
DRESDNER VPV NV



HALFJAARVERSLAG
DRESDNER VPV INCOME FUND NV
30 JUNI 2009



INHOUDSOPGAVE

PROFIELSCHETS	2
KERNCIJFERS	3
DIRECTIEVERSLAG	4
Ontwikkelingen	4
Beleggingsbeleid	5
Resultaten	7
Vooruitzichten	7
Corporate governance	8
FINANCIEEL VERSLAG	9
Balans	9
Winst-en-verliesrekening	10
Kasstroomoverzicht	11
Toelichting	12
Beleggingsportefeuille	16
ADRESGEGEVENS	17



PROFIELSCHETS

Dresdner VPV Income Fund NV belegt met name 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 met 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 -43,1%
- 3 jaar -19,0%
- 5 jaar¹ -
- Sinds de start van het fonds¹ -

¹ Vanwege de wijziging van het beleggingsbeleid en het 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, www.dresdnervpv.nl. Op deze website staat ook actuele informatie over de koers van het aandeel en de laatst berekende intrinsieke waarde.

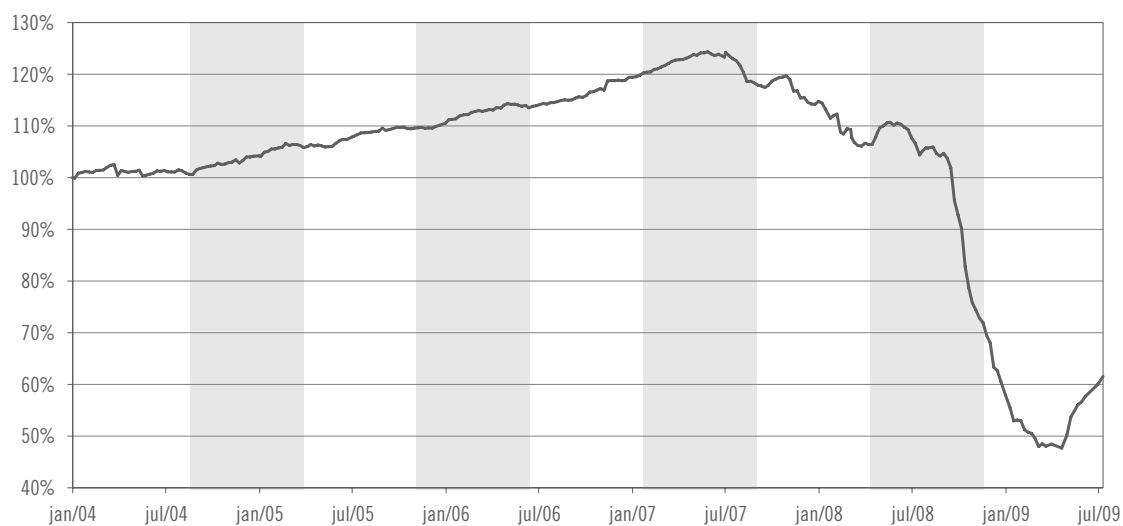
KERNCIJFERS

	1 ^e halfjaar 2009	2008	2007	2006	2005
Beurskoers in € (ultimo)	14,52	14,97	31,18	34,13	32,87
Uitgekeerd dividend per aandeel in €	0,64	2,16	1,60	1,28	1,56
Rendement op basis van beurskoers	3,2%	-48,5%	-4,2%	7,9%	6,3%
Eigen vermogen in € 1.000 (ultimo)	18.179	13.301	37.581	32.501	18.685
Aantal uitstaande aandelen (ultimo)	1.261.410	992.097	1.204.594	954.858	571.017
Intrinsieke waarde per aandeel in € (ultimo)	14,41	13,41	31,20	34,04	32,72
Rendement op basis van intrinsieke waarde	13,0%	-53,4%	-3,9%	8,1%	6,1%
Expense ratio	1,17%	1,23%	1,62%	1,78%	1,95%

De vermelde beurskoers is gebaseerd op de intrinsieke waarde van de vorige beursdag vermeerderd of verminderd met een vaste vergoeding van 0,25% 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.

Geïndiceerde performance Dresdner VPV Income Fund NV na herbelegging van dividend (31-12-03 = 100)



ONTWIKKELINGEN

Macro-economische ontwikkelingen

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

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

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

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

De meeste macro-economische indicatoren staan inmiddels diep in het rood. Hoewel er diverse lichtpuntjes zijn, is het duidelijk dat de economische situatie nog slecht is, gegeven de problemen bij financiële instellingen, krappere kredietverlening, zwakke huizenmarkten, oplopende werkloosheid en inzakkende wereldhandel.

Na de ongekende daling van de vertrouwensindicatoren eind 2008 zijn deze vanaf april 2009 weer hard opgeveerd in de richting van niveaus die een stabilisatie van de Amerikaanse economie indiceren. Na de periode van scherpe voorraadafbouw zien ondernemingen het voorraadeffect uitbodemden. De weer oplopende grondstofprijzen lijken dit te bevestigen. Daarnaast kondigden overheden nieuwe steunmaatregelen aan in de vorm van fiscale stimulering en directe investeringen, terwijl de rente verder werd verlaagd. Het interbancair leenverkeer herstelde zich met normaliserende tarieven. Diverse lichtpuntjes geven hoop dat na de initiële schok het economisch dieptepunt is bereikt, maar vooralsnog is het onduidelijk hoe het economisch herstel zich zal ontwikkelen.

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



DIRECTIEVERSLAG

Aandelenmarkten

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

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

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

BELEGGINGSBELEID

Algemeen

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 uitgevende 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). Voor een uitgebreide risicobeschrijving wordt verwezen naar de financiële bijsluiter en het prospectus van het fonds.

Uitvoering

Het eerste kwartaal van 2009 liet, afgezien van een hoopvolle eerste week, precies hetzelfde beeld zien als het dramatische vierde kwartaal van 2008. Zo zag de markt in januari vrijwel elke dag een groot faillissement voorbij komen. Vanaf begin maart was een omslag zichtbaar, na de mededeling van Citigroup dat de eerste twee maanden winstgevend waren. Deze positieve ontwikkeling kwam in een stroomversnelling toen veel banken hun achtergestelde leningen tegen gunstige voorwaarden gingen aflossen of omruilen voor nieuwe leningen.

De secundaire markten voor meer liquide bedrijfsleningen zijn door deze ontwikkelingen in het eerste kwartaal eerst wat verder onder druk gekomen en nadien in lijn met de markt fors in koers verbeterd. Zelfs sommige illiquide posities profiteerden van het verbeterde sentiment. Het verbeterde sentiment leidde tot een stijgende kapitaalinstroom, wat de prijzen verder ondersteunde. Deze ontwikkelingen zijn omgekeerd aan die in het vierde en het eerste kwartaal. Uitbinker was de lening aan Wind Spa, een Italiaanse aanbieder van mobiele telecom. Aan het eind van het tweede kwartaal kon door middel van een emissie voldoende geld worden verkregen om op korte termijn de door het fonds aangehouden lening af te lossen. De koers van de lening is vanaf het begin van het jaar verdubbeld.

De positie die het fonds gedurende 2008 in financiële instellingen heeft opgebouwd, is gedurende de verslagperiode aangehouden. Het fonds heeft ten volle kunnen profiteren van het voorlopige, en ons inziens onvolledige, herstel van de markt. De risicopremies op deze belangen zijn nog steeds hoog, omdat in de markt onduidelijkheid bestaat of de banken zullen voldoen aan hun belofte van vervroegde aflossing. Wij denken dat dit voor de meerderheid het geval zal zijn. Doordat veel banken nog steeds dit type leningen proberen in te kopen, wordt ook nog van de steun in de markt geprofiteerd.

DIRECTIEVERSLAG

Het deel van de portefeuille met CDO's (collateralized debt obligations) en CLO's (collateralized loan obligations) is door koersbewegingen fors gereduceerd. Bijzonder is dat begin juni, voor het eerst in twee jaar, de koersen van een klein aantal posities weer een stijging lieten zien. Hoewel de opwaarderingen gering waren geeft dit toch aan dat de verbetering in de markt zelfs de meest illiquide posities heeft weten te bereiken.

Een aantal van deze posities heeft zeer lage koersen en die geven ons inziens niet de werkelijke waarde weer. In één geval verwachten wij volledige terugbetaling, in een aantal andere gevallen is er een behoorlijke kans op of een volledige aflossing of een tussentijdse betaling die ruim boven de huidige koers ligt. De tijd zal het leren, omdat de onderliggende pakketten in totaliteit groot van omvang zijn en vertraagd reageren op economische verbetering.

Top 5 ondernemingen in portefeuille per 30 juni 2009

	Land	Belang
Fortis Bank	België	3,8%
Hellas Telecommunications	Luxemburg	3,7%
Bradford & Bingley	Groot-Brittannië	3,7%
The Paragon Group of Companies	Groot-Brittannië	3,5%
Wind Telecomunicazioni	Italië	3,4%

Ter illustratie van het gevoerde beleid belichten we kort een aantal voorbeelden uit de portefeuille.

8,75% City Telecom HK 01-02-2015

City Telecom is een aanbieder van internationale telefoon- en breedbanddiensten (betaaltelevisie, internet en telefonie) in Hongkong. City Telecom beschikt over een eigen hoogwaardig netwerk, waarmee het zeer snelle breedbanddiensten kan aanbieden.

De onderneming draait uitstekend en heeft in de afgelopen jaren de netto schuldpositie weten om te zetten in een netto kaspositie. Met deze kasmiddelen heeft het bedrijf een bod van 75% uitgebracht op de nog uitstaande 8,75% obligaties met einddatum 2015. Een snel geformeerd obligatiecomité, dat meer dan 50% van de nog uitstaande positie vertegenwoordigt, heeft een uiteindelijk definitief bod van 95% gerealiseerd, dus significant hoger dan het aanvankelijke bod. De daadwerkelijke betaling zal eind juli plaatsvinden.

Anglo Irish perpetuele leningen

Anglo Irish is vorig jaar door de Ierse overheid genationaliseerd nadat frauduleus handelen door de directievoorzitter naar buiten kwam. Dit was de laatste druppel voor zowel de markt als de Ierse overheid. De balans van Anglo Irish staat zwaar onder druk door posities in Iers en Brits vastgoed en heeft een forse injectie van de Ierse overheid gekregen. Deze maatregel heeft inmiddels de goedkeuring van de EU-commissie ontvangen. De markt verwacht nu als volgende stap een bieding op de uitstaande achtergestelde leningen met een forse korting ten opzichte van de oorspronkelijke uitgifteprijs. Hierdoor zal de balans verder worden versterkt en nemen obligatiehouders publiekelijk afscheid van een meerderheid van het kapitaal. Met name dit laatste is belangrijk vanuit politiek oogpunt. Tot die tender naar buiten komt houden wij de positie aan. Hoewel het fonds deze leningen met een stevige korting heeft aangeschaft, zal de aankoopkoers niet meer worden gehaald. Ten opzichte van de laagste stand (5-10%) is de koers echter al verviervoudigd en heeft het aanhouden van de positie het verlies beperkt.

Wind Spa

Art Five Float (of Wind PIK, pay-in-kind) is een achtergesteld schuldinstrument van Wind Telecomunicazioni Spa, één van de grotere ondernemingen op het gebied van mobiele telefonie en internet in Italië. Wind heeft weinig tot geen last van de kredietcrisis en laat sterke operationele winsten zien. Het bedrijf is één van de grootste emittenten in de Europese high yield index en geeft daarom een goed beeld van de bereidheid van investeerders om risico's te nemen. Eind 2008 noteerde deze obligatie rond de 46% en nadien is de koers gestaag opgelopen door geruchten dat deze lening zou worden geherfinancierd. Deze geruchten werden bewaarheid, waardoor de lening op 101% wordt uitgenomen. Door de sterke stijging in de portefeuillemening is de positie in delen verkocht en wordt het laatste deel afgelost. Eind juni noteerde de obligatie 99,5%.

DIRECTIEVERSLAG

Valutaire verdeling van de portefeuille (inclusief dekkingstransacties)		30.06.09	31.12.08
Euro	EUR	95,4%	107,6%
Zweedse kroon	SEK	2,5%	-0,8%
Amerikaanse dollar	USD	1,9%	-6,8%
Australische dollar	AUD	0,8%	0,0%
Zwitserse franc	CHF	0,3%	-0,1%
Engelse pond	GBP	-0,9%	0,1%
		100%	100%

RESULTATEN

De intrinsieke waarde van het aandeel Dresdner VPV Income Fund NV steeg van € 13,41 per 31 december 2008 tot € 14,41 per 30 juni 2009. Inclusief herbelegging van het in 2009 uitgekeerde dividend bedroeg het rendement over de verslagperiode 13,0%.

VOORUITZICHTEN

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

Het grootschalige proces van schuldsanering is gaande. Ondernemingen met veel schulden zien de financieringslasten intussen oplopen en proberen de schuldenlast waar mogelijk te reduceren. Voor bedrijven met een niet te hoge schuldenlast blijkt de markt voor herfinanciering nog altijd toegankelijk te zijn, hoewel dit wel een prijs heeft. Consumenten houden intussen ook de hand op de knip in de wetenschap dat de hoge schuld in de vorm van hypotheek, creditcards en autoleningen etc. ooit moeten worden afgelost. Zelfs de Amerikaanse consument weet inmiddels weer wat sparen is.

De financiële markten lijken gaandeweg weer beter te functioneren. Zo zijn de tarieven op de interbancaire geldmarkt weer teruggekeerd naar gangbare niveaus. De omvangrijke steunmaatregelen lijken wel effect te hebben gehad. Niettemin is het onduidelijk hoe de overheidsinmenging in de financiële sector weer zal worden teruggedraaid. Op korte termijn mag hiervan overigens niet teveel worden verwacht; een duidelijk exit-plan is er vooralsnog niet. Verder bestaat het risico dat overheden onder druk van de recessie protectionistische maatregelen gaan nemen die de neerwaartse spiraal in de reële economie versterken. Belangrijk is dat de marktwerking gewaarborgd blijft en politieke motieven op de achtergrond blijven. Al met al vallen verdere neerwaartse risico's niet uit te sluiten.



DIRECTIEVERSLAG

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

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

FINANCIËEL VERSLAG

BALANS (IN € 1.000)

	30-06-09	31-12-08
Beleggingen		
Aandelen	1.605	1.130
Obligaties	14.848	11.494
	16.453	12.624
Vorderingen		
Overige vorderingen en overlopende activa	1.445	1.306
Overige activa		
Liquide middelen	443	0
Kortlopende schulden		
Schuld aan kredietinstelling	0	542
Overige schulden en overlopende passiva	162	87
	162	629
Uitkomst van vorderingen en overige activa min kortlopende schulden	1.726	677
Uitkomst van activa min kortlopende schulden	18.179	13.301
Eigen vermogen		
Geplaatst kapitaal	6.307	4.960
Agio	9.450	19.696
Herwaarderingsreserve	408	112
Overige reserves	0	4.016
Onverdeeld resultaat	2.014	-15.483
	18.179	13.301

FINANCIËEL VERSLAG

WINST-EN-VERLIESREKENING (IN € 1.000)

	01-01-09 t/m 30-06-09	01-01-08 t/m 30-06-08
Opbrengsten uit beleggingen		
Rentebaten	866	1.644
Dividenden	103	141
	969	1.785
Waardeveranderingen van beleggingen		
Gerealiseerd	-50	205
Niet-gerealiseerd	1.249	-4.312
	1.199	-4.107
Overige opbrengsten	11	16
Totaal opbrengsten	2.179	-2.306
Kosten		
Vaste beheervergoeding	74	146
Rentelasten	4	49
Overige bedrijfskosten	87	81
	-165	-276
Resultaat voor belastingen	2.014	-2.582
Belastingen	0	0
Resultaat na belastingen	2.014	-2.582

FINANCIËEL VERSLAG

KASSTROOMOVERZICHT (IN € 1.000)

	01-01-09 t/m 30-06-09	01-01-08 t/m 30-06-08
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten		
Aankopen van beleggingen	-4.985	-6.557
Verkopen van beleggingen	2.545	8.045
Ontvangen netto-dividenden	77	152
Ontvangen rente, per saldo	976	1.651
Betaalde beheervergoeding en overige kosten	-158	-310
	-1.545	2.981
Kasstroom uit financieringsactiviteiten		
Ontvangen bij plaatsing eigen aandelen	3.614	643
Betaald bij inkoop eigen aandelen	-444	-5.802
Dividenduitkeringen	-640	-731
Mutatie opgenomen bankkrediet	-542	2.467
	1.988	-3.423
Mutatie geldmiddelen	443	-442
Geldmiddelen begin verslagperiode	0	442
Geldmiddelen einde verslagperiode	443	0
Mutatie verslagperiode	443	442



TOELICHTING

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 met name zowel Nederlandse als internationale effecten die naar verwachting relatief hoge opbrengsten genereren.

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 in de balans opgenomen beleggingen worden individueel gewaardeerd tegen marktwaarde. Als uitgangspunt geldt dat de marktwaarde wordt bepaald op basis van de beurskoers en andere marktnoteringen, waaronder opgaven van onafhankelijke brokers, op of omstreeks de balansdatum (slotkoers van de verslagperiode). Indien een dergelijke notering ontbreekt, stelt de beheerder de waarde bij benadering vast, uitgaande van de laatstbekende notering (waarbij rekening wordt gehouden met opgetreden marktontwikkelingen) of de marktwaarde van vergelijkbare beleggingen waarvoor wel een notering beschikbaar is. In voorkomende gevallen, bijvoorbeeld als geen notering beschikbaar is, wordt de marktwaarde benaderd met behulp van algemeen aanvaarde waarderingsmodellen en -technieken of op basis van de intrinsieke waarde van de belegging.

Afgeleide financiële instrumenten, zoals valutatermijncontracten, worden gewaardeerd tegen de reële waarde per balansdatum, berekend op basis van koersen 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 (beheervergoedingen, 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 is 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.

TOELICHTING

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

KASTROOMOVERZICHT

Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de directe methode. Door middel van het kasstroomoverzicht wordt een overzicht gegeven van de geldmiddelen die in de verslagperiode beschikbaar zijn gekomen en de wijze van 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 DE WINST-EN-VERLIESREKENING EN OVERIGE TOELICHTINGEN

1. BELEGGINGEN

Op bladzijde 16 is een specificatie van de beleggingsportefeuille opgenomen.

De per 30 juni 2009 lopende valutatermijncontracten kunnen als volgt worden gespecificeerd:

Koop		Afwikkelingsdatum	Contractkoers		Verkoop
EUR	3.097.000	4 december 2009	0,86221	GBP	2.669.000
EUR	2.571.000	4 december 2009	1,42918	USD	3.674.000
EUR	625.000	4 december 2009	1,51240	CHF	945.000

Het ongerealiseerde resultaat per balansdatum ad € 88.000 is opgenomen 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.

2. LIQUIDE MIDDELEN

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

3. EIGEN VERMOGEN

Het maatschappelijk kapitaal bedraagt € 25.000.000, verdeeld in 5.000.000 aandelen van elk nominaal € 5. Per 30 juni 2009 stonden 1.261.410 aandelen uit bij derden (per 31 december 2008 992.097 en per 30 juni 2008 1.029.484). Het aantal uitstaande aandelen muteerde als volgt:

Stand per 31 december 2008	992.097
Plaatsingen	304.526
Inkopen	-35.213
Stand per 30 juni 2009	1.261.410

TOELICHTING

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

	Geplaatst kapitaal	Agio	Herwaar- derings- reserve	Overige reserves	Onverdeeld resultaat
Stand per 31 december 2008	4.960.000	19.696.000	112.000	4.016.000	-15.483.000
Bestemming resultaat 2008	0	-11.467.000	0	-4.016.000	15.483.000
Dividenduitkeringen	0	-640.000	0	0	0
Plaatsing aandelen	1.523.000	2.426.000	0	0	0
Inkoop aandelen	-176.000	-269.000	0	0	0
Mutatie verslagperiode	0	-296.000	296.000	0	0
Resultaat verslagperiode	0	0	0	0	2.014.000
Stand per 30 juni 2009	6.307.000	9.450.000	408.000	0	2.014.000

De intrinsieke waarde per aandeel bedraagt per 30 juni 2009 € 14,41 (per 31 december 2008 € 13,41 en per 30 juni 2008 € 28,26).

Ongerealiseerde waardeinstijgingen van beleggingen die op balansdatum nog aanwezig zijn en waarvoor geen frequente marktnoteringen bestaan, worden in een herwaarderingsreserve opgenomen. De mutaties in deze reserve worden ten gunste of ten laste van de vrije reserves (agioreserve of overige reserves) gebracht.

4. KOSTEN

Overige bedrijfskosten

De overige bedrijfskosten bestaan uit marketingkosten, bewaarloon, kosten van toezicht (Autoriteit Financiële Markten, raad van commissarissen), accountantkosten, 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 2009 uit op 1,17% (eerste halfjaar 2008: 0,70%). Deze ratio fungeert als indicator voor de totale exploitatiekosten van een beleggingsinstelling en wordt berekend door de kosten (exclusief rentelasten) die in de verslagperiode ten laste van de beleggingsinstelling zijn gekomen te delen door de gemiddelde intrinsieke waarde (eigen vermogen). De gemiddelde intrinsieke waarde over het eerste halfjaar wordt berekend op basis van de intrinsieke waarde van het fonds per 31 december, 31 maart en 30 juni, waarbij de waarde per 31 december en 30 juni voor de helft wordt meegewogen. De gemiddelde intrinsieke waarde bedroeg over het eerste halfjaar van 2009 € 13.802.000 (eerste halfjaar 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 0,12% (eerste halfjaar 2008: 0,10%) van de transactiewaarde waarover kosten in rekening zijn gebracht (circa 89% van de totale transactiewaarde).

Turnover ratio

Over het eerste halfjaar van 2009 bedroeg de turnover ratio of omloopfactor 23% (eerste halfjaar 2008: 22%). Deze factor geeft een indicatie van de omloopsnelheid van de beleggingsportefeuille van het fonds, waardoor een indruk kan worden verkregen van de mate waarin er actief beheer plaatsvindt en van de relatieve transactiekosten die gemoeid zijn met de verschillen in portefeuillebeheer door beleggingsinstellingen.

De factor wordt berekend door de som van de aan- en verkopen van beleggingen vermindert met de som van de uitgifte en inkopen van de aandelen van het fonds te relateren aan de gemiddelde intrinsieke waarde.



TOELICHTING

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 elke beursdag aandelen uitgeven of inkopen. De transactieprijs per aandeel bestaat uit de intrinsieke waarde per aandeel vermeerderd of verminderd met een vaste vergoeding van 0,25% 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 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 2009 afgesloten contracten bedroeg € 10.000.000.
- De transactiekosten bij aan- en verkoop van beleggingen worden gedragen door Dresdner VPV NV en aan het fonds in rekening gebracht op basis van een overeengekomen kostentabel.
- De functie van betaalkantoor wordt uitgeoefend door Dresdner VPV NV, waarvoor een 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 aandelengirostelsysteem van het fonds.

6. BELANGEN BEHEERDER

De bestuurders van de beheerder hadden per 30 juni 2009 en 31 december 2008 geen belangen in de beleggingen van Dresdner VPV Income Fund NV (opgave conform artikel 125 lid 1d van het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft).

Gouda, 11 augustus 2009

De directie,
Dresdner VPV NV

BELEGGINGSPORTEFEUILLE PER 30 JUNI 2009

	Balans- waarde in € % ¹		Balans- waarde in € % ¹	
AADELEN EN WARRANTS				
Frankrijk			Avis Finance Float 31-07-2013	531.300 2,9
Unibail-Rodamco	336.527	1,8	Kensington Group var. 21-12-2015	613.191 3,4
Guernsey			Scottish Mutual Assurance var. perp.	603.978 3,3
Eurodekania	137.760	0,8	SVB Holdings var. 27-04-2017	354.712 1,9
Groot-Brittannië			Jersey	
The Paragon Group of Companies	196.221	1,1	8% Hybrid Capital Funding I pref	325.398 1,8
Satcom Group	77.933	0,4	Hongkong	
Tennants Consolidated	70.414	0,4	8,75% City Telecom HK 01-02-2015	593.965 3,3
Nederland			Ierland	
Nieuwe Steen Investments	344.410	1,9	LCH.Clearnet var. perp.	561.600 3,1
Zweden			Kaaiman eilanden	
Concordia Bus	415.838	2,3	Salt Creek High Yield 20-09-2010	113.177 0,6
Overige fondsen < € 50.000	26.107	0,1	Luxemburg	
			Hellas II float 15-01-2015	122.500 0,7
Totaal aandelen en warrants	1.605.210	8,8	Hellas V Telecom float 15-10-2012	548.000 3,0
			Nederland	
OBLIGATIES			3,875% TNT 01-06-2015	181.450 1,0
België			4,75% Repsol Int. Finance 16-02-2017	194.980 1,1
Fortis Bank Conv. perp. float	700.245	3,8	5,75% ASML Holding 13-06-2017	315.640 1,7
Canada			6,375% Wolters Kluwer 10-04-2018	195.009 1,1
6% GMAC Canada 23-05-2012	378.350	2,1	7,25% AKZO Nobel 27-03-2015	190.505 1,0
7,125% GMAC Canada 13-09-2011	130.319	0,7	Art Five float 21-12-2011	618.321 3,4
Duitsland			Boats Investments float 30-04-2017	57.703 0,3
Cognis Float 15-09-2013	158.000	0,9	FAB CDO 2002-1 C	62.250 0,3
Iesy Repository float 15-04-2013	553.020	3,0	HIAX 2006-1 A 29-08-2016	98.835 0,5
Estland			NIBC Bank float 22-03-2014	143.000 0,8
4,5% Eesti Energia 18-11-2020	464.395	2,5	NIBC Bank float 04-04-2012	436.448 2,4
Groot-Brittannië			Versatel frn 15-06-2014	429.200 2,4
2,625% Bradford & Bingley	121.536	0,7	Verenigde Staten	
3,125% Bradford & Bingley 18-07-2011	542.071	3,0	5,625% Royal Caribbean Cruise 27-01-2014	494.940 2,7
4,375% Imperial Tobacco Fin. 22-11-2013	193.700	1,1	BayernLB Capital float 31-05-2017	233.462 1,3
4,875% Hammerson 19-06-2015	337.348	1,9	Lehman Brothers float 17-05-2021	121.692 0,7
6,25% Segro 30-09-2015	364.872	2,0	Lehman Brothers float 26-07-2021	50.941 0,3
7% Paragon Group var. 20-04-2017	433.928	2,4	SBA Coupon Strip 24-06-2013	94.499 0,5
7,125% Cattles 05-07-2017	146.720	0,8	SBA Coupon Strip 25-10-2015	101.353 0,6
7,125% FCE Bank 16-01-2012	427.500	2,3	SBA Coupon Strip 04-09-2016	160.069 0,9
7,5% Rea Holdings 31-12-2014	458.546	2,5	SBA Coupon Strip 10-10-2016	156.878 0,9
11,8% Takare 30-06-2014	93.348	0,5	Overige fondsen < € 50.000	263.622 1,5
Anglo Irish Cap Float Perp.	158.838	0,9		
Anglo Irish Cap2 Float 29-09-2016	216.000	1,2	Totaal obligaties	14.847.354 81,7
			TOTAAL PORTEFEUILLE	16.452.564 90,5

¹ van het eigen vermogen.



ADRESGEGEVENS

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

JURIDISCH ADVISEUR

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

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

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)