

2008 HALFJAARVERSLAG



DRESDNER VPV INCOME FUND NV

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

Dresdner VPV Income Fund NV belegt voornamelijk in zowel Nederlandse als internationale effecten die naar verwachting relatief hoge opbrengsten genereren. De doelstelling is het realiseren van een rendement dat op jaarbasis duidelijk boven de Europese inflatie ligt bij een beperkt risico. Dit rendement zal per kwartaal worden uitgekeerd.

Dresdner VPV Income 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 in het prospectus van het fonds genoemde voorwaarden.

FONDSKARAKTERISTIEKEN

Startdatum	Maart 1991
Structuur uitgifte en inkoop	Open-end
Gevestigd te	Gouda
Beursnotering	Ja
ISIN-code	NL0000291441
Benchmark	Eurostat EU25 Core HICP NSA
Dividend	Ja, per kwartaal
Directie	Dresdner VPV NV
Beheerkosten	0,25% per kwartaal
Performance fee	Nee

GEMIDDELD RENDEMENT PER JAAR

- 1 jaar - 13,8%
- 3 jaar - 0,5%
- 5 jaar¹ -
- Sinds de start van het fonds¹ -

¹ Vanwege de wijziging van het beleggingsbeleid en risicoprofiel begin 2005 is afgezien van het opnemen van rendementen over de jaren vóór 2005.

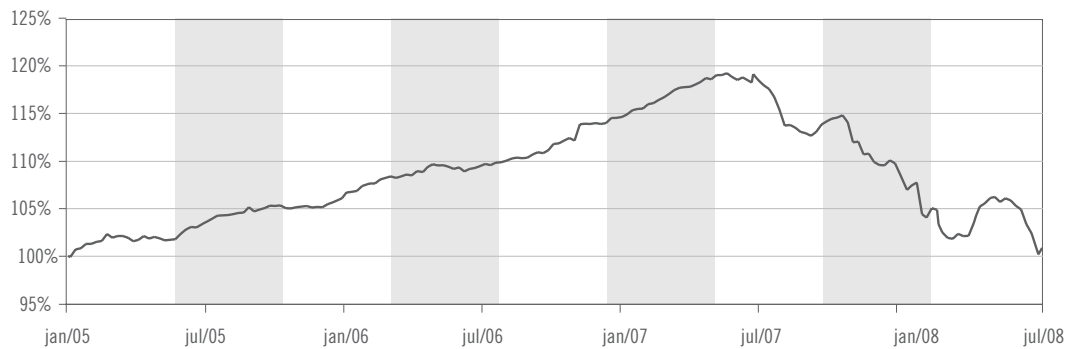
De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst. De beheerder beschikt over een vergunning als bedoeld in artikel 2:65 Wft. Dresdner VPV Income Fund NV is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten. Voor Dresdner VPV Income 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 van het fonds zijn kosteloos verkrijgbaar bij Dresdner VPV NV en kunnen ook worden geraadpleegd op en gedownload via de website van de beheerder.

	1 ^e halfjaar 2008	2007	2006	2005	2004
Beurskoers in € (ultimo)	28,59	31,18	34,13	32,87	32,41
Uitgekeerd dividend per aandeel in €	0,64	1,60	1,28	1,56	0,00
Rendement op basis van beurskoers	-6,3%	-4,2%	7,9%	6,3%	4,2%
Eigen vermogen in € 1.000 (ultimo)	29.093	37.581	32.501	18.685	12.481
Aantal uitstaande aandelen (ultimo)	1.029.484	1.204.594	954.858	571.017	385.952
Intrinsieke waarde per aandeel in € (ultimo)	28,26	31,20	34,04	32,72	32,34
Rendement op basis van intrinsieke waarde	-7,4%	-3,9%	8,1%	6,1%	4,2%
Expense ratio	0,70%	1,62%	1,78%	1,95%	1,45%

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 2004 hebben betrekking op Dresdner VPV Dynamic Interest Fund NV. Dit fonds had een ander beleggingsbeleid en risicoprofiel, en is begin 2005 omgevormd tot Dresdner VPV Income Fund NV.

Geïndiceerde performance Dresdner VPV Income Fund NV
na herbelegging van dividend (31-12-2004=100)



ONTWIKKELINGEN

Macro-economische ontwikkelingen

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

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

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

BELEGGINGSBELEID

Algemeen

Het fonds belegt met name in zowel Nederlandse als internationale effecten die naar verwachting relatief hoge opbrengsten genereren. Het beleggingsbeleid is gericht op een spreiding over verschillende soorten beleggingen. Door deze diversificatie wordt een matiging van het beleggingsrisico nagestreefd.

Het fonds kan beleggen in aandelen, obligaties, vastgoedfondsen, preferente aandelen, converteerbare obligaties en primaire en secundaire gestructureerde producten. Beleggingen in illiquide effecten zijn toegestaan. Maximaal 5% van het eigen vermogen mag in één uitge-

vende instantie zijn belegd, tenzij het een overheid met een AAA-status betreft. De mogelijkheid met geleend geld te beleggen is beperkt tot maximaal 20% van het eigen vermogen. Posities in vreemde valuta zullen voor minimaal 95% worden afgedekt.

Doordat gebruik gemaakt wordt van (afgeleide) financiële instrumenten kan sprake zijn van diverse financiële risico's (zoals prijs-, krediet- en liquiditeitsrisico's).

Uitvoering

Hoewel de risicopremies van financiële instellingen zich eind 2007 op het hoogste niveau in 15 jaar bevonden, bleken deze in het eerste halfjaar van 2008 toch nog flink te kunnen stijgen. De perikelen rond de redding van Bear Stearns leidden ertoe dat de koersen van de leningen aanzienlijk daalden. Wij vermoedden dat de kapitaalinjecties in banken indicierden dat het ergste achter de rug was. Dit vermoeden bleek echter misplaatst: er zaten nog behoorlijk wat afschrijvingen in de pijplijn. Hoewel de afschrijvingen niets afdoen aan onze inschatting van de langetermijnkansen, hebben deze de portefeuille toch behoorlijk negatief geraakt.

Daarnaast zijn de prijzen van de securisaties in de portefeuille negatief beïnvloed door het volledig wegvallen van de liquiditeit in de markt. Hoewel het onderpand in deze securisaties maar licht slechter presteert dan eind vorig jaar, worden de prijzen nu bepaald door 'worst case' scenario's. Dit speelt zich met name af in de leningpakketten aan particulieren, zoals hypotheeken.

Top 5 ondernemingen in portefeuille per 30 juni 2008		
	Land	Belang
Hellas Telecommunications	Luxemburg	4,8%
GMAC	Nederland/Canada	4,5%
The Paragon Group of Companies	Verenigd Koninkrijk	4,4%
Lehman Brothers	Verenigde Staten	4,4%
NIB Capital	Nederland	4,2%

Ter illustratie van het gevoerde beleid lichten wij een tweetal beleggingen toe:

Man Group

Man Group is een vooraanstaande Engelse speler op het gebied van alternatieve beleggingen en heeft ruim US\$ 75 miljard onder beheer. Als single- en multimanager houdt zij zich bezig met beleggingen in niet-traditionele assetcategorieën die heel weinig of zelfs helemaal niet correleren met traditionele beleggingen in aandelen en obligaties. Centraal in het beleggingsbeleid staat verregaande diversificatie, zowel in assetcategorieën als in regio's en individuele namen. Het trackrecord van Man Group is zeer goed. Met name de huidige ontwikkelingen op de valuta- en grondstoffenmarkten bieden volop kansen. De inkomsten bestaan uit vaste en variabele beheervergoedingen. Het beleggingsrisico ligt bij de particuliere en institutionele klanten. De vermogenspositie van Man Group is zeer sterk, nadat zij een van haar dochterondernemingen heeft verkocht en zich op vermogensbeheer heeft gefocust. De 11% perpetual is de enige lening in de huidige kapitaalstructuur.

Scottish Mutual Assurance

De onderlinge levensverzekeraar Scottish Mutual Assurance is in 1992 omgevormd tot een onderneming met winstoogmerk. Sindsdien is het bedrijf diverse keren verkocht en op dit moment behoort het tot de Pearl Group. Scottish Mutual Assurance verkeert in goede financiële gezondheid. Aangezien er geen nieuwe polissen worden uitgeschreven, krimpt de bestaande portefeuille die grotendeels uit staatsleningen bestaat. De coupon op de obligatie is vanaf 2021 gelijk aan de 5-jaars rente plus 3,2%, wat naar verwachting boven de huidige coupon van 7,25% is. Hierdoor is het de verwachting dat de obligatie per 2021 zal worden afgelost. Wij verwachten echter dat de nieuwe eigenaar van de onderneming voornemens is

eerder dan 2021 af te lossen, omdat deze obligatie een relatief dure financieringsbron is. De kans op vervroegde aflossing van deze obligatie biedt de kans op extra rendement, dat op de huidige koers minimaal 10% bedraagt.

Valutare verdeling van de portefeuille (inclusief dekkingstransacties)		
	30-06-08	31-12-07
EUR	101,9%	100,2%
CHF	0,0%	0,6%
SEK	-0,1%	0,0%
USD	-0,7%	0,0%
GBP	-1,1%	-0,8%

RESULTATEN

De intrinsieke waarde van het aandeel Dresdner VPV Income Fund NV daalde van € 31,20 per 31 december 2007 tot € 28,26 per 30 juni 2008. Inclusief herbelegging van het in 2008 uitgekeerde dividend bedroeg het rendement over de verslagperiode -7,4%.

Hoewel de kasstromen in het fonds hoog zijn, waren die niet voldoende om de prijsdalingen van de effecten op te vangen. De combinatie van stijgende rentes en hogere risicopremies waren de twee voornaamste oorzaken van het tegenvallende rendement.

VOORUITZICHTEN

De macro-economische vooruitzichten voor de tweede helft van het jaar zijn ongunstig. Hoewel in grote delen van de wereld nog altijd sprake is van een reële economische groei, loopt deze overall terug. In de Verenigde Staten is de teruggang al veel eerder ingezet en is zelfs al langdurig sprake van een economische groei rond het nulpunt. De Verenigde Staten kampen met grote problemen op de huizen- en hypotheekmarkt en de effecten daarvan beginnen door te werken in de reële economie met oplopende werkloosheid, tegenvallende bedrijfsresultaten en een financiële sector die forse verliezen moet rapporteren. De FED, de Amerikaanse Centrale Bank, heeft de afgelopen kwartalen het rentewapen agressief ingezet om de economische groei zoveel mogelijk te ondersteunen. De FED verkeert echter nu in de situatie dat ze moeilijk de rente verder kan verlagen zonder daarbij het risico te lopen op een aanzienlijk hogere inflatie. Belangrijk voor de Amerikaanse economie en zeker ook voor de wereldeconomie is dat de consumentenbestedingen overeind blijven. Met een consumentenvertrouwen op het laagste niveau in bijna twee decennia is dit nog maar de vraag.

Problemen op de huizen- en hypotheekmarkt, weliswaar in een andere mate en hoedanigheid, spelen intussen ook aan de Europese kant van de Atlantische oceaan, met overspannen huizenmarkten in vooral het Verenigd Koninkrijk, Ierland en Spanje. Daarnaast loopt de inflatie op, vooral vanwege de hoge olieprijs. De economische groei in de Europese Unie koelt ook snel af en de verwachting voor 2009 is nog maar een kleine plus. De grote vraag zal zijn of de oplopende inflatie niet uit de hand zal lopen. De Europese Centrale Bank zal naar verwachting de rente in de tweede helft van 2008 met minimaal 0,5% verhogen om de inflatieverwachtingen te beteugelen. Of hiermee de inflatie inderdaad in de hand kan worden gehouden is maar de vraag, daar deze momenteel sterk door externe factoren wordt bepaald. De angst is dat de oplopende inflatie in een loon-prijsspiraal zal resulteren, iets waarop de Europese Centrale Bank nauwgezet let.

Al met al houdt inflatie de wereld in haar greep en wordt al geregeld het begrip stagflatie genoemd, een situatie van enerzijds een lage economische groei en anderzijds een oplopende inflatie die in de jaren zeventig voor grote schade heeft gezorgd. Zo ver is het echter (nog) niet en de huidige omstandigheden zijn ook anders dan toen.

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

Hoewel de nabije toekomst er niet al te florissant uitziet, blijven wij gericht op de lange termijn. Wij hebben als doel de huidige hoge, effectieve rendementen van obligaties voor langere periodes vast te leggen voor onze aandeelhouders. Het moge duidelijk zijn dat de markt zich momenteel richt op 'worst case' scenario's. Wij verwachten dat deze focus pas zal veranderen vanaf het moment dat de verslechtering in de huizenmarkt niet verder doorzet. Gezien onze inschatting van de betaalbaarheid van woningen in de Verenigde Staten en in het Verenigd Koninkrijk zal dit moment in de komende zes tot twaalf maanden aanbreken. Een cruciale voorwaarde is wel dat het kredietverleningsproces bij banken niet volledig tot stilstand komt. Zonder krediet valt een te groot deel van de vraag in de markt weg.

OVERIGE INFORMATIE

Corporate Governance

Dresdner VPV Income Fund is uitgezonderd van verplichte toepassing van de bepalingen die in de Nederlandse corporate governance code zijn opgenomen. Als institutionele belegger houdt Dresdner VPV Income Fund zich overigens wel aan de principes en best practice bepalingen zoals opgenomen in de Nederlandse corporate governance code en voor zover gericht op institutionele beleggers (IV.4 Verantwoordelijkheid institutionele beleggers).

Als beleid geldt dat per onderneming waarin wordt belegd zal worden bepaald of gebruik wordt gemaakt van het stemrecht als aandeelhouder. Deze afweging zal met name zijn gebaseerd op de omvang van het door het fonds gehouden belang in relatie tot het aantal uitstaande aandelen van de betreffende onderneming. Bij een belang van 5% of meer van het aantal uitstaande aandelen zal in beginsel het stemrecht op de aandelen worden uitgeoefend, aangezien het fonds van oordeel is dat eerst bij een dergelijke omvang sprake zal zijn van voldoende betekenis van het stemgedrag. Bij belangen van minder dan 5% zal de uitoefening van het stemrecht met name afhangen van de agendapunten waarover zal worden gestemd.

	30-06-08	31-12-07
ACTIVA		
Beleggingen (1)		
Aandelen	3.691	4.149
Obligaties	27.185	32.613
	30.876	36.762
Vorderingen		
Overige vorderingen en overlopende activa	869	954
Overige activa		
Liquide middelen	0	442
	31.745	38.158
PASSIVA		
Eigen vermogen (2)		
Geplaatst kapitaal	5.147	6.023
Agio	20.886	25.171
Overige reserves	5.642	8.184
Onverdeeld resultaat	-2.582	-1.797
	29.093	37.581
Kortlopende schulden		
Kredietinstelling (3)	2.467	0
Overige schulden en overlopende passiva	185	577
	2.652	577
	31.745	38.158

WINST-EN-VERLIESREKENING (IN €1.000)

	01-01-08 tm 30-06-08	01-01-07 tm 30-06-07
Opbrengsten uit beleggingen		
Rentebaten	1.644	1.534
Dividenden	141	59
	1.785	1.593
Waardeveranderingen van beleggingen		
Gerealiseerd	205	131
Niet-gerealiseerd	-4.312	-300
	-4.107	-169
Overige opbrengsten	16	26
Totaal opbrengsten	-2.306	1.450
Kosten (4)		
Vaste beheervergoeding	146	195
Rentelasten	49	15
Overige bedrijfskosten	81	133
	-276	-343
Resultaat voor belastingen	-2.582	1.107
Belastingen	0	0
Resultaat na belastingen	-2.582	1.107

volgens de directe methode

	01-01-08 tm 30-06-08	01-01-07 tm 30-06-07
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten		
Aankopen van beleggingen	-6.557	-19.890
Verkopen van beleggingen	8.045	9.967
Ontvangen netto-dividenden	152	77
Ontvangen rente, per saldo	1.651	1.201
Betaalde beheer- en overige kosten	-310	-275
	2.981	-8.920
Kasstroom uit financieringsactiviteiten		
Ontvangen bij plaatsing eigen aandelen	643	10.100
Betaald bij inkoop eigen aandelen	-5.802	-1.744
Dividenduitkering	-731	-660
Mutatie opgenomen bankkrediet	2.467	0
	-3.423	7.696
Mutatie geldmiddelen	-442	-1.224
Geldmiddelen begin verslagperiode	442	2.344
Geldmiddelen einde verslagperiode	0	1.120
Mutatie verslagperiode	442	-1.224

ALGEMEEN

Dresdner VPV Income Fund NV is een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal en statutair gevestigd te Gouda. De statuten zijn laatstelijk partieel gewijzigd op 4 januari 2005. Het fonds houdt zich voornamelijk bezig met het beleggen van gelden in binnenlandse en buitenlandse geldmarkttitels teneinde de aandeelhouders in de opbrengst te doen delen.

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

WAARDERINGSGRONDSLAGEN

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

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

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

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

GRONDSLAGEN VOOR DE RESULTAATBEPALING

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

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

De contante dividenden worden verantwoord op datum van vaststelling.

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

De kostenvergoedingen (op- en afslag) 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 uitreden van beleggers.

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

KASSTROOMOVERZICHT

Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de directe methode. Door middel van het kasstroomoverzicht wordt een overzicht gegeven van de geldmiddelen die in de verslagperiode beschikbaar zijn gekomen en de wijze van aanwending van deze geldmiddelen. Onder geldmiddelen wordt verstaan de tegoeden op bankrekeningen.

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

TOELICHTING OP DE BALANS EN WINST-EN-VERLIESREKENING

1. Beleggingen

Op bladzijde 15 is een specificatie van de beleggingsportefeuille opgenomen.

Ter afdekking van het valutarisico op beleggingen die niet luiden in euro's zijn valutatermijncontracten afgesloten. Het ongerealiseerde resultaat per balansdatum ad € 110.000 is opgenomen onder de overlopende activa. De per 30 juni 2008 lopende valutatermijncontracten kunnen als volgt worden gespecificeerd:

Koop	Afwikkelings- datum	Contract- koers	Verkoop
EUR 1.097.046	4 december 2008	1,59519	CHF 1.750.000
EUR 6.022.613	4 december 2008	0,79700	GBP 4.800.000
EUR 1.536.399	4 december 2008	9,37256	SEK 14.400.000
EUR 7.417.213	4 december 2008	1,53697	USD 11.400.000

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

2. Eigen vermogen

Het maatschappelijk kapitaal bedraagt € 25.000.000, verdeeld in 5.000.000 aandelen van elk nominaal € 5. Per 30 juni 2008 stonden 1.029.484 aandelen uit bij derden (per 31 december 2007 1.204.594 en per 30 juni 2007 1.196.635). Het aantal uitstaande aandelen muteerde als volgt:

Stand per 31 december 2007	1.204.594
Plaatsingen	21.295
Inkopen	-196.405
Stand per 30 juni 2008	1.029.484

2. Eigen vermogen, vervolg

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

	Geplaatst kapitaal	Agio	Overige reserves	Onverdeeld resultaat
Stand per 31 december 2007	6.023.000	25.171.000	8.184.000	-1.797.000
Bestemming resultaat 2007	0	0	-1.797.000	1.797.000
Dividenduitkering	0	0	-745.000	0
Plaatsing aandelen	106.000	525.000	0	0
Inkoop aandelen	-982.000	-4.810.000	0	0
Resultaat verslagperiode	0	0	0	-2.582.000
Stand per 30 juni 2008	5.147.000	20.886.000	5.642.000	-2.582.000

De intrinsieke waarde per aandeel bedraagt per 30 juni 2008 € 28,26 (per 31 december 2007 € 31,20 en per 30 juni 2007 € 34,50).

3. Kredietinstelling

Deze post betreft hoofdzakelijk het saldo van de bankrekening aangehouden bij Dresdner VPV NV. Kortlopende debetstanden zijn toegestaan tot maximaal 15% van de totale portefeuillevaarde, met als zekerheid verpanding van de effectenportefeuille.

4. Kosten

Overige bedrijfskosten

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

Expense ratio

De expense ratio of kostenratio kwam over het eerste halfjaar van 2008 uit op 0,70% (eerste halfjaar 2007: 0,88%). Deze ratio fungeert als indicator voor de totale exploitatiekosten van een beleggingsinstelling en wordt berekend door de kosten (exclusief rentelasten) die in de verslagperiode ten laste van de beleggingsinstelling zijn gekomen te delen door de gemiddelde intrinsieke waarde (eigen vermogen). De gemiddelde intrinsieke waarde over het eerste halfjaar wordt berekend op basis van de intrinsieke waarde van het fonds per 31 december, 31 maart en 30 juni, waarbij de waarde per 31 december en 30 juni voor de helft wordt meegewogen. De gemiddelde intrinsieke waarde bedroeg over het eerste halfjaar van 2008 € 32.133.000.

De transactiekosten die worden gemaakt bij de aankoop en verkoop van beleggingen worden opgenomen in de kostprijs respectievelijk verkoopopbrengst van de betreffende beleggingen en zijn daarom niet opgenomen in de expense ratio, evenals de rentelasten. De identificeerbare en kwantificeerbare transactiekosten (kosten van brokers) bedroegen in het eerste halfjaar van 2008 gemiddeld 0,10% (eerste halfjaar 2007: 0,12%) van de transactiewaarde waarover kosten in rekening zijn gebracht (circa 93% van de totale transactiewaarde).

Turnover ratio

Over het eerste halfjaar van 2008 bedroeg de turnover ratio (omloopfactor) 22% (eerste halfjaar 2007: 53%). Deze factor geeft een indicatie van de omloopsnelheid van de beleggingsportefeuille van het fonds, waardoor een indruk kan worden verkregen van de mate waarin er actief beheer plaatsvindt en van de relatieve

4. Kosten, vervolg

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

Op- en afslag bij uitgifte en inkoop van aandelen

Het aandeel Dresdner VPV Income 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 aanvraag aandelen uitgeven tegen een transactieprijs die gelijk is aan de dagelijks te berekenen intrinsieke waarde verhoogd met een vaste opslag van 0,25% van de intrinsieke waarde en desgevraagd aandelen van beleggers inkopen tegen eveneens de intrinsieke waarde verminderd met een vaste afslag van 0,25% van de intrinsieke waarde. De vaste op- en afslagen dienen ter dekking van de kosten die het fonds moet maken voor het toe- en uittreden van beleggers en zijn gebaseerd op de verwachte aan- en verkoopkosten. De op- en afslagen komen geheel ten goede aan het fonds.

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

5. Gelieerde partijen en uitbesteding kerntaken

- Het beheer van het fonds wordt gevoerd door Dresdner VPV NV, waarvoor een vaste vergoeding van 0,25% per kwartaal wordt betaald. De vergoeding wordt in de winst-en-verliesrekening als beheervergoeding verantwoord.
- 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 2008 afgesloten contracten bedroeg € 21.800.000.
- 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 marktconforme vergoeding wordt betaald (guichetprovisie). De vergoeding bestaat uit een vaste fee en een fee gebaseerd op de hoogte van de dividenduitkering.
- Stichting Effectenbewaarbedrijf Dresdner VPV treedt op als depotbank van de door het fonds gehouden beleggingen. De stichting is belast met de administratie van het effectendepot van het fonds.
- De administratie van het fonds geschiedt door Dresdner VPV NV, waarvoor geen separate vergoeding wordt betaald.
- Stichting Beleggersgiro VPV-fondsen onderhoudt het aandelengirosysteem van het fonds.

6. Belangen beheerder

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

Gouda, 6 augustus 2008

De directie,
Dresdner VPV NV

BELEGGINGSPORTEFEUILLE PER 30 JUNI 2008

	Balans- waarde		Balans- waarde	
	in €	% ¹	in €	% ¹
AADELEN				
Guernsey				
Eurodekania	650.055	2,2		
Verenigd Koninkrijk				
Chemetall prefs 03-07-2008	520.940	1,8		
Novae Group	264.184	0,9		
The Paragon Group of Companies	419.811	1,4		
Zweden				
Concordia Bus	1.081.022	3,7		
Concordia Bus Nordic Holding	420.642	1,5		
Overige fondsen < € 250.000	334.002	1,2		
Totaal aandelen	3.690.656	12,7		
OBLIGATIES				
België				
Fortis Bank conv. perp. float	348.075	1,2		
Canada				
6% GMAC Canada 23-05-2012	334.664	1,2		
Duitsland				
8,5% Pongs und Zahn 01-11-2011	328.300	1,1		
10,625% Kabel Deutschland 01-07-2014	786.761	2,7		
10,75% Kabel Deutschland 01-07-2014	391.400	1,3		
lesy Repository float 15-04-2013	1.047.466	3,6		
Guernsey				
8% Hybrid Capital Funding I pref	741.563	2,5		
Skye Clo I-E 17-03-2019	591.695	2,0		
Hongkong				
8,75% City Telecom HK 01-02-2015	941.880	3,2		
Ierland				
Aldersgate Finance float	400.000	1,4		
Anglo Irish Bank float 25-06-2014	372.684	1,3		
LCH Clearnet var. perp.	947.100	3,3		
Mercator CLO I 12-10-2023	324.000	1,1		
Mercator CLO II-X C 24-01-2024	500.000	1,7		
Mercator CLO III-X C 15-10-2024	343.200	1,2		
Luxemburg				
Hellas Telecom II float 15-01-2015	498.469	1,7		
Hellas Telecom V float 15-10-2012	907.400	3,1		
Nederland				
2% NIB Capital 16-03-2009	1.087.741	3,7		
4,25% GMAC 15-08-2008	659.883	2,3		
Art Five float 21-12-2011	711.782	2,4		
Boats Investments float 30-04-2017	1.042.356	3,6		
FAB CDO 2002-1 C	261.450	0,9		
Harbourmaster CDO 15-06-2020	271.400	0,9		
Morgan Stanley Inv. Man. 2007-1X class F	368.400	1,3		
Panther CDO V-X SUB 15-10-2084	495.000	1,7		
Verenigd Koninkrijk				
7% Paragon Group var. 20-04-2017	871.190	3,0		
7,125% FCE Bank 16-01-2012	806.919	2,8		
7,125% Cattles 05-07-2017	616.423	2,1		
7,5% Rea Holdings 31-12-2014	462.035	1,6		
11% Man Group 07-05-2049	977.068	3,3		
Anglo Irish Bank cap float perp.	336.932	1,2		
Anglo Irish Bank cap2 float 29-09-2016	709.115	2,4		
Avis Finance float 31-07-2013	603.006	2,1		
Cairn 1 D 20-11-2016	391.108	1,3		
Kensington Group var. 21-12-2015	956.295	3,3		
Scottish Mutual Assurance var. perp.	1.151.303	4,0		
Static Loan Funding	251.745	0,9		
Verenigde Staten				
BayernLB Capital float 31-05-2017	601.563	2,1		
Lehman Brothers float 17-05-2021	894.697	3,1		
Lehman Brothers float 26-07-2021	382.015	1,3		
SBA Coupon Strip 04-09-2016	291.924	1,0		
SBA Coupon Strip 10-10-2016	314.711	1,1		
Overige fondsen < € 250.000	1.863.935	6,4		
Totaal obligaties	27.184.653	93,4		
TOTAAL PORTEFEUILLE	30.875.309	106,1		

¹ van het eigen vermogen

DRESDNER VPV INCOME FUND NV

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

DIRECTIE

Dresdner VPV NV
Oosthaven 52
2801 PE Gouda

RAAD VAN COMMISSARISSEN

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

JURIDISCH ADVISEUR

Loyens & Loeff NV
Fred. Roeskestraat 100
1076 ED Amsterdam

FISCAAL ADVISEUR

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

ACCOUNTANT

Deloitte Accountants BV
Orlyplein 50
1043 DP Amsterdam

BANK

rekening nummer 73.39.67.949
t.n.v. VPV Beleggersgiro
o.v.v. Income Fund (IF)

DRESDNER VPV
Private Wealth Management

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