

PROFIELSCHETS	2
KERNCIJFERS	3
PREADVIES	4
DIRECTIEVERSLAG	6
Ontwikkelingen	6
Beleggingsbeleid	7
Resultaten	11
Vooruitzichten 2009	12
Corporate governance	13
Verklaring beheerder	13
JAARREKENING	14
Balans per 31 december 2008	14
Winst-en-verliesrekening over 2008	15
Kasstroomoverzicht over 2008	16
Toelichting	17
Beleggingsportefeuille per 31 december 2008	24
OVERIGE GEGEVENS	25
Resultaatbestemming	25
Prioriteits aandelen	25
Belangen beheerder	25
Accountantsverklaring	26
ADRESGEGEVENS	28

Dresdner VPV Income Fund 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. Toetreding tot en uittreding uit het fonds is uitsluitend mogelijk onder 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
Beheervergoeding	0,25% per kwartaal
Performance fee	Nee

GEMIDDELD RENDEMENT PER JAAR

- 1 jaar -53,4%
- 3 jaar -21,5%
- 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.

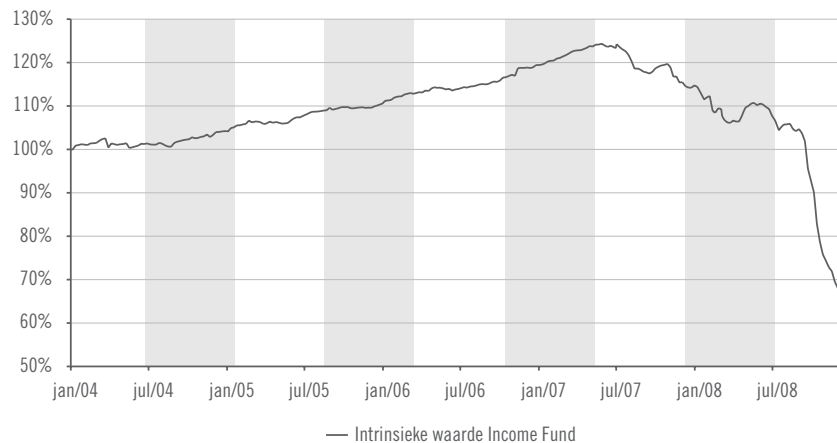
Voor Dresdner VPV Income Fund NV is een financiële bijsluiter opgesteld met informatie over het fonds, de kosten en de risico's. Dit financieel verslag, het prospectus en de financiële bijsluiter van het fonds zijn kosteloos verkrijgbaar bij Dresdner VPV NV en kunnen ook worden geraadpleegd op en gedownload via de website van de beheerder, www.dresdnervpv.nl. Op deze website staat ook actuele informatie over de koers van het aandeel Dresdner VPV Income Fund NV.

	2008	2007	2006	2005	2004
Beurskoers in € (ultimo)	14,97	31,18	34,13	32,87	32,41
Uitgekeerd dividend per aandeel in €	2,16	1,60	1,28	1,56	0,00
Rendement op basis van beurskoers	-48,5%	-4,2%	7,9%	6,3%	4,2%
Eigen vermogen in €1.000 (ultimo)	13.301	37.581	32.501	18.685	12.481
Aantal uitstaande aandelen (ultimo)	992.097	1.204.594	954.858	571.017	385.952
Intrinsieke waarde per aandeel in € (ultimo)	13,41	31,20	34,04	32,72	32,34
Rendement op basis van intrinsieke waarde	-53,4%	-3,9%	8,1%	6,1%	4,2%
Expense ratio	1,23%	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 over 2004 hebben betrekking op Dresdner VPV Dynamic Interest Fund. Dit fonds had een ander beleggingsbeleid en risicoprofiel.

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



Hierbij presenteren wij u het financieel verslag over 2008 van Dresdner VPV Income 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. G. de Bruin is in de aandeelhoudersvergadering afgetreden als 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 G.M.P.M. van Berkel is bereid gevonden de ontstane vacature te vervullen en is op 24 april 2008 door de aandeelhouders benoemd. De heer Van Berkel was voorheen lid van de raad van bestuur van Bank Sarasin & Cie. De heer De Jong heeft het voorzitterschap van de raad van commissarissen op zich genomen.

De raad van commissarissen heeft gedurende het jaar 2008 zesmaal vergaderd, waarvan vijfmaal met de directie van het fonds. Tijdens deze bijeenkomsten werd met de directie gesproken over de resultaten van het fonds en over het gevoerde beheer.

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

Overeenkomstig de opdracht van de aandeelhouders is aan Deloitte Accountants BV opdracht verleend de jaarrekening te controleren. Voor de uitkomsten van de controle verwijzen wij u naar de accountantsverklaring die is opgenomen onder de overige gegevens op pagina 26 en 27 van dit jaarverslag.

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, 8 april 2009

De raad van commissarissen,

Drs. D. de Jong, voorzitter

Drs. A.J. van Oostveen, vice-voorzitter

G.M.P.M. van Berkel

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 Value Fund en Dresdner VPV Emerging Markets Fund;
- Voorzitter raad van commissarissen van Dresdner VPV European Value Fund NV en Phoenix Fund NV;
- Lid raad van commissarissen van Delta Deelnemingen Fonds NV.

Drs. A.J. van Oostveen (1933) is vice-voorzitter van de raad van commissarissen van het fonds sinds 8 mei 2001. De heer Van Oostveen is oud-directeur van Robeco.

Overige commissariaten/nevenfuncties zijn o.a.:

- Lid raad van toezicht van Dresdner VPV Value Fund en Dresdner VPV Emerging Markets Fund;
- Lid raad van commissarissen van Dresdner VPV European Value Fund NV en Phoenix Fund 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.:

- Lid raad van toezicht van Dresdner VPV Value Fund en Dresdner VPV Emerging Markets Fund;
- Lid raad van commissarissen van Dresdner VPV European Value Fund NV en Phoenix Fund NV.

ONTWIKKELINGEN

Macro-economische ontwikkelingen

Het jaar 2008 is een jaar van uitersten geworden waarin de al bijna anderhalf jaar durende kredietcrisis centraal stond. De oorzaak van de kredietcrisis is terug te voeren op het jarenlang te gemakkelijk verstrekken van hypotheekleningen aan niet- of minder kredietwaardige consumenten in de Verenigde Staten, om deze hypotheekleningen vervolgens in allerlei gestructureerde producten wereldwijd aan beleggers door te verkopen. Door de stijgende huizenprijzen en de in korte tijd snel opgelopen rente in de Verenigde Staten waren veel consumenten niet meer in staat om de opgelopen lasten van de doorlopende variabele hypotheekleningen op te brengen en werden huizen gedwongen te koop gezet. Aangezien in de Verenigde Staten banken feitelijk een vordering hebben op het onroerend goed en niet op de eigenaar, konden huiseigenaren zonder directe consequenties de huissleutels inleveren. Het gevolg was dat banken met de huizen en de eventuele restschuld bleven zitten. Dit proces vond op grote schaal plaats, waardoor een zichzelf versterkend effect van dalende huizenprijzen ontstond. De beleggingen die op basis van deze Amerikaanse hypotheekleningen waren samengesteld, vaak ook nog gefinancierd met vreemd vermogen, zijn op grote schaal terechtgekomen bij vooral (zaken)banken in de Verenigde Staten en Europa. Door de dalende huizenprijzen en de oplopende betalingsachterstanden op hypotheekleningen moesten deze beleggingen fors worden afgewaardeerd. Gebrekkige verhandelbaarheid, de afwezigheid van kopers en aanzienlijke afboekingen versterkten elkaar wederzijds met sterk dalende prijzen van de beleggingen tot gevolg.

Door deze ontwikkelingen kwamen veel banken in solvabiliteits- en liquiditeitsproblemen. Banken verstevigden hun balansen door het plaatsen van aandelen of door de uitgifte van zogenaamd achtergesteld bancaire papier tegen hoge risico-opslagen. Centrale banken verschaffen op grote schaal liquiditeit door tegen aantrekkelijke voorwaarden veel krediet aan banken te verlenen. Ondanks de genomen maatregelen bleek uit de oplopende interbancaire tarieven, de rente die banken elkaar in rekening brengen, dat banken elkaar onderling steeds minder gingen vertrouwen, wat de liquiditeitsproblemen nijpend maakte.

In september geraakte de financiële crisis in een stroomversnelling met de nationalisatie van hypotheekgiganten Fannie Mae en Freddie Mac en 's werelds grootste verzekeraar AIG. De Amerikaanse zakenbanken hadden door het op slot zitten van de securisatiemarkt geen toegang meer tot financiering en werden overgenomen of gingen als gewone bank verder. Lehman Brothers ging zelfs failliet. Vanuit de optiek van 'moral hazard' werd een duidelijk signaal afgegeven, namelijk dat banken niet ongelimiteerd risico's kunnen nemen in de veronderstelling dat de overheid wel te hulp schiet. De prijs hiervoor is zeer hoog, aangezien Lehman Brothers een zogenaamde systeembank was en een centrale rol vervulde in het betalingsverkeer en de settlement van effecten en tevens als tegenpartij fungeerde voor allerlei verzekeringscontracten. De val van Lehman Brothers veroorzaakte een ware schokgolf op de financiële markten. Om te voorkomen dat de financiële markten abrupt tot stilstand zouden komen, schoten centrale banken en overheden alsnog massaal te hulp. De garantstelling voor deposito's werd wereldwijd verhoogd, banken werden voorzien van kapitaalinjecties en in een gecoördineerde actie werden wereldwijd de korte rentes sterk verlaagd. In de Verenigde Staten is begin januari al voor 700 miljard dollar aan steun toegezegd, waarbij alleen de precieze invulling nog een punt van discussie is. De scherpe daling van de inflatie heeft centrale banken de ruimte verschaft voor verdere renteverlagingen. Ondanks de omvangrijke steunoperaties en de verbeterde kapitaalratio's bij banken is er nog steeds sprake van veel onzekerheid. Dit blijkt onder meer uit de nog altijd historisch hoge risico-opslagen op bancaire schuldpapier.

Ook in Europa zijn er bedrijven die hard worden getroffen, met als meest in het oog lopende naam het Belgisch-Nederlandse Fortis. De achteraf te hoge overnamesom voor ABN Amro, de gebrekkige financiering en vooral het gebrek aan vertrouwen bij interbancaire kapitaalverschaffers en klanten zijn de onderneming uiteindelijk fataal geworden.

De problemen in de bancaire sector raken zelfs individuele landen. Zo moeten IJsland, Hongarije en Oekraïne een beroep doen op kredietverlening van onder meer het IMF. Zelfs de rendementen op staatsleningen van de als zeer solide bekend staande EU-landen beginnen aanzienlijk uiteen te lopen.

Het macro-economische plaatje is in een tijdsbestek van enkele maanden volledig omgeslagen. Consumenten- en producentenvertrouwen zijn op zeer lage niveaus beland. Wereldwijd stagneren huizenmarkten, lopen consumentenbestedingen terug en moeten diverse kapitaalintensieve sectoren, zoals de chemie en de autoproducenten, drastische maatregelen nemen om zich staande te houden. Opmerkelijk is de grote volatiliteit op de valutamarkten, in het bijzonder van de Amerikaanse dollar en de Japanse yen. Ook de prijsontwikkeling van energie en grondstoffen is ongekend geweest. Waar de prijs van olie begin juli de hoogste stand van US\$ 145 per vat noteerde, was dat begin december nog minder dan US\$ 40 per vat. Met de prijsdaling van energie en agrarische grondstoffen is het risico op inflatie voorlopig sterk afgenomen en is er zelfs kans op deflatie.

De economische groeivoorzichten zijn in rap tempo neerwaarts bijgesteld en een mondiale recessie lijkt onvermijdelijk. Grote vraag is vooral hoe lang deze zal duren en hoe diep deze zal zijn. Veel zal daarbij afhangen van de hoogte van de consumentenbestedingen en de mate waarin banken bereid kunnen en willen zijn om consumenten en bedrijven van krediet te voorzien.

Financiële markten

2008 behoort tot de slechtste beursjaren uit de geschiedenis. Waar de eerste helft van het jaar al met forse koersdalingen gepaard ging, zorgde het omvallen van Lehman Brothers op 15 september tot een massale verkoopgolf. Over de gehele lijn zijn de koersen van aandelen, obligaties en vastgoed in het afgelopen jaar scherp gedaald. Conjunctuurgevoelige bedrijven en van kredietverlening en projectfinanciering afhankelijke bedrijven moesten het ontgelden. Vooral aandelen van bedrijven in de financiële sector, de bouw, basismaterialen en kapitaalgoederen deden het slecht. Small- en midcaps lieten over het algemeen een slechtere performance zien dan de grote meer liquide aandelen. In Hongkong zijn intussen al diverse bedrijven te vinden waarvan de kaspositie alleen al groter is dan de beurswaarde, terwijl de onderneming verder operationeel goed presteert. De risico-opslagen op obligaties zijn tot historisch ongekend hoge niveaus opgelopen, wat zich vertaalt in extreem lage koersen. Zelfs op bedrijfsobligaties van kredietwaardige ondernemingen kunnen rendementen worden behaald die beduidend boven het niveau van een deposito liggen. Ook vastgoed is volledig uit de gratie. Waar in de afgelopen jaren vastgoedbedrijven nog koersen noteerden boven de intrinsieke waarde, is dat weer een forse korting geworden. De tijden van goedkope financieringen zijn voorbij en vooral vastgoedbedrijven met veel vreemd vermogen of veel ontwikkelingsprojecten moesten het ontgelden. Alleen staatsobligaties en goud zijn in 2008 een betrekkelijk veilige haven geweest.

BELEGGINGSBELEID

Algemeen

Dresdner VPV Income Fund NV belegt in zowel Nederlandse als internationale effecten die naar verwachting relatief hoge opbrengsten genereren. Het beleggingsbeleid is gebaseerd op een combinatie van macro-economische analyses (top down) en analyses van specifieke beleggingssituaties (bottom-up) en 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.

Gebruik financiële instrumenten

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

Prijsrisico

Dit omvat het risico dat de waarde van een financieel instrument zal fluctueren als gevolg van (i) veranderingen in valutawisselkoersen, (ii) veranderingen in de marktrente 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). De waarde van obligaties is sterk afhankelijk van de ontwikkeling van de marktrente.

Dresdner VPV Income Fund NV tracht deze risico's te beheersen door de beleggingsportefeuille te spreiden over verschillende categorieën effecten, geografische regio's, sectoren en uitgevende instellingen, nooit meer dan 5% van het eigen vermogen te beleggen in de effecten van één enkele uitgevende instelling (uitgezonderd door een overheid met een AAA-status uitgegeven effecten), valutakoersrisico's voor minimaal 95% af te dekken en zonedig gebruik te maken van long- en shortposities in rentefutures en andere derivaten om de duration van de portefeuille te kunnen sturen. De mogelijkheid met geleend geld te beleggen is beperkt tot maximaal 20% van het eigen vermogen.

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. Bij beleggingen in vastrentende waarden bestaat het risico dat de uitgevende instelling niet kan voldoen aan de rente- en aflossingsverplichtingen. 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, worden diepgaande kredietanalyses met betrekking tot de debiteurenkwaliteit uitgevoerd en worden de beleggingen gespreid over verschillende uitgevende instellingen. Om het kredietrisico van de portefeuille te kunnen sturen kan gebruik gemaakt worden van long- en shortposities in kredietrisicoderivaten.

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 doordat een financieel actief niet op korte termijn kan worden verkocht tegen nagenoeg de reële waarde.

Dresdner VPV Income Fund NV tracht dit risico onder meer te beperken door slechts een beperkt gedeelte van de portefeuille te beleggen in illiquide effecten en het merendeel in frequent verhandelde effecten. Daarnaast bestaat de mogelijkheid kortlopend krediet op te nemen, waardoor het liquiditeitsrisico verder kan worden beperkt.

Kasstroomrisico

Kasstroomrisico is het risico dat toekomstige kasstromen verbonden aan een monetair financieel instrument in omvang zullen fluctueren. Indien bijvoorbeeld sprake is van een schuldinstrument met een variabele rente dan resulteren dergelijke fluctuaties in een verandering van de effectieve interestvoet van het financiële instrument, veelal zonder een overeenkomstige verandering in de bijbehorende reële waarde.

Slechts een beperkt gedeelte van de portefeuille zal in dergelijke instrumenten worden belegd.

Top 5 ondernemingen in portefeuille per 31 december 2008

	Land	Belang
Bradford & Bingley	Groot-Brittannië	8,1%
lesy Repository	Duitsland	5,0%
Scottish Mutual Assurance	Groot-Brittannië	4,9%
Fortis Bank	België	4,9%
City Telekom HK	Hongkong	4,8%

In het prospectus is opgenomen dat maximaal 5% van het fondsvermogen in één uitgaande instantie mag zijn belegd, tenzij het een overheid met een AAA-status betreft. Zoals uit bovenstaande tabel blijkt is per het einde van het verslagjaar ruim 8% van het fondsvermogen belegd in leningen uitgegeven door Bradford & Bingley. Deze leningen zijn door zowel S&P als Fitch van een AAA-rating voorzien. Daarnaast genieten deze leningen een expliciete garantie van de Engelse overheid die ook een AAA-rating heeft. Er is derhalve sprake van een belegging in een onderneming met een garantie van een overheid met een AAA-status en met betrokkenheid en aansprakelijkheid van die overheid. Om deze redenen is de directie van oordeel dat voor deze belegging de maximale omvang van 5% niet van toepassing is en dat de belegging voldoet aan de prospectusvereisten.

Uitvoering

In 2008 zijn de risicopremies op bedrijfsobligaties tot historische hoogten gestegen. Gedurende het jaar bleken de vastrentende markten, gevoed door de problemen in de bancaire sector, steeds slechter te functioneren. Door het wegvallen van de securisatiemarkt en veel gedwongen verkopen door afwaarderingen en fondsonttrekkingen ontstond een vicieuze cirkel waarin fundamentele overwegingen helemaal naar de achtergrond verdwenen. Deze ontwikkelingen hebben geresulteerd in steeds lagere koersen voor zowel de defensieve als de minder defensieve leningen en hierdoor is het rendement van het fonds flink negatief beïnvloed.

Gedurende 2008 is het belang in financiële instellingen uitgebreid. De risicopremies op deze belangen zijn momenteel uitzonderlijk hoog, gevoed door angsten over de hoogte van de afschrijvingen die nog moeten worden gedaan en de onzekerheid of in alle gevallen wel kan worden voldaan aan de couponbetalingen. Een positieve overweging hierbij is dat veel van dergelijke leningen direct of indirect door de diverse overheden worden gesteund. In sommige uitzonderlijke gevallen kunnen ze voor de prijs van twee of drie jaarcoupons worden gekocht.

Daarnaast speelt nog een andere factor in deze markt. Achtergestelde bancaire leningen worden nu geprijsd als perpetuele leningen in plaats van leningen met een vervroegde aflossingsdatum zoals voorheen gebruikelijk was. Tot voor kort werden deze leningen altijd vervroegd afgelost aangezien de coupon na verloop van tijd wordt verhoogd. Daarmee stelde de financiële sector in feite reeds bij de plaatsing van de lening de vervroegde aflossing in het vooruitzicht. Met deze praktijk heeft Deutsche Bank eind 2008 als eerste gebroken omdat ze de herfinanciering op korte termijn te duur vond. Het is de vraag of dit voorbeeld door anderen zal worden gevolgd aangezien het veel kwaad bloed bij beleggers heeft gezet. Niettemin wegen voor ons de positieve aspecten van het beleggen in bancaire papier zwaarder en bovendien zijn de meeste banken waarin wordt belegd onmisbare schakels in de huidige economie. Waarschijnlijk herstelt dit deel van de markt als eerste, hoewel het tijdstip onmogelijk is in te schatten.

Een deel van de portefeuille is ingevuld met CDO's en CLO's. Deze keuze heeft weinig gunstig uitgepakt, ook al beoordeelden wij een aantal van deze beleggingen als meer defensieve structuren. De koersen gingen omlaag omdat de liquiditeit in deze markt volledig wegviel.

Bovendien bleken veel structuren niet bestand tegen de uitzonderlijke situaties die zich het afgelopen jaar hebben voorgedaan, waaronder een hoog aantal faillissementen. Op korte termijn leidt dit ertoe dat in sommige gevallen de betalingen worden stopgezet. Deze kunnen op een latere datum worden hervat, maar gezien het hoogst onzekere economische klimaat is onduidelijk of en zo ja wanneer dit zal gebeuren. Dit betreft voornamelijk de pakketten leningen die aan private equity zijn verschaft.

Tot slot noemen wij nog het faillissement van Lehman Brothers. Wij hadden een tweetal door Lehman Brothers uitgegeven leningen gekocht waarvan de coupon zou stijgen indien de rentecurve zou versteilen. Deze leningen zijn in de secundaire markt fors onder pari aangeschaft. Hoewel Lehman Brothers gedurende 2008 steeds meer in de problemen kwam was het ons inziens te gevaarlijk om deze financiële instelling te laten failleren. Bovendien leek onze positie zelfs in dat geval goed gedekt. Hoewel we achteraf wellicht academisch gelijk hebben gekregen (er zijn weinig mensen die nog van mening zijn dat Lehman Brothers failliet had mogen gaan) maakt dat voor het fonds weinig uit. Daarnaast is becijferd dat de passiviteit van het management tijdens de fatale dagen de obligatiebeleggers US\$ 50-75 miljard heeft gekost. Dat is tussen de 30-50% van de waarde van alle uitstaande leningen. Desondanks verwachten wij een totale opbrengst tussen de 30-40% van de claim. Gezien het feit dat de huidige koersen een fractie zijn van de verwachte opbrengst zullen de bestaande posities vooralsnog worden aangehouden.

Ter illustratie belichten wij enkele beleggingen van het fonds.

Mercator CLO

Mercator is een speciaal vehikel, opgezet om leningen te verschaffen voor Europese private equity overnames. Hierbij worden de leningen door de banken aangegaan en in de meeste gevallen doorverkocht aan partijen zoals Mercator I. Sinds de opzet in 2005 heeft de onderneming tot nu toe bijna 70% van de originele aankoopssom aan variabele coupons uitbetaald. Toen de financiële crisis in het vierde kwartaal in alle hevigheid uitbrak, is een aantal leningen in zwaar weer geraakt wat ertoe heeft geleid dat de variabele coupon vooralsnog is stopgezet per begin 2009. De koers impliceert dat de markt niet meer op uitkeringen rekent. Gezien de samenstelling van de portefeuille denken wij echter dat de koers de werkelijke waarde niet weergeeft. Aangezien op korte termijn geen uitkeringen zijn te verwachten en de totale schade in de reële economie zich moet uitwijzen, verwachten wij in 2009 weinig verbetering. Een bijkomend probleem is dat er al sinds eind 2007 niet of nauwelijks meer in deze producten wordt gehandeld, onder andere vanwege het verdwijnen van een aantal partijen als Lehman Brothers en Bear Stearns. De posities zijn per 31 december 2008 fors afgewaardeerd en hebben nog een omvang van 0,8% van het vermogen van Dresdner VPV Income Fund NV.

Bradford & Bingley Covered Bond (3,125% 2011 in CHF)

Bradford & Bingley (B&B) is een Engelse hypotheekverstrekker die in de problemen kwam toen bleek dat veel te gemakkelijk leningen aan met name eigenaren van huurhuizen waren verstrekt. B&B benutte verschillende financieringstechnieken, waaronder het 'covered bond' programma. Hierbij krijgen de kapitaalverschaffers de zekerheid over de onderliggende hypotheek en verplicht B&B zich om minstens 120% van de waarde van de leningen als onderpand te bieden. In 2007 en 2008 ontstond een overdekking van ongeveer 160% nadat B&B andere soortgelijke leningen had afgelost zonder dat het onderpand wezenlijk was verminderd. Daarnaast werden deze leningen in Zwitserland met een korting van 30-40% op hun nominale waarde verhandeld. Hoewel de kwaliteit van de onderliggende hypotheek niet geweldig is, was door deze combinatie van factoren een dekkingsgraad van ongeveer 250% ontstaan. Op onze positie kregen wij een riante vergoeding van meer dan 15% per jaar. De waarde van de leningen is fors toegenomen nadat de Engelse overheid een maand later het bedrijf nationaliseerde en alle leningen van een staatsgarantie heeft voorzien.

Achtergestelde leningen aan banken

In 2008 heeft Dresdner VPV Income Fund NV posities in achtergestelde leningen van banken opgebouwd. Onder normale omstandigheden achten wij de risico-opslag voor dit soort leningen veel te laag in verhouding tot het risico dat wordt gelopen. Zo kunnen banken de rentebetalingen opschorten als er geen dividenden aan de aandeelhouders worden uitgedeerd. Gedurende 2008 liepen de risicopremies echter fors op, zelfs op leningen van banken die wij te groot achtten om te falen. Achteraf bezien zijn deze leningen te vroeg aangekocht. De prijzen bevinden zich nu op zeer lage niveaus, ondanks het feit dat in veel gevallen de rentebetalingen niet zijn opgeschort. Bij onze aanschafbeslissing hebben wij rekening gehouden met één of twee gemiste rentebetalingen, en zelfs in die gevallen zagen wij nog een positief rendement. De markt prijst de leningen nu echter lager in.

Voorbeelden in de portefeuille zijn de leningen uitgegeven door twee Duitse Landesbanken met de lokale regeringen als grootaandeelhouders, Fortis en een Ierse bank. In alle gevallen zijn deze banken, zoals verwacht, door de staat overeind gehouden. In één geval, Bayerischer Landesbank, is de rentebetaling opgeschort om te voldoen aan een voorwaarde van de Europese Commissie met betrekking tot de gegeven staatssteun. In alle gevallen schatten wij de waarde van de leningen beduidend hoger dan de huidige koersen.

Valutare verdeling van de portefeuille (inclusief dekkingstransacties)			
		31-12-08	31-12-07
Euro	EUR	107,6%	100,2%
Engelse pond	GBP	0,1%	-0,8%
Zwitserse franc	CHF	-0,1%	0,6%
Zweedse kroon	SEK	-0,8%	0,0%
Amerikaanse dollar	USD	-6,8%	0,0%
		100%	100%

RESULTATEN

De intrinsieke waarde van het aandeel Dresdner VPV Income Fund NV bedroeg per 31 december 2008 € 13,41 en per 31 december 2007 € 31,20. Op basis van intrinsieke waarde en inclusief herbelegging van het in 2008 uitgekeerde dividend daalde de intrinsieke waarde per aandeel met 53,4%.

Het aantal uitstaande gewone aandelen nam met 212.497 of 17,6% af van 1.204.594 tot 992.097. Door de inkoop van aandelen en het verlies over het verslagjaar daalde het eigen vermogen van € 37,6 miljoen per 31 december 2007 naar € 13,3 miljoen per 31 december 2008.

In 2008 is € 2,16 per aandeel als dividend uitgekeerd: op 15 januari en 15 april € 0,32, op 15 juli € 1,20 en op 21 oktober wederom € 0,32.

Resultaat per aandeel (in € 1)					
	2008	2007	2006	2005	2004
Inkomsten	3,54	3,12	2,73	2,03	1,87
Waardeveranderingen van beleggingen	-18,03	-4,09	0,50	0,44	-0,25
Kosten	-0,41	-0,56	-0,62	-0,66	-0,48
Nettoresultaat per aandeel	-14,90	-1,53	2,61	1,81	1,14

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 2009

De problemen bij de financiële instellingen, de krappere kredietverlening, slechte kapitaalmarkten en dalende beurzen beginnen door te werken in de reële economieën met tegenvallende bedrijfsresultaten, zwakkere huizenmarkten, oplopende werkeloosheid en een inzakkende wereldhandel. Voor 2009 zijn de macro-economische vooruitzichten weinig bemoedigend. In de meeste westerse landen wordt economische krimp verwacht en de groei in de opkomende landen zal ook beduidend lager uitvallen dan de voorgaande jaren. De veronderstelling dat de economische groei van de opkomende landen in de afgelopen jaren veel minder afhankelijk is geworden van de westerse landen is, ondanks de hogere binnenlandse bestedingen ter plaatse, vooralsnog niet uitgekomen. Hierbij speelt een rol dat veel van de opkomende landen worden geraakt door de dalende export. Dit wordt geïllustreerd door de scherpe daling van de Baltic Dry Index, de maatstaf voor de tarieven van grondstoffentransport op de drukste scheepvaartroutes.

Waar tot voor kort goedkoop en veel lenen de norm was, is dit volledig omgeslagen. Banken zijn terughoudend met kredietverlening geworden. Komend jaar zal het al ingezette groot-schalige proces van schuldsanering verder gaan. Ondernemingen met hoge schulden zien hun financieringslasten intussen oplopen en proberen de schuldenlast waar mogelijk te reduceren. Vooral in de hoek van de door private equity overgenomen bedrijven zullen nog harde klappen gaan vallen. Ook consumenten lijken een stap terug te moeten doen, gezien de hoge schuldenlast in de vorm van hypotheekleningen, creditcards, autoleningen, enzovoort, terwijl aan de andere kant vermogens zijn gedaald door lagere prijzen van onroerend goed en flinke verliezen op beleggingen. Daarbij komt dat de werkgelegenheid onder druk staat.

Het is onzeker hoe lang en in welke mate de financiële markten nog in de greep zullen zijn van de kredietcrisis. Gedwongen verkopen van financiële instrumenten en besmettingsgevaar van andere delen van de financiële sector door de nauwe verwevenheid vallen niet uit te sluiten. De omvangrijke steunmaatregelen hebben vooralsnog niet helemaal het gewenste effect opgeleverd. Daarbij komt nog dat onduidelijk is hoe de overheidsinmenging in de financiële sector weer zal worden teruggedraaid. Op korte termijn mag hiervan niet teveel worden verwacht en een duidelijk exit plan bestaat 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 dat politieke motieven op de achtergrond blijven. Al met al vallen verdere neerwaartse risico's niet uit te sluiten.

Het jaar 2009 zal economisch een moeilijk jaar worden. De dalende beurskoersen en historisch hoge risico-opslagen weerspiegelen al langer de snel verslechterende economische ontwikkelingen.

In de huidige onzekere markt zijn vooral onder bedrijfsobligaties goede kansen te vinden. De rendementen liggen thans zelfs boven het rendement dat historisch gezien op aandelen mag worden verwacht, terwijl van de hogere positie van obligaties in de kapitaalstructuur meer zekerheid mag worden verwacht dan van aandelen. Voor de langetermijnbelegger biedt de huidige markt eveneens de kans om sterk ondergewaardeerde aandelen van gezonde bedrijven tegen lage koersen op te pakken.

CORPORATE GOVERNANCE

Dresdner VPV Income 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 Income 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 2008 heeft Dresdner VPV Income 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 2008 geen gebruik te maken van het aan het fonds toekomende stemrecht.

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 Income 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 2008 effectief en overeenkomstig de beschrijving heeft gefunctioneerd.

Gouda, 8 april 2009

De directie,
Dresdner VPV NV

BALANS PER 31 DECEMBER 2008 (IN €1.000)

voor resultaatbestemming

	31-12-08	31-12-07
Beleggingen (1)		
Aandelen	1.130	4.149
Obligaties	11.494	32.613
	12.624	36.762
Vorderingen		
Overige vorderingen en overlopende activa (2)	1.306	954
Overige activa		
Liquide middelen	0	442
Kortlopende schulden		
Schuld aan kredietinstelling (3)	542	0
Overige schulden en overlopende passiva (4)	87	577
	629	577
Uitkomst van vorderingen en overige activa min kortlopende schulden	677	819
Uitkomst van activa min kortlopende schulden	13.301	37.581
Eigen vermogen (5)		
Geplaatst kapitaal	4.960	6.023
Agio	19.696	25.171
Herwaarderingsreserve	112	753
Overige reserves	4.016	7.431
Onverdeeld resultaat	-15.483	-1.797
	13.301	37.581

WINST-EN-VERLIESREKENING OVER 2008 (IN €1.000)

	2008	2007
Opbrengsten uit beleggingen (6)		
Rentebaten	3.260	3.417
Dividenden	389	217
	3.649	3.634
Waardeveranderingen van beleggingen		
Gerealiseerd	-1.186	747
Niet-gerealiseerd	-17.550	-5.562
	-18.736	-4.815
Overige opbrengsten (7)	27	44
Totaal opbrengsten	-15.060	-1.137
Kosten (8)		
Beheervergoeding	223	402
Rentelasten	93	32
Overige bedrijfskosten	107	226
	-423	-660
Resultaat voor belastingen	-15.483	-1.797
Belastingen	0	0
Resultaat na belastingen	-15.483	-1.797

	2008	2007
Kasstroomoverzicht uit beleggingsactiviteiten		
Aankopen van beleggingen	-10.793	-37.438
Verkopen van beleggingen	15.401	25.747
Ontvangen netto-dividenden	312	248
Ontvangen rente	3.450	3.175
Betaalde rente	-90	-18
Betaalde beheervergoeding en overige kosten	-464	-567
	7.816	-8.853
Kasstroom uit financieringsactiviteiten (9)		
Ontvangen bij plaatsing eigen aandelen	2.175	14.192
Betaald bij inkoop eigen aandelen	-8.716	-5.403
Dividenduitkering	-2.259	-1.838
Mutatie opgenomen bankkrediet	542	0
	-8.258	6.951
Mutatie geldmiddelen		
	-442	-1.902
Geldmiddelen per 1 januari	442	2.344
Geldmiddelen per 31 december	0	442
Mutatie verslagperiode	-442	-1.902

ALGEMEEN

Dresdner VPV Income Fund NV is een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal en statutair gevestigd te Gouda. Het fonds houdt zich voornamelijk bezig met het beleggen van gelden in binnenlandse en buitenlandse kapitaalmarktstitels teneinde de aandeelhouders in de opbrengst te doen delen.

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

De jaarrekening is opgesteld volgens de bepalingen van Titel 9 Boek 2 BW en de Wet toezicht beleggingsinstellingen. 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 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 het verslagjaar).

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 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 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 die worden gemaakt bij de aan- en verkoop van beleggingen worden opgenomen in

de kostprijs respectievelijk verkoopopbrengst van de betreffende beleggingen en worden derhalve niet separaat onder de bedrijfskosten opgenomen.

De kostenvergoedingen (op- en afslagen) die bij plaatsing en inkoop van eigen aandelen in de koers van uitgifte respectievelijk inkoop zijn begrepen, worden in de winst-en-verliesrekening 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 worden uitgekeerd aan de aandeelhouders.

KASSTROOMOVERZICHT

Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de directe methode. Middels 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 24 is een specificatie van de effectenportefeuille opgenomen.

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

	Aandelen	Obligaties	Valuta- termijn- contracten	Totaal
Balanswaarde per 31 december 2007	4.149.000	32.613.000	177.000	36.939.000
Aankopen	578.000	9.896.000	0	10.474.000
Verkopen/afwikkeling	-1.326.000	-13.881.000	-194.000	-15.401.000
Koersresultaten:				
• Gerealiseerd	-129.000	-1.074.000	17.000	-1.186.000
• Niet-gerealiseerd	-2.142.000	-16.060.000	652.000	-17.550.000
Balanswaarde per 31 december 2008	1.130.000	11.494.000	652.000	13.276.000

Het merendeel van de beleggingen wordt niet op een gereguleerde markt of een andere markt in financiële instrumenten verhandeld. De waardering van deze beleggingen is gebaseerd op opgaven van onafhankelijke brokers, waarbij per individuele belegging de marktwaarde wordt benaderd op basis van de afgegeven bied- en laatkoersen en beschikbare (markt)informatie over het betreffende fonds. Per 31 december 2008 bedraagt de aldus berekende balanswaarde van deze beleggingen circa 93% van de midkoersen (het gemiddelde van de bied- en laatkoersen).

1. Beleggingen, vervolg

De per 31 december 2008 lopende valutatermijncontracten kunnen als volgt worden gespecificeerd:

Koop		Afwikkelings- datum	Contract- koers		Verkoop
EUR	1.064.000	4 juni 2009	1,51676	CHF	1.614.000
EUR	2.847.000	4 juni 2009	0,84998	GBP	2.420.000
GBP	377.000	4 juni 2009	0,91505	EUR	412.000
EUR	1.018.000	4 juni 2009	10,46025	SEK	10.648.000
SEK	2.432.000	4 juni 2009	10,94092	EUR	222.000
EUR	4.449.000	4 juni 2009	1,27275	USD	5.662.000
USD	400.000	4 juni 2009	1,36836	EUR	292.000

Het ongerealiseerde resultaat per balansdatum ad € 652.000 (per 31 december 2007 € 177.000) is opgenomen onder de overlopende activa.

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. Overige vorderingen en overlopende activa

	31-12-08	31-12-07
Obligatierente	507.000	699.000
Niet-gerealiseerde resultaten valutatermijncontracten	652.000	177.000
Nog te ontvangen dividenden	62.000	0
Dividend- en bronbelasting	85.000	68.000
Nog te ontvangen storting op geplaatste aandelen	0	10.000
	1.306.000	954.000

3. Schuld aan kredietinstelling

De schuld per 31 december 2008 ad € 542.000 betreft het saldo van de bankrekening aangehouden bij Dresdner VPV NV (per 31 december 2007 een tegoed ad € 442.000, opgenomen onder de liquide middelen). Het fonds heeft de beschikking over een kredietfaciliteit, met als zekerheid verpanding van de effectenportefeuille.

4. Overige schulden en overlopende passiva

	31-12-08	31-12-07
Nog te betalen beheervergoeding	53.000	109.000
Overige schulden en overlopende passiva	34.000	109.000
Nog te betalen inzake inkoop aandelen	0	40.000
Nog af te wikkelen effectentransacties	0	319.000
	87.000	577.000

5. Eigen vermogen

Het maatschappelijk kapitaal bedraagt € 25.000.000, verdeeld in 5.000.000 aandelen van elk nominaal € 5. Per 31 december 2008 zijn 992.097 aandelen bij derden geplaatst. Het aantal uitstaande aandelen muteerde als volgt:

Stand per 31 december 2007	1.204.594
Plaatsingen	105.541
Inkopen	-318.038

Stand per 31 december 2008 **992.097**

De mutaties in het verslagjaar zijn als volgt weer te geven:

	Geplaatst kapitaal	Agio	Herwaar- derings- reserve	Overige reserves	Onverdeeld resultaat
Stand per 31 december 2007	6.023.000	25.171.000	753.000	7.431.000	-1.797.000
Bestemming resultaat 2007	0	0	0	-1.797.000	1.797.000
Dividenduitkeringen over 2007	0	0	0	-1.958.000	0
Dividenduitkering over 2008	0	0	0	-301.000	0
Plaatsing aandelen	527.000	1.633.000	0	0	0
Inkoop aandelen	-1.590.000	-7.108.000	0	0	0
Mutatie 2008	0	0	0	641.000	0
Resultaat boekjaar 2008	0	0	-641.000	0	-15.483.000
Stand per 31 december 2008	4.960.000	19.696.000	112.000	4.016.000	-15.483.000

De agioreserve wordt fiscaal als gestort aangemerkt.

Op basis van de geldende regelgeving voor fiscale beleggingsinstellingen bestaat over 2008 een verplichting tot uitkering van een totaaldividend ten bedrage van €3.735.000. Na vaststelling van de jaarrekening 2008 door de aandeelhouders zal dit bedrag onder aftrek van de in 2008 en 2009 uitgekeerde interim-dividenden en dividendbelasting worden uitgekeerd. De uitkering is nog niet in de balans per 31 december 2008 verwerkt.

Ongerealiseerde waardestijgingen 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 overige reserves gebracht.

In de jaarrekening 2007 is abusievelijk geen herwaarderingsreserve verantwoord. Ter wille van de vergelijkbaarheid zijn de in de jaarrekening 2008 opgenomen vergelijkende cijfers per 31 december 2007 aangepast, waarbij ten laste van de overige reserves een herwaarderingsreserve ad € 753.000 is gevormd. De aanpassing heeft geen gevolgen voor de omvang van het eigen vermogen en de intrinsieke waarde per aandeel.

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

Ultimo jaar	Eigen vermogen in €	Aantal uitstaande aandelen	Intrinsieke waarde in €
2006	32.501.000	954.858	34,04
2007	37.581.000	1.204.594	31,20
2008	13.301.000	992.097	13,41

TOELICHTING OP DE WINST-EN-VERLIESREKENING

6. Opbrengsten uit beleggingen

De rentebaten bestaan hoofdzakelijk uit obligatierente.

7. Overige opbrengsten

Deze post bestaat uit de opbrengsten uit hoofde van de vaste op- en afslag (0,25%), die bij de uitgifte respectievelijk inkoop van participaties 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 2008 een vaste beheervergoeding ontvangen van 0,25% per kwartaal, berekend over het fondsvermogen per het einde van het kwartaal.

Overige bedrijfskosten

	2008		2007		Prospectus
		%		%	%
a) Marketingkosten	21.000	0,08	110.000	0,28	0,20
b) Bewaarloon	8.000	0,03	22.000	0,06	0,06
c) Kosten van toezicht	14.000	0,05	14.000	0,04	0,06
d) Kosten accountant	21.000	0,08	25.000	0,06	0,04
e) Overige kosten	43.000	0,16	55.000	0,14	0,14
	107.000	0,40	226.000	0,58	0,50

De werkelijke kosten over 2008 en 2007 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 1 december 2007 en betreffen de verwachte kostenpercentages, berekend op basis van een eigen vermogen van € 40.000.000.

- De kosten over 2008 betreffen de kosten van advertenties met kennisgevingen aan aandeelhouders (oproepingen, dividenduitkeringen, intrinsieke waarde etc.), verminderd met de vrijval van een te hoge kostenreservering per 31 december 2007. De kosten over 2007 bevatten daarnaast de kosten van commerciële advertenties.
- Het bewaarloon bedraagt conform het prospectus 0,05% van het fondsvermogen.
- In deze post zijn opgenomen de beloning voor de raad van commissarissen en kosten van de Autoriteit Financiële Markten. 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 2008 wordt door Dresdner VPV Income Fund € 14.219 (2007: € 12.526) betaald, met de volgende verdeling: drs. D. de Jong € 5.119 (2007: € 4.008), drs. A.J. van Oostveen € 4.550 (2007: € 4.008), en de heer G.M.P.M. van Berkel € 3.033 (2007 nihil) en drs. G. de Bruin € 1.517 (2007: € 4.510).
- De accountantskosten bestaan uit de kosten verbonden aan de wettelijke controle van de jaarrekening ad € 13.000 (2007 eveneens € 13.000), overige controleopdrachten ad € 4.000 (2007: € 5.000) en andere niet-controlediensten ad € 4.000 (2007: € 7.000).
- De overige kosten bestaan uit de kosten van de Fund Agent, advieskosten, guichetprovisie, kosten beursnotering etc.

8. Kosten, vervolg

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 bedraagt over 2008 1,23% (2007: 1,62%). 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. 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 over 2008 bedraagt € 26.957.000 (2007: € 38.669.000).

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 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 2008 gemiddeld 0,10% (2007: 0,12%) van de transactiewaarde waarover kosten in rekening zijn gebracht (circa 90% van de totale transactiewaarde) en bleven daarmee binnen de in het prospectus gedefinieerde bandbreedte.

Turnover ratio

Over het boekjaar 2008 bedroeg de turnover ratio (omloopfactor) 55% (2007: 108%). Deze factor geeft een indicatie van de omloopsnelheid van de beleggingsportefeuille van het fonds, waardoor een indruk kan worden verkregen van de mate waarin er actief beheer plaatsvindt en van de relatieve transactiekosten die gemoeid zijn met de verschillen in portefeuillebeheer door beleggingsinstellingen. De factor wordt berekend door de som van de aan- en verkopen van beleggingen verminderd met de som van de uitgifte en 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 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 aandelengirosysteem van Dresdner VPV NV bedragen 0,5% van de transactieprijs met een maximum van € 250.

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 beheerkostenvergoeding 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 maandelijks vergoeding en een variabele vergoeding ter grootte van 0,075% over de transactiewaarde van de plaatsingen en inkopen van aandelen en bedroeg over 2008 € 19.000 (2007: € 23.000).

8. Kosten, vervolg

- 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 € 40.900.000.
- De transactiekosten bij aan- en verkoop van beleggingen worden gedragen door Dresdner VPV NV en aan het fonds in rekening gebracht op basis van een overeengekomen kostentabel.
- De functie van betaalkantoor wordt uitgeoefend door Dresdner VPV NV, waarvoor een vergoeding wordt betaald (guichetprovisie). De vergoeding bestaat uit een vaste fee en een fee gebaseerd op de hoogte van de dividenduitkering. Ten laste van 2008 is € 11.000 in rekening gebracht (2007: € 9.000).
- 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. Over 2008 is € 8.000 bewaarloon in rekening gebracht (2007: € 22.000).
- 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.

De directie is van mening dat de aan het fonds in rekening gebrachte kosten marktconform zijn.

TOELICHTING OP HET KASSTROOMOVERZICHT

9. Kasstroom uit financieringsactiviteiten

In het kasstroomoverzicht zijn de plaatsingen en inkopen van participaties in 2008 tegen de transactieprijs opgenomen, derhalve inclusief de op- en afslagen. De aansluiting van deze mutaties met de mutaties zoals opgenomen in het mutatieoverzicht van het fondsvermogen is als volgt weer te geven:

	Plaatsingen	Inkopen
Plaatsingen en inkopen volgens mutatieoverzicht fondsvermogen (zie punt 5 van deze toelichting)	2.160.000	-8.698.000
Ontvangen op- en afslagen ten gunste van de winst-en-verliesrekening (zie punt 9 van deze toelichting)	5.000	22.000
In 2008 ontvangen/betaald inzake 2007	10.000	-40.000
Plaatsingen en inkopen volgens kasstroomoverzicht	2.175.000	-8.716.000

Gouda, 8 april 2009

De directie,
Dresdner VPV NV

BELEGGINGSPORTEFEUILLE PER 31 DECEMBER 2008

	Balans- waarde		Balans- waarde	
	in €	% ¹	in €	% ¹
AANDELEN EN WARRANTS				
Groot-Brittanië				
The Paragon Group of Companies	195.748	1,4		
Satcom Group	90.375	0,7		
Tennants Consolidated	56.693	0,4		
Guernsey				
Eurodekania	140.090	1,1		
Zweden				
Concordia Bus	421.711	3,2		
Concordia Bus Nordic	224.557	1,7		
Overige fondsen < € 10.000	757	0,0		
Totaal aandelen en warrants	1.129.931	8,5		
OBLIGATIES				
België				
Fortis Bank Conv. perp. float	656.847	4,9		
Canada				
6% GMAC Canada 23-05-2012	220.900	1,7		
Duitsland				
8,5% Pongs und Zahn 01-11-2011	98.547	0,7		
lesy Repository float 15-04-2013	664.200	5,0		
Estland				
4,5% Eesti Energia 18-11-2020	627.000	4,7		
Groot-Brittannië				
2,625% Bradford & Bingley	111.818	0,8		
3,125% Bradford & Bingley 18-07-2011	965.306	7,3		
7% Paragon Group var. 20-04-2017	336.430	2,5		
7,125% Cattles 05-07-2017	103.622	0,8		
7,5% Rea Holdings 31-12-2014	465.696	3,5		
8% Satcom Group Conv. 30-06-2009	141.732	1,1		
Anglo Irish cap float perp.	92.355	0,7		
Anglo Irish cap2 float 29-09-2016	162.108	1,2		
Avis Finance float 31-07-2013	215.600	1,6		
Cairn 1 D 20-11-2016	248.092	1,9		
Kensington Group var. 21-12-2015	329.134	2,5		
Scottish Mutual Assurance var. perp.	658.247	4,9		
Static Loan Funding	26.000	0,2		
Hongkong				
8,75% City Telecom HK 01-02-2015	638.845	4,8		
Ierland				
Aldersgate Finance float	25.000	0,2		
LCH Clearnet var. perp.	615.000	4,6		
Mercator CLO I 12-10-2023	24.000	0,2		
Mercator CLO II-X C 24-01-2024	75.000	0,6		
Mercator CLO III-X C 15-10-2024	13.200	0,1		
Jersey				
8% Hybrid Capital Funding I pref	299.993	2,2		
Skye Clo I-E 17-03-2019	266.435	2,0		
Kaaiman eilanden				
Salt Creek High Yield 20-09-2010	147.266	1,1		
Luxemburg				
Hellas II float 15-01-2015	130.000	1,0		
Hellas V Telecom float 15-10-2012	545.000	4,1		
Nederland				
5,1% GMAC 15-01-2011	13.519	0,1		
Art Five float 21-12-2011	426.212	3,2		
Boats Investments float 30-04-2017	80.290	0,6		
FAB CDO 2002-1 C	99.600	0,7		
Faxtor ABS 2005-1 class B	10.200	0,1		
Harbourmaster CDO 15-06-2020	64.400	0,5		
HIAX 2006-1 A 29-08-2016	99.990	0,8		
Morgan Stanley Inv. Man. 2007-1X class F	147.360	1,1		
NIBC Bank float 22-03-2014	143.000	1,1		
NIBC Bank float 04-04-2012	414.403	3,1		
Panther CDO V-X SUB 15-10-2084	132.000	1,0		
Verenigde Staten				
BayernLB Capital float 31-05-2017	253.904	1,9		
Lehman Brothers float 17-05-2021	43.874	0,3		
Lehman Brothers float 26-07-2021	27.678	0,2		
SBA Coupon Strip 24-06-2013	98.814	0,7		
SBA Coupon Strip 25-07-2014	38.944	0,3		
SBA Coupon Strip 25-10-2015	101.152	0,8		
SBA Coupon Strip 04-09-2016	189.212	1,4		
SBA Coupon Strip 10-10-2016	184.216	1,4		
Overige fondsen < € 10.000	21.645	0,2		
Totaal obligaties	11.493.786	86,4		
TOTAAL PORTEFEUILLE	12.623.717	94,9		

¹ van het eigen vermogen

RESULTAATBESTEMMING

Conform artikel 28 van de statuten bepaalt de directie jaarlijks, met inachtneming van de doelstelling van de vennootschap en na verkregen goedkeuring van de raad van commissarissen, welk deel van de winst wordt gereserveerd. De resterende winst wordt als dividend op de gewone aandelen uitgekeerd. Voorts kan de directie onder goedkeuring van de prioriteit tot uitkering van een interim-dividend besluiten tot ten hoogste het bedrag van de uitkeerbare reserves.

Het verlies over het boekjaar zal op de overige reserves en de agioreserve in mindering worden gebracht. Deze resultaatbestemming is nog niet in de jaarrekening verwerkt.

Op basis van de geldende regelgeving voor fiscale beleggingsinstellingen bestaat over 2008 een verplichting tot uitkering van een totaaldividend ten bedrage van € 3.735.000. Na vaststelling van de jaarrekening 2008 door de aandeelhouders zal dit bedrag onder aftrek van de in 2008 en 2009 uitgekeerde interim-dividenden en dividendbelasting ten laste van de agioreserve worden uitgekeerd.

PRIORITEITSAANDELEN

Stichting VPV Prioriteitsaandeel houdt twee prioriteits aandelen. Bestuurders van deze Stichting zijn de heren drs. D. de Jong en P.M.J. Hoorneman. De prioriteit kan onder andere voor benoeming van directeuren en commissarissen door de algemene vergadering van aandeelhouders een bindende voordracht opmaken van ten minste twee personen.

BELANGEN BEHEERDER

De bestuurders van de beheerder hadden per 31 december 2008 en per 31 december 2007 geen belangen in beleggingen van Dresdner VPV Income Fund NV (opgave conform artikel 122 lid 2 van het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft).

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

VERKLARING BETREFFENDE DE JAARREKENING

Wij hebben de in dit verslag op pagina 14 tot en met 24 opgenomen jaarrekening 2008 van Dresdner VPV Income Fund NV te Gouda, bestaande uit de balans per 31 december 2008 en de winst-en-verliesrekening over 2008 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 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW en de Wet op het financieel toezicht, alsmede voor het opstellen van het directieverslag in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW. 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

Naar ons oordeel geeft de jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van Dresdner VPV Income Fund NV per 31 december 2008 en van het resultaat over 2008 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW en de Wet op het financieel toezicht.

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, 8 april 2009

Deloitte Accountants BV
Dr. mr. E.H.J. Mouthaan RA

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)

JURIDISCH ADVISEUR

Baker & McKenzie
Claude Debussylaan 54
1082 MD Amsterdam

FISCAAL ADVISEUR

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

ACCOUNTANT

Deloitte Accountants BV
Orlyplein 50
1043 DP Amsterdam

BANK

rekeningnummer 73.39.67.949
t.n.v. VPV Beleggersgiro
o.v.v. Income Fund