel van het herwonnen optimisme is te danken aan de verschuiving van de schuldenlast van bedrijven en financiële instellingen naar overheden. Staatsschulden zijn in korte tijd sterk opgelopen en overheden staan voor de uitdaging om deze in de komende jaren weer tot normale proporties terug te brengen. Dat dit geen eenvoudig proces zal zijn blijkt alleen al uit het feit dat de inkomsten van veel overheden onder druk staan. Sommige landen zoals Hongarije, IJsland en Oekraïne hebben een beroep moeten doen op kredietfaciliteiten van het IMF. Diverse Westerse economieën zoals Griekenland, Ierland en Spanje hebben van de ratingbureaus een neerwaartse bijstelling van hun kredietwaardigheid gekregen. Dat landen om deze reden de euro zullen moeten loslaten lijkt een voorbarige speculatie, zeker omdat dit ook andere ongewenste problemen met zich zal brengen. Een hoge staatsschuld behoeft overigens niet altijd een groot probleem te zijn, zolang dit een tijdelijke situatie is en er harde investeringen en activa tegenover staan. Ook speelt nog een rol of de staatsschuld grotendeels door de eigen burgers wordt gefinancierd, zoals in Japan het geval is, of grotendeels door het buitenland zoals dat in de Verenigde Staten gebeurt. Wat dat betreft is het dieptepunt van de recessie achter de rug, maar daarmee zijn nog niet alle problemen verholpen.



DIRECTIEVERSLAG

Financiële markten

Ondanks een uiterst zwak eerste kwartaal kunnen beleggers per saldo terugkijken op een geslaagd beleggingsjaar. In nagenoeg alle beleggingscategorieën is een positief resultaat behaald, waarbij het nemen van risico ruimschoots is beloofd. Dit gold vooral voor aandelen van cyclische waarden, aandelen met kleine marktkapitalisaties, aandelen in opkomende markten en achtergestelde bancaire obligaties. Een bepalende factor hierbij is de terugkeer van liquiditeit in de markt geweest.

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, 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).

Gebruik financiële instrumenten

Het fonds belegt in aandelen en kan in voorkomende gevallen gebruik maken van afgeleide financiële instrumenten. Doordat van (afgeleide) financiële instrumenten gebruik wordt gemaakt kan sprake zijn van diverse financiële risico's, waarvan de belangrijkste hieronder zijn toegelicht. Een uitgebreide beschrijving is in het prospectus opgenomen.

Markt- en prijsrisico

Dit omvat het risico dat een financieel instrument minder waardevol zal worden als gevolg van (i) veranderingen in valutawisselkoersen, (ii) veranderingen in de markttrente en/of (iii) veranderingen in marktprijzen, veroorzaakt door factoren die uitsluitend gelden voor het individuele instrument of de emittent hiervan of door factoren die alle in de markt verhandelde instrumenten beïnvloeden.

De gevoeligheid voor marktveranderingen kan toenemen indien wordt belegd met geleend geld (hefboomwerking).

Dresdner VPV European Value Fund NV tracht deze risico's te beheersen door middel van diversificatie van de beleggingsportefeuille (spreiding over verschillende sectoren en individuele aandelen). De mogelijkheid met geleend geld te beleggen is beperkt tot maximaal 25% van het eigen vermogen. De valutarisico's kunnen geheel of gedeeltelijk worden afgedekt.

Kredietrisico

Het kredietrisico of debiteurenrisico is het risico dat de ene partij van een financieel instrument niet aan haar verplichtingen zal voldoen, waardoor de andere partij een financieel verlies te verwerken krijgt. Het kredietrisico is in het algemeen groter bij transacties die buiten de beurs of in vreemde valuta worden afgesloten.

Teneinde deze risico's zoveel als mogelijk te beperken wordt de nodige zorgvuldigheid betracht bij het aangaan van contractuele relaties en wordt in beginsel in effecten belegd die aan een (internationale) officiële beurs zijn genoteerd of op een gereguleerde markt worden verhandeld.

DIRECTIEVERSLAG

Liquiditeitsrisico

Dit is het risico dat een rechtspersoon niet de mogelijkheid heeft om de financiële middelen te verkrijgen die nodig zijn om aan de verplichtingen uit hoofde van de financiële instrumenten te voldoen, bijvoorbeeld door dat een financieel actief niet op korte termijn kan worden verkocht tegen nagenoeg de reële waarde.

Dresdner VPV European Value Fund NV tracht dit risico onder meer te beperken door hoofdzakelijk in beursnoteerde effecten te beleggen. Daarnaast bestaat de mogelijkheid kortlopend krediet op te nemen, waardoor het liquiditeitsrisico verder kan worden beperkt.

Top 5 belangen in portefeuille per 31 december 2009

	Land	Belang
The Paragon Group of Companies	Verenigd Koninkrijk	5,0%
CSM	Nederland	3,3%
Kier Group	Verenigd Koninkrijk	3,2%
Reed Elsevier	Nederland	3,2%
CPL Resources	Ierland	3,1%

Gevoerd beleid in 2009

Het afgelopen jaar is na een onstuimig en negatief begin een jaar van herstel gebleken. Met name bedrijven met een hoge mate van conjunctuurgevoeligheid en financiële waarden lieten vanaf het eerste kwartaal een uitermate sterke koersontwikkeling zien. Het terugkerende vertrouwen in combinatie met de verbeterende macro-economische indicatoren zorgden daarbij voor een herstel in de sterk gedaalde ondernemingen met een kleinere marktkapitalisatie, het zogenaamde mid- en smallcap-segment.

Anticiperend op laatstgenoemde ontwikkeling is in het tweede kwartaal een aantal bedrijven uit dit mid- en smallcap-segment aan de portefeuille toegevoegd of is de positie verder uitgebreid. Aangekocht zijn belangen in ondernemingen met een sterke marktpositie, een gezonde financiële positie en een lage waardering in combinatie met een aantrekkelijk dividendrendement zoals CSM, Mediq, Beter Bed, Imtech, Smit en Exact.

Mediq stond onder druk door het nieuwe preferentiebeleid. Hierdoor komen de inkoopvoordelen op medicijnen niet meer ten gunste van Mediq en zullen de marges van apotheken in Nederland structureel op een lager niveau komen te liggen. Op het moment van aankoop was deze ontwikkeling echter al in de koers van het aandeel verwerkt en was het aandeel op basis van de nieuwe winstverwachting erg laag gewaardeerd.

CSM komt uit een periode met meerdere tegenvallers op verschillende gebieden. De waardering van het aandeel deed echter geen recht aan de marktpositie van de onderneming in bakkerijproducten en de interessante positie van het bedrijfs onderdeel Purac. Purac is een grote fabrikant van melkzuur en is daarnaast in het bezit van een veelbelovende techniek om van dit melkzuur biologisch afbreekbaar plastic te maken.

De beleggingen van het fonds binnen de financiële sector zijn gedurende het jaar grotendeels geherpositieerd. Structurele thema's binnen de bankensector zijn het versterken van de balans, het afstoten van bedrijfs-onderdelen en het aflossen van de staatssteun die gedurende de crisis is verkregen. Hierdoor zijn in veel gevallen geen dividenduitkeringen mogelijk. Om die reden prefereren wij financiële waarden die een relatief sterke balans hebben en mede vanwege het aantrekkelijke dividendrendement hebben wij dan ook Munich RE, Delta Lloyd en BNP Paribas aangekocht. Om deze aankopen te financieren is, anticiperend op de kapitaalsverhogingen, afscheid genomen van onder andere Lloyds en ING. Daarnaast zijn de eind 2008 aangekochte perpetuele leningen van Fortis na een fors koersherstel weer verkocht.

Over de grote positie in Paragon blijven wij onverminderd positief. De onderneming heeft het dividend verhoogd, is op basis van de intrinsieke waarde laag gewaardeerd en ziet de eerste tekenen van een herstel in financieringsmogelijkheden, waardoor op termijn weer nieuwe leningen kunnen worden verstrekt. Bij een dergelijk scenario horen duidelijk een hogere waardering en aandelenkoers.

Het macro-economische herstel in combinatie met de lage waarderingen van aandelen zorgden in 2009 voor een verhoogde activiteit op het gebied van fusies en overnames. Ook op ondernemingen in de portefeuille waren er biedingen, te weten Teleca en Abacus. Gedurende het jaar hebben wij posities in het Belgische Solvay en het Nederlandse Wessanen ingenomen. Solvay liet weten open te staan voor de verkoop van de farmaceuti-

DIRECTIEVERSLAG

sche activiteiten en Wessanen moest noodgedwongen overgaan tot het verkopen van de Amerikaanse distributieactiviteiten, Tree of Life. Het afstoten van dergelijke bedrijfsonderdelen is doorgaans een effectieve manier om onderwaarderingen op te heffen. Na een herwaardering is op beide posities winstgenomen.

In het algemene beursherstel voerden, zoals eerder vermeld, de cyclische aandelen de ranglijst aan, waardoor naar ons idee het verwachte winstherstel binnen deze sectoren in veel gevallen reeds voldoende in de koers was verwerkt. Om die reden zijn de posities in de AGFA Gevaert, TNT en het Turkse Dogan Holding verkocht. Bij AGFA Gevaert zal schuldreductie in de komende jaren het centrale thema zijn. Bij het begin dit jaar aangekochte TNT is het verwachte herstel in de expressactiviteiten voldoende in de koers verwerkt. TNT zal door de dalende postactiviteiten in de komende jaren moeite hebben in omvang toe te nemen. De koers van Dogan Holding liep op als gevolg van een eventuele verkoop van het belang in Petrol Ofisi aan het Oostenrijkse OMV. Hiertegenover staat dat aandelen van veel grote ondernemingen die als defensief te boek staan, aantrekkelijker zijn gewaardeerd. De waarderingen zijn niet hoog, de balansen zijn solide met relatief weinig schuld en de ondernemingen hebben vaak een zeer sterke marktpositie. In de portefeuille zijn dit onder meer de nieuwe posities in Ahold, Reed Elsevier en Nokia, maar ook de oliewaarden zoals Royal Dutch, BP en Repsol. Dit geldt eveneens voor het Engelse constructiebedrijf Kier Group. De onderneming draait ondanks de moeilijke marktomstandigheden goed, wat onvoldoende tot uiting komt in de beurswaardering. Op de huidige koers wordt aan de landbank, de netto kaspositie en de waarde van de ontwikkelingsprojecten nauwelijks een waarde toegekend. Vanwege deze lage waardering in combinatie met een dividendrendement van meer dan 5% is Kier een prima belegging om te profiteren van een aantrekkende Britse huizenmarkt.

Valutare verdeling van de portefeuille (inclusief dekkingstransacties)		31-12-09	31-12-08
Euro	EUR	95,0%	92,3%
Turkse lira	TRY	2,5%	4,3%
Hongaarse forint	HUF	2,6%	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 bedroeg per 31 december 2009 € 23,49 en per 31 december 2008 € 16,96. Inclusief herbelegging van het in 2009 uitgekeerde dividend betekent dit een stijging van 48,7%.

De FTSE Eurotop 100 Index steeg over het afgelopen jaar inclusief herbelegging van dividend met 30,0%. Overigens heeft Dresdner VPV European Value Fund NV geen officiële benchmark, en is de genoemde index uitsluitend als vergelijkingsmaatstaf vermeld.

De directie komt over het verslagjaar 2009 niet in aanmerking voor de in het prospectus vastgelegde resultaatafhankelijke vergoeding (performance fee).

Het aantal uitstaande gewone aandelen nam met 40.837 of 5,2% af van 780.187 tot 739.350. Door de per saldo inkoop van aandelen en de dividenduitkering enerzijds en de winst over het verslagjaar anderzijds steeg het eigen vermogen van € 13,2 miljoen per 31 december 2008 naar € 17,4 miljoen per 31 december 2009.

Op 4 mei 2009 is € 1,25 per aandeel als dividend aan de aandeelhouders uitgekeerd (2008: € 0,60).

DIRECTIEVERSLAG

Resultaat per aandeel (in € 1)	2009	2008	2007	2006	2005
Inkomsten	0,81	1,58	1,55	1,41	0,78
Waardeveranderingen van beleggingen	7,43	-29,19	-2,98	4,81	10,41
Kosten	-0,42	-0,67	-1,24	-0,94	-0,54
Nettoresultaat per aandeel	7,82	-28,28	-2,67	5,28	10,65

Het nettoresultaat per (bij derden uitstaand) aandeel wordt berekend door het resultaat over het boekjaar te delen door het gemiddeld aantal uitstaande aandelen gedurende het boekjaar. Het gemiddeld aantal aandelen is op maandbasis berekend.

VOORUITZICHTEN 2010

Het valt nog te bezien of de sterke opleving van de economische groei het komend jaar zal doorzetten. Naar verwachting zal het herstel in de loop van 2010 gaan afvlakken doordat de stimulerende maatregelen door de overheid zullen worden afgebouwd. Tevens zijn veel ondernemingen en consumenten bezig om de schuldenlast terug te brengen en zal het besteedbare inkomen van consumenten de komende tijd door de gestegen werkloosheid onder druk blijven staan. Ook zullen de overheden op termijn hun begroting weer op orde moeten brengen. Aangezien dit meestal met hogere belastingen en lagere overheidsuitgaven gepaard gaat, kan dit een drukkend effect op de economische groei hebben.

Een opleving van de economie zal naar verwachting uit de Verenigde Staten moeten komen, gezien de omvangrijke en diepgaande monetaire en fiscale stimulerende maatregelen en de ingrijpende kostenbesparingen die Amerikaanse bedrijven hebben doorgevoerd. Positief is dat opkomende markten, in het bijzonder Brazilië en China, zich in de economische crisis goed staande hebben weten te houden.

Zowel de korte als de lange rente zijn vanuit historisch oogpunt bezien laag. Hoewel het onderwerp 'inflatie' een geliefd thema is, lijkt ondanks de enorme liquiditeitstoevoer door centrale banken deflatie de boventoon te blijven voeren in 2010. Of op de langere termijn een hoge inflatie weer zal terugkeren is nog moeilijk aan te geven. Zo zullen de zeer omvangrijke staatsschulden moeten worden gefinancierd en het lijkt onwaarschijnlijk dat beleggers genoeg blijven nemen met de huidige lage rendementen. Het proces van deleveraging, met lagere prijzen voor vele activa, biedt hieraan tegenwicht.

Daarnaast wordt de lange rente gedrukt doordat centrale banken via hun kwantitatieve verzuimingsprogramma's massaal staatsleningen hebben opgekocht. Deze programma's zullen vrij snel worden stopgezet, zoals de Engelse Centrale Bank eind 2009 al heeft laten doorschemeren. Naar verwachting zal de korte rente niet eerder dan tegen het eind van 2010 verhoogd kunnen worden, om zo te voorkomen dat het economisch herstel in de kiem wordt gesmoord.

Hoewel de beurs sinds maart 2009 al een voorschot op een economisch herstel heeft genomen, zijn veel beleggingscategorieën fundamenteel gezien nog steeds niet duur. In termen van beleggingsthema's zien wij nog steeds kansen onder de financiële instellingen, en dan vooral onder de perpetuele obligaties. Hoewel de spreads sterk zijn afgenomen, zijn de niveaus in absolute zin nog altijd hoog. Verder koersherstel zal van herstructureringen moeten komen met biedingen op deze obligaties of omwisseling in nieuwe instrumenten met betere voorwaarden voor de banken, zoals recent bij Lloyds. Vanwege de huidige lage koersen heeft dit tot nog toe een positief effect op de koersen gehad.

Verder zijn aandelenmarkten ondanks het koersherstel nog altijd aantrekkelijk gewaardeerd. Dit geldt in het bijzonder voor de kwaliteitsbedrijven met solide balansen en goede kasstromen, waarbij dividendrendementen van meer dan 5% en vrijekasstroomrendementen van meer dan 10% niet ongewoon zijn.

Zwaar gefinancierde cyclische bedrijven met een matige kasstroom en bedrijven waarbij veel voor toekomstige groei wordt betaald behoren tot de categorieën die in onze ogen zijn overgewaardeerd.



DIRECTIEVERSLAG

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.

In 2009 heeft Dresdner VPV European Value Fund NV geen belangen van 5% of meer in portefeuille gehad. Na bestudering van de tijdens de algemene vergaderingen aan de orde te stellen punten en rekening houdend met de beperkte betekenis van ons stemgedrag vanwege de geringe omvang van het aandelenbelang per onderneming, is besloten in 2009 geen gebruik te maken van het aan het fonds toekomende stemrecht.

VPV Bankiers NV heeft als beheerder van diverse beleggingsinstellingen in 2009 fund governance principes gedefinieerd en in een code vastgelegd. De onderhavige code heeft tot doel de DUFAS Principles of Fund Governance te implementeren in de beschrijving van de administratieve organisatie en internecontrolesystematiek van VPV Bankiers NV. De code beoogt de belangen van de beleggers te beschermen en belangenconflicten te voorkomen. Dit wordt mede gewaarborgd door controle op de naleving van de in de code opgenomen bepalingen. De volledige tekst van de code is te vinden op de website van de beheerder.

VERKLARING BEHEERDER

Wij beschikken over een beschrijving van de bedrijfsvoering, die voldoet aan de eisen van de Wet op het financieel toezicht en het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen (Bgfo).

Wij hebben gedurende het afgelopen boekjaar verschillende aspecten van de bedrijfsvoering beoordeeld, onder meer op basis van de bevindingen van zowel de interne als de externe accountant, de (management)informatie en eigen waarnemingen. Bij onze werkzaamheden hebben wij geen constatering gedaan op grond waarvan zou moeten worden geconcludeerd dat de beschrijving van de inrichting van de bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 121 van het Bgfo niet voldoet aan de vereisten zoals opgenomen in dit Besluit en daaraan gerelateerde regelgeving. Op grond hiervan verklaren wij als beheerder van Dresdner VPV European Value Fund NV te beschikken over een beschrijving van de bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 121 Bgfo, die voldoet aan de eisen van het Bgfo.

Ook hebben wij niet geconstateerd dat de bedrijfsvoering niet effectief en niet overeenkomstig de beschrijving functioneert. Derhalve verklaren wij met een redelijke mate van zekerheid dat de bedrijfsvoering gedurende het verslagjaar 2009 effectief en overeenkomstig de beschrijving heeft gefunctioneerd.

Gouda, 11 maart 2010

De directie,

VPV Bankiers NV

BALANS PER 31 DECEMBER 2009 (IN € 1.000)

(voor bestemming van het resultaat)

	31-12-09	31-12-08
Beleggingen (1)		
Aandelen en obligaties	16.477	12.698
Vorderingen		
Overige vorderingen en overlopende activa (2)	137	845
Overige activa		
Liquide middelen (3)	942	0
Kortlopende schulden		
Schuld aan kredietinstelling (3)	0	203
Overige schulden en overlopende passiva (4)	187	106
	187	309
Uitkomst van vorderingen en overige activa min kortlopende schulden	892	536
Uitkomst van activa min kortlopende schulden	17.369	13.234
Eigen vermogen (5)		
Geplaatst kapitaal	739	780
Agio	2.711	3.592
Overige reserves	7.907	33.653
Onverdeeld resultaat	6.012	-24.791
	17.369	13.234

WINST-EN-VERLIESREKENING OVER 2009 (IN € 1.000)

	2009	2008
Opbrengsten uit beleggingen		
Dividenden en rentebaten	606	1.343
Waardeveranderingen van beleggingen (6)		
Gerealiseerd	1.552	-5.362
Niet-gerealiseerd	4.162	-20.228
	5.714	-25.590
Overige opbrengsten (7)		
	16	40
Totaal opbrengsten		
	6.336	-24.207
Kosten (8)		
Beheervergoeding	192	275
Rentelasten	0	115
Overige bedrijfskosten	132	194
	-324	-584
Resultaat voor belastingen		
	6.012	-24.791
Belastingen		
	0	0
Resultaat na belastingen		
	6.012	-24.791

KASSTROOMOVERZICHT OVER 2009 (IN € 1.000)

	2009	2008
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten		
Aankopen van beleggingen	-6.050	-11.366
Verkopen van beleggingen	8.555	20.558
Ontvangen netto-dividenden	774	1.426
Ontvangen minus betaalde rente	44	-136
Betaalde beheervergoeding en overige kosten	-315	-673
	3.008	9.809
Kasstroom uit financieringsactiviteiten (9)		
Ontvangen bij plaatsing eigen aandelen	1.155	1.084
Betaald bij inkoop eigen aandelen	-2.063	-7.092
Betaald dividend	-955	-537
Mutatie opgenomen bankkrediet	-203	-3.264
	-2.066	-9.809
Mutatie geldmiddelen		
	942	0
Geldmiddelen per 1 januari	0	0
Geldmiddelen per 31 december	942	0
Mutatie verslagperiode		
	942	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 het beleggen van gelden in effecten teneinde de aandeelhouders in de opbrengst te doen delen.

Dresdner VPV European Value Fund NV is een open-end beleggingsinstelling. Behoudens bijzondere omstandigheden, zoals beschreven in het prospectus, zal de vennootschap op aanvraag aandelen in haar kapitaal uitgeven en desgevraagd aandelen van beleggers inkopen.

De jaarrekening is opgesteld volgens de bepalingen van Titel 9 Boek 2 BW en de Wet op het financieel toezicht. Alle bedragen luiden in euro's tenzij anders aangegeven.

WAARDERINGSGRONDSLAGEN

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

De in de balans onder beleggingen opgenomen aandelen en obligaties worden individueel gewaardeerd tegen marktwaarde, zijnde de beurskoers of andere marktnoteringen ultimo boekjaar (close koers).

De vennootschap kan gebruik maken 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 (contractwaarden) 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 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.

De contante dividenden worden verantwoord op datum van vaststelling.

Bedrijfskosten (beheervergoedingen, rentelasten en overige bedrijfskosten) worden ten laste van het resultaat gebracht in het jaar waarop zij betrekking hebben.

De transactiekosten bij aankoop van beleggingen worden opgenomen in de kostprijs van de betreffende beleggingen. Na de aankoop worden deze kosten bij de eerste waardering tegen marktwaarde als onderdeel van de niet-gerealiseerde waardeveranderingen van beleggingen ten laste van de winst-en-verliesrekening gebracht. Bij verkoop van beleggingen worden de verkoopkosten als onderdeel van de gerealiseerde waardeveranderingen van beleggingen verwerkt.

TOELICHTING

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 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 worden uitgekeerd aan de aandeelhouders.

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 het boekjaar niet tot een kasstroom hebben geleid. Hierdoor ontstaan (tijdelijke) verschillen tussen posten in het kasstroomoverzicht enerzijds en posten in de winst-en-verliesrekening en mutatieoverzichten van activa en passiva anderzijds.

TOELICHTING OP DE BALANS

1. Beleggingen

Op pagina 22 is een specificatie van de beleggingsportefeuille opgenomen.

Het verloop van de beleggingen en de valutatermijncontracten in het verslagjaar is als volgt weer te geven:

	Aandelen	Obligaties	Valuta- termijn- contracten	Totaal
Marktwaaarde begin boekjaar	12.432.000	266.000	491.000	13.189.000
Aankopen	6.050.000	0	0	6.050.000
Verkopen	-7.776.000	-497.000	-282.000	-8.555.000
Waardeveranderingen (koersresultaten):				
• gerealiseerd	1.530.000	231.000	-209.000	1.552.000
• niet-gerealiseerd	4.241.000	0	-79.000	4.162.000
Marktwaaarde einde boekjaar	16.477.000	0	-79.000	16.398.000

De som van de niet-gerealiseerde waardeveranderingen van de beleggingen bedraagt per 31 december 2009 € 8.002.000 negatief.

Ter afdekking van het valutarisico op enkele beleggingen die niet in euro's luiden zijn valutatermijncontracten afgesloten. De per 31 december 2009 lopende valutatermijncontracten betreffen de verkoop van GBP 3.012.000 en de aankoop van EUR 3.311.000 per 4 maart 2010. Per 31 december 2008 bestonden de valutatermijncontracten uit de verkoop van GBP 3.868.000, NOK 800.000 en SEK 2.205.000 en de aankoop van EUR 4.845.000 per 4 juni 2009.

De ongerealiseerde winst per 31 december 2008 ad € 491.000 is opgenomen onder de overlopende activa, het ongerealiseerde verlies per 31 december 2009 ad € 79.000 onder de overlopende passiva.

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.

TOELICHTING

2. Overige vorderingen en overlopende activa

	31-12-09	31-12-08
Dividendbelasting inzake ontvangen dividenden	121.000	331.000
Niet-gerealiseerd resultaat valutatermijncontracten	0	491.000
Nog te ontvangen storting op geplaatste aandelen	2.000	0
Nog te ontvangen dividend en rente	14.000	23.000
	137.000	845.000

3. Liquide middelen

Dit betreft het saldo van de bankrekening aangehouden bij VPV Bankiers NV (per 31 december 2008 een rekening-courantschuld, opgenomen onder de kortlopende schulden). Het fonds heeft de beschikking over een kredietfaciliteit, waarvoor als zekerheid de effectenportefeuille is verpand.

4. Overige schulden en overlopende passiva

	31-12-09	31-12-08
Niet-gerealiseerd resultaat valutatermijncontracten	79.000	0
Nog te betalen beheervergoedingen	54.000	41.000
Nog te betalen rente	0	7.000
Diversen	54.000	58.000
	187.000	106.000

5. Eigen vermogen

Het maatschappelijk kapitaal bedraagt € 5.000.000, verdeeld in 5.000.000 aandelen van elk nominaal € 1. Per 31 december 2009 zijn 739.350 aandelen bij derden geplaatst. Het aantal uitstaande aandelen muteerde als volgt:

Stand per 31 december 2008	780.187
Plaatsingen	63.025
Inkopen	-103.862
Stand per 31 december 2009	739.350

De mutaties in het verslagjaar 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	63.000	1.088.000	0	0
Inkoop aandelen	-104.000	-1.969.000	0	0
Resultaat boekjaar 2009	0	0	0	6.012.000
Stand per 31 december 2009	739.000	2.711.000	7.907.000	6.012.000

De agioreserve wordt fiscaal als gestort aangemerkt. Aangezien voor de beleggingen van het fonds frequente marktnoteringen bestaan, is voor de niet-gerealiseerde waardeinstijgingen per balansdatum geen herwaarderingsreserve gevormd.

TOELICHTING

In 2009 is het dividend over 2008 ad € 955.000 (€ 1,25 per aandeel) aan aandeelhouders uitgekeerd. Op basis van de geldende regelgeving voor fiscale beleggingsinstellingen bestaat over 2009 een verplichting tot uitkering van dividend ten bedrage van € 367.000. Na vaststelling van de jaarrekening 2009 door de aandeelhouders zal dit bedrag onder aftrek van dividendbelasting worden uitgekeerd. Deze uitkering is nog niet in de balans per 31 december 2009 verwerkt.

Hieronder volgt een overzicht van het eigen vermogen van de vennootschap, het aantal bij derden uitstaande aandelen en de intrinsieke waarde per aandeel:

Jaar	Eigen vermogen in €	Aantal uitstaande aandelen	Intrinsieke waarde in €
2007	44.586.000	986.858	45,18
2008	13.234.000	780.187	16,96
2009	17.369.000	739.350	23,49

TOELICHTING OP DE WINST-EN-VERLIESREKENING

6. Waardeveranderingen van beleggingen

	Aandelen en obligaties	Valuta-termijncontracten	Totaal 2009	Totaal 2008
Gerealiseerde waardeveranderingen	1.761.000	-209.000	1.552.000	-5.362.000
Niet-gerealiseerde waardeveranderingen	4.241.000	-79.000	4.162.000	-20.228.000
	6.002.000	-288.000	5.714.000	-25.590.000

7. Overige opbrengsten

De bate ad € 16.000 (2008: € 40.000) bestaat uit de opbrengsten uit hoofde van de vaste op- en afslag (0,5%), die bij de uitgifte respectievelijk inkoop van aandelen in de transactieprijs wordt opgenomen. Deze op- en afslagen dienen ter dekking van de kosten van de aan- en verkoop van beleggingen (kosten van brokers en eventueel marktimpact); deze kosten zijn in de winst-en-verliesrekening opgenomen in de post 'Waardeveranderingen van beleggingen' en derhalve niet separaat zichtbaar.

8. Kosten

Beheervergoeding

Conform het prospectus heeft de directie over 2009 een beheervergoeding van 0,3125% per kwartaal, berekend over het fondsvermogen per het einde van het kwartaal, in rekening gebracht.

In het prospectus is opgenomen dat, indien de intrinsieke waarde van het fonds in het boekjaar met meer dan 10% is toegenomen, de directie over het meerdere een performance fee van 10% ontvangt. Eventuele verliezen over de voorgaande twee jaren dienen eerst te worden gecompenseerd. Aangezien het verlies over 2008 nog niet volledig is gecompenseerd, is het fonds over 2009 geen performance fee verschuldigd (over 2008 eveneens niet).

TOELICHTING

Overige bedrijfskosten	2009		Prospectus		2008	
		%		%		%
a) Marketingkosten	44.000	0,30	0,38		62.000	0,23
b) Bewaarloon	7.000	0,05	0,04		5.000	0,02
c) Kosten van toezicht	14.000	0,09	0,17		15.000	0,05
d) Kosten accountant	20.000	0,17	0,11		26.000	0,09
e) Overige kosten	47.000	0,28	0,44		86.000	0,32
	132.000	0,89	1,14		194.000	0,71

De werkelijke kosten over 2009 en 2008 zijn uitgedrukt in een percentage van het gemiddelde eigen vermogen (zie de toelichting op de expense ratio). De prospectuspercentages zijn ontleend aan het prospectus gedateerd 31 december 2008 en zijn berekend op basis van een eigen vermogen van € 14.000.000.

- a) Als marketingkosten zijn verantwoord de kosten van commerciële advertenties ad € 22.000 (2008: € 15.000) en van advertenties met kennisgevingen aan aandeelhouders, zoals oproepingen, dividenduitkeringen en intrinsieke waarde, ad € 22.000 (2008: € 47.000).
- b) Het bewaarloon bedraagt conform het prospectus 0,035% van het fondsvermogen, vermeerderd met omzetbelasting.
- c) Deze post bestaat uit de kosten van Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) en de beloning voor de raad van commissarissen. De door de AFM in rekening gebrachte toezichtsheffingen zijn opgebouwd uit een basistarief en een tarief afhankelijk van de omvang van het balanstotaal.
De commissarissen ontvangen een vaste vergoeding voor hun werkzaamheden voor het fonds en enkele andere VPV-fondsen. De beloning voor de raad van commissarissen is volgens het prospectus maximaal € 25.000 per jaar. Over 2009 wordt door Dresdner VPV European Value Fund NV € 11.755 (2008: € 13.203) betaald, met de volgende verdeling: drs. D. de Jong € 4.232 (2008: € 4.753), de heer G.M.P.M. van Berkel € 3.761 (2008 € 2.817), drs. B. Vliegthart € 2.508 (2008 nihil), drs. A.J. van Oostveen € 1.254 (2008: € 4.225) en drs. G. de Bruin nihil (2008: € 1.408).
- d) De accountantskosten bestaan uit de kosten verbonden aan de wettelijke controle van de jaarrekening € 14.000 (2008 eveneens € 14.000), overige controleopdrachten nihil (2008: € 4.000) en overige niet-controlediensten € 6.000 (2008: € 8.000).
- e) De overige kosten bestaan uit de kosten van de Fund Agent ad € 13.000 (2008: € 17.000), guichetprovisie ad € 7.000 (2008: € 6.000) en overige kosten ad € 27.000 (2008: € 63.000) zoals (deels incidentele) advieskosten, kosten jaarverslag en halfjaarverslag, beursnotering etc.

De verantwoorde kosten zijn inclusief de in rekening gebrachte en niet door het fonds te verrekenen omzetbelasting.

Het fonds heeft geen personeel in dienst.

Expense ratio

De expense ratio of kostenratio bedroeg over 2009 2,19% en over 2008 1,72%. Deze ratio fungeert als indicator voor de totale exploitatiekosten van een beleggingsinstelling en wordt berekend door de kosten die in een jaar ten laste van de beleggingsinstelling zijn gekomen te delen door de gemiddelde intrinsieke waarde (eigen vermogen). De gemiddelde intrinsieke waarde wordt berekend op basis van de intrinsieke waarde van het fonds per 31 december, 31 maart, 30 juni, 30 september en 31 december. Hierbij worden de beide bedragen per 31 december voor de helft meegewogen. De gemiddelde intrinsieke waarde bedroeg over 2009 € 14.830.000 en over 2008 € 27.230.000).

Het deel van de expense ratio dat betrekking heeft op door de directie en gelieerde partijen in rekening gebrachte kosten bedroeg over 2009 1,48% en over 2008 1,11%.



TOELICHTING

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 kosten verband houdend met de toe- en uittreding van aandeelhouders, voor zover deze worden gedekt uit de ontvangen op- en afslagen, en de rentelasten. De identificeerbare en kwantificeerbare transactiekosten (kosten van brokers) bedroegen in 2009 gemiddeld 0,20% (2008: 0,34%) van de transactiewaarde waarover kosten in rekening zijn gebracht (circa 89% (2008: 95%) van de totale transactiewaarde).

Turnover ratio

Over het boekjaar 2009 bedroeg de turnover ratio (omloopfactor) 75% en over 2008 80%. 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 omloopfactor 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 transactieprijzen per aandeel bestaan 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 aandelengirostelsysteem van VPV Bankiers NV bedragen 0,5% van de transactieprijzen met een maximum van € 250 per transactie.

Gelieerde partijen en uitbesteding kerntaken

- VPV Bankiers NV voert het beheer over het fonds, waarvoor een 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.
- VPV Bankiers NV treedt op als bankier van het fonds.
- VPV Bankiers 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 VPV Bankiers NV afgesloten met Dresdner Bank Luxembourg SA, gedurende de verslagperiode de aandeelhouder van VPV Bankiers NV. Het transactievolume van de in 2009 afgesloten contracten bedroeg € 9.700.000 (2008: € 30.100.000).
- De transactiekosten bij aan- en verkoop van beleggingen worden gedragen door VPV Bankiers NV en aan het fonds in rekening gebracht op basis van een overeengekomen kostentabel.
- De functie van betaalkantoor wordt uitgeoefend door VPV Bankiers 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 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 VPV Bankiers NV, waarvoor geen separate vergoeding wordt betaald.
- Stichting Beleggersgiro VPV-fondsen onderhoudt het aandelengirostelsysteem van het fonds.

TOELICHTING

TOELICHTING OP HET KASTROOMOVERZICHT

9. Kasstroom uit financieringsactiviteiten

In het kasstroomoverzicht zijn de plaatsingen en inkopen van eigen aandelen in 2009 tegen de transactiepreizen opgenomen, derhalve inclusief de op- en afslagen. De aansluiting van deze mutaties met de mutaties zoals opgenomen in het mutatieoverzicht van het eigen vermogen is als volgt weer te geven:

	Plaatsingen	Inkopen
Plaatsingen en inkopen volgens mutatieoverzicht eigen vermogen (zie punt 5 van deze toelichting)	1.151.000	-2.073.000
Ontvangen op- en afslagen (ten gunste van de winst-en-verliesrekening, zie punt 7 van deze toelichting)	6.000	10.000
Ultimo 2009 nog te ontvangen/nog te betalen	-2.000	0
Plaatsingen en inkopen volgens kasstroomoverzicht	1.155.000	-2.063.000

Gouda, 11 maart 2010

De directie,

VPV Bankiers NV

De raad van commissarissen,

Drs. D. de Jong
G.M.P.M. van Berkel
Drs. B. Vliegenthart

BELEGGINGSPORTEFEUILLE PER 31 DECEMBER 2009

	Markt- waarde in € % ¹			Markt- waarde in € % ¹	
België			Beter Bed Holding	432.209	2,5
Jensen Group	539.600	3,1	Crucell	278.000	1,6
Omega Pharma	512.522	3,0	CSM	566.575	3,3
Duitsland			Delta Lloyd	528.114	3,0
Augusta Technology	350.014	2,0	Direct Wonen	132.403	0,8
GFT Technologies	353.800	2,0	Fornix Biosciences	195.874	1,1
Münchener Rückversicherung	534.656	3,1	Imtech	282.525	1,6
Finland			Mediq	451.150	2,6
Nokia	523.586	3,0	Punch Graphix	138.450	0,8
Frankrijk			Reed Elsevier	546.826	3,2
BNP Paribas	431.269	2,5	Smit internationale	283.175	1,6
Sanofi-Aventis	440.480	2,5	SNS Reaal	252.280	1,5
Total	414.046	2,4	TKH group	467.325	2,7
Griekenland			TomTom	238.675	1,4
I. Kloukinas – I. Lappas	23.456	0,1	Spanje		
Hongarije			Repsol	382.458	2,2
Zwack Unicum	433.818	2,5	Turkije		
Ierland			Arcelik	407.249	2,3
C&C Group	301.000	1,7	Verenigd Koninkrijk		
CPL Resources	544.680	3,1	Anite Group	328.918	1,9
Grafton Group	373.380	2,2	Barclays	310.776	1,8
Greencore Group	361.400	2,1	BP Amoco	405.360	2,3
Jersey			Kier Group	560.777	3,2
Regus	379.661	2,2	Lloyds TSB group		
Velti	393.183	2,3	The Paragon Group of Companies	867.335	5,0
Nederland			Royal Bank of Scotland		
Ahold	513.930	3,0	Royal Dutch Shell A shares	525.390	3,0
BAM groep	471.250	2,7			
			TOTAAL PORTEFEUILLE	16.477.575	94,9

¹ van het eigen vermogen.



OVERIGE GEGEVENS

RESULTAATBESTEMMING

Conform de statutaire bepalingen staat de winst ter beschikking van de algemene vergadering van aandeelhouders.

De vennootschap kan aan de aandeelhouders slechts uitkeringen van winst doen voor zover haar eigen vermogen groter is dan het bedrag van het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal vermeerderd met de reserves die krachtens de wet moeten worden aangehouden.

Op basis van de geldende fiscale regelgeving voor beleggingsinstellingen bestaat over 2009 een verplichting tot uitkering van dividend. Voorgesteld wordt het resultaat over het boekjaar 2009 ad € 6.012.000 toe te voegen aan de overige reserves en de fiscale uitdelingsverplichting ter grootte van € 367.000 ten laste van de overige reserves in 2010 als dividend aan de aandeelhouders uit te keren. Dit voorstel is nog niet in de jaarrekening verwerkt.

BELANGEN BEHEERDER

De bestuurders van de beheerder hadden per 31 december 2009 en 31 december 2008 belangen in de volgende beleggingen van Dresdner VPV European Value Fund NV (opgave conform artikel 122 lid 2 van het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft, vermelding belangen in aantallen aandelen en nominale waarde obligaties):

	31-12-09	31-12-08
Royal Dutch Shell A shares	0	760
Fortis Bank conv. perpetual float	0	750.000



ACCOUNTANTSVERKLARING

Aan de algemene vergadering van aandeelhouders van
Dresdner VPV European Value Fund NV
te Gouda

VERKLARING BETREFFENDE DE JAARREKENING

Wij hebben de in dit verslag op pagina 12 tot en met 22 opgenomen jaarrekening 2009 van VPV European Value Fund NV te Gouda, bestaande uit de balans per 31 december 2009 en de winst-en-verliesrekening over 2009 met de toelichting, gecontroleerd.

Verantwoordelijkheid van het bestuur

Het bestuur van de vennootschap is verantwoordelijk voor het opmaken van de jaarrekening die het vermogen en het resultaat getrouw dient weer te geven, alsmede voor het opstellen van het directieverslag, beide in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW en met de Wet op het financieel toezicht. Deze verantwoordelijkheid omvat onder meer: het ontwerpen, invoeren en in stand houden van een intern beheersingssysteem relevant voor het opmaken van en getrouw weergeven in de jaarrekening van vermogen en resultaat, zodanig dat deze geen afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten bevat, het kiezen en toepassen van aanvaardbare grondslagen voor financiële verslaggeving en het maken van schattingen die onder de gegeven omstandigheden redelijk zijn.

Verantwoordelijkheid van de accountant

Onze verantwoordelijkheid is het geven van een oordeel over de jaarrekening op basis van onze controle. Wij hebben onze controle verricht in overeenstemming met Nederlands recht.

Dienovereenkomstig zijn wij verplicht te voldoen aan de voor ons geldende gedragsnormen en zijn wij gehouden onze controle zodanig te plannen en uit te voeren dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de jaarrekening geen afwijkingen van materieel belang bevat.

Een controle omvat het uitvoeren van werkzaamheden ter verkrijging van controle-informatie over de bedragen en de toelichtingen in de jaarrekening. De keuze van de uit te voeren werkzaamheden is afhankelijk van de professionele oordeelsvorming van de accountant, waaronder begrepen zijn beoordeling van de risico's van afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten. In die beoordeling neemt de accountant in aanmerking het voor het opmaken van en getrouw weergeven in de jaarrekening van vermogen en resultaat relevante interne beheersingssysteem, teneinde een verantwoorde keuze te kunnen maken van de controlewerkzaamheden die onder de gegeven omstandigheden adequaat zijn maar die niet tot doel hebben een oordeel te geven over de effectiviteit van het interne beheersingssysteem van de vennootschap.

Tevens omvat een controle onder meer een evaluatie van de aanvaardbaarheid van de toegepaste grondslagen voor financiële verslaggeving en van de redelijkheid van schattingen die het bestuur van de vennootschap heeft gemaakt, alsmede een evaluatie van het algehele beeld van de jaarrekening.

Wij zijn van mening dat de door ons verkregen controle-informatie voldoende en geschikt is als basis voor ons oordeel.

Oordeel betreffende de jaarrekening

Naar ons oordeel geeft de jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van Dresdner VPV European Value Fund NV per 31 december 2009 en van het resultaat over 2009 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW en met de Wet op het financieel toezicht.



ACCOUNTANTSVERKLARING

VERKLARING BETREFFENDE ANDERE WETTELIJKE VOORSCHRIFTEN

Op grond van de wettelijke verplichting ingevolge artikel 2:393 lid 5 onder f BW melden wij dat het directieverslag, voor zover wij dat kunnen beoordelen, verenigbaar is met de jaarrekening zoals vereist in artikel 2:391 lid 4 BW.

Amsterdam, 11 maart 2010

Deloitte Accountants BV

was getekend

Drs. W.H.E. van Ommeren RA MBA



ADRESGEGEVENS

DRESDNER VPV EUROPEAN VALUE FUND NV

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

DIRECTIE

VPV Bankiers NV
Oosthaven 52
2801 PE Gouda

RAAD VAN COMMISSARISSEN

Drs. D. de Jong, voorzitter
G.M.P.M. van Berkel
Drs. B. Vliegenthart (vanaf 23 april 2009)

FISCAAL ADVISEUR

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

JURIDISCH ADVISEUR

De Brauw Blackstone Westbroek NV
Claude Debussylaan 80
1082 MD 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