



---

**FINANCIËEL JAARVERSLAG 2009**  
**VPV VALUE FUND**

---



---

## INHOUDSOPGAVE

<b>PROFIELSCHETS</b>	<b>2</b>
<b>KERNCIJFERS</b>	<b>3</b>
<b>PREADVIJES</b>	<b>4</b>
<b>VERSLAG VAN DE BEHEERDER</b>	<b>6</b>
Ontwikkelingen	6
Beleggingsbeleid	7
Resultaten	9
Vooruitzichten 2010	11
Corporate governance	12
Verklaring beheerder	13
<b>JAARREKENING</b>	<b>13</b>
Balans per 31 december 2009	13
Winst-en-verliesrekening over 2009	14
Kasstroomoverzicht over 2009	15
Toelichting	16
Beleggingsportefeuille per 31 december 2009	23
<b>OVERIGE GEGEVENS</b>	<b>25</b>
Resultaatbestemming	25
Belangen beheerder	25
Accountantsverklaring	26
<b>ADRESGEGEVENS</b>	<b>28</b>



---

## PROFIELSCHETS

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.

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	Ja, met ingang van 15 maart 2010
ISIN-code	NL0009374503
Benchmark	Geen
Winstuitkering	Twee keer per jaar op basis van intrinsieke waarde begin boekjaar
Beheerder	VPV Bankiers NV <sup>1</sup>
Beheervergoeding	0,375% per kwartaal
Performance fee	10% van de performance boven 10% <sup>2</sup>

### GEMIDDELD RENDEMENT PER JAAR

• 1 jaar	66,8%
• 3 jaar	-6,4%
• 5 jaar	-
• Sinds de start van het fonds	-2,1%

<sup>1</sup> Op 12 februari 2010 is de naam van Dresdner VPV NV gewijzigd in VPV Bankiers NV.

<sup>2</sup> Zie voor een nadere uitleg het officiële prospectus van het fonds.

### BEURSNOTERING

Met ingang van 15 maart 2010 zijn de participaties VPV Value Fund toegelaten tot de notering op Euronext Amsterdam by NYSE Euronext. De participaties worden verhandeld via het handelssysteem Euronext Fund Service. In het kader van de beursgang zijn het prospectus en de voorwaarden van beheer en bewaring aangepast. Ook is de naam van het fonds gewijzigd van Dresdner VPV Value Fund in VPV Value Fund.

---

De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst. De beheerder beschikt over een vergoeding als bedoeld in artikel 2:65 Wft. VPV Value Fund is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten. Voor VPV Value Fund 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 VPV Bankiers NV en kunnen ook worden geraadpleegd en gedownload via de website van de beheerder, [www.vpv.nl](http://www.vpv.nl). Op deze website staat ook actuele informatie over de koers van de participatie VPV Value Fund en de laatst berekende intrinsieke waarde.

## KERNCIJFERS

	2009	2008	2007	2006
Fondsvermogen in € 1.000 (ultimo)	52.164	33.862	76.624	49.493
Uitkering per participatie in €	1,20	1,37	1,37	1,32
Aantal uitstaande participaties (ultimo)	2.367.395	2.415.394	2.496.369	1.543.126
Intrinsieke waarde per participatie in € (ultimo)	22,03	14,02	30,69	32,07
<b>Rendement op basis van intrinsieke waarde</b>	<b>66,8%</b>	<b>-50,8%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>11,1%</b>
Expense ratio	2,03%	1,65%	1,84%	2,16%

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

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





---

## PREADVIES

---

Hierbij presenteren wij u het financieel verslag over 2009 van VPV Value Fund. In overeenstemming met de voorwaarden van beheer en bewaring heeft het fonds een raad van toezicht, die tot taak heeft toezicht te houden op het beleid van de beheerder en de algemene gang van zaken rondom het fonds.

De heer drs. A.J. van Oostveen is in de participantenvergadering gehouden op 23 april 2009 afgetreden als vice-voorzitter van de raad van toezicht. Wij zeggen hem dank voor de zeer gewaardeerde tijd en zorg die hij heeft gewijd aan het fonds. De heer drs. B. Vliegenthart is bereid gevonden de ontstane vacature te vervullen en is op 23 april 2009 door de participanten benoemd. De heer Vliegenthart was voorheen hoofd investments en account management bij de Robeco Groep. De heer Van Berkel heeft het vice-voorzitterschap van de raad van toezicht op zich genomen.

De raad van toezicht heeft gedurende het jaar 2009 zesmaal vergaderd, waarvan vijfmaal met de beheerder van het fonds. Voorts is het accountantsverslag met de externe accountant besproken.

Tijdens de bijeenkomsten met de beheerder werden op basis van de periodieke rapportages onder meer de resultaten van het fonds, de ontwikkeling van het vermogen en het gevoerde beleggingsbeleid besproken. Met name de minder liquide beleggingen van het fonds hadden daarbij onze bijzondere aandacht. Daarnaast is aandacht besteed aan de beheersing van risico's en compliance, waaronder de naleving van de beleggingsrestricties en andere regelgeving.

Na het negatief verlopen jaar 2008 hadden de macro-economische ontwikkelingen en de invloed daarvan op het fonds de bijzondere aandacht van de raad van toezicht. Wij zijn zeer verheugd te constateren dat het fonds zich in 2009 heeft kunnen herstellen.

In juni 2009 kondigde de beheerder van het fonds, Dresdner VPV NV (nu VPV Bankiers NV geheten), een management buy-out aan. De raad van toezicht heeft zich ervan vergewist dat dit geen nadelige gevolgen voor het fonds en haar participanten zou hebben.

De raad van toezicht is akkoord gegaan met het voorstel van de beheerder om De Brauw Blackstone Westbroek NV met ingang van 1 juli 2009 tot juridisch adviseur van het fonds te benoemen.

In september 2009 is de vaste op- en afslag bij plaatsing danwel inkoop van participaties geëvalueerd. Besloten is deze vaste op- en afslag ongewijzigd te houden. Deze evaluatie zal jaarlijks op de agenda van de vergadering van de raad van toezicht worden geplaatst.

De Raad van Toezicht heeft in 2009 uitgebreid met de beheerder gesproken over de voorgenomen beursnotering van de participaties van het fonds en heeft hieraan haar goedkeuring verleend.

Ook buiten de officiële vergaderingen om wordt door de leden van de raad van toezicht en de beheerder regelmatig overleg gevoerd over zaken die betrekking hebben op het fonds.

De jaarrekening is overeenkomstig de opdracht van de participanten door Deloitte Accountants BV gecontroleerd. Voor de uitkomsten van de controle verwijzen wij u naar de accountantsverklaring die is opgenomen in het onderdeel Overige gegevens van dit financieel verslag.

Wij bevelen de participanten aan de door de beheerder opgemaakte jaarrekening ongewijzigd vast te stellen en aan de beheerder en de leden van de raad van toezicht decharge te verlenen voor het gevoerde bestuur respectievelijk het toezicht daarop.

Gouda, 15 maart 2010

De raad van toezicht,

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



---

## PREADVIES

---

Drs. D. de Jong (1954) is voorzitter van de raad van toezicht 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 Emerging Markets Fund en VPV Obligatie Fonds;
- Voorzitter raad van commissarissen van Dresdner VPV Income Fund NV, Dresdner VPV European Value Fund NV en Phoenix Fund NV;
- Bestuurslid Stichting VPV Obligatie Recovery Note;
- Lid raad van commissarissen Delta Deelnemingen Fonds NV.

G.M.P.M. van Berkel (1951) heeft zitting in de raad van toezicht 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.:

- Vice-voorzitter raad van toezicht van Dresdner VPV Emerging Markets Fund en VPV Obligatie Fonds;
- Vice-voorzitter raad van commissarissen van Dresdner VPV Income Fund NV, Dresdner VPV European Value Fund NV en Phoenix Fund NV;
- Bestuurslid Stichting VPV Obligatie Recovery Note;
- Lid raad van commissarissen Achmea Beleggingsfondsen Beheer BV.

Drs. B. Vliegenthart (1947) heeft zitting in de raad van commissarissen vanaf 23 april 2009.

Overige commissariaten/nevenfuncties van de heer Vliegenthart zijn o.a.:

- Lid raad van toezicht Dresdner VPV Emerging Markets Fund en VPV Obligatie Fonds;
- Lid raad van commissarissen Dresdner VPV Income Fund NV, Dresdner VPV European Value Fund NV en Phoenix Fund NV;
- Bestuurslid Stichting VPV Obligatie Recovery Note;
- Voorzitter Raad van Toezicht BNG Fido Geldmarktselect, BNG Vermogensbeheer, Den Haag;
- Voorzitter Raad van Toezicht BNG Fido Kapitaalmarktselect, BNG Vermogensbeheer, Den Haag;
- Voorzitter Raad van Toezicht BNG Optimaalselect, BNG Vermogensbeheer, Den Haag;
- Lid Beleggingsadviescommissie Pensioenfondsen Predikanten, Utrecht (onbezoldigd);
- Lid Raad van Commissarissen BV Vlieroordam te Rhooon (familiebedrijf).



---

## VERSLAG VAN DE BEHEERDER

---

### ONTWIKKELINGEN

#### Macro-economische ontwikkelingen

Na een onstuimig verlopen eerste kwartaal zijn de financiële markten in 2009 geleidelijk gestabiliseerd. Dit proces is gepaard gegaan met de terugkeer van de interbancaire geldmarkttarieven naar gangbare niveaus.

De eerste tekenen die erop wezen dat het dieptepunt van de recessie voorbij was, waren de draai op de beurs medio maart en het verbeteren van diverse door sentiment gedreven vertrouwensindicatoren. Verder kwamen uit de gepubliceerde halfjaarcijfers van grote conjunctuurgevoelige ondernemingen zoals ASML, Philips en Intel beter dan verwachte resultaten naar voren en wisten diverse Amerikaanse (zaken)banken uitstekende tweedekwartaalcijfers te rapporteren, onder meer dankzij het wegvallen van diverse grote concurrenten. In tegenstelling tot eind 2008 en begin 2009 leidde het grote aantal faillissementen onder Amerikaanse spaarbanken niet tot paniek of nervositeit op de beurzen. In Nederland zijn in het afgelopen jaar drie banken in de problemen gekomen, waaronder het spraakmakende faillissement van de DSB Bank. Voor de financiële markten had het materieel gezien weinig gevolgen.

Nadat al in het tweede kwartaal enkele, vooral grondstofrijke, Westerse economieën een licht economisch herstel lieten zien, is deze omslag in het derde kwartaal bevestigd door gematigd positieve economische groeicijfers in de Verenigde Staten en in de Eurozone. China wist zelfs te verrassen door de economische groei op het hoge niveau van de afgelopen jaren te handhaven.

Een kanttekening hierbij is dat een groot deel van deze groei kunstmatig is vanwege de zeer omvangrijke stimulerende maatregelen door de overheid. Het herstel is in de Verenigde Staten traditioneel krachtiger doordat het beleid veel meer dan in de Eurozone op groei is gericht en minder op inflatiebeheersing. Naast de hogere flexibiliteit van de economie kan het sterke herstel in de Verenigde Staten worden verklaard door een stijging van de consumentenuitgaven in duurzame goederen als gevolg van fiscale stimulerende maatregelen (het 'cash-for-clunkers' programma), toegenomen investeringen in vastgoed vanwege de gedaalde prijzen voor woningen en lage hypotheekrentes alsmede de investeringen door bedrijven in voorraden.

Het herstel op de aandelen- en kapitaalmarkten is vooral toe te schrijven aan de verbeterde resultaten van banken. Dit heeft het vertrouwen een positieve impuls gegeven. Sinds medio maart is sprake van een marktbreed gedragen opgaande trend. Ondanks enkele kortstondige dips blijft de markt veerkrachtig. Veel bedrijven hebben van het marktherstel gebruik gemaakt om een aandelenemissie door te voeren en op deze wijze de balans te versterken. Hoewel dit tot flinke verwatering voor de zittende aandeelhouders van onder andere Heijmans, ING, Lloyds, RBS, TomTom en Wavin heeft geleid, zijn alle emissies succesvol afgerond. Ook bestaande bankleningen worden vaak na moeizame onderhandelingen verlengd.

In het boekjaar zijn vooral in de financiële sector de nodige kapitaalherstructureringen geweest, waarbij die van Lloyds en ING er bovengaan staken. De financiële sector geeft hiermee aan weer vooruit te kijken. Hoewel hierdoor het vertrouwen wordt hersteld, blijft de situatie niettemin kwetsbaar, wat blijkt uit de diverse garantstellingen en kapitaalinjecties waarmee de sector nog altijd wordt ondersteund. De verwachting is dat deze steun in de loop van 2010 gefaseerd zal worden afgebouwd.

Een deel van het herwonnen optimisme is te danken aan de verschuiving van de schuldenlast van bedrijven en financiële instellingen naar overheden. Staatsschulden zijn in korte tijd sterk opgelopen en overheden staan voor de uitdaging om deze in de komende jaren weer tot normale proporties terug te brengen. Dat dit geen eenvoudig proces zal zijn blijkt alleen al uit het feit dat de inkomsten van veel overheden onder druk staan. Sommige landen zoals Hongarije, IJsland en Oekraïne hebben een beroep moeten doen op kredietfaciliteiten van het IMF. Diverse Westerse economieën zoals Griekenland, Ierland en Spanje hebben van de ratingbureaus een neerwaartse bijstelling van hun kredietwaardigheid gekregen. Dat landen om deze reden de euro zullen moeten loslaten lijkt een voorbarige speculatie, zeker omdat dit ook andere ongewenste problemen met zich zal brengen. Een hoge staatsschuld behoeft overigens niet altijd een groot probleem te zijn, zolang dit een tijdelijke situatie is en er harde investeringen en activa tegenover staan. Ook speelt nog een rol of de staatsschuld grotendeels door de eigen burgers wordt gefinancierd, zoals in Japan het geval is, of grotendeels door het buitenland zoals dat in de Verenigde Staten gebeurt. Wat dat betreft is het dieptepunt van de recessie achter de rug, maar daarmee zijn nog niet alle problemen verholpen.



---

## VERSLAG VAN DE BEHEERDER

---

### **Financiële markten**

Ondanks een uiterst zwak eerste kwartaal kunnen beleggers per saldo terugkijken op een geslaagd beleggingsjaar. In nagenoeg alle beleggingscategorieën is een positief resultaat behaald, waarbij het nemen van risico ruimschoots is beloofd. Dit gold vooral voor aandelen van cyclische waarden, aandelen met kleine marktkapitalisaties, aandelen in opkomende markten en achtergestelde bancaire obligaties. Een bepalende factor hierbij is de terugkeer van liquiditeit in de markt geweest.

### **BELEGGINGSBELEID**

#### **Algemeen**

VPV Value Fund 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.

Bij het beheer kan gebruik worden gemaakt van afgeleide 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. Posities in vreemde valuta zullen in principe worden afgedekt.

#### **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.

#### **Markt- en 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 waarde van vastrentende waarden is sterk afhankelijk van de ontwikkeling van de marktrente. Voorts kan de gevoeligheid voor marktveranderingen toenemen indien met geleend geld wordt belegd (hefboomwerking).

VPV Value Fund tracht deze risico's te beheersen door de beleggingsportefeuille te spreiden over verschillende uitgevende instellingen, (structureel) nooit meer dan 7,5% van het fondsvermogen te beleggen in de effecten van één enkele uitgevende instelling en valutakoersrisico's in principe af te dekken.

De mogelijkheid met geleend geld te beleggen is beperkt tot maximaal 20% van het fondsvermogen.

#### **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.

#### **Liquiditeitsrisico**

Het fonds kan onder meer beleggen in illiquide effecten. Effecten zijn illiquide wanneer deze beperkt worden verhandeld. Er is derhalve bij illiquide effecten over het algemeen geen sprake van een 'brede' of consistente koersvorming. De koers wordt immers 'bepaald' door enkele kopers en verkopers. De laatst gedane transactie kan weken geleden hebben plaatsgevonden.

De illiquiditeit kan onder meer worden veroorzaakt door de risicoperceptie van de markt, de onbekendheid



## VERSLAG VAN DE BEHEERDER

met aspecten van bepaalde effecten en/of bepaalde (relevante) maatschappelijke en economische ontwikkelingen. Uitgebreide analyses en onderzoeksrapporten zijn veelal niet voorhanden.

Indien er geen liquide markt bestaat voor de beleggingen waarin het fonds belegt, kan dit tot gevolg hebben dat de beleggingen of de onderliggende waarden van deze beleggingen niet tegen de gewenste prijs en voorwaarden en op het gewenste tijdstip kunnen worden verkocht. Dit risico houdt ook verband met het ontbreken van een gereguleerde markt waarop bepaalde typen beleggingen kunnen worden verhandeld. Het risico neemt in de regel toe naarmate de rating van de betreffende vastrentende beleggingen lager is. De beperkte verhandelbaarheid van deze illiquide effecten kan echter veelal wel een aantrekkelijke beloning voor de belegger opleveren, in de vorm van een lagere koers en derhalve een hoger rendement.

De fondsmanager zal bij het innemen van posities ernaar streven dat het fonds in voldoende mate in staat is om door participanten aangeboden stukken op te nemen.

### *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 2009

	Land	Belang
The Paragon Group of companies	Groot-Brittannië	6,4%
Fortis Bank	België	5,4%
Smit Internationale	Nederland	3,5%
Scottisch Mutual Assurance	Groot-Brittannië	3,0%
FCE Bank	Groot-Brittannië	3,0%

### **Gevoerd beleid in 2009**

In 2009 is voortgeborduurd op de bekende lange termijn 'buy and hold' value filosofie. Centraal staat daarbij het zoeken naar aandelen en obligaties van ondergewaardeerde bedrijven met een solide balans, sterke kasstroom, leidende marktpositie en een katalysator om de onderwaardering te doen verdwijnen.

Naast het al jarenlang centraal staande thema van de groei van China is dit jaar tevens sterk ingezet op de herstructurering van de financiële sector. Dit zijn twee thema's die relatief ongevoelig zijn voor het proces van 'deleveraging' (het proces waarbij bedrijven hun schulden afbouwen) en de mate waarin de economische groei zich op korte termijn herstelt. Gedurende 2009 is de weging in bancaire aandelen verlaagd ten gunste van obligaties en convertibles van banken, waaronder ABN Amro, FCE bank, Fortis, GMAC, Lloyds, NIBC, Paragon en SNS. De hogere rendementsverwachting, de directe inkomstenbron in de vorm van couponbetalingen en in diverse gevallen impliciete overheidsgaranties zijn de belangrijkste redenen hiervoor geweest. Bij Fortis is na de verkoop van de aandelen in 2008 de weging in de zogenaamde Fortis Cashes vergroot. De onverwachte opdeling van Fortis heeft er uiteindelijk in geresulteerd dat de Fortis Cashes bij BNP Paribas zijn ondergebracht en nu als BNP Paribas-risico gelden. Alle achtergestelde bancaire obligaties hebben in het afgelopen jaar een sterk koersherstel laten zien. Desondanks bevinden de renteopslagen zich nog altijd op historisch hoge niveaus en bieden wat dat betreft nog voldoende koerspotentie.

Uit allerlei discussies is naar voren gekomen dat toezichthouders niet gelukkig zijn met de werking van de achtergestelde obligaties. In de toekomst zullen aan het eigen vermogen van financiële instellingen hogere kwaliteitseisen worden gesteld, waarbij het aandelenkapitaal en ingehouden winsten weer de bulk van het bufferkapitaal moeten vormen. Daarnaast zullen uit te geven achtergestelde obligaties anders worden vormgegeven. De succesvolle uitgifte van 'contingent convertible capital' (CoCo's) bij Lloyds Bank is wat dat betreft een geslaagde test geweest. CoCo's zijn converteerbare obligaties die in aandelen worden omgezet als de kapitaalbuffers van de uitgevende instelling onder een vooraf afgesproken niveau zakken. Het lijkt reëel dat andere partijen het voorbeeld van Lloyds zullen volgen. De onderwaardering, die ons inziens in deze sector nog steeds te vinden is, zal hierbij moeten verdwijnen.

## VERSLAG VAN DE BEHEERDER

Een aantal posities in de portefeuille, zoals Concordia Bus en Paragon, staat al langere tijd op de lijst met potentiële overnamekandidaten. Smit Internationale kan waarschijnlijk van deze lijst worden afgehaald. Nadat Boskalis in het verleden een paar maal bot ving, lijkt een overname ditmaal wel te zullen slagen. Het voorgestelde overnamebod is weliswaar iets lager dan het vorige bod, maar er is nu sprake van een geheel ander economisch klimaat. Daarbij heeft Smit het qua koers beduidend beter gedaan dan de markt en biedt de overname de kans om te herinvesteren in aantrekkelijke alternatieven die door de crisis veel harder zijn geraakt.

In de belangen in Hongkong zijn de nodige mutaties geweest, waarbij per saldo de weging in de portefeuille tot boven de 20% is toegenomen. Van een aantal illiquide posities, zoals Gold Peak en Matrix, is afscheid genomen. De aanhoudende margedruk, waartegen deze ondernemingen niet opgewassen bleken, is de belangrijkste reden hiervoor geweest. Daarnaast zijn in de huidige markt betere alternatieven te vinden. In de portefeuille is een aantal nieuwe bedrijven opgenomen, zoals Xtep, een sportkledingfabrikant uit Hongkong met een sterk merk, een solide balans en een lage waardering. Verder zijn wij doorggegaan met het uitbreiden van posities die in onze ogen ten onrechte sterk zijn afgestraft. Een voorwaarde is wel dat de operationele gang van zaken bij deze bedrijven nog altijd naar behoren is, zoals dit ondermeer bij Keck Seng en Shenzhou het geval is.

Binnen de small- en midcap ondernemingen zijn ondermeer BinckBank, CSM en Mediq aan de portefeuille toegevoegd. Dit geldt ook voor het Engelse constructiebedrijf Kier Group. Deze onderneming draait ondanks de moeilijke marktomstandigheden goed, wat onvoldoende in de beurswaardering tot uiting komt. Op de huidige koers wordt aan de netto kaspositie en de waarde van de grondposities en ontwikkelingsprojecten nauwelijks een waarde toegekend. Vanwege deze lage waardering in combinatie met een dividendrendement van 5% is Kier een prima belegging om te profiteren van een aantrekkende Britse huizenmarkt.

Ten slotte zijn aandelen opgenomen van grote ondernemingen die als defensief te boek staan en aantrekkelijk zijn gewaardeerd. Daarnaast beschikken ze over solide balansen, met relatief weinig schuld en hebben ze vaak een zeer sterke marktpositie. In de portefeuille zijn dit onder meer de posities in Ahold, Reed Elsevier en Royal Dutch Shell.

Valutare verdeling van de portefeuille (inclusief dekkingstransacties)		31-12-09	31-12-08
Euro	EUR	99,8%	98,2%
Hongkongse dollar	HKD	23,1%	22,0%
Singaporese dollar	SGD	0,8%	0,8%
Engelse pond	GBP	-0,3%	0,2%
Amerikaanse dollar	USD	-23,4%	-21,6%
Maleisische ringgit	MYR	0,0%	0,3%
Zwitserse franc	CHF	0,0%	0,1%
		<b>100%</b>	<b>100%</b>

### RESULTATEN

De intrinsieke waarde van de participatie VPV Value Fund bedroeg per 31 december 2009 € 22,03 en per 31 december 2008 € 14,02. Inclusief herbelegging van de winstuitkering betekent dit een stijging van 66,8%. Sinds de start op 3 oktober 2005 bedroeg het totaalrendement op jaarbasis -2,1%.

Het aantal participaties daalde per saldo met 2,0% van 2.415.394 per 31 december 2008 tot 2.367.395 per 31 december 2009. Door de per saldo inkoop van aandelen ad € 1.828.000 en de contante dividenduitkering ad € 807.000 enerzijds en de winst over het verslagjaar ad € 20.937.000 anderzijds, steeg het eigen vermogen van € 33.862.000 op 31 december 2008 naar € 52.164.000 op 31 december 2009.

## VERSLAG VAN DE BEHEERDER

<b>Resultaat per participatie (in €1)</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005<sup>1</sup></b>
Inkomsten	1,21	1,51	1,80	1,48	0,19
Waardeverandering van beleggingen	8,17	-16,43	-2,48	2,23	0,40
Kosten	-0,35	-0,40	-0,61	-0,69	-0,26
<b>Nettoresultaat per participatie</b>	<b>9,03</b>	<b>-15,32</b>	<b>-1,29</b>	<b>3,02</b>	<b>0,33</b>

<sup>1</sup> vanaf 1 oktober 2005

Het nettoresultaat per participatie wordt berekend door het resultaat over het boekjaar te delen door het gemiddeld aantal uitstaande participaties gedurende het boekjaar. Het gemiddeld aantal participaties is op maandbasis berekend.

### Afwikkeling belegging in Aquilo

Het fonds heeft in 2006 en 2007 belegd in Aquilo leningen. In het kader van de afwikkeling van de belegging in Aquilo heeft de beheerder onderzocht of de koers waartegen de desbetreffende effecten destijds in de portefeuille zijn opgenomen correct berekend is en heeft aan een onafhankelijke, internationaal opererende deskundige de opdracht gegeven om de koers te beoordelen, rekening houdend met de marktomstandigheden van die tijd. De deskundige heeft geconcludeerd dat een koers binnen een bandbreedte van 92-104% voor Aquilo Loan Stock A en 94-104% voor Aquilo Loan Stock B reëel zou zijn.

Ofschoon de door het fonds betaalde prijs (100%) voor beide soorten Loan Stock binnen deze bandbreedtes ligt, heeft de beheerder besloten dat alsnog de voor het fonds meest gunstige koers van de door de deskundige berekende bandbreedtes als uitgangspunt moet worden genomen, en heeft het verschil vermeerderd met rente (in totaal € 36.000) aan het fonds vergoed.

### Waardering beleggingen

Het resultaat van het fonds wordt in belangrijke mate bepaald door de gerealiseerde en niet-gerealiseerde waardeveranderingen van de beleggingen (koersresultaten). De niet-gerealiseerde waardeveranderingen vloeien voort uit de waardering van de beleggingen in de portefeuille tegen marktwaarde. De marktwaarde wordt in beginsel berekend volgens een vaste systematiek<sup>1</sup>, waarbij beleggingen in verschillende categorieën worden ingedeeld die als volgt op hoofdlijnen kunnen worden omschreven:

1. Laatstbekende notering (slotkoersen) zoals opgenomen in ons externe datasysteem;
2. Koersopgaven (quotes) volgens het externe datasysteem, in beginsel dagelijks beschikbaar. Indien een bieden en laatkoers beschikbaar is, wordt als waardering het gemiddelde van de bied- en midkoers (midkoers = het gemiddelde van bied- en laatkoers) aangehouden;
3. Periodieke koersopgaven door externe brokers die in het betreffende financiële instrument handelen. Deze opgaven worden dagelijks of een of meerdere keren per maand verstrekt. Waardering geschiedt tegen de opgegeven koers of het gemiddelde van de bied- en midkoers;
4. Indien geen (recente) koers beschikbaar is geschiedt waardering op basis van algemeen aanvaarde waarderingssystemen en -technieken, de intrinsieke waarde of de marktwaarde van gelijksoortige beleggingen.

<sup>1</sup> In individuele gevallen kan van de systematiek worden afgeweken. In het uitzonderlijke geval dat geen betrouwbare marktwaarde kan worden berekend, geschiedt waardering tegen verkrijgingsprijs.

## VERSLAG VAN DE BEHEERDER

Bij de waardering van een belegging uit de categorie 2 tot en met 4 zal in hogere mate sprake zijn van schattingen dan bij een belegging uit de eerste categorie.

In onderstaande tabel is de onderverdeling van de effectenportefeuille per jaareinde naar de verschillende categorieën weergegeven:

	31-12-09
1. Laatstbekende notering	88%
2. Koersopgaven (quotes) volgens extern datasysteem	6%
3. Periodieke koersopgaven door brokers	5%
4. Overig	1%
	<b>100%</b>

### VOORUITZICHTEN 2010

Het valt nog te bezien of de sterke opleving van de economische groei het komend jaar zal doorzetten. Naar verwachting zal het herstel in de loop van 2010 gaan afvlakken doordat de stimulerende maatregelen door de overheid zullen worden afgebouwd. Tevens zijn veel ondernemingen en consumenten bezig om de schuldenlast terug te brengen en zal het besteedbare inkomen van consumenten de komende tijd door de gestegen werkloosheid onder druk blijven staan. Ook zullen de overheden op termijn hun begroting weer op orde moeten brengen. Aangezien dit meestal met hogere belastingen en lagere overheidsuitgaven gepaard gaat, kan dit een drukkend effect op de economische groei hebben.

Een opleving van de economie zal naar verwachting uit de Verenigde Staten moeten komen, gezien de omvangrijke en diepgaande monetaire en fiscale stimulerende maatregelen en de ingrijpende kostenbesparingen die Amerikaanse bedrijven hebben doorgevoerd. Positief is dat opkomende markten, in het bijzonder Brazilië en China, zich in de economische crisis goed staande hebben weten te houden.

Zowel de korte als de lange rente zijn vanuit historisch oogpunt bezien laag. Hoewel het onderwerp 'inflatie' een geliefd thema is, lijkt ondanks de enorme liquiditeitstoevoer door centrale banken deflatie de boventoon te blijven voeren in 2010. Of op de langere termijn een hoge inflatie weer zal terugkeren is nog moeilijk aan te geven. Zo zullen de zeer omvangrijke staatsschulden moeten worden gefinancierd en het lijkt onwaarschijnlijk dat beleggers genoeg blijven nemen met de huidige lage rendementen. Het proces van deleveraging, met lagere prijzen voor vele activa, biedt hieraan tegenwicht.

Daarnaast wordt de lange rente gedrukt doordat centrale banken via hun kwantitatieve verruimingsprogramma's massaal staatsleningen hebben opgekocht. Deze programma's zullen vrij snel worden stopgezet, zoals de Engelse Centrale Bank eind 2009 al heeft laten doorschemeren. Naar verwachting zal de korte rente niet eerder dan tegen het eind van 2010 verhoogd kunnen worden, om zo te voorkomen dat het economisch herstel in de kiem wordt gesmoord.

Hoewel de beurs sinds maart 2009 al een voorschot op een economisch herstel heeft genomen, zijn veel beleggingscategorieën fundamenteel gezien nog steeds niet duur. In termen van beleggingsthema's zien wij nog steeds kansen onder de financiële instellingen, en dan vooral onder de perpetuele obligaties. Hoewel de spreads sterk zijn afgenomen, zijn de niveaus in absolute zin nog altijd hoog. Verder koersherstel zal van herstructureringen moeten komen met biedingen op deze obligaties of omwisseling in nieuwe instrumenten met betere voorwaarden voor de banken, zoals recent bij Lloyds. Vanwege de huidige lage koersen heeft dit tot nog toe een positief effect op de koersen gehad.

Verder zijn aandelenmarkten ondanks het koersherstel nog altijd aantrekkelijk gewaardeerd. Dit geldt in het bijzonder voor de kwaliteitsbedrijven met solide balansen en goede kasstromen, waarbij dividendrendementen van meer dan 5% en vrijekasstroomrendementen van meer dan 10% niet ongewoon zijn.

Zwaar gefinancierde cyclische bedrijven met een matige kasstroom en bedrijven waarbij veel voor toekomstige groei wordt betaald behoren tot de categorieën die in onze ogen zijn overgewaardeerd.



---

## VERSLAG VAN DE BEHEERDER

---

### CORPORATE GOVERNANCE

VPV Value Fund is uitgezonderd van verplichte toepassing van de bepalingen die in de Nederlandse corporate governance codes zijn opgenomen. Als institutionele belegger houdt VPV Value Fund zich wel aan de principes en best practice bepalingen die in deze codes 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 2009 heeft VPV Value Fund 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 2009 geen gebruik te maken van het aan het fonds toekomende stemrecht.

VPV Bankiers NV heeft als beheerder van diverse beleggingsinstellingen in 2009 fund governance principes gedefinieerd en in een code vastgelegd. De onderhavige code heeft tot doel de DUFAS Principles of Fund Governance te implementeren in de beschrijving van de administratieve organisatie en internecontrolesystematiek van VPV Bankiers NV. De code beoogt de belangen van de beleggers te beschermen en belangenconflicten te voorkomen. Dit wordt mede gewaarborgd door controle op de naleving van de in de code opgenomen bepalingen. De volledige tekst van de code is te vinden op de website van de beheerder.

### 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 VPV Value Fund 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 2009 effectief en overeenkomstig de beschrijving heeft gefunctioneerd.

Gouda, 15 maart 2010

De beheerder,

VPV Bankiers NV

## BALANS PER 31 DECEMBER 2009 (IN € 1.000)

(na bestemming van het resultaat)

	31-12-09	31-12-08
<b>Beleggingen (1)</b>		
Aandelen en warrants	29.438	18.886
Andere waardepapieren	23.840	13.655
	<b>53.278</b>	<b>32.541</b>
<b>Vorderingen</b>		
Overige vorderingen en overlopende activa (2)	<b>837</b>	<b>2.359</b>
<b>Kortlopende schulden</b>		
Schuld aan kredietinstelling (3)	406	466
Overige schulden en overlopende passiva (4)	1.545	572
	<b>1.951</b>	<b>1.038</b>
<b>Uitkomst van vorderingen min kortlopende schulden</b>	<b>-1.114</b>	<b>1.321</b>
<b>Uitkomst van activa min kortlopende schulden</b>	<b>52.164</b>	<b>33.862</b>
<b>Fondsvermogen (5)</b>	<b>52.164</b>	<b>33.862</b>

## WINST-EN-VERLIESREKENING OVER 2009 (IN € 1.000)

	2009	2008
<b>Opbrengsten uit beleggingen</b>		
Rente (6)	1.466	1.686
Dividend (7)	1.253	1.887
	<b>2.719</b>	<b>3.573</b>
<b>Waardeveranderingen van beleggingen (8)</b>		
Gerealiseerd	6.022	-5.056
Niet-gerealiseerd	12.916	-34.983
	<b>18.938</b>	<b>-40.039</b>
<b>Overige opbrengsten</b>	<b>94</b>	<b>109</b>
<b>Totaal opbrengsten</b>	<b>21.751</b>	<b>-36.357</b>
<b>Kosten (9)</b>		
Beheervergoeding (vast)	637	800
Overige bedrijfskosten	177	165
	<b>-814</b>	<b>-965</b>
<b>Resultaat voor belastingen</b>	<b>20.937</b>	<b>-37.322</b>
<b>Belastingen</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Resultaat na belastingen</b>	<b>20.937</b>	<b>-37.322</b>

## KASSTROOMOVERZICHT OVER 2009 (IN € 1.000)

	2009	2008
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>		
Aankopen van beleggingen	-25.054	-12.243
Verkopen van beleggingen	25.803	17.483
Ontvangen netto-dividenden	1.320	1.988
Ontvangen rente	1.431	1.640
Betaalde beheervergoeding en overige kosten	-761	-1.163
	<b>2.739</b>	<b>7.705</b>
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten (10)</b>		
Ontvangen bij plaatsing participaties	5.628	6.493
Betaald bij inkoop participaties	-7.522	-10.678
Contante uitkering aan participanten	-785	-937
Mutatie kortlopend bankkrediet	-60	-2.583
	<b>2.739</b>	<b>-7.705</b>
<b>Mutatie geldmiddelen</b>	<b>0</b>	<b>0</b>



## TOELICHTING

### ALGEMEEN

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

VPV Value Fund is een open-end beleggingsinstelling. Behoudens bijzondere omstandigheden zal het fonds op aanvraag participaties uitgeven en desgevraagd participaties inkopen. Toetreding tot en uittreding uit het fonds is uitsluitend mogelijk onder de in het prospectus van het fonds genoemde voorwaarden.

De jaarrekening is opgesteld volgens de bepalingen van Titel 9 Boek 2 BW en de Wet op het financieel toezicht. De balans en winst-en-verliesrekening zijn ingericht overeenkomstig de door de wetgever voorgeschreven modellen, waarbij enkele benamingen zijn aangepast om beter aan te sluiten bij het karakter van het fonds. 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, per ultimo boekjaar (slotkoers). Indien een dergelijke notering ontbreekt, stellen de beheerders 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 (recente) 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. Indien geen betrouwbare marktwaarde kan worden berekend geschiedt waardering tegen verkrijgingsprijs.

Afgeleide financiële instrumenten, zoals valutatermijncontracten, worden gewaardeerd tegen de reële waarde per balansdatum, berekend op basis van koersen die gelden aan het einde van de verslagperiode. De nog niet-gerealiseerde resultaten worden in de winst-en-verliesrekening verantwoord, en in de balans opgenomen onder de overlopende activa als sprake is van een bate of onder de overlopende passiva als sprake is van een last. De rechten en verplichtingen (contractwaarden) 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 het jaar waarop zij betrekking hebben.

De transactiekosten bij aankoop van beleggingen worden opgenomen in de kostprijs van de betreffende beleggingen. Na de aankoop worden deze kosten bij de eerste waardering tegen marktwaarde als onderdeel van de niet-gerealiseerde waardeveranderingen van beleggingen ten laste van de winst-en-verliesrekening gebracht. Bij

## TOELICHTING

verkoop van beleggingen worden de verkoopkosten als onderdeel van de gerealiseerde waardeveranderingen van beleggingen verwerkt.

De kostenvergoedingen (op- en afslagen) die bij plaatsing en inkoop van participaties 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 uittreden 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 participant 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

#### 1. Beleggingen

Op pagina 23 en 24 is een specificatie van de beleggingsportefeuille opgenomen.

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

	Aandelen/ warrants	Andere waarde papieren	Valuta- termijn- contracten	Totaal
Balanswaarde per 31 december 2008	18.886.000	13.655.000	1.577.000	34.118.000
Aankopen	7.693.000	17.361.000	0	25.054.000
Verkopen/uitkeringen	-9.638.000	-13.951.000	-2.214.000	-25.803.000
Waardeveranderingen (koersresultaten):				
• gerealiseerd	2.234.000	3.151.000	637.000	6.022.000
• niet-gerealiseerd	10.263.000	3.624.000	-971.000	12.916.000
<b>Balanswaarde per 31 december 2009</b>	<b>29.438.000</b>	<b>23.840.000</b>	<b>-971.000</b>	<b>52.307.000</b>

De andere waardepapieren bestaan uit obligaties en (niet-)vastrentende waardepapieren. Van de balanswaarde per 31 december 2009 classificeert 60% als vastrentend (per 31 december 2008: 58%). De som van de niet-gerealiseerde waardeveranderingen van de beleggingen bedraagt per 31 december 2009 € 15.345.000 negatief.

De waardering van de beleggingen met inbegrip van die waarvoor geen frequente marktnoteringen bestaan wordt door de externe accountant minimaal eenmaal per jaar als onderdeel van de jaarrekeningcontrole beoordeeld. De waarde van de totale beleggingsportefeuille (exclusief valutatermijncontracten) per 31 december 2009 bedraagt € 52,6 miljoen uitgaande van de biedkoers en € 54,0 miljoen uitgaande van de midkoers (midkoers = het gemiddelde van bied- en laatkoers). De balanswaarde per 31 december 2009 representeert derhalve 100% van het gemiddelde van de bied- en midkoers (per 31 december 2008 100,2%).

De per 31 december 2009 lopende valutatermijncontracten betreffen de verkoop van GBP 10.336.000, USD 20.851.000, CHF 10.000 en SEK 9.735.000 en de aankoop van EUR 26.097.000 per 4 maart 2010.

## TOELICHTING

Per 31 december 2008 bestonden de valutatermijncontracten uit de verkoop van GBP 6.546.000, USD 12.562.000, CHF 1.139.000 en SEK 4.587.000 en de aankoop van EUR 18.722.000 per 4 juni 2009.

De ongerealiseerde winst per 31 december 2008 ad € 1.577.000 is opgenomen onder de overlopende activa, het ongerealiseerde verlies per 31 december 2009 ad € 971.000 onder de overlopende passiva.

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

<b>2. Overige vorderingen en overlopende activa</b>		
	<b>31-12-09</b>	<b>31-12-08</b>
Rente	632.000	597.000
Nog te ontvangen inzake plaatsing participaties	89.000	2.000
Niet-gerealiseerde resultaten valutatermijncontracten	0	1.577.000
Nog te ontvangen dividend	46.000	45.000
Dividendbelasting	70.000	138.000
	<b>837.000</b>	<b>2.359.000</b>

### 3. Schuld aan kredietinstelling

Dit betreft het saldo van de bankrekening aangehouden bij VPV Bankiers NV. Het fonds heeft de beschikking over een kredietfaciliteit, waarvoor als zekerheid de effectenportefeuille is verpand.

<b>4. Overige schulden en overlopende passiva</b>		
	<b>31-12-09</b>	<b>31-12-08</b>
Niet-gerealiseerde resultaten valutatermijncontracten	971.000	0
Nog af te dragen dividendbelasting	279.000	257.000
Nog te betalen beheervergoeding	196.000	127.000
Nog te betalen inzake inkoop participaties	42.000	115.000
Diverse schulden en overlopende passiva	57.000	73.000
	<b>1.545.000</b>	<b>572.000</b>

### 5. Fondsvermogen

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

	<b>2009</b>	<b>2008</b>
Stand begin verslagperiode	33.862.000	76.624.000
Plaatsing participaties (exclusief herbelegging uitkering)	5.668.000	6.328.000
Inkoop participaties	-7.496.000	-10.864.000
Uitkering aan participanten	-2.754.000	-3.338.000
Herbelegging uitkering in participaties	1.947.000	2.434.000
Resultaat verslagperiode	20.937.000	-37.322.000
<b>Stand einde verslagperiode</b>	<b>52.164.000</b>	<b>33.862.000</b>

Voor ongerealiseerde waardestijgingen van beleggingen die op balansdatum nog aanwezig zijn en waarvoor geen frequente marktnoteringen bestaan dient een herwaarderingsreserve te worden opgenomen. Per 31 december 2009 bedraagt de herwaarderingsreserve (als onderdeel van het fondsvermogen) € 189.000 en per 31 december 2008 € 68.000.

## TOELICHTING

Het verloop in aantallen participaties luidt als volgt:

	2009	2008
Stand begin verslagperiode	2.415.394	2.496.369
Plaatsing participaties	318.965	269.396
Inkoop participaties	-465.161	-485.374
Herbelegging van uitkering in participaties	98.197	135.003
Stand einde verslagperiode	<b>2.367.395</b>	<b>2.415.394</b>

In 2009 is per participatie een bedrag ad € 1,20 uitgekeerd en in 2008 € 1,37.

Hieronder volgt een overzicht van het fondsvermogen, het aantal participaties en de intrinsieke waarde per participatie:

Ultimo jaar	Fonds- vermogen- in €	Aantal uitstaande participaties	Intrinsieke waarde in €
2007	76.624.000	2.496.369	30,69
2008	33.862.000	2.415.394	14,02
2009	52.164.000	2.367.395	22,03

### TOELICHTING OP DE WINST-EN-VERLIESREKENING

#### 6. Rente

De rentebate betreft rente op obligaties en andere (niet-)vastrentende waardepapieren en de rentevergoeding over het saldo van de bankrekening aangehouden bij VPV Bankiers NV.

#### 7. Dividend

De dividenden betreffen de ontvangen nettobedragen, derhalve na aftrek van ingehouden dividendbelasting.

#### 8. Overige opbrengsten

Deze post bestaat uit de opbrengsten uit hoofde van de vaste op- en afslag (0,75%), 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.

#### 9. Kosten

##### Beheervergoeding

Conform het prospectus heeft de beheerder een vaste beheervergoeding 0,375% per kwartaal, berekend over het fondsvermogen per het einde van het kwartaal, in rekening gebracht.

In het prospectus is opgenomen dat, indien in een kalenderjaar de intrinsieke waarde per participatie per 31 december vermeerderd met de in het jaar uitgekeerde winsten met meer dan 10% is gestegen, de beheerder over het meerdere een performance fee van 10% ontvangt. Eventuele verliezen over de voorgaande twee jaren dienen eerst te worden gecompenseerd.

Aangezien het verlies over 2008 nog niet volledig is gecompenseerd, is het fonds over 2009 geen performance fee verschuldigd (over 2008 eveneens niet).

## TOELICHTING

Overige bedrijfskosten					
	2009	%	Prospectus %	2008	%
a) Marketingkosten	55.000	0,14	0,25	3.000	0,00
b) Kosten bewaarder en bewaarloon	63.000	0,16	0,13	92.000	0,16
c) Kosten van toezicht	16.000	0,04	0,17	15.000	0,03
d) Kosten accountant	20.000	0,05	0,05	22.000	0,04
e) Overige kosten	23.000	0,06	0,08	33.000	0,05
	<b>177.000</b>	<b>0,45</b>	<b>0,68</b>	<b>165.000</b>	<b>0,28</b>

De werkelijke kosten over 2009 en 2008 zijn uitgedrukt in een percentage van het gemiddelde fondsvermogen (zie de toelichting op de expense ratio). De prospectuspercentages zijn ontleend aan het prospectus gedateerd 31 december 2008 en zijn berekend op basis van een fondsvermogen van € 35.000.000.

- De marketingkosten over 2009 betreffen de kosten van advertenties met kennisgevingen aan aandeelhouders ad € 15.000 en commerciële advertenties ad € 40.000.
- De kosten van de bewaarder bedragen 0,08% van het fondsvermogen aan het begin van het verslagjaar, vermeerderd met omzetbelasting. Het bewaarloon bedraagt conform het prospectus 0,05% van het fondsvermogen aan het einde van het verslagjaar, vermeerderd met omzetbelasting.
- In deze post worden de beloning voor de raad van toezicht en de kosten van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) opgenomen. Conform het prospectus bedraagt de beloning voor de raad van toezicht maximaal € 15.000 per jaar. Evenals over 2008 wordt over 2009 € 15.000 vergoed.
- De accountantskosten bestaan uit de kosten verbonden aan de wettelijke controle van de jaarrekening ad € 14.000 (2008: € 13.000), andere controleopdrachten nihil (2008: € 4.000) en andere niet-controlediensten zoals advisering ad € 6.000 (2008: € 5.000).
- De overige kosten bestaan uit guichetprovisie ad € 12.000 (2008: € 13.000) en diverse kosten ad € 11.000 (2008: € 20.000), zoals (deels incidentele) advieskosten, kosten jaarverslag en halfjaarverslag etc.

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 bedroeg over 2009 2,03% en over 2008 1,65%. 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 (fondsvermogen). 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 bedroeg over 2009 € 40.025.000 en over 2008 € 58.446.000.

Het deel van de expense ratio dat betrekking heeft op door de directie en gelieerde partijen in rekening gebrachte kosten bedroeg over 2009 1,70% en over 2008 1,42%.

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 participanten, voor zover deze worden gedekt uit de ontvangen op- en afslagen, en de rentelasten.

De identificeerbare en kwantificeerbare transactiekosten bedroegen in 2009 gemiddeld 0,33% (2008: 0,30%) van de transactiewaarde waarover kosten in rekening zijn gebracht (circa 96% (2008: 79%) van de totale transactiewaarde) en bleven daarmee binnen de in het prospectus gedefinieerde bandbreedte.



---

## TOELICHTING

---

### Turnover ratio

Over 2009 bedroeg de turnover ratio (omloopfactor) 89% en over 2008 21%. 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.

### 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 aandeel 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 aandelengirosysteem van VPV Bankiers NV bedragen 0,5% van de transactieprijs met een maximum van € 250 per transactie.

### Gelieerde partijen en uitbesteding kerntaken

- Het beheer van het fonds wordt gevoerd door VPV Bankiers 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%.
- VPV Bankiers 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 VPV Bankiers NV afgesloten met Dresdner Bank Luxembourg SA, gedurende de verslagperiode de aandeelhouder van VPV Bankiers NV. Het transactievolume van de in 2009 afgesloten contracten bedroeg € 54.800.000 (2008: € 77.100.000).
- De transactiekosten bij aan- en verkoop van beleggingen worden gedragen door VPV Bankiers NV en aan het fonds in rekening gebracht op basis van een overeengekomen kostentabel.
- De functie van betaalkantoor wordt uitgeoefend door VPV Bankiers 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 VPV Bankiers NV, waarvoor geen separate vergoeding wordt betaald.
- Stichting Beleggersgiro VPV-fondsen onderhoudt het aandelengirosysteem van het fonds.

## TOELICHTING

### TOELICHTING OP HET KASSTROOMOVERZICHT

#### 10. Kasstroom uit financieringsactiviteiten

In het kasstroomoverzicht zijn de plaatsingen en inkopen van participaties tegen de transactiepreizen 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)	5.668.000	-7.496.000
Ontvangen op- en afslagen (ten gunste van de winst-en-verlies-rekening, zie punt 8 van deze toelichting)	47.000	47.000
In 2009 ontvangen/betaald inzake 2008	2.000	-115.000
Ultimo 2009 nog te ontvangen/nog te betalen	-89.000	42.000
<b>Plaatsingen en inkopen volgens kasstroomoverzicht</b>	<b>5.628.000</b>	<b>7.522.000</b>

Gouda, 15 maart 2010

De beheerder,

VPV Bankiers NV

## BELEGGINGSPORTEFEUILLE PER 31 DECEMBER 2009

		Balans- waarde in € % <sup>1</sup>				Balans- waarde in € % <sup>1</sup>	
<b>AAANDELEN EN WARRANTS</b>				Sun Hing Vision Group	375.676	0,7	
<b>België</b>				Techtronic Industries	324.183	0,6	
Jensen Group	167.596	0,3	Top Form International	207.699	0,4		
<b>Bermuda</b>				Tungtex Holdings	324.379	0,6	
Esprit Holdings	794.731	1,5	Varitronix	137.044	0,3		
Herald Holdings	516.521	1,0	Wing On	448.800	0,9		
Ocean Wilsons Holdings	480.664	0,9	Xtep International	867.475	1,7		
Tristate Holdings	99.039	0,2	YIP's Chemical Holdings	847.709	1,6		
<b>Duitsland</b>				<b>Ierland</b>			
Augusta Technologie	765.574	1,5	Greencore Group	398.217	0,8		
<b>Groot-Brittanië</b>				<b>Kaaitman eilanden</b>			
Chesnara	902.271	1,7	Art Textile Technology	165.721	0,3		
Impellam Group	341.860	0,7	Moiselle International	171.445	0,3		
Kier group	513.759	1,0	<b>Nederland</b>				
Mallett	81.973	0,2	Ahold	712.909	1,4		
Northern Rock prefs	20.807	0,0	BAM Groep	630.540	1,2		
The Paragon Group of Companies	2.065.083	3,9	Beter Bed Holding	653.915	1,3		
Royal Dutch Shell A shares	1.036.052	2,0	BinckBank	483.994	0,9		
Satcom Group	121.580	0,2	Crown van Gelder (CVG)	205.287	0,4		
Tennants Consolidated	374.023	0,7	CSM	715.486	1,4		
Caliber Global Investments	37.642	0,1	Delta Lloyd	1.474.366	2,8		
<b>Hongkong</b>				Imtech	224.136	0,4	
Arts Optical International	631.815	1,2	Mediq	211.860	0,4		
China Hong Kong Photo Products	311.108	0,6	Reed Elsevier	69.152	0,1		
China Ting Group	926.291	1,8	Royal Reesink	480.612	0,9		
City Telecom (HK)	829.819	1,6	Smit Internationale	1.844.313	3,5		
Fairwood Holdings	309.941	0,6	TKH Group	761.782	1,5		
High Fashion International	371.774	0,7	<b>Singapore</b>				
Hung Hing Printing Group	275.059	0,5	Golden Agri-Resources	420.022	0,8		
Keck Seng Investments	405.282	0,8	<b>Zweden</b>				
Lai Fung Holdings	666.863	1,3	Concordia Bus	949.541	1,8		
Le Saunda Holdings	628.345	1,2					
Lerado Group	460.945	0,9	Overige fondsen < € 20.000	25.843	0,0		
Perfectec International Holding	82.951	0,2					
Shenzhou International Group	1.086.907	2,1	<b>Totaal aandelen en warrants</b>	<b>29.438.381</b>	<b>56,4</b>		

<sup>1</sup> van het fondsvermogen.

## BELEGGINGSPORTEFEUILLE PER 31 DECEMBER 2009

			Balans- waarde in €	%				Balans- waarde in €	%
<b>OBLIGATIES EN (NIET-)VASTRETTENDE WAARDEN</b>									
<b>België</b>					<b>Luxemburg</b>				
Fortis Bank conv. perp. float	2.375.460	4,5	5,875% Prologis Int. Funding 23-10-2014	495.276	0,9				
5,125% Fortis Hybrid Financing perp.	459.520	0,9	Teksid Aluminium Lux float 15-07-2011	23.362	0,0				
<b>Canada</b>					<b>Mexico</b>				
6% GMAC Canada 23-05-2012	703.570	1,3	11,875% Altos Hornos Mexico 30-04-2004	262.044	0,5				
<b>Duitsland</b>					<b>Nederland</b>				
BayernLb Capital float perp. (USD)	517.128	1,0	4,855% F. van Lanschot perp.	579.382	1,1				
<b>Griekenland</b>					5,75% ING Group perp.				
Hellas V Telecom float 15-10-2012	963.210	1,8	6,258% SNS Reaal perp.	304.425	0,6				
<b>Groot-Brittannië</b>					11,25% SNS Bank perp.				
6,467% Royal Bank of Scotland perp.	371.040	0,7	ABN AMRO Bank float perp.	901.485	1,7				
6,5% Enterprise Inns 06-12-2018	848.675	1,6	Eureka var. perp.	246.240	0,5				
6,85% HBOS Capital perp.	571.532	1,1	Impress Holdings float 15-09-2013	499.815	1,0				
7% Paragon Group of Companies	1.282.598	2,4	NIBC Bank var. perp.	34.014	0,1				
8,5% Proventec conv. notes 24-08-2012	199.640	0,4	Versatel float 15-06-2014	722.471	1,4				
9,375% FCE Bank 17-01-2014	1.551.935	3,0	<b>Polen</b>						
9,5% REA Finance 31-12-2017	427.686	0,8	2% Elektrim Finance 15-12-2049	47.484	0,1				
10% Corp. Serv. Group 29-04-2011	324.468	0,6	<b>Verenigde Staten</b>						
11,04% LBG Capital 19-03-2020	161.299	0,3	4,6% GMAC 15-11-2010	246.309	0,5				
13% Lloyds TSB Bank perp.	762.428	1,5	4,6 GMAC Int. Fin. 15-10-2010	33.153	0,1				
Cairn 1D 20-11-2016	296.093	0,6	4,75% GMAC 15-05-2010	85.149	0,2				
Scottish Mutual Assurance var. perp.	1.582.376	3,0	4,75% GMAC 15-11-2010	42.814	0,1				
<b>Ierland</b>					4,85% GMAC 15-01-2011				
5,321% UT2 Funding Dresdner 30-06-2016	488.950	0,9	5% GMAC 15-04-2010	28.148	0,1				
LCH.Clearnet Funding var. perp.	399.665	0,8	5% GMAC015-08-2010	36.970	0,1				
<b>Italië</b>					5,625% Royal Caribbean Cruise 27-01-2014				
0% Agria Holding 2011 (Arena Fin.)	163.196	0,3	<b>Zuid-Afrika</b>						
0% Cirio del Monte 14-03-2005	46.898	0,1	Edcon Proprietary float 15-06-2014	837.027	1,6				
7,75% Cirio Del Monte 14-03-2005	70.436	0,1	Overige fondsen < € 20.000						
11,75% Wind Acquisition 15-07-2017	481.780	0,9		115.635	0,2				
6,625% Del Monte Finance 24-05-2006	730.925	1,4	<b>Totaal</b>						
<b>Jersey</b>					<b>23.839.988 45,7</b>				
Skye CLO 1-E 17-03-2019	33.614	0,1							
<b>Kaaiman Eilanden</b>									
10% Castle Holdco 4 08-05-2018	689.179	1,3	<b>TOTAAL PORTEFEUILLE</b>						
				<b>53.278.369 102,1</b>					



---

## OVERIGE GEGEVENS

### RESULTAATBESTEMMING

Volgens artikel 15 van de per 31 december 2009 geldende Voorwaarden van beheer en bewaring zal het fonds in ieder geval binnen 8 maanden na het einde van het boekjaar minimaal de voor uitdeling beschikbare winst (de zogenoemde fiscale uitdelingsverplichting) aan de participanten uitkeren.

Op basis van de geldende fiscale regelgeving voor beleggingsinstellingen bestaat over 2009 een verplichting tot uitkering van dividend ad € 1.236.000. In 2009 zijn reeds interim-dividenden ad € 2.754.000 uitgekeerd, zodat geen (fiscale) verplichting tot uitkering van een slotdividend bestaat.

De winst over het boekjaar 2009 ad € 20.937.000 is ten gunste van het fondsvermogen gebracht.

### BELANGEN BEHEERDER

De bestuurders van de beheerder hadden per 31 december 2009 geen belangen in beleggingen van VPV Value Fund en per 31 december 2008 760 aandelen Royal Dutch Shell (opgave conform artikel 122 lid 2 van het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft).



---

## ACCOUNTANTSVERKLARING

---

Aan de vergadering van participanten van  
VPV Value Fund

### VERKLARING BETREFFENDE DE JAARREKENING

Wij hebben de in dit verslag op pagina 13 tot en met 24 opgenomen jaarrekening 2009 van VPV Value Fund te Gouda, bestaande uit de balans per 31 december 2009 en de winst-en-verliesrekening over 2009 met de toelichting, gecontroleerd.

#### *Verantwoordelijkheid van de beheerder*

De beheerder van het fonds is verantwoordelijk voor het opmaken van de jaarrekening die het vermogen en het resultaat getrouw dient weer te geven, alsmede voor het opstellen van het verslag van de beheerder, beide in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW en met de Wet op het financieel toezicht. 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 het fonds.

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 de beheerder van het fonds 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 betreffende de jaarrekening*

Naar ons oordeel geeft de jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van VPV Value Fund per 31 december 2009 en van het resultaat over 2009 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW en met de Wet op het financieel toezicht.



---

## ACCOUNTANTSVERKLARING

### VERKLARING BETREFFENDE ANDERE WETTELIJKE VOORSCHRIFTEN

Op grond van de wettelijke verplichting ingevolge artikel 2:393 lid 5 onder f BW melden wij dat het verslag van de beheerder, voor zover wij dat kunnen beoordelen, verenigbaar is met de jaarrekening zoals vereist in artikel 2:391 lid 4 BW.

Amsterdam, 15 maart 2010

Deloitte Accountants BV

was getekend

Drs. W.H.E. van Ommeren RA MBA



---

## ADRESGEGEVENS

---

### VPV VALUE FUND

Oosthaven 52  
Postbus 3155  
2800 CG Gouda  
Telefoon 0182-597777  
Telefax 0182-597759  
e-mail: info@vpv.nl  
internet: www.vpv.nl

### BEHEERDER

VPV Bankiers NV  
Oosthaven 52  
2801 PE Gouda

### RAAD VAN TOEZICHT

Drs. D. de Jong, voorzitter  
G.M.P.M. van Berkel  
Drs. B. Vliegenthart (vanaf 23 april 2009)

### BEWAARDER

Stichting Effectenbewaarbedrijf Value Fund  
Strawinskylaan 3105  
1077 ZX Amsterdam

### FISCAAL ADVISEUR

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

### JURIDISCH ADVISEUR

De Brauw Blackstone Westbroek NV  
Claude Debussylaan 80  
1082 MD Amsterdam

### ACCOUNTANT

Deloitte Accountants BV  
Orlyplein 50  
1043 DP Amsterdam

### BANK

Rekeningnummer 73.39.67.949  
t.n.v. VPV Beleggersgiro  
o.v.v. Value Fund