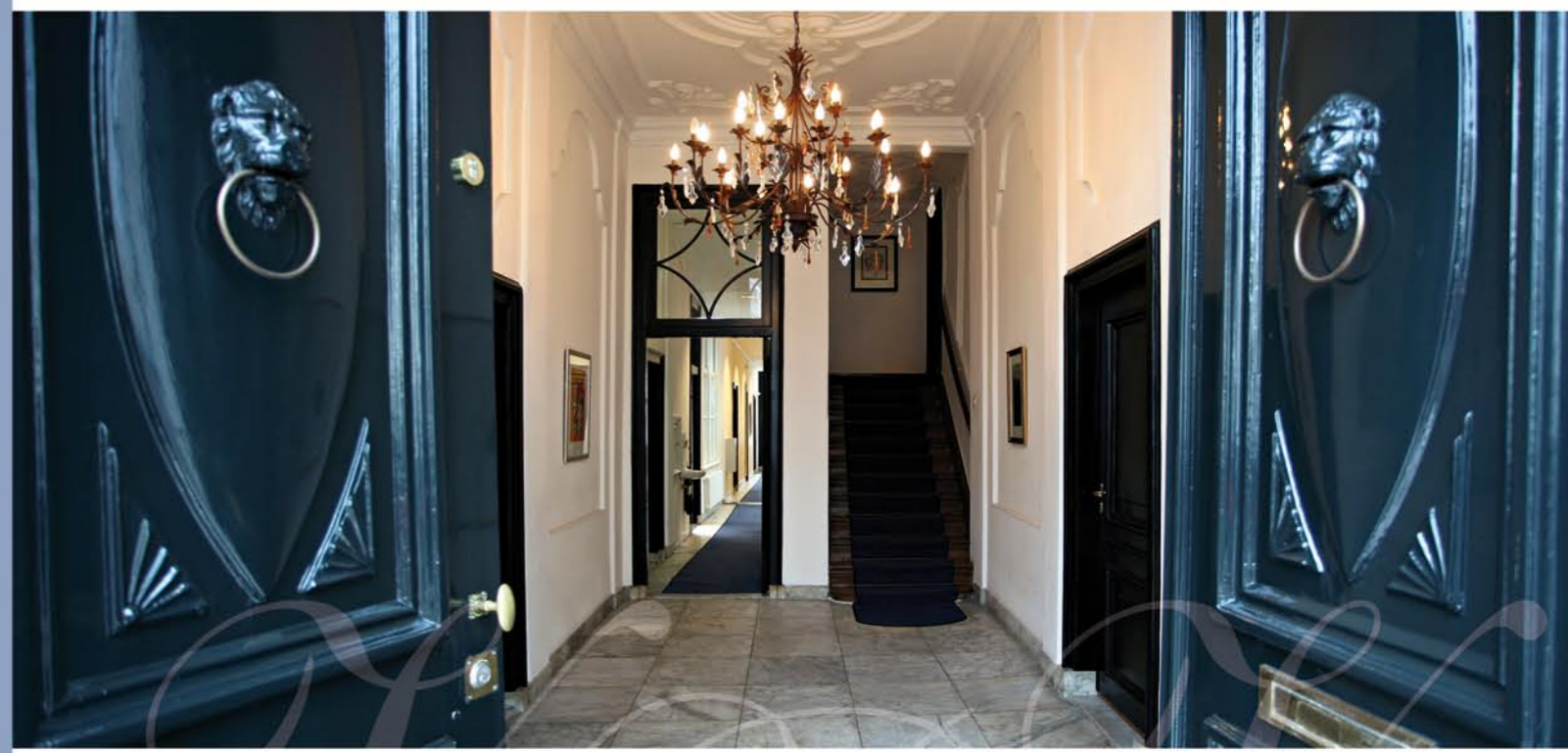


# 2006 HALFJAARBERICHT



VPV VALUE FUND



Postbus 3155, 2800 CG Gouda  
Tel: 0182 597 777, Fax: 0182 597 759  
[www.vpv.nl](http://www.vpv.nl), [info@vpv.nl](mailto:info@vpv.nl)

<b>PROFIELSCHETS</b>	<b>3</b>
<b>KERNCIJFERS</b>	<b>4</b>
<b>VERSLAG VAN DE BEHEERDER</b>	<b>5</b>
Ontwikkelingen	5
Beleggingsbeleid	5
Vooruitzichten	8
Resultaten	8
Corporate governance	8
Overige ontwikkelingen	8
<b>FINANCIËEL VERSLAG</b>	<b>10</b>
Balans	10
Winst-en-verliesrekening	11
Kasstroomoverzicht	12
Toelichting	13
Beleggingsportefeuille	16
<b>ADRESGEGEVENS</b>	<b>19</b>



VPV Value Fund, opgericht op 31 augustus 2005, is een fonds voor gemene rekening met een (semi) open-end karakter. Het fonds is sinds begin oktober 2005 actief. De doelstelling van het fonds is het realiseren van vermogensgroei op langere termijn door te beleggen in effecten die volgens de analyse van de beheerder onder hun intrinsieke waarde worden verhandeld, waarbij wordt getracht door diversificatie het risico te beperken. Het fonds is gericht op absoluut rendement, dat wil zeggen dat een vergelijking met een gespecificeerde benchmark geen doelstelling op zich van het beleggingsbeleid is.

Het fonds functioneert als een (semi) open-end beleggingsinstelling. Dit betekent dat het fonds op aanvraag participaties uitgeeft tegen een koers die gelijk is aan de wekelijks te berekenen intrinsieke waarde, verhoogd met een opslag van maximaal 2%, alsmede dat het fonds desgevraagd participaties van beleggers inkoopt eveneens tegen de intrinsieke waarde, verminderd met een afslag van maximaal 2%.

De opslag en afslag dienen ter dekking van kosten zoals de aan Veer Palthe Voûte (VPV) NV en tussenpersonen te betalen plaatsingsvergoeding, provisie en inkoopkosten. De beheerder behoudt zich het recht voor zowel de inkoop als de uitgifte van participaties tijdelijk te staken indien zich bijzondere omstandigheden voordoen. Toe- en uittrekking kunnen uitsluitend via het fonds zelf geschieden.

De vennootschap is onderworpen aan vennootschapsbelasting, maar opteert voor de status van fiscale beleggingsinstelling waardoor onder bepaalde voorwaarden de effectieve belastingdruk 0% zal zijn.

Deelneming in VPV Value Fund vindt plaats via de VPV Beleggersgiro, het aandelengirosysteem van Veer Palthe Voûte. Potentiële deelnemers krijgen op aanvraag een rekeningnummer toegekend waarop stortingen kunnen worden verricht, welke vervolgens in participaties van het fonds worden belegd.

---

De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. VPV Value Fund heeft een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten (art. 5 Wet toezicht beleggingsinstellingen). Het prospectus van het fonds is kosteloos verkrijgbaar bij Veer Palthe Voûte (VPV) NV. Voor dit product is een financiële bijsluiter opgesteld met informatie over het product, de kosten en de risico's. Vraag erom en lees hem voordat u het product koopt.

	1e halfjaar 2006	01-10-05 tm 31-12-05
Fondsvermogen in €1.000 (ultimo)	39.059	24.689
Winstuitkering per participatie in €	0,32	0,00
Aantal uitstaande participaties (ultimo)	1.246.312	820.816
Intrinsieke waarde per participatie in € (ultimo)	31,34	30,08
<b>Rendement<sup>1</sup></b>	<b>5,3%</b>	<b>0,3%</b>

<sup>1</sup>koerswinst per participatie plus herbelegging van de winstuitkering

Hierbij presenteren wij u het verslag over het eerste halfjaar 2006 van VPV Value Fund. Op dit tussentijds verslag is geen accountantscontrole toegepast. De jaarrekening over het eerste volledige boekjaar, dat eindigt op 31 december 2006, wordt gecontroleerd door de externe accountant van het fonds.

## ONTWIKKELINGEN

### Macro-economische ontwikkelingen

De macro-economische omgeving voor de aandelenmarkt gaf in het eerste kwartaal van 2006 een beeld te zien dat een logische voortzetting vormde van het voorgaande jaar. De Amerikaanse economie groeit flink door, reden voor de nieuwe voorzitter van de Fed, Bernanke, gewoon door te gaan op de door zijn voorganger Greenspan gevolgde weg van geleidelijke renteverhogingen. De economieën van de eurozone lopen gemiddeld zo'n twee jaar achter in de economische cyclus. De ECB heeft tot nu toe nog amper reden om te verkrappen, niet alleen omdat ook in de eurozone de inflatie laag is, maar vooral omdat de economische groei hier nog maar nauwelijks op gang gekomen is.

Vanaf begin mei werd het sentiment op de markten steeds meer gedomineerd door angst voor een verder oplopende rente in de Verenigde Staten, en de vrees dat dit uiteindelijk zou kunnen leiden tot een harde landing van de economie. Dit leidde tot een forse correctie op aandelen- en ook op obligatiemarkten. Redenen voor deze omslag in het sentiment onder beleggers waren tekenen van een oplopende inflatie en een accelererende economische groei. Dat is een klimaat waarin de Fed wel gedwongen zou worden om door te gaan met het verhogen van de korte rente, daar waar de markt juist aan het anticiperen was op het einde van de periode van monetaire verkrapping. Ook in de eurozone, en zelfs in Japan houden centrale banken hun voet bij de rem. Toch is, zeker in Europa en Japan, nog sprake van een monetair zeer stimulerende omgeving, ofwel geld is nog voldoende goedkoop om consumenten en investeerders aan te moedigen om te besteden. En de cijfers tonen aan dat dat ook gebeurt.

### Effectenmarkten

De eerste vier maanden van 2006 waren uitstekend voor aandelen. Met name de Europese aandelenmarkten deden het prima. Maar na dit voorspoedige begin van 2006 begon in mei bovengenoemde correctie waarin een deel van de winst uit het eerste kwartaal weer werd ingeleverd. De MSCI Wereldindex leverde over de eerste helft van 2006 in en behaalde een resultaat van -1,8 in. De obligatiemarkten deden het zelfs nog slechter: zo bedroeg het rendement op Europese staatsobligaties -2,8%.

## BELEGGINGSBELEID

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.

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 (prijs-, krediet- en liquiditeitsrisico's). Posities in vreemde valuta zullen in principe worden afgedekt.

De smallcap aandelen in Hongkong hebben negatief bijgedragen aan het resultaat over het eerste halfjaar. Nervositeit over de ontwikkeling van de Amerikaanse korte rente heeft altijd een uitvergroot effect op deze markt die, middels de koppeling van de Hongkong dollar aan de Amerikaanse dollar, de facto hetzelfde korterentebeleid heeft als de Verenigde Staten. Het Amerikaanse rentebeleid wordt dus ook toegepast in een economie die veel harder groeit, waardoor de impact van een monetaire maatregel veel duidelijker te voelen is.

De obligaties in de portefeuille hadden per saldo ook last van het negatieve renteklimaat. Het licht negatieve effect van de rentestijging op de obligatiekoersen werd gecompenseerd door de couponrente over deze periode. Nederlandse smallcap aandelen zorgden voor de grootste positieve bijdrage aan het resultaat.

Ter illustratie van het gevoerde beleggingsbeleid belichten wij enkele beleggingen van het fonds.

#### *Nutreco*

Nutreco produceert onder andere diervoeders en fokmateriaal en was tot voor kort eigenaar van zalmkwekerijen. Na het afstoten van enkele verlieslatende activiteiten vond Nutreco de tijd rijp om de zalmkwekerijen te verkopen. Na de aankoop in 1999 van de kwekerijen had Marine Harvest door de marktomstandigheden een moeizame start. Vervolgens steeg de zalmprijs dusdanig dat de verliezen van deze dochtermaatschappij werden omgebogen in winsten. Daar de zalmprijs op een historisch hoogtepunt noteert, heeft Nutreco besloten deze activiteit te verkopen aan de Noorse investeerder Frederiksen. Na de aankondiging van de verkoop van Marine Harvest daalde de aandelenkoers van Nutreco en is het aandeel, naar onze mening, een interessante belegging geworden.

Met de vrijgekomen liquiditeiten wil Nutreco overnames in de diervoedersector financieren. Gezien de lessen uit het verleden van de te dure overnames verwachten wij dat het management secuur en behoudend op het overnamepad zal gaan en dat een deel van de verkoopopbrengst als extra dividend aan de aandeelhouders zal worden uitgekeerd.

#### *Tristate*

Tristate Holding is een in 1970 opgericht textielbedrijf. Tot 2003 heeft Tristate meegedaan met de markttrend, namelijk het maken van grote aantallen kleding van lage kwaliteit. Hierdoor kwamen de marges en de winst onder druk. Tristate heeft vervolgens een ommekeer bewerkstelligd door zich toe te leggen op kleding van hoge kwaliteit voor het middensegment, tegen eerlijke prijzen en met acceptabele korte levertijden. Na het verliesjaar 2003 heeft de onderneming door een strak kostenbeleid over 2004 weer winst gemaakt en het winstniveau van 2002 geëvenaard. Ten opzichte van 2004 is de winst in 2005 verdrievoudigd. Van de omzet wordt 71% afgezet in de Verenigde Staten, 17% in Europa en 12% in Azië. Het grootste deel van de productie is afkomstig uit China en Thailand. De onderneming beschikt over een sterke kaspositie.

Het aandeel noteerde bij aankoop onder de boekwaarde. In 2005 is de dividendbetaling hervat, waarbij het dividendrendement 6% beliep. Dit rendement en de lage koers-winstverhouding maken het aandeel tot een aantrekkelijke positie in de portefeuille.

#### *China Ting*

Sinds 14 december 2005 is China Ting beursgenoteerd. Een klein deel van het belang in portefeuille is verworven ten tijde van de emissie. China Ting maakt kleding en andere textielproducten, hoofdzakelijk van zijde. Van de omzet wordt 82% afgezet in de Verenigde Staten, 5% in Europa en 13% in China. China Ting heeft een omzet van HK\$ 1.849,8 miljoen, waarop een nettomarge van 20% wordt behaald. De onderneming heeft een sterke balans en een sterke cashflow.

Gezien de goede groei van de onderneming en de lage waardering is het aandeel in de portefeuille opgenomen.

#### *Augusta Technologie*

Augusta Technology was aan het eind van de vorige eeuw een goed draaiende onderneming, met name actief op het gebied van druksensoren voor de auto-industrie. Daarnaast leverde het bedrijf hogesnelheidscamera's en had het een IT-divisie die onder andere de software voor de aansturing van de sensoren leverde. Het management was weliswaar tevreden met de bestaande activiteiten, maar zoals zoveel ondernemingen in die tijd meende men echter te moeten groeien. De 'oplossing' die werd gevonden was de aankoop van activiteiten op het gebied van netwerktechnologie die nooit tot een positieve cashflow hebben geleid. Deze aankoop werd gefinancierd met een convertible van € 75 miljoen. Naarmate de aflossingsdatum van de lening naderde, bleek dat aflossing geen optie meer was en is een herstructurering tot stand gekomen. Na deze stap was duidelijk dat de onderneming niet meer failliet zou gaan. Het enige resterende probleem waren de netwerktechnologie-activiteiten die nog steeds handenvol geld kostten, maar gelukkig konden worden verkocht. Van de drie resterende activiteiten zijn er twee aangehouden. De minst winstgevende, de satellietcommunicatiedivisie, is verkocht om met de opbrengst de resterende bankschulden af te lossen.

Tijdens de publicatie van de derdekwartalcijfers van 2005 bleek het resultaat van de herstructurering nog beter dan verwacht, ongetwijfeld ingegeven door klanten die bestellingen hadden uitgesteld uit vrees voor een faillissement. Op dat moment ontstond ook voldoende liquiditeit in het aandeel omdat een aantal oorspronkelijke obligatiehouders van de gelegenheid gebruik maakte om een deel van hun bezit te verkopen. De koers van het aandeel noteerde toen rond € 6. Volgens onze inschatting zou dit een koers-winstverhouding van ongeveer 5 betekenen, waarmee de sterke groei van de kernactiviteit in feite gratis kon worden verkregen.

#### *Aquilo*

Aquilo heeft een rommelige historie als beursfonds, maar is in 2005 veranderd in een (waarschijnlijk) winstgevende onderneming op het gebied van diensten voor verzekeraars (claimmanagement, afhandeling en fraudedetectie, alsmede reparatieservices voor auto's waarop geclaimd wordt). Deze nieuwe activiteiten zijn begin 2005 in de onderneming ingebracht en ook van vers management voorzien. De oude activiteit is in december verkocht. Daarnaast is Aquilo nog wat kleinere services aan het ontwikkelen die zich rondom de eerder genoemde diensten voor verzekeraars afspelen.

Een onderneming met een dergelijk korte historie laat zich lastig analyseren. Als enige maatstaf komt ons inziens de koers-omzetverhouding in aanmerking. Op basis van een ondernemingswaarde van bijna GBP 5 miljoen en een verwachte omzet van GBP 24 miljoen levert dat een verhouding van bijna 21 op. Dat is behoorlijk laag en impliceert supermarktmarges zonder al te veel groei. De nieuwe activiteiten lijken duidelijk toegevoegde waarde te hebben, hoewel het moeilijk is om daar een precieze schatting van te maken. Als de nettomarge echter boven de 2% uitkomt dan kopen wij de onderneming op een k/w van 10. Dat lijkt ruim haalbaar en is niet in strijd met de rooskleurige vooruitzichten die het, naar onze mening, uitstekende management uitspreekt. Daarnaast handelt de meest vergelijkbare onderneming (Charles Taylor) op 1,85 maal de omzet, ofwel een 9 keer zo hoge waardering.

#### *Ardagh 8,875% 2013*

Ardagh produceert glazen flessen voor de Britse markt. Ardagh is daar de grootste speler in de voedsel- en drankverpakkingsmarkt met een geschat marktaandeel van ongeveer 50%. Vraag en aanbod op deze markt waren in balans totdat de hypermoderne nieuwe fabriek van concurrent Quinn vorig jaar van start ging. Hierdoor is de marktcapaciteit met een kleine twintig procent gestegen, wat leidde tot margedruk in de sector.

Als direct gevolg hiervan zijn de koersen van de obligaties van Ardagh onder druk komen te staan. De onbalans in de markt zal naar verwachting door aanzuigende werking van extra afzetmogelijkheden niet langer duren dan 2007. Ardagh beschikt over een dusdanige balans en kredietfaciliteiten dat zij in de tussentijd niet in de financiële problemen zal komen. Van de onrust in de markt is gebruik gemaakt en is een belang in de portefeuille genomen op een aantrekkelijk effectief rendement van 11%.

## VOORUITZICHTEN

Wij handhaven onze positieve visie op de aandelenmarkt. Het sentiment voor wereldwijde aandelenmarkten zal – zoals vrijwel altijd – gedomineerd worden door de stand van de Amerikaanse economie en de stemming op de Amerikaanse aandelenmarkten. Wij geloven dat de inflatie binnen de perken zal blijven en dat de Amerikaanse economie in de tweede helft van dit jaar een gezonde afkoeling zal ondergaan, zonder dat er echter sprake zal zijn van een recessie. De arbeidsmarkt ligt er gezond bij, wat een voorwaarde voor een blijvend goed niveau van consumptieve bestedingen is. De stijgende rente heeft zijn effect op de Amerikaanse huizenmarkt niet gemist: er is een forse terugval in constructieactiviteiten te constateren. Dat is gunstig, want juist die oververhitte huizenmarkt was een van de grotere zorgen voor de Fed.

Wij houden vast aan onze verwachting dat het einde van de reeks renteverhogingen door de Fed in zicht is. Het meest belangrijk zijn echter de vooruitzichten voor bedrijfswinsten. Die zijn over een breed front nog steeds goed te noemen. Zoals het Value-beleggers betaamt, hebben wij de koersdalingen in de afgelopen periode benut om aantrekkelijk gewaardeerde aandelen op te nemen en bestaande posities uit te breiden.

## RESULTATEN

De intrinsieke waarde per participatie steeg in de verslagperiode van € 30,08 tot € 31,34. Inclusief herbelegging van de winstuitkering kwam het rendement over de verslagperiode uit op 5,3%.

Op 12 juni 2006 is een eerste winstuitkering van € 0,32 per participatie gedaan.

Het nettorendement (inclusief herbelegging van de winstuitkering) komt sinds de start van de activiteiten in oktober 2005 uit op 5,6%.

## CORPORATE GOVERNANCE

VPV Value Fund is uitgezonderd van verplichte toepassing van de bepalingen die in de Nederlandse corporate governance code zijn opgenomen.

Als institutionele belegger conformeert het fonds zich overigens wel aan de in de code opgenomen bepaling omtrent de aanwijzingen met betrekking tot het stemgedrag tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders van ondernemingen, waarin het fonds belegt. Per onderneming waarin is belegd zal worden bepaald of gebruik wordt gemaakt van het stemrecht als aandeelhouder. Deze afweging zal vooral zijn gebaseerd op de omvang van het gehouden belang.

## OVERIGE ONTWIKKELINGEN

Met ingang van 1 september 2005 zijn de gewijzigde Wet toezicht beleggingsinstellingen en het Besluit toezicht beleggingsinstellingen 2005 van kracht. De wijzigingen zijn doorgevoerd met het oog op de modernisering van de wet en de implementatie van een tweetal Europese richtlijnen.

De belangrijkste wijziging is dat een vergunning aan de beheerder wordt verleend, waardoor het voor beheerders gemakkelijker wordt om nieuwe fondsen onder de bestaande vergunning op te richten.

De eisen die aan de administratieve organisatie en interne beheersing van een beleggingsinstelling en de beheerder worden gesteld, zijn verder aangescherpt. Voorts zullen in het prospectus en het (half)jaarverslag meer gegevens dan voorheen worden opgenomen.

De beheerder van het fonds heeft een vergunningaanvraag ingediend, welke per 30 juni 2006 nog bij de Autoriteit Financiële Markten in behandeling is. Totdat op de vergunningaanvraag is beslist blijven op grond van de overgangsregeling de oude (tot 1 september 2005 geldende) wettelijke bepalingen nog van toepassing, waaronder die voor het opstellen van het halfjaarverslag.

	30-06-06	31-12-05
<b>ACTIVA</b>		
<b>Beleggingen</b>		
Aandelen	25.424	13.994
Obligaties	11.900	8.435
	<b>37.324</b>	<b>22.429</b>
<b>Vorderingen</b>		
Overige vorderingen en overlopende activa	633	188
<b>Overige activa</b>		
Liquide middelen	1.517	2.478
	<b>39.474</b>	<b>25.095</b>
<b>PASSIVA</b>		
<b>Fondsvermogen</b>		
	39.059	24.689
<b>Kortlopende schulden</b>		
Overige schulden en overlopende passiva	415	406
	<b>39.474</b>	<b>25.095</b>

WINST-EN-VERLIESREKENING (IN €1.000)

	01-01-06 tm 30-06-06	01-10-05 tm 31-12-05
<b>Opbrengsten uit beleggingen</b>		
Rente	298	83
Dividend	474	53
	<b>772</b>	<b>136</b>
<b>Waardeveranderingen van beleggingen</b>		
Gerealiseerd	764	12
Niet-gerealiseerd	124	272
	<b>888</b>	<b>284</b>
<b>Totaal opbrengsten</b>	<b>1.660</b>	<b>420</b>
<b>Kosten</b>		
Beheerkosten vast	277	93
Overige bedrijfskosten	97	93
	<b>-374</b>	<b>-186</b>
<b>Resultaat voor belastingen</b>	<b>1.286</b>	<b>234</b>
<b>Belastingen</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Resultaat na belastingen</b>	<b>1.286</b>	<b>234</b>

# KASSTROOMOVERZICHT (IN €1.000)

volgens de directe methode

	01-01-06 tm 30-06-06	01-10-05 tm 31-12-05
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>		
Aankopen van beleggingen	-18.727	-22.166
Verkopen van beleggingen	4.338	143
Ontvangen netto-dividenden	421	43
Obligatie- en bankrente	286	-94
Betaalde beheer- en overige kosten	-254	-108
	<b>-13.936</b>	<b>-22.182</b>
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>		
Ontvangen/betaald bij		
(her)plaatsing/inkoop participaties	13.268	24.660
Uitkering aan participanten	-293	0
	<b>12.975</b>	<b>24.660</b>
<b>Mutatie geldmiddelen</b>	<b>-961</b>	<b>2.478</b>
Geldmiddelen begin verslagperiode	2.478	0
Geldmiddelen einde verslagperiode	1.517	2.478
<b>Mutatie verslagperiode</b>	<b>-961</b>	<b>2.478</b>

## ALGEMEEN

VPV Value Fund is een besloten fonds voor gemene rekening met een (semi) 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.

## WAARDERINGSGRONDSLAGEN

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

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

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

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

## GRONDSLAGEN VOOR DE RESULTAATBEPALING

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

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

De contante dividenden worden verantwoord op datum van vaststelling.

Kosten worden in de winst-en-verliesrekening verantwoord, met uitzondering van de transactiekosten die worden gemaakt bij de aankoop en verkoop van beleggingen. Deze transactiekosten worden opgenomen in de kostprijs respectievelijk verkoopopbrengst van de betreffende beleggingen.

De kostenvergoeding welke bij plaatsing en inkoop van participaties is begrepen in de koers van uitgifte respectievelijk inkoop, wordt verantwoord in de winst-en-verliesrekening ter dekking van de kosten samenhangend met de uitgifte en inkoop.

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

**KASSTROOMOVERZICHT**

Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de directe methode. Middels het kasstroomoverzicht wordt een overzicht gegeven van de geldmiddelen die in de verslagperiode beschikbaar zijn gekomen en de wijze van aanwending van deze geldmiddelen. Onder geldmiddelen wordt verstaan de tegoeden op bankrekeningen verminderd met eventuele tijdelijke kortlopende schulden aan kredietinstellingen.

In de balans en winst-en-verliesrekening zijn nog te ontvangen en nog te betalen posten opgenomen, welke in de verslagperiode niet tot een kasstroom hebben geleid. Hierdoor ontstaan (tijdelijke) verschillen tussen posten in het kasstroomoverzicht enerzijds en posten in de winst-en-verliesrekening en mutatieoverzichten van activa en passiva anderzijds.

**TOELICHTING OP DE BALANS EN WINST-EN-VERLIESREKENING****Beleggingen**

Op bladzijde 16 t/m 18 is een specificatie van de beleggingsportefeuille opgenomen.

De afgeleide financiële instrumenten per 30 juni 2006 betreffen valutatermijncontracten, welke als volgt zijn te specificeren:

Koop	Afwikkelings- datum	Contract- koers		Verkoop
EUR 1.227.000	17-01-2007	1,54845	CHF	1.900.000
EUR 7.137.000	17-01-2007	0,69635	GBP	4.970.000
EUR 9.925.000	17-01-2007	1,29875	USD	12.890.000

**Liquide middelen**

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

**Fondsvermogen**

Mutaties in de verslagperiode:

	01-01-06 t/m 30-06-06	01-10-05 t/m 31-12-05
<b>Fondsvermogen</b>		
Stand begin verslagperiode	24.689.000	0
(Her)uitgifte participaties	14.586.000	25.057.000
Inkoop participaties	-1.112.000	-602.000
Uitkering aan participanten	-390.000	0
Resultaat verslagperiode	1.286.000	234.000
<b>Stand einde verslagperiode</b>	<b>39.059.000</b>	<b>24.689.000</b>
<b>Aantallen participaties</b>		
Stand begin verslagperiode	820.816	0
(Her)uitgifte participaties	457.539	841.042
Inkoop participaties	-32.043	-20.226
<b>Stand einde verslagperiode</b>	<b>1.246.312</b>	<b>820.816</b>

De intrinsieke waarde per participatie bedraagt per 30 juni 2006 € 31,34 (per 31 december 2005 € 30,08).

## Kosten

### Overige bedrijfskosten

De overige bedrijfskosten bestaan uit de beloning voor de raad van toezicht, accountantskosten, kosten van de toezichthouder (Autoriteit Financiële Markten), fiscale en juridische adviezen, advertenties, drukwerk, bewaarloon, vergaderingen etc.

Het fonds heeft geen personeel in dienst.

### Expense ratio

De expense ratio of kostenratio kwam over de eerste zes maanden van 2006 uit op 1,12.

De expense ratio wordt berekend door de kosten te delen door de gemiddelde intrinsieke waarde gedurende de verslagperiode. 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 over het eerste halfjaar 2006 bedraagt € 33.237.000.

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. De transactiekosten bedroegen in 2006 gemiddeld 0,4% van de transactiewaarde.

## Gelieerde partijen en uitbesteding kerntaken

- Het beheer van het fonds wordt gevoerd door Veer Palthe Voûte (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 'beheerkosten' 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%. Over de verslagperiode is het fonds geen variabele vergoeding verschuldigd.
- Tussenpersonen, waaronder Veer Palthe Voûte (VPV) NV, kunnen een plaatsingsvergoeding ontvangen voor bij beleggers geplaatste participaties. Over de verslagperiode bedraagt de vergoeding € 116.000.
- Veer Palthe Voûte (VPV) NV treedt op als bankier van het fonds. Voor de rekening-courant gelden markt-conforme voorwaarden.
- Stichting Beleggersgiro VPV-fondsen onderhoudt het aandelengirosysteem van het fonds.
- De administratie van het fonds geschiedt door Veer Palthe Voûte (VPV) NV, waarvoor geen separate vergoeding wordt betaald.
- Administratiekantoor van De Twentsche Trust-Maatschappij BV treedt op als bewaarbedrijf van de door het fonds gehouden beleggingen. De vergoeding bedraagt 0,08% over de vermogenswaarde van het fonds, met een minimum van € 6.500.

## Grote beleggers

Stichting Beleggersgiro VPV-fondsen kan worden aangemerkt als een grote belegger zoals bedoeld in het Besluit toezicht beleggingsinstellingen. In de verslagperiode hebben geen op grond van artikel 21 Btb te vermelden transacties plaatsgevonden.

Gouda, 15 augustus 2006

De beheerder,  
Veer Palthe Voûte (VPV) NV

# BELEGGINGSPORTEFEUILLE PER 30 JUNI 2006

Fondsnaam	Valuta	Aantal/ nominale waarde	Koers in €	Marktwaaarde in €	%*
<b>AADELEN</b>					
<b>Bermuda</b>					
Ocean Wilsons Holdings	GBP	61.800	5,53	341.547	0,9
Tristate Holdings	HKD	738.000	0,37	274.662	0,7
				<b>616.209</b>	<b>1,6</b>
<b>Duitsland</b>					
AUGUSTA Technologie	EUR	83.830	13,83	1.159.369	3,0
				<b>1.159.369</b>	<b>3,0</b>
<b>Groot-Brittannië</b>					
Abbeycrest	GBP	650.000	0,30	197.226	0,5
Aquilo	GBP	29.419.843	0,02	722.638	1,9
Biocompatibles International	GBP	128.207	2,66	340.848	0,9
Chesnara	GBP	92.170	2,59	238.382	0,6
Corporate Services Group	GBP	4.142.920	0,13	550.115	1,4
Invox	GBP	600.000	0,43	255.743	0,7
Mallett	GBP	112.000	3,49	390.811	1,0
Novae Group	GBP	1.009.288	0,39	397.386	1,0
Tennants Consolidated ordinary shares	GBP	31.338	6,50	203.758	0,5
Tennants Consolidated ordinary shares A	GBP	35.096	6,50	228.192	0,6
UK Coal	GBP	227.934	2,40	546.699	1,4
Overige fondsen	GBP			3.550	0,0
				<b>4.075.348</b>	<b>10,5</b>
<b>Hongkong</b>					
Arts Optical International	HKD	1.796.000	0,23	409.236	1,0
China Ting Group	HKD	2.956.000	0,19	571.772	1,4
Fairwood Holdings	HKD	422.000	0,66	277.786	0,7
High Fashion International	HKD	2.477.000	0,15	376.272	1,0
Hung Hing Printing Group	HKD	426.000	0,47	200.608	0,5
Keck Seng Investments	HKD	1.556.000	0,24	374.247	1,0
Lai Fung Holdings	HKD	15.729.464	0,03	533.634	1,4
Le Saunda Holdings	HKD	4.966.000	0,11	563.261	1,4
Matrix Holdings	HKD	1.876.000	0,22	403.717	1,0
Raymond Industrial	HKD	1.322.000	0,18	242.323	0,6
Shenzhou International Group Holdings	HKD	1.265.000	0,33	413.148	1,1
Tack Fat Group International.	HKD	4.424.000	0,11	465.944	1,2
Techtronic Industries	HKD	226.500	1,06	240.848	0,6
Top Form International	HKD	4.841.000	0,14	671.646	1,7
Tungtex Holdings	HKD	1.917.000	0,19	357.211	1,0
Wing On	HKD	264.500	1,33	350.899	0,9
Yip's Chemical Holdings	HKD	1.496.000	0,29	427.991	1,1
Overige fondsen	HKD			1.422.088	3,6
				<b>8.302.631</b>	<b>21,2</b>
<b>Kaaiman eilanden</b>					
Art Textile technology	HKD	7.360.000	0,05	350.316	0,9
Moiselle International	HKD	2.000.000	0,20	403.058	1,0
Sierra Madre Fund 07-08-2039	USD	1.000	747,27	747.267	1,9
				<b>1.500.641</b>	<b>3,8</b>

\* van het fondsvermogen

Fondsnaam	Valuta	Aantal/ nominale waarde	Koers in €	Marktwaaarde in €	%*
<b>Nederland</b>					
ABN Amro	EUR	34.801	21,39	744.393	1,9
Ahold	EUR	33.250	6,79	225.768	0,6
Athlon Holding	EUR	13.405	30,21	404.965	1,0
Baan Company	EUR	111.475	1,92	214.032	0,5
Batenburg Beheer	EUR	6.608	49,60	327.757	0,8
Beter Bed Holding	EUR	26.072	19,62	511.533	1,3
Crown van Gelder (CVG)	EUR	11.252	18,53	208.500	0,5
Econosto	EUR	67.789	4,57	309.796	0,8
Fortis	EUR	34.791	26,67	927.876	2,4
ING Groep	EUR	25.365	30,73	779.466	2,0
Macintosh Retail Group	EUR	14.010	26,08	365.381	0,9
Nutreco Holding	EUR	4.093	50,10	205.059	0,5
Nedap	EUR	8.970	28,90	259.233	0,7
Samas-Groep	EUR	56.392	8,23	464.106	1,2
Smit Internationale	EUR	13.733	55,00	755.315	2,0
TKH Group	EUR	8.072	48,75	393.510	1,0
Univar	EUR	12.140	37,05	449.787	1,2
Vastned Offices/Industrial	EUR	43.712	27,50	1.202.080	3,1
Overige fondsen	EUR			671.730	1,7
				<b>9.420.287</b>	<b>24,1</b>
<b>Maleisië</b>					
Public Bank	MYR	247.900	1,36	336.979	0,9
Overige fondsen	MYR			11.965	0,0
				<b>348.944</b>	<b>0,9</b>
<b>Totaal aandelen</b>				<b>25.423.429</b>	<b>65,1</b>
<b>OBLIGATIES (koers in procenten)</b>					
<b>Denemarken</b>					
10,8% TK Development 13-12-2006	DKK	1.750.000	99,00	232.263	0,6
Overige fondsen	DKK			3.469	0,0
				<b>235.732</b>	<b>0,6</b>
<b>Duitsland</b>					
8,75% Iesy Respository 15-02-2015	EUR	757.000	91,25	690.763	1,7
Overige fondsen	USD			109.242	0,3
Overige fondsen	EUR			31.377	0,1
				<b>831.382</b>	<b>2,1</b>
<b>Groot-Brittannië</b>					
8% Aquilo Conv 20-06-2010	GBP	250.000	100,00	361.219	0,9
10% Corporate Services Group 29-04-2011	GBP	213.300	104,00	320.520	0,8
2,3% FCE Bank 15-03-2007	EUR	250.000	97,70	244.243	0,6
4,15% FCE Bank 15-09-2008	EUR	250.000	94,17	235.435	0,6
7,71% London Exhib Centre 25-11-2015	GBP	429.000	85,00	526.875	1,4
7% Novae Group Conv 15-12-2008	GBP	288.000	96,00	399.480	1,0
8,5% Proventec Conv Notes 24-08-2012	GBP	382.000	100,00	551.943	1,4
Overige fondsen	GBP			141.792	0,4
				<b>2.781.507</b>	<b>7,1</b>
<b>Hongkong</b>					
Overige fondsen	CHF			104.015	0,3
				<b>104.015</b>	<b>0,3</b>

## BELEGGINGSPORTEFEUILLE PER 30 JUNI 2006

Fondsnaam	Valuta	Aantal/ nominale waarde	Koers in €	Marktwaaarde in €	%*
<b>Ierland</b>					
8,875% Ardagh Glass Finance 01-07-2013	EUR	511.000	88,15	450.447	1,2
9,875% Waterford Wedgwood 01-12-2010	EUR	671.900	87,50	587.913	1,5
				<b>1.038.360</b>	<b>2,7</b>
<b>Luxemburg</b>					
7% Arena Finance 15-06-2006	EUR	539.000	80,00	431.200	1,1
6,625% Del Monte Finance 24-05-2006	EUR	1.618.300	80,50	1.302.732	3,3
11,375% Teksid Aluminium Lux 15-7-2011	EUR	865.600	71,63	619.986	1,6
				<b>2.353.918</b>	<b>6,0</b>
<b>Nederland</b>					
0% Cirio del Monte 14-03-2005	EUR	603.000	61,50	370.845	1,0
7,75% Cirio del Monte 14-03-2005	EUR	1.160.000	62,00	719.200	1,8
6,35% Econocsto Conv 05-06-2010	EUR	1.505.000	41,85	629.843	1,6
3,9% GMAC 15-04-2007	EUR	226.000	98,57	222.768	0,6
4% GMAC International.Finance 15-06-2007	EUR	337.000	98,31	331.305	0,8
5,75% KLM 15-05-2049	CHF	655.000	98,95	413.554	1,1
10% KPNQWEST Conv 15-03-2012	EUR	8.000.000	3,00	240.000	0,6
Overige fondsen	EUR			87.336	0,2
				<b>3.014.851</b>	<b>7,7</b>
<b>Polen</b>					
Overige fondsen	EUR			34.905	0,1
				<b>34.905</b>	<b>0,1</b>
<b>Thailand</b>					
Overige fondsen	CHF			75.498	0,2
				<b>75.498</b>	<b>0,2</b>
<b>Verenigde Staten van Amerika</b>					
Stanfield Carrera Float 15-03-2015	USD	402.000	77,00	243.483	0,6
				<b>243.483</b>	<b>0,6</b>
<b>Zwitserland</b>					
4,375% S-Air Group Fin. 08-06-2006	EUR	2.386.000	22,00	524.920	1,4
Swisslog Conv Multi Cpn 31-12-2009	CHF	1.000.000	94,95	605.858	1,6
Overige fondsen	EUR			55.880	0,1
				<b>1.186.658</b>	<b>3,1</b>
<b>Totaal obligaties</b>				<b>11.900.309</b>	<b>30,5</b>
<b>TOTAAL PORTEFEUILLE</b>				<b>37.323.738</b>	<b>95,6</b>
<b>Gehanteerde valutakoersen en valutaire verdeling:</b>					
EUR					47,0
HKD		9,8745			23,8
GBP		0,6921			17,3
CHF		1,5672			3,2
USD		1,2713			2,8
DKK		7,4592			0,6
MYR		4,6174			0,9
					<b>95,6</b>

Individuele beleggingen kleiner dan 0,5% van het fondsvermogen zijn samengevoegd opgenomen in de post Overige fondsen.

## **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**

Veer Palthe Voûte (VPV) NV  
Oosthaven 52  
2801 PE Gouda

## **RAAD VAN TOEZICHT**

Drs. G. de Bruin, voorzitter  
Drs. A.J. van Oostveen, vice-voorzitter  
Drs. D. de Jong

## **BEWAARDER**

Administratiekantoor van De Twentsche Trust-Maatschappij BV  
Strawinskylaan 3105  
1077 ZX Amsterdam

## **JURIDISCH ADVISEUR**

Loyens & Loeff NV  
Fred. Roeskestraat 100  
1076 ED Amsterdam

## **FISCAAL ADVISEUR**

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

## **ACCOUNTANT**

Deloitte Accountants BV  
Orlyplein 50  
1043 DP Amsterdam

## **BANK**

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