
DRESDNER VPV NV



**HALFJAARVERSLAG
DRESDNER VPV VALUE FUND
30 JUNI 2009**



INHOUDSOPGAVE

PROFIELSCHETS	2
KERNCIJFERS	3
VERSLAG VAN DE BEHEERDER	4
Ontwikkelingen	4
Beleggingsbeleid	5
Resultaten	6
Vooruitzichten	7
Corporate governance	7
FINANCIEEL VERSLAG	8
Balans	8
Winst-en-verliesrekening	9
Kasstroomoverzicht	10
Toelichting	11
Overzicht van de beleggingen	15
ADRESGEGEVENS	17



PROFIELSCHETS

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 van het beleggingsbeleid op zich is.

Dresdner VPV Value Fund is een open-end beleggingsinstelling. Dit betekent dat het fonds op elke beursdag, behoudens bijzondere omstandigheden, op aanvraag participaties uitgeeft en desgevraagd participaties 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
Gestigd 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 -27,6%
- 3 jaar -14,1%
- 5 jaar -
- Sinds de start van het fonds -10,2%

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

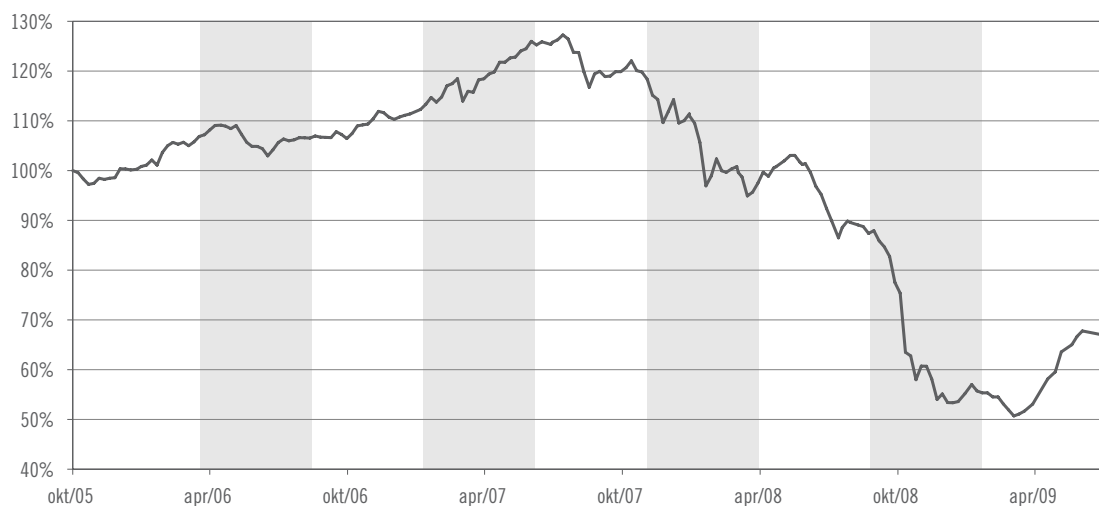
De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst. De beheerder beschikt over een vergunning als bedoeld in artikel 2:65 Wft. Dresdner VPV Value Fund is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten. Voor Dresdner VPV Value Fund is een financiële bijsluiter opgesteld met informatie over het fonds, de kosten en de risico's. Dit halfjaarsverslag, 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, www.dresdnervp.nl. Op deze website staat ook actuele informatie over de koers van de participatie en de laatst berekende intrinsieke waarde.

KERNCIJFERS

	1 ^e halfjaar 2009	2008	2007	2006
Fondsvermogen (ultimo)	38.384.000	33.862.000	76.624.000	49.493.000
Uitkering per participatie in €	0,40	1,37	1,37	1,32
Aantal uitstaande participaties (ultimo)	2.296.367	2.415.394	2.496.369	1.543.126
Intrinsieke waarde per participatie in € (ultimo)	16,72	14,02	30,69	32,07
Rendement	22,1%	-50,8%	-2,7%	11,1%
Expense ratio	1,01%	1,65%	1,84%	2,16%

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

Geïndiceerde performance Dresdner VPV Value Fund na herbelegging van de uitkeringen (01-10-2005 = 100)





VERSLAG VAN DE BEHEERDER

ONTWIKKELINGEN

Macro-economische ontwikkelingen

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

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

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

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

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

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

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

Financiële markten

Na een kortstondige opleving aan het begin van het jaar continueerden de beurzen tot medio maart de neerwaartse beweging, waarna een sterk koersherstel optrad. Ondanks de aanzienlijke koersbewegingen in het afgelopen halfjaar kunnen beleggers in zowel aandelen als vastrentende waarden per saldo terugkijken op een



VERSLAG VAN DE BEHEERDER

positief resultaat. De beste performance is gerealiseerd in aandelen van bedrijven met kleinere marktkapitalisaties en in high yield obligaties. Een bepalende factor hierbij is de terugkeer van liquiditeit in de markt geweest. Dat de nervositeit in de markt nog niet verdwenen is blijkt wel uit de forse koersuitslagen op afwisselend positieve en negatieve berichtgeving. Enerzijds zijn beleggers bang de boot te missen, anderzijds bestaat de angst dat het herstel op de beurzen van tijdelijke aard zal blijken te zijn.

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

Top 5 ondernemingen in portefeuille per 30 juni 2009		
	Land	Belang
The Paragon Group of Companies	Groot-Brittannië	5,9%
Fortis Bank	België/Luxemburg	4,9%
Smit Internationale	Nederland	4,1%
FCE Bank	Groot-Brittannië	3,2%
Scottish Mutual Assurance	Groot-Brittannië	2,9%

Uitvoering

De fondsbeleggingen die in 2008 het hardst omlaag zijn gegaan hebben in de eerste helft van 2009 de grootste stijging laten zien. Dit betrof vooral voor small- en midcap aandelen, high yield bedrijfsobligaties en achtergestelde bancaire obligaties, beleggingscategorieën die een zeer sterke weging hebben in de portefeuille van het fonds. Een groot deel van het koersresultaat valt hierbij toe te schrijven aan de geleidelijke terugkeer van liquiditeit.

In de afgelopen verslagperiode hebben diverse mutaties plaatsgevonden in de portefeuille. Zo is van diverse namen in Hongkong afscheid genomen, waaronder Gold Peak, Hong Kong Catering en Hua Han. Hoewel de verkoop ook werd ingegeven door fondspecifieke redenen, was een gemeenschappelijke factor een verlaging van dividend en een slechte communicatie met aandeelhouders. Ook Aalberts is verwijderd; Anhui Expressway, CSM, TNT en Mediq zijn toegevoegd.

De bancaire aandelen in portefeuille zijn - op ING na - vervangen door achtergestelde obligaties van onder andere ABN AMRO, Lloyd's, RBS en LCH Clearnet. De aandelen in de financiële sector hebben in de afgelopen maanden een fors koersherstel laten zien, maar de huidige koersniveaus worden vooralsnog niet gesteund door de operationele gang van zaken bij de banken en evenmin door dividendbetalingen. De achtergestelde bancaire obligaties leveren in de vorm van couponbetalingen al snel een rendement van gemiddeld ruim 10% op. Daarnaast is nog extra rendement te behalen als de koersen herstellen of de obligaties vervroegd worden afgelost. Wel kunnen couponbetalingen op deze achtergestelde obligaties onder specifieke omstandigheden worden overgeslagen, maar deze dienen dan naderhand wel eerst te worden ingehaald alvorens aandeelhouders weer dividend kunnen ontvangen.

VERSLAG VAN DE BEHEERDER

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

Concordia Bus

Het Zweedse Concordia Bus is een van de grootste vervoersbedrijven in Europa. De onderneming verzorgt busdiensten in Scandinavië en vervoert per jaar 280 miljoen passagiers. Na een overname door private equity partijen bleek dat de onderneming te scherp was gefinancierd en contractueel niet in staat was om de tarieven snel genoeg te verhogen om de kosten van de stijgende dieselprijs op te vangen.

In 2005 is Concordia Bus geherstructureerd en is de groep gericht op het verbeteren van de winstgevendheid. Inmiddels draait de onderneming operationeel prima, zijn de schulden verminderd en zijn met de lokale overheden contracten afgesloten die veel meer op de werkelijke kosten zijn afgesteld. In 2008 is getracht om het bedrijf te verkopen, maar de potentieel geïnteresseerde partijen haakten uiteindelijk om diverse redenen af waarop de koersen sterk zijn teruggevallen. Om preferente aandelen om te ruilen en de schuld te herfinancieren is medio 2009 een claimemissie uitgevoerd.

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

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

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

Golden Agri-Resources

Golden Agri is een van de grootste producenten van palmolie. De onderneming heeft behoorlijk ambitieuze groeiplannen om ieder jaar 50.000 hectare aan bosaanplant te realiseren. Voor de financiering hiervan is in juni een rights issue aangekondigd. Hoewel dergelijke uitbreidingsplannen doorgaans met vreemd vermogen worden gefinancierd, bleek dit een aantrekkelijker financieringswijze voor de nagenoeg schuldenvrije onderneming te zijn. Golden Agri staat er nog steeds zeer goed voor en kan volledig profiteren van de weer oplopende palmolieprijs. De onderneming weet hoge palmolieopbrengsten te genereren en heeft daarnaast een sterke balans.

Valutaire verdeling van de portefeuille (inclusief dekkingstransacties)			
		30.06.09	31.12.08
Euro	EUR	96,6%	98,2%
Hongkongse dollar	HKD	22,3%	22,0%
Zweedse kroon	SEK	1,9%	0,0%
Singaporese dollar	SGD	0,8%	0,8%
Maleisische ringgit	MYR	0,3%	0,3%
Engelse pond	GBP	0,1%	0,2%
Zwitserse franc	CHF	0,0%	0,1%
Amerikaanse dollar	USD	-22,0%	-21,6%
		100%	100%

RESULTATEN

De intrinsieke waarde van de participatie Dresdner VPV Value Fund steeg in de verslagperiode van € 14,02 per 31 december 2008 tot € 16,72 per 30 juni 2009. Inclusief herbelegging van de winstuitkering bedroeg het rendement over de verslagperiode 22,1%.

Sinds de start op 3 oktober 2005 bedroeg het gemiddelde rendement op jaarbasis -10,2%.



VERSLAG VAN DE BEHEERDER

VOORUITZICHTEN

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

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

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

Hoewel het de verwachting is dat 2009 en 2010 economisch moeilijke jaren zullen worden, is op de beurs inmiddels sprake van enig herstel. Sinds begin maart zijn beurskoersen sterk opgelopen en zijn de risico-opslagen op obligaties beduidend omlaag gegaan. In de huidige markt bieden bedrijfsobligaties nog altijd goede kansen omdat de risico-opslagen ondanks de recente rally nog altijd hoog zijn, terwijl de hogere positie in de kapitaalstructuur beleggers meer zekerheid biedt. De huidige markt biedt verder goede kansen om sterk ondergewaardeerde aandelen van gezonde bedrijven tegen lage koersen aan te kopen. Van belang is wel om te gaan voor solide gefinancierde bedrijven met een sterke marktpositie, een positieve kasstroom en een substantieel dividendrendement.

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

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



FINANCIËEL VERSLAG

BALANS (IN € 1.000)

	30-06-09	31-12-08
Beleggingen		
Aandelen en warrants	20.327	18.886
Vastrentende waarden	17.331	13.655
	37.658	32.541
Vorderingen		
Overige vorderingen en overlopende activa	570	2.359
Overige activa		
Liquide middelen	810	0
Kortlopende schulden		
Schuld aan kredietinstelling	0	466
Overige schulden en overlopende passiva	654	572
	654	1.038
Uitkomst van vorderingen en overige activa min kortlopende schulden	726	1.321
Uitkomst van activa min kortlopende schulden	38.384	33.862
Fondsvermogen	38.384	33.862

FINANCIËEL VERSLAG

WINST-EN-VERLIESREKENING (IN € 1.000)

	01-01-09 t/m 30-06-09	01-01-08 t/m 30-06-08
Opbrengsten uit beleggingen		
Rente	649	894
Dividend	790	1.184
	1.439	2.078
Waardeveranderingen van beleggingen		
Gerealiseerd	483	1.561
Niet-gerealiseerd	5.138	-15.854
	5.621	-14.293
Overige opbrengsten		
	46	66
Totaal opbrengsten		
	7.106	-12.149
Kosten		
Vaste beheervergoeding	258	484
Rentelasten	0	27
Overige bedrijfskosten	76	96
	-334	-607
Resultaat voor belastingen		
	6.772	-12.756
Belastingen		
	0	0
Resultaat na belastingen		
	6.772	-12.756

FINANCIËEL VERSLAG

KASSTROOMOVERZICHT (IN € 1.000)

	01-01-09 t/m 30-06-09	01-01-08 t/m 30-06-08
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten		
Aankopen van beleggingen	-6.243	-8.733
Verkopen van beleggingen	8.643	13.816
Ontvangen netto-dividenden	808	1.098
Rente, per saldo	857	973
Betaalde beheervergoeding en overige kosten	-352	-670
	3.713	6.484
Kasstroom uit financieringsactiviteiten		
Ontvangen bij plaatsing participaties	2.367	4.351
Betaald bij inkoop participaties	-4.419	-5.666
Uitkering aan participanten	-385	-487
Mutatie opgenomen bankkrediet	-466	-3.049
	-2.903	-4.851
Mutatie geldmiddelen		
	810	1.633
Geldmiddelen begin verslagperiode	0	0
Geldmiddelen einde verslagperiode	810	1.633
Mutatie verslagperiode		
	810	1.633



TOELICHTING

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 bij aankoop op kostprijs gewaardeerd. De kostprijs bestaat uit de aankoop-prijs inclusief transactiekosten. De in de balans opgenomen beleggingen worden individueel gewaardeerd tegen marktwaarde. Als uitgangspunt geldt dat de marktwaarde wordt bepaald op basis van de beurskoers en andere marktnoteringen, waaronder opgaven van onafhankelijke brokers, op of omstreeks de balansdatum (slotkoers van de verslagperiode).

Indien een dergelijke notering ontbreekt, stelt de beheerder de waarde bij benadering vast, uitgaande van de laatstbekende notering (waarbij rekening wordt gehouden met opgetreden marktontwikkelingen) of de marktwaarde van vergelijkbare beleggingen waarvoor wel een notering beschikbaar is. In voorkomende gevallen, bijvoorbeeld als geen notering beschikbaar is, wordt de marktwaarde benaderd met behulp van algemeen aanvaarde waarderingmodellen 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 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.

TOELICHTING

Het fonds heeft de status van fiscale beleggingsinstelling, als gevolg waarvan over de winst geen vennootschapsbelasting is verschuldigd indien onder andere de (fiscale) inkomsten als dividend aan de 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 DE WINST-EN-VERLIESREKENING EN OVERIGE TOELICHTINGEN

1. BELEGGINGEN

Op bladzijde 15 en 16 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 € 319.000 is opgenomen onder de overlopende passiva. De per 30 juni 2009 lopende valutatermijncontracten kunnen als volgt worden gespecificeerd:

Koop		Afwikkelingsdatum	Contractkoers		Verkoop
EUR	6.896.000	4 december 2009	0,86426	GBP	5.960.000
EUR	10.571.000	4 december 2009	1,42913	USD	15.108.000
EUR	5.000	4 december 2009	1,51241	CHF	7.000

Evenals in 2008 zijn in 2009 geen beleggingen in- of uitgeleend en zijn derhalve geen kosten gemaakt of vergoedingen ontvangen in verband met in- of uitlenen.

2. LIQUIDE MIDDELEN

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 2008	33.862.000	2.415.394
Plaatsing participaties	2.350.000	196.012
Inkoop participaties	-4.338.000	-315.039
Contante uitkering aan participanten	-262.000	0
Resultaat verslagperiode	6.772.000	0
Stand per 30 juni 2009	38.384.000	2.296.367



TOELICHTING

In 2009 is per participatie een bedrag ad € 0,40 uitgekeerd (eerste halfjaar 2008: € 0,66).

De intrinsieke waarde per participatie bedraagt per 30 juni 2009 € 16,72 (per 31 december 2008 € 14,02 en per 30 juni 2008 € 24,85).

Voor ongerealiseerde waardeinstijgingen van beleggingen die op balansdatum nog aanwezig zijn en waarvoor geen frequente marktnoteringen bestaan dient een herwaarderingsreserve te worden opgenomen. Per 30 juni 2009 bedraagt de herwaarderingsreserve (als onderdeel van het fondsvermogen) € 69.000 en per 31 december 2008 € 68.000.

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, guichetprovisie etc.

Het fonds heeft geen personeel in dienst.

Expense ratio

De expense ratio of kostenratio kwam over het eerste halfjaar van 2009 uit op 1,01% (eerste zes maanden van 2008 0,85%). 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 2009 € 33.121.000 (eerste halfjaar 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 2009 gemiddeld 0,52% (eerste halfjaar van 2008: 0,27%) van de transactiewaarde waarover kosten in rekening zijn gebracht (circa 89% van de totale transactiewaarde).

Turnover ratio

Over het eerste halfjaar van 2009 bedroeg de turnover ratio of omloopfactor 21% (eerste halfjaar 2008: 14%). 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 inkoop van de participaties van het fonds te relateren aan de gemiddelde intrinsieke waarde.

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 uitreden 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.

TOELICHTING

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 over een boekjaar recht op een variabele vergoeding indien het resultaat van het fonds, bestaande uit koerswinst en uitgekeerde dividenden, hoger is dan 10% van de intrinsieke waarde aan het einde van het vorig boekjaar, met als randvoorwaarde dat eventuele negatieve resultaten over de voorgaande twee jaren eerst gecompenseerd moeten worden. De variabele vergoeding bedraagt 10% van het meerdere boven deze 10%. Vanwege het negatieve resultaat over 2008 is het fonds over het eerste halfjaar van 2009 geen variabele vergoeding verschuldigd
- 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 het eerste halfjaar van 2009 afgesloten contracten bedroeg € 23.400.000.
- 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 aandelengirosysteem van het fonds.

6. BELANGEN BEHEERDER

De bestuurders van de beheerder hadden belangen in de volgende beleggingen van Dresdner VPV Value Fund (opgave conform artikel 125 lid 1d van het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft, vermelding in aantallen aandelen):

	30-06-09	31-12-08
Royal Dutch Shell	750	760

Gouda, 11 augustus 2009

De beheerder,
Dresdner VPV NV

BELEGGINGSPORTEFEUILLE PER 30 JUNI 2009

	Balans- waarde in € % ¹			Balans- waarde in € % ¹	
AAANDELEN EN WARRANTS					
België					
Jensen Group	120.622	0,3	Raymond Industrial	66.133	0,2
			Shenzhou International Group	785.268	2,0
Bermuda					
First Natural Foods	220.007	0,6	Sun Hing Vision Group	204.888	0,5
Herald Holdings	342.386	0,9	Techtronic Industries	273.549	0,7
Ocean Wilsons Holdings	382.244	1,0	Top Form International	151.609	0,4
Tristate Holdings	116.889	0,3	Tungtex Holdings	345.366	0,9
China					
Anhui Expressway	203.126	0,5	Varitronix	113.876	0,3
			Wing On	379.998	1,0
			YIP's Chemical Holdings	538.090	1,4
Duitsland					
Augusta Technologie	540.198	1,4	Kaaiman eilanden		
Groot-Brittannië					
Biocompatibles International	355.344	0,9	Art Textile Technology	148.722	0,4
Chesnara	700.495	1,8	Moiselle International	184.042	0,5
Impellam Group	150.744	0,4	Maleisië		
Mallett	80.836	0,2	Uchi Technologies	106.606	0,3
Northern Rock prefs	80.589	0,2	Nederland		
The Paragon Group of Companies	1.553.714	4,0	BAM Groep	111.149	0,3
Royal Dutch Shell A shares	874.016	2,3	Beter Bed Holding	359.487	0,9
Satcom Group	97.753	0,3	Crown van Gelder (CVG)	341.681	0,9
Tennants Consolidated	389.825	1,0	CSM	396.173	1,0
Hongkong					
Arts Optical International	414.594	1,1	Imtech	164.696	0,4
China Hong Kong Photo Products	266.279	0,7	ING Groep	368.103	1,0
China Ting Group	680.135	1,8	Mediq	148.746	0,4
City Telecom (HK)	379.669	1,0	Nedap	260.442	0,7
Fairwood Holdings	309.063	0,8	Royal Reesink	410.440	1,1
High Fashion International	326.286	0,8	Smit Internationale	1.564.134	4,1
Hung Hing Printing Group	144.196	0,4	TKH Group	540.619	1,4
Keck Seng Investments	334.431	0,9	TNT	349.517	0,9
Lai Fung Holdings	632.344	1,6	Singapore		
Le Saunda Holdings	336.325	0,9	Golden Agri-Resources	287.897	0,7
Lerado Group	237.045	0,6	Spanje		
Luen Thai Holding	98.640	0,3	Repsol	382.703	1,0
Matrix Holdings	129.558	0,3	Zweden		
Perfectec International Holding	57.513	0,1	Concordia Bus	726.924	1,9
			Overige fondsen < € 50.000	60.964	0,2
			Totaal aandelen en warrants	20.326.688	52,9

¹ van het fondsvermogen

BELEGGINGSPORTEFEUILLE PER 30 JUNI 2009

	Balans- waarde in € % ¹			Balans- waarde in € % ¹	
VASTRENTENDE WAARDEN					
België					
Fortis Conv. Perp. Float	1.781.595	4,6			
Canada					
6% GMAC Canada 23-05-2012	602.140	1,6			
Duitsland					
10,75% Kabel Deutschland 01-07-2014	314.640	0,8			
14% Callahan Nordrh. Westf. € 15-07-2010	154.000	0,4			
14% Callahan Nordrh. Westf. \$ 15-07-2010	189.260	0,5			
14,125% Callahan Nordrh. 15-07-2011	223.000	0,6			
lesy Repository Float 15-04-2013	892.206	2,3			
Groot-Brittannië					
6,5% British Telecom 07-07-2015	122.580	0,3			
7% Paragon Group companies	708.544	1,8			
7,125% FCE Bank 16-01-2012	1.224.360	3,2			
8,5% Proventec Conv. Notes 24-08-2012	208.074	0,5			
10% Corporate Services Group 29-04-2011	422.725	1,1			
13% Lloyds TSB Bank perp.	142.560	0,4			
Northern Rock Var. 17-06-2049	64.660	0,2			
Scottish Mutual Assurance Var. Perp.	1.118.601	2,9			
SVB Holdings Var. 27-04-2017	315.045	0,8			
Hongkong					
8,75% City Telekom HK 01-02-2015	1.020.758	2,7			
Ierland					
LCH.Cleernet Var. Perp.	258.960	0,7			
Luxemburg					
0% Agria Holding 2011 (Arena Finance)	132.597	0,3			
5,125% Fortis Hybrid Perp.	106.251	0,3			
6,625% Del Monte Finance 24-05-2006	525.228	1,4			
Hellas V Telecom Float 15-10-2012	191.115	0,5			
Mexico					
11,875% Altos Hornos Mexico 30-04-2004	192.302	0,5			
Nederland					
4,6% GMAC 15-11-2010	149.410	0,4			
4,75% GMAC 15-05-2010	59.878	0,2			
5,75% ASML Holding 13-06-2017	461.624	1,2			
6,375% Wolters Kluwer 10-04-2018	443.776	1,2			
7,75% Cirio Del Monte 14-03-2005	80.580	0,2			
9,5% REA Finance 31-12-2017	413.831	1,1			
ABN Amro Bank Perpetual Float	730.584	1,9			
Art Five Float 21-12-2011	109.640	0,3			
Impress Holdings Float 15-09-2013	623.040	1,6			
NIBC Bank Float 20-01-2012	600.400	1,6			
NIBC Bank Float 05-02-2012	309.680	0,8			
Versatel Float 15-06-2014	557.220	1,5			
Polen					
2% Elektrim Finance 15-12-2049	54.268	0,1			
Verenigde Staten					
5,625% Royal Caribbean Cruise 27-01-2014	433.620	1,1			
6,467 Royal Bank of Scotland Perp.	180.780	0,5			
Puma Capital 31-03-2013 1X Class G	321.486	0,8			
Swiss Re Conv. Float 21-11-2021	502.220	1,3			
Overige fondsen < € 50.000	387.775	1,0			
Totaal vastrentende waarden				17.331.013	45,2
TOTAAL PORTEFEUILLE				37.657.701	98,1



ADRESGEGEVENS

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

BEWAARDER

Stichting Effectenbewaarbedrijf Value Fund
Strawinskylaan 3105
1077 ZX Amsterdam

JURIDISCH ADVISEUR

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

Vanaf 1 juli 2009

De Brauw Blackstone Westbroek NV
Burgerweeshuispad 301
1076 HR Amsterdam

FISCAAL ADVISEUR

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

ACCOUNTANT

Deloitte Accountants BV
Orlyplein 50
1043 DP Amsterdam

BANK

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