

2008 HALFJAARVERSLAG



DRESDNER VPV VALUE FUND

PROFIELSCHETS	2
KERNCIJFERS	3
VERSLAG VAN DE BEHEERDER	4
Ontwikkelingen	4
Beleggingsbeleid	5
Resultaten	7
Vooruitzichten	7
Overige informatie	8
FINANCIËEL VERSLAG	9
Balans	9
Winst-en-verliesrekening	10
Kasstroomoverzicht	11
Toelichting	12
Overzicht van de beleggingen	16
ADRESGEGEVENS	18

Dresdner VPV Value Fund belegt in beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde effecten die volgens de analyse van de beheerder onder hun intrinsieke waarde worden verhandeld, waarbij wordt getracht door diversificatie het risico te beperken. Het fonds is gericht op absoluut rendement, dat wil zeggen dat een vergelijking met een gespecificeerde benchmark geen doelstelling op zich van het beleggingsbeleid is.

Dresdner VPV Value Fund is een open-end beleggingsinstelling. Dit betekent dat het fonds, behoudens bijzondere omstandigheden, op elke beursdag participaties 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	1 oktober 2005
Structuur uitgifte en inkoop	Open-end
Gevestigd te	Gouda
Beursnotering	Nee
Benchmark	Geen
Winstuitkering	Twee keer per jaar op basis van intrinsieke waarde begin boekjaar
Beheerder	Dresdner VPV NV
Beheerkosten	0,375% per kwartaal
Performance fee	10% van de performance boven 10% ¹

GEMIDDELD RENDEMENT PER JAAR

• 1 jaar	-26,4%
• 3 jaar	-
• 5 jaar	-
• Sinds de start van het fonds	-2,9%

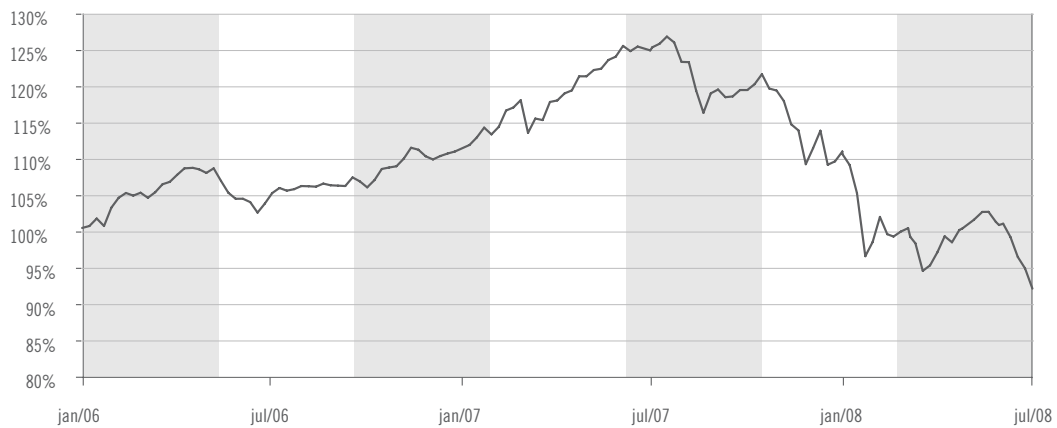
¹Voor een nadere uitleg wordt verwezen naar het officiële prospectus van het fonds.

De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst. De beheerder beschikt over een vergunning als bedoeld in artikel 2:65 Wft. Dresdner VPV Value Fund is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten.
Voor Dresdner VPV Value Fund is een financiële bijsluiter opgesteld met informatie over het fonds, de kosten en de risico's. Dit halfjaarverslag, het prospectus en de financiële bijsluiter zijn kosteloos verkrijgbaar bij Dresdner VPV NV en kunnen ook worden geraadpleegd op en gedownload via de website van de beheerder.

	1 ^e halfjaar 2008	2007	2006	01-10-05 t/m 31-12-05
Fondsvermogen (ultimo)	61.927.000	76.624.000	49.493.000	24.689.000
Uitkering per participatie in €	0,66	1,37	1,32	0,00
Aantal uitstaande participaties (ultimo)	2.492.373	2.496.369	1.543.126	820.816
Intrinsieke waarde per participatie in € (ultimo)	24,85	30,69	32,07	30,08
Rendement	-17,0%	-2,7%	11,1%	0,3%
Expense ratio	0,85%	1,84%	2,16%	0,83%

De rendementspercentages zijn berekend op basis van het koersresultaat per participatie plus herbelegging van de winstuitkeringen in participaties van het fonds.

Performance VPV Value Fund na herbelegging van dividend



ONTWIKKELINGEN

Macro-economische ontwikkelingen

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

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

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

Financiële markten

De eerste helft van 2008 is ondanks enkele kortstondige oplevingen bijzonder slecht verlopen en is daarmee het slechtste halfjaar in ruim twintig jaar. Vooral de koersen van de financiële waarden en van small- en midcaps werden hard geraakt en dat is ook terug te zien in de performance van Dresdner VPV Value Fund. De koersen van obligaties hebben ook forse fluctuaties laten zien, maar de daling was minder hevig dan bij aandelen. Na aanvankelijk hogere koersen ontkwam ook vastgoed als beleggingscategorie niet aan koersdalingen. Vooral de vastgoedfondsen met veel geleend geld en zij die extern worden beheerd moesten pas op de plaats maken. Evenals enkele niet-westerse beurzen wisten alleen (beleggingen in) grondstoffen en daaraan gelieerde ondernemingen de dans te ontspringen.

BELEGGINGSBELEID

Algemeen

Het fonds belegt wereldwijd in beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde effecten die volgens de analyse van de beheerder onder hun intrinsieke waarde worden verhandeld. Dat kunnen (hoog) dividenduitkerende aandelen, (hoogrentende) obligaties, aandelen in vastgoedfondsen, preferente aandelen en in aandelen converteerbare obligaties zijn. Beleggingen in illiquide effecten en hoogrendementsschuldbewijzen en in opkomende markten zijn toegestaan. Posities in vreemde valuta zullen in principe worden afgedekt.

Maximaal 7,5% van het fondsvermogen mag zijn belegd in effecten van één uitgevende instelling. De mogelijkheid met geleend geld te beleggen is beperkt tot maximaal 20% van het fondsvermogen.

Het fonds belegt in effecten en kan gebruik maken van afgeleide financiële instrumenten. Deze instrumenten bieden de mogelijkheid efficiënt te anticiperen op verwachte marktontwikkelingen en kunnen voorts als afdekking van beleggingsrisico's dienen. Eveneens kunnen met deze instrumenten additionele inkomsten worden gegenereerd. Doordat gebruik gemaakt wordt van (afgeleide) financiële instrumenten kan sprake zijn van diverse financiële risico's (zoals prijs-, krediet- en liquiditeitsrisico's).

Uitvoering

In de afgelopen periode zijn betrekkelijk weinig nieuwe posities opgenomen. Wel is van een groot aantal posities de weging aangepast. Vooral in Hongkong zijn bestaande posities uitgebreid en daarnaast zijn de wegingen van vastrentende financiële waarden, zoals FCE Bank, GMAC, NIB Capital en Paragon uitgebreid. De verhouding tussen rendement en risico van laatstgenoemde obligaties achten wij gunstig.

Top 5 ondernemingen in portefeuille per 30 juni 2008

	Land	Belang
The Paragon Group of Companies	Groot-Brittannië	5,4%
GMAC	Canada/Nederland	4,7%
Smit Internationale	Nederland	4,4%
FCE Bank	Groot-Brittannië	3,6%
Scottish Mutual Assurance	Groot-Brittannië	3,2%

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

NIB Capital

De IJslandse Kaupthing Bank heeft op 30 januari 2008 aangekondigd het overnamebod van € 3 miljard op de Nederlandse zakenbank NIB Capital in te trekken. Als reden werd de instabiliteit op de financiële markten genoemd. Op dit nieuws is de koers van de obligaties fors gedaald, waaruit naar voren kwam dat de markt zich zorgen lijkt te maken over de toekomst van een zelfstandig NIB Capital. NIB Capital beschikt inmiddels echter over een kwalitatief goede portefeuille van leningen. De helft van deze leningen heeft een rating van A of hoger en betreft voornamelijk Europese activa met het grootste deel in de Benelux. De exposure naar de Verenigde Staten beslaat na de verkoop van de gehele US subprime portefeuille nog slechts 2% van de totale activa en dit zijn dan ook nog bedrijfsleningen. Verder hebben de huidige aandeelhouders, JC Flowers, Banco Santander, ABN Amro en Aviva, € 300 miljoen in het vermogen van NIBC Holding gestort om zo het kernkapitaal te verstevigen.

NIB Capital voldoet op het moment van schrijven aan de solvabiliteitseisen en volgens de onderneming zijn er geen moeilijkheden ten aanzien van liquiditeit. De obligaties bieden

een erg aantrekkelijk rendement, terwijl het risico gezien de samenstelling van de huidige portefeuille beperkt lijkt te zijn.

PYI

PYI is een havenbedrijf uit Hongkong, dat voornamelijk actief is als projectontwikkelaar. De onderneming is voornemens om langs de Yangtze rivier op strategische punten havens te gaan exploiteren die door de eigen bouwdivisie worden gebouwd. In de afgelopen jaren is PYI vooral bezig geweest met het afstoten van ongewenste bedrijfsonderdelen, overname van havens, bouw van infrastructurele projecten in de Yangtze delta en de bouw van de Yankou haven. Naar verwachting zullen de havenactiviteiten eind 2008 substantieel gaan bijdragen aan het bedrijfsresultaat. De meeste toegevoegde waarde zit momenteel echter in de grond en het vastgoed dat PYI in de Yangtze delta aan het ontwikkelen is.

PYI is op basis van de intrinsieke waarde goedkoop en de waardering ten opzichte van de concurrentie is laag. Naar verwachting zullen de havenactiviteiten een steeds grotere winstbijdrage gaan leveren. Enig minpunt van dit aandeel is het lage dividendrendement.

Agfa Gevaert

Het Belgische Agfa Gevaert bestaat na het afstoten van de consumentengerelateerde fotoactiviteiten nog uit drie divisies, namelijk Graphic Systems, Healthcare en Specialty Products. De laatste jaren hebben in het teken gestaan van herstructureren en herpositioneren en daarnaast van het verder uitbouwen van de Healthcare divisie. De onderneming heeft de transformatie van analoog naar digitaal succesvol afgerond. Het is de bedoeling dat de drie bedrijfsonderdelen op termijn ieder een aparte beursnotering krijgen. Niet uitgesloten dient te worden dat al eerder voor één of meerdere divisies interesse bij derden ontstaat.

De onderneming is in portefeuille genomen na een zeer forse koersdaling, maar heeft inmiddels verder terrein moeten prijsgeven. Op het huidige niveau is de waardering laag te noemen.

Scottish Mutual Assurance

De onderlinge levensverzekeraar Scottish Mutual Assurance is in 1992 omgevormd tot een onderneming met winst oogmerk. Sindsdien is het bedrijf diverse keren verkocht en op dit moment behoort het tot de Pearl Group. Scottish Mutual Assurance verkeert in goede financiële gezondheid. Aangezien er geen nieuwe polissen worden uitgeschreven, krimpt de bestaande portefeuille die grotendeels uit staatsleningen bestaat. De coupon op de obligatie is vanaf 2021 gelijk aan de 5-jaars rente plus 3,2%, wat naar verwachting boven de huidige coupon van 7,25% is. Hierdoor is het de verwachting dat de obligatie per 2021 zal worden afgelost. Wij verwachten echter dat de nieuwe eigenaar van de onderneming voornemens is eerder dan 2021 af te lossen, omdat deze obligatie een relatief dure financieringsbron is. De kans op vervroegde aflossing van deze obligatie biedt de kans op extra rendement, dat op de huidige koers minimaal 10% bedraagt.

Valutaire verdeling van de portefeuille (inclusief dekkingstransacties)

	30-06-08	31-12-07
EUR	99,1%	97,5%
HKD	21,5%	24,0%
CHF	2,4%	0,0%
SGD	1,2%	1,9%
ISK	0,0%	0,4%
MYR	0,3%	0,3%
SEK	-0,1%	0,0%
GBP	-1,1%	0,1%
USD	-23,3%	-24,2%

RESULTATEN

De intrinsieke waarde van de participatie Dresdner VPV Value Fund daalde van € 30,69 per 31 december 2007 tot € 24,85 per 30 juni 2008. Inclusief herbelegging van de winstuitkering bedroeg het rendement over de verslagperiode -17,0%. De koersdaling is grotendeels toe te schrijven aan de forse weging in de portefeuille van small- en midcap aandelen, die volledig uit de gratie lijken te zijn. Daarnaast is een groot aantal financiële waarden in de portefeuille opgenomen waaronder Fortis, RBS, Paragon, FCE bank, HBOS, GMAC en NIB Capital, een keuze die voorslagnog niet erg gunstig heeft uitgepakt.

VOORUITZICHTEN

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

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

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

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

OVERIGE INFORMATIE

Corporate governance

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

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

BALANS (IN €1.000)

	30-06-08		31-12-07	
ACTIVA				
Beleggingen (1)				
Aandelen	36.581		54.035	
Vastrentende waarden	23.286		25.099	
		59.867		79.134
Vorderingen				
Overige vorderingen en overlopende activa		1.300		1.227
Overige activa				
Liquide middelen (2)		1.633		0
		62.800		80.361
PASSIVA				
Fondsvermogen (3)				
		61.927		76.624
Kortlopende schulden				
Kredietinstelling	0		3.049	
Overige schulden en overlopende passiva	873		688	
		873		3.737
		62.800		80.361

WINST-EN-VERLIESREKENING (IN €1.000)

	01-01-08 tm 30-06-08	01-01-07 tm 30-06-07
Opbrengsten uit beleggingen		
Rente	894	810
Dividend	1.184	829
	2.078	1.639
Waardeveranderingen van beleggingen		
Gerealiseerd	1.561	482
Niet-gerealiseerd	-15.854	5.442
	-14.293	5.924
Overige opbrengsten	66	97
Totaal opbrengsten	-12.149	7.660
Kosten (4)		
Vaste beheervergoeding	484	496
Variabele beheervergoeding	0	168
Rentelasten	27	0
Overige bedrijfskosten	96	36
	-607	-700
Resultaat voor belastingen	-12.756	6.960
Belastingen	0	0
Resultaat na belastingen	-12.756	6.960

KASSTROOMOVERZICHT (IN €1.000)

	01-01-08 tm 30-06-08	01-01-07 tm 30-06-07
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten		
Aankopen van beleggingen	-8.733	-27.309
Verkopen van beleggingen	13.816	11.701
Ontvangen netto-dividenden	1.098	699
Rente, per saldo	973	786
Betaalde beheer- en overige kosten	-670	-550
	6.484	-14.673
Kasstroom uit financieringsactiviteiten		
Ontvangen bij plaatsing participaties	4.351	17.134
Betaald bij inkoop participaties	-5.666	-2.670
Contante uitkering aan participanten	-487	-447
Mutatie opgenomen bankkrediet	-3.049	0
	-4.851	14.017
Mutatie geldmiddelen	1.633	-656
Geldmiddelen begin verslagperiode	0	3.457
Geldmiddelen einde verslagperiode	1.633	2.801
Mutatie verslagperiode	1.633	-656

ALGEMEEN

Dresdner VPV Value Fund is een fonds voor gemene rekening met een open-end karakter en gevestigd te Gouda. Het fonds heeft als doel het behalen van vermogenswinsten op middellange en lange termijn door te beleggen in ondergewaardeerde effecten.

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

WAARDERINGSGRONDSLAGEN

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

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

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

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

GRONDSLAGEN VOOR DE RESULTAATBEPALING

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

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

De contante dividenden worden verantwoord op datum van vaststelling.

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

De kostenvergoedingen (op- en afslag) die bij plaatsing en inkoop van participaties in de koers van uitgifte respectievelijk inkoop zijn begrepen, worden in de winst-en-verliesrekening als overige opbrengsten verantwoord ter dekking van de kosten die het fonds moet maken voor het toe- en uitreden van beleggers.

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

KASSTROOMOVERZICHT

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

In de balans en winst-en-verliesrekening zijn nog te ontvangen en nog te betalen posten opgenomen, welke in 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 EN WINST-EN-VERLIESREKENING

1. Beleggingen

Op bladzijde 16 en 17 is een specificatie van de beleggingsportefeuille opgenomen.

Ter afdekking van het valutarisico op beleggingen die niet luiden in euro's zijn valutatermijncontracten afgesloten. Het ongerealiseerde resultaat per balansdatum ad € 229.000 is opgenomen onder de overlopende activa. De per 30 juni 2008 lopende valutatermijncontracten kunnen als volgt worden gespecificeerd:

Koop		Afwikkelings- datum	Contract- koers		Verkoop
EUR	720.917	4 december 2008	1,59519	CHF	1.150.000
EUR	12.172.167	4 december 2008	0,79690	GBP	9.700.000
EUR	16.656.148	4 december 2008	1,53697	USD	25.600.000
EUR	1.077.614	4 december 2008	9,37256	SEK	10.100.000

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

2. Liquide middelen

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

3. Fondsvermogen

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

	Fonds- vermogen	Aantallen participaties
Stand per 31 december 2007	76.624.000	2.496.369
Plaatsing participaties	4.202.000	198.840
Inkoop participaties	-5.702.000	-202.836
Contante uitkering aan participanten	-441.000	0
Resultaat verslagperiode	-12.756.000	0
Stand per 30 juni 2008	61.927.000	2.492.373

In 2008 is per participatie een bedrag ad € 0,66 uitgekeerd (2007: € 1,37).

De intrinsieke waarde per participatie bedraagt per 30 juni 2008 € 24,85 (per 31 december 2007 € 30,69 en per 30 juni 2007 € 35,49).

4. Kosten**Overige bedrijfskosten**

De overige bedrijfskosten bestaan uit marketingkosten, kosten bewaarder en bewaarloon, kosten van toezicht (Autoriteit Financiële Markten, raad van toezicht), accountantskosten, advieskosten etc.

Het fonds heeft geen personeel in dienst.

Expense ratio

De expense ratio of kostenratio kwam over het eerste halfjaar van 2008 uit op 0,85% (eerste zes maanden van 2007 0,88% exclusief de reservering van de variabele vergoeding en 1,16% inclusief de reservering van de variabele vergoeding). 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 (fondsvermogen). De gemiddelde intrinsieke waarde over het eerste halfjaar wordt berekend op basis van de intrinsieke waarde van het fonds per 31 december, 31 maart en 30 juni, waarbij de waarde per 31 december en 30 juni voor de helft wordt meegewogen. De gemiddelde intrinsieke waarde bedroeg over het eerste halfjaar van 2008 € 68.029.000.

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 0,27% (eerste halfjaar van 2007: 0,38%) van de transactiewaarde waarover kosten in rekening zijn gebracht (circa 77% van de totale transactiewaarde).

Turnover ratio

Over het eerste halfjaar van 2008 bedroeg de turnover ratio (omloopfactor) 14% (eerste halfjaar 2007: 30%). 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 participaties van het fonds te relateren aan de gemiddelde intrinsieke waarde.

4. Kosten, vervolg

Op- en afslag bij uitgifte en inkoop van participaties

Behoudens bijzondere omstandigheden zal het fonds op elke beursdag participaties uitgeven of inkopen. De transactieprijs per participatie bestaat uit de intrinsieke waarde per participatie vermeerderd of verminderd met een vaste vergoeding van 0,75% 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 participaties 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 0,375% per kwartaal over het fondsvermogen per het einde van het kwartaal wordt betaald. De vergoeding wordt in de winst-en-verliesrekening als beheervergoeding verantwoord.
- Tevens heeft de beheerder recht op een variabele vergoeding indien over een boekjaar het resultaat van het fonds, bestaande uit koerswinst en uitgekeerde dividenden, hoger is dan 10% van de intrinsieke waarde aan het begin van het boekjaar. De variabele vergoeding bedraagt 10% van het meerdere boven deze 10%. Op grond van het resultaat over het eerste halfjaar van 2008 is per 30 juni 2008 geen variabele vergoeding gereserveerd (reservering per 30 juni 2007: € 168.000).
- Dresdner VPV NV treedt op als bankier van het fonds.
- 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 € 39.700.000.
- 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 Value Fund treedt op als bewaarbedrijf van de door het fonds gehouden beleggingen. De vergoeding bedraagt 0,08% over het fondsvermogen aan het begin van het jaar, met een minimum van € 6.500, vermeerderd met omzetbelasting.
- 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 2008 en 31 december 2007 geen belangen in de beleggingen van Dresdner VPV Value Fund (opgave conform artikel 125 lid 1d van het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft).

Gouda, 6 augustus 2008

De beheerder,
Dresdner VPV NV

	Balans- waarde			Balans- waarde	
	in €	% ¹		in €	% ¹
AANDELEN					
Bermuda					
First Natural Foods	505.008	0,8	Tungtex Holdings	355.911	0,6
Herald Holdings	489.690	0,8	Varitronix	577.933	0,9
Ocean Wilsons Holdings	651.745	1,1	Wing On	786.028	1,3
Canada					
Homburg Invest	446.099	0,7	YIP's Chemical Holdings	635.182	1,0
Duitsland					
Augusta Technologie	1.358.835	2,2	Kaaiman eilanden		
Moiselle International 293.521 0,5					
Groot-Brittanië					
Biocompatibles International	283.409	0,5	Nederland		
Chesnara	1.200.363	1,9	Accell Group	350.168	0,6
Impellam Group	474.603	0,8	Baan Company	424.491	0,7
The Paragon Group of Companies	1.914.280	3,1	Beter Bed Holding	440.772	0,7
Royal Dutch Shell A shares	1.278.524	2,1	Crown van Gelder (CVG)	606.150	1,0
Hongkong					
Arts Optical International	481.334	0,8	Fornix Biosciences	238.044	0,4
Champion Technology	687.866	1,1	Fortis	1.646.879	2,7
China Hong Kong Photo Products	343.255	0,6	ING Groep	1.336.526	2,2
China Ting Group	848.383	1,4	Macintosh Retail Group	337.120	0,5
City Telecom (HK)	372.921	0,6	Nedap	382.395	0,6
Fairwood Holdings	308.826	0,5	Royal Reesink	735.840	1,2
High Fashion International	554.816	0,9	Smit Internationale	2.715.848	4,4
Karrie International	294.126	0,5	SNS Reaal	644.859	1,0
Keck Seng Investments	431.029	0,7	TKH Group	1.204.742	1,9
Lai Fung Holdings	382.691	0,6	Vastned Offices/Industrial	511.201	0,8
Le Saunda Holdings	271.270	0,4	Singapore		
Luen Thai Holding	316.317	0,5	Golden Agri-Resources	573.589	0,9
Shenzhou Int. Group Holdings	897.352	1,4	Spanje		
Sun Hing Vision Group	276.470	0,4	Repsol	490.838	0,8
Techtronic Industries	298.192	0,5	Zweden		
Top Form International	254.415	0,4	Concordia Bus	948.795	1,5
			Overige fondsen < € 250.000	4.722.523	7,6
			Totaal aandelen	36.581.174	59,1

¹ van het fondsvermogen

	Balans- waarde		Balans- waarde	
	in €	% ¹	in €	% ¹
VASTRENTENDE WAARDEN				
België				
Fortis Conv. Perp. Float	956.463	1,5		
Canada				
6% GMAC Canada 23-05-2012	1.605.673	2,6		
Duitsland				
8,75% Iesy Repository 15-02-2015	996.934	1,6		
Iesy Repository Float 15-04-2013	778.934	1,3		
Groot-Brittannië				
7% Paragon Group companies	1.422.531	2,3		
7,125% FCE Bank 16-01-2012	2.205.579	3,6		
8,5% Proventec Conv. Notes 24-08-2012	556.996	0,9		
10% Corporate Services Group 29-04-2011	771.791	1,2		
Cairn 1D 20-11-2016	416.379	0,7		
Scottish Mutual Assurance var. perp.	1.945.702	3,2		
Hongkong				
8,75% City Telekom HK 01-02-2015	956.115	1,5		
Jersey				
Skye CLO I-E LTD 17-03-2019	305.861	0,5		
USB AG Jersey Float (Orion) 30-04-2017	641.049	1,0		
Luxemburg				
0% Agria Holding 2011 (Arena Fin.)	979.175	1,6		
6,625% Del Monte Finance 24-05-2006	1.120.030	1,8		
8% Cablecom Luxembourg 01-11-2016	540.735	0,9		
Mexico				
11,875% Altos Hornos Mexico 30-04-2004	579.517	0,9		
Nederland				
2% NIB Capital 16-03-2009	688.608	1,1		
5,75% GMAC 21-05- 2010	786.481	1,3		
7,75% Cirio Del Monte 14-03-2005	347.600	0,6		
9,5% Rea Finance sterling notes	284.860	0,5		
NIBC Bank Float 05-02-2012	566.313	0,9		
NIBC Bank Float 20-01-2012	647.900	1,0		
Verenigde Staten				
Puma Capital 31-03-2013 1X Class G	435.651	0,7		
Overige fondsen < € 250.000	2.749.221	4,4		
Totaal vastrentende waarden	23.286.098	37,6		

¹ van het fondsermogen

DRESDNER VPV VALUE FUND

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

BEHEERDER

Dresdner VPV NV
Oosthaven 52
2801 PE Gouda

RAAD VAN TOEZICHT

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

BEWAARDER

Stichting Effectenbewaarbedrijf Value Fund
Strawinskylaan 3105
1077 ZX Amsterdam

JURIDISCH ADVISEUR

Loyens & Loeff NV
Fred. Roeskestraat 100
1076 ED Amsterdam

FISCAAL ADVISEUR

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

ACCOUNTANT

Deloitte Accountants BV
Orlyplein 50
1043 DP Amsterdam

BANK

rekening nummer 73.39.67.949
t.n.v. VPV Beleggersgiro
o.v.v. Value Fund

DRESDNER VPV

Private Wealth Management

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