

PROFIELSCHETS	2
KERNCIJFERS	3
PREADVIES	4
VERSLAG VAN DE BEHEERDER	6
Ontwikkelingen	6
Beleggingsbeleid	7
Resultaten	10
Vooruitzichten 2009	11
Corporate governance	12
Verklaring beheerder	12
JAARREKENING	13
Balans per 31 december 2008	13
Winst-en-verliesrekening over 2008	14
Kasstroomoverzicht over 2008	15
Toelichting	16
Beleggingsportefeuille per 31 december 2008	23
OVERIGE GEGEVENS	25
Resultaatbestemming	25
Belangen beheerder	25
Accountantsverklaring	26
ADRESGEGEVENS	28

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

Dresdner VPV Value Fund is een open-end beleggingsinstelling. Dit betekent dat het fonds, behoudens bijzondere omstandigheden, op elke beursdag participaties uitgeeft en inkoop. Toetreding tot en uittreding uit het fonds is uitsluitend mogelijk onder de in het prospectus van het fonds genoemde voorwaarden.

FONDSKARAKTERISTIEKEN

Startdatum	1 oktober 2005
Structuur uitgifte en inkoop	Open-end
Gevestigd te	Gouda
Beursnotering	Nee
Benchmark	Geen
Winstuitkering	Twee keer per jaar op basis van intrinsieke waarde begin boekjaar
Beheerder	Dresdner VPV NV
Beheervergoeding	0,375% per kwartaal
Performance fee	10% van de performance boven 10% ¹

GEMIDDELD RENDEMENT PER JAAR

• 1 jaar	-50,8%
• 3 jaar	-18,3%
• 5 jaar	-
• Sinds de start van het fonds	-16,9%

¹ Zie voor een nadere uitleg het officiële prospectus van het fonds.

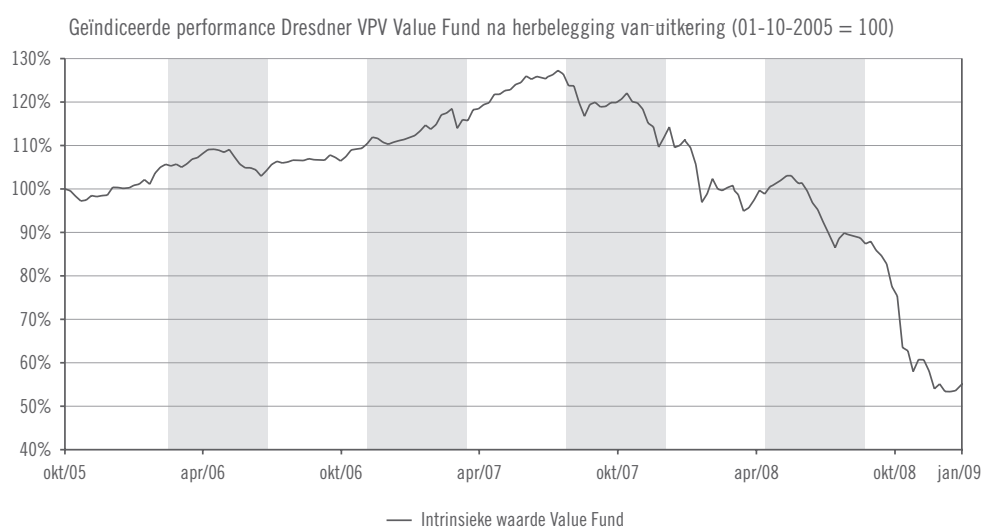
De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst. De beheerder beschikt over een vergunning als bedoeld in artikel 2:65 Wft. Dresdner VPV Value Fund is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten.

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

KERNCIJFERS

	2008	2007	2006
Fondsvermogen in € (ultimo)	33.862.000	76.624.000	49.493.000
Uitkering per participatie in €	1,37	1,37	1,32
Aantal uitstaande participaties (ultimo)	2.415.394	2.496.369	1.543.126
Intrinsieke waarde per participatie in € (ultimo)	14,02	30,69	32,07
Rendement	-50,8%	-2,7%	11,1%
Expense ratio	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.



Hierbij presenteren wij u het financieel verslag over 2008 van Dresdner VPV Value Fund. In overeenstemming met de statuten 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. G. de Bruin is in de participantenvergadering van 24 april 2008 afgetreden als 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 G.M.P.M. van Berkel is bereid gevonden de ontstane vacature te vervullen en is op 24 april 2008 door de participanten benoemd tot lid van de raad van toezicht. De heer Van Berkel was voorheen lid van de raad van bestuur van Bank Sarasin & Cie. De heer De Jong heeft het voorzitterschap van de raad van toezicht op zich genomen.

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

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 gecontroleerd door Deloitte Accountants BV. Voor de uitkomsten van de controle verwijzen wij naar de accountantsverklaring die is opgenomen onder de overige gegevens op pagina 26 en 27 van dit jaarverslag.

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

Gouda, 8 april 2009

De raad van toezicht,

Drs. D. de Jong, voorzitter

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

G.M.P.M. van Berkel

Drs. D. de Jong (1954) is voorzitter van de raad van 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;
- Voorzitter raad van commissarissen van Dresdner VPV European Value Fund NV, Dresdner VPV Income Fund NV en Phoenix Fund NV;
- Lid raad van commissarissen van Delta Deelnemingen Fonds NV.

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

Overige commissariaten/nevenfuncties zijn o.a.:

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

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

ONTWIKKELINGEN

Macro-economische ontwikkelingen

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

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

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

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

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

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

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

Financiële markten

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

BELEGGINGSBELEID

Algemeen

Dresdner VPV 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.

Prijrisico

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).

Dresdner VPV Value Fund tracht deze risico's te beheersen door de beleggingsportefeuille over verschillende uitgevende instellingen te spreiden, (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 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 handelbaarheid 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 2008

	Land	Belang
The Paragon Group of Companies	Groot-Brittannië	5,1%
NIBC	Nederland	4,9%
Smit Internationale	Nederland	4,5%
GMAC	Canada/Nederland	4,0%
lesy Repository	Duitsland	3,7%

Uitvoering

Evenals in voorgaande jaren is het beleggingsbeleid in 2008 vanuit de lange termijn 'buy and hold' value filosofie ingevuld. Dit betekent dat is gezocht naar ondergewaardeerde bedrijven met een solide balans, een gezonde kasstroom, een sterke globale of lokale marktpositie met houdbare stevige marges en een katalysator om de onderwaardering te doen verdwijnen. Gegeven de uitzonderlijke ontwikkelingen die zich in het afgelopen jaar hebben voorgedaan, alsmede de in korte tijd sterk veranderde risico-rendementverhoudingen van de diverse beleggingscategorieën is Dresdner VPV Value Fund overwogen in bedrijfsobligaties.

Gedurende het jaar is de weging van bancaire aandelen verlaagd ten gunste van obligaties en convertibles van banken, waaronder Fortis, Paragon, FCE bank, GMAC, Scottish Mutual en NIBC. De hoge rendementsverwachting, de hogere positie in de kapitaalstructuur, de onderliggende waarde die nog steeds in de meeste ondernemingen aanwezig is en in diverse gevallen impliciete overheidsgaranties waren de belangrijkste redenen voor deze wijziging. Ongelukkig is hierbij vooral de keuze voor Fortis geweest. Nadat de aandelen zijn verkocht, is de weging in de zogenaamde Fortis Cashes vergroot. De Fortis Cashes is een eeuwigdurende achtergestelde convertible, waarbij de uitkering van de kwartaalcoupon niet mag worden overgeslagen. De debiteur van de Cashes is Fortis Bank België. De opdeling van Fortis is ontaard in een juridisch steekspel, waarvan de uiteindelijke uitkomst nog onduidelijk is. De consequenties hiervan zijn voor de Fortis Cashes eveneens onduidelijk, wat ook in de koers tot uiting komt.

De weging in obligaties van kabelmaatschappijen is verhoogd. Deze sector staat te boek als defensief met relatief stabiele inkomsten. Het onderpand in de vorm van kabelnetwerken en klantenbestanden zorgt doorgaans voor een voldoende ruim onderpand voor de obligaties.

Verder zijn enkele nieuwe namen aan de portefeuille toegevoegd, zoals de perpetuele lening van Scottish Mutual. Deze in goede financiële gezondheid verkerende levensverzekeraar accepteert geen nieuwe klanten meer, waardoor de bestaande portefeuille, die vooral uit kwalitatief sterke leningen bestaat, krimpt. Naar verwachting zal de nieuwe eigenaar van de onderneming deze obligatielening vervroegd aflossen, omdat dit een relatief dure financieringsbron is.

Recent is ook een convertible van Swiss Re in portefeuille genomen. Swiss Re is 's werelds grootste herverzekeraar en moet gezien de solide balans in staat worden geacht om de

financiële crisis te kunnen doorstaan. Aangezien de conversiekoers ver boven de huidige beurskoers noteert, heeft deze convertible meer het karakter van een obligatie. Aflossing a pari levert een rendement van ruim 12% op, met daarbij feitelijk nog een out-of-the-money optie mocht de koers van het aandeel boven de conversiekoers geraken.

Dat onderwaardering betrekkelijk is, is dit jaar eens te meer duidelijk geworden. Dit geldt vooral voor aandelen van kleine en middelgrote ondernemingen in Nederland, het Verenigd Koninkrijk en Hongkong. In Hongkong zijn al diverse bedrijven te vinden waarvan de kaspositie alleen al groter is dan de beurswaarde. In het afgelopen jaar zijn we doorgedaan met het uitbreiden van in onze ogen ten onrechte sterk afgestrafte posities. Voorwaarde is wel dat de operationele gang van zaken nog altijd naar behoren is, zoals dit bij ondermeer Keck Seng en Shenzhou het geval is.

Enkele namen in portefeuille zijn in het afgelopen jaar serieus kandidaat geweest om te worden overgenomen, zoals onder meer Smit Internationale, Concordia Bus en Paragon. Om diverse redenen zijn de overnames uiteindelijk niet doorgedaan, waarop de koersen sterk zijn teruggevallen. Fundamenteel blijven wij van mening dat de aandelen van deze ondernemingen sterk ondergewaardeerd zijn.

Ten slotte zijn de aandelen van veel grote ondernemingen inmiddels aantrekkelijk geprijsd. Vooral de grote olieconcerns zijn momenteel niet hoog gewaardeerd en draaien operationeel uitstekend. Hoewel de olieprijs in het afgelopen halfjaar een bijzonder sterke daling heeft laten zien, de concurrentie van niet-westerse staatsolieconcerns is toegenomen en het steeds moeilijker is geworden om nieuwe olievelden te ontdekken en te ontginnen, staan deze ondernemingen er nog altijd goed voor. De balansen zijn ijzersterk met relatief weinig schulden, de winsten zijn hoog en olie(producten) zijn nog steeds onmisbaar voor onze dagelijkse activiteiten. In de portefeuille van Dresdner VPV Value Fund zijn flinke posities opgebouwd in Royal Dutch Shell, BP Amoco en Repsol.

Valutare verdeling van de portefeuille (inclusief dekkingstransacties)

		31-12-08	31-12-07
Euro	EUR	98,2%	99,1%
Hongkongse dollar	HKD	22,0%	21,5%
Singaporese dollar	SGD	0,8%	1,2%
Maleisische ringgit	MYR	0,3%	0,3%
Engelse pond	GBP	0,2%	-1,1%
Zwitserse franc	CHF	0,1%	2,4%
Zweedse kroon	SEK	0,0%	-0,1%
Amerikaanse dollar	USD	-21,6%	-23,3%
		100%	100%

RESULTATEN

De intrinsieke waarde van de participatie Dresdner VPV Value Fund bedroeg per 31 december 2008 € 14,02 en per 31 december 2007 € 30,69. Inclusief herbelegging van de winstuitkering daalde de intrinsieke waarde per participatie met 50,8%. Sinds de start van het fonds in de tweede helft van 2005 bedraagt het totaalrendement op jaarbasis -16,9%.

Het aantal participaties daalde per saldo met 3,2% van 2.496.369 per 31 december 2007 tot 2.415.394 per 31 december 2008. Door de inkoop van participaties en het verlies over het verslagjaar daalde het fondsvermogen van € 76,6 miljoen naar € 33,9 miljoen.

Resultaat per participatie (in €1)				
	2008	2007	2006	2005 ¹
Inkomsten	1,51	1,80	1,48	0,19
Waardeveranderingen van beleggingen	-16,43	-2,48	2,23	0,40
Kosten	-0,40	-0,61	-0,69	-0,26
Nettoresultaat per participatie	-15,32	-1,29	3,02	0,33

¹ 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.

VOORUITZICHTEN 2009

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

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

Het is onzeker hoe lang en in welke mate de financiële markten nog in de greep zullen zijn van de kredietcrisis. Gedwongen verkopen van financiële instrumenten en besmettingsgevaar van andere delen van de financiële sector vallen door de nauwe verwevenheid niet uit te sluiten. De omvangrijke steunmaatregelen hebben voorsnog niet helemaal het gewenste effect opgeleverd. Daarbij komt nog dat onduidelijk is hoe de overheidsinmenging in de financiële sector weer zal worden teruggedraaid. Op korte termijn mag hiervan niet teveel worden verwacht en een duidelijk exit plan bestaat voorsnog niet. Verder bestaat het risico dat overheden onder druk van de recessie protectionistische maatregelen gaan nemen, die de neerwaartse spiraal in de reële economie versterken. Belangrijk is dat de marktwerking gewaarborgd blijft en dat politieke motieven op de achtergrond blijven. Al met al vallen verdere neerwaartse risico's niet uit te sluiten.

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

In de huidige onzekere markt zijn vooral onder bedrijfsobligaties goede kansen te vinden. De rendementen liggen thans zelfs boven het rendement dat historisch gezien op aandelen mag worden verwacht, terwijl van de hogere positie van obligaties in de kapitaalstructuur meer zekerheid mag worden verwacht dan van aandelen. Voor de langetermijnbelegger biedt de huidige markt eveneens de kans om sterk ondergewaardeerde aandelen van gezonde bedrijven tegen lage koersen op te pakken. Van belang is wel om te gaan voor solide gefinancierde bedrijven met een sterke marktpositie, een positieve kasstroom en een substantieel dividendrendement.

CORPORATE GOVERNANCE

Dresdner VPV Value Fund is uitgezonderd van verplichte toepassing van de bepalingen die in de Nederlandse corporate governance code zijn opgenomen. Als institutionele belegger houdt Dresdner VPV Value Fund zich wel aan de principes en best practice bepalingen die in deze code specifiek voor institutionele beleggers zijn opgenomen. Deze bepalingen hebben betrekking op het uitoefenen van het stemrecht op de aandelen in portefeuille.

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

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

VERKLARING BEHEERDER

Wij beschikken over een beschrijving van de bedrijfsvoering, die voldoet aan de eisen van de Wet op het financieel toezicht en het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen (Bgfo). Wij hebben gedurende het afgelopen boekjaar verschillende aspecten van de bedrijfsvoering beoordeeld, onder meer op basis van de bevindingen van zowel de interne als de externe accountant, de (management)informatie en eigen waarnemingen. Bij onze werkzaamheden hebben wij geen constatering gedaan op grond waarvan zou moeten worden geconcludeerd dat de beschrijving van de inrichting van de bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 121 van het Bgfo niet voldoet aan de vereisten zoals opgenomen in dit Besluit en daaraan gerelateerde regelgeving. Op grond hiervan verklaren wij als beheerder van Dresdner VPV 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 2008 effectief en overeenkomstig de beschrijving heeft gefunctioneerd.

Gouda, 8 april 2009

De beheerder,
Dresdner VPV NV

BALANS PER 31 DECEMBER 2008 (IN €1.000)

(na bestemming van het resultaat)

	31-12-08	31-12-07
Beleggingen (1)		
Aandelen en warrants	18.886	54.035
Vastrentende waarden	13.655	25.099
	32.541	79.134
Vorderingen		
Overige vorderingen en overlopende activa (2)	2.359	1.227
Kortlopende schulden		
Schuld aan kredietinstelling (3)	466	3.049
Overige schulden en overlopende passiva (4)	572	688
	1.038	3.737
Uitkomst van vorderingen min kortlopende schulden	1.321	-2.510
Uitkomst van activa min kortlopende schulden	33.862	76.624
Fondsvermogen (5)	33.862	76.624

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

	2008	2007
Opbrengsten uit beleggingen		
Rente (6)	1.686	1.531
Dividend (7)	1.887	1.836
	3.573	3.367
Waardeveranderingen van beleggingen		
Gerealiseerd	-5.056	5.023
Niet-gerealiseerd	-34.983	-10.110
	-40.039	-5.087
Overige opbrengsten (8)	109	329
Totaal opbrengsten	-36.357	-1.391
Kosten (9)		
Vaste beheervergoeding	800	1.094
Overige bedrijfskosten	165	168
	-965	-1.262
Resultaat voor belastingen	-37.322	-2.653
Belastingen	0	0
Resultaat na belastingen	-37.322	-2.653

KASSTROOMOVERZICHT OVER 2008 (IN €1.000)

	2008	2007
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten		
Aankopen van beleggingen	-12.243	-66.162
Verkopen van beleggingen	17.483	27.912
Ontvangen netto-dividenden	1.988	1.676
Ontvangen rente	1.640	1.322
Betaalde beheervergoeding en overige kosten	-1.163	-1.173
	7.705	-36.425
Kasstroom uit financieringsactiviteiten (10)		
Ontvangen bij plaatsing participaties	6.493	40.047
Betaald bij inkoop participaties	-10.678	-9.046
Contante uitkering aan participanten	-937	-1.082
Mutatie kortlopend bankkrediet	-2.583	3.049
	-7.705	32.968
Mutatie geldmiddelen	0	-3.457
Geldmiddelen begin verslagperiode	0	3.457
Geldmiddelen einde verslagperiode	0	0
Mutatie verslagperiode	0	-3.457

ALGEMEEN

Dresdner 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.

Dresdner 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. Alle bedragen luiden in euro's tenzij anders aangegeven.

WAARDERINGSGRONDSLAGEN

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

De in de balans opgenomen beleggingen worden individueel gewaardeerd tegen marktwaarde. Als uitgangspunt geldt dat de marktwaarde wordt bepaald op basis van de beurskoers en andere marktnoteringen, waaronder opgaven van onafhankelijke brokers, op of omstreeks de balansdatum (slotkoers van het verslagjaar).

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

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

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

GRONDSLAGEN VOOR DE RESULTAATBEPALING

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

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

De contante dividenden worden verantwoord op datum van vaststelling.

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

De kostenvergoeding (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	Vast- rentende waarden	Valuta- termijn- contracten	Totaal
Balanswaarde per 31 december 2007	54.035.000	25.099.000	263.000	79.397.000
Aankopen	4.308.000	7.790.000	145.000	12.243.000
Verkopen/uitkeringen	-11.271.000	-6.212.000	0	-17.483.000
Koersresultaten:				
• Gerealiseerd	-3.461.000	-1.187.000	-408.000	-5.056.000
• Niet-gerealiseerd	-24.725.000	-11.835.000	1.577.000	-34.983.000
Balanswaarde per 31 december 2008	18.886.000	13.655.000	1.577.000	34.118.000

Ultimo 2008 is ruim 50% van het fondsvermogen belegd in aandelen, warrants en vastrentende waarden die aan een officiële beurs zijn genoteerd of op een gereglementeerde markt worden verhandeld. De waardering van de beleggingen die niet op een gereglementeerde markt of een andere markt in financiële instrumenten worden verhandeld is gebaseerd op opgaven van onafhankelijke brokers, waarbij per individuele belegging de marktwaarde wordt benaderd op basis van de afgegeven bied- en laatkoersen en beschikbare (markt)informatie over het betreffende fonds. Per 31 december 2008 bedraagt de aldus berekende balanswaarde van deze beleggingen circa 93% van de midkoersen (het gemiddelde van de bied- en laatkoersen).

1. Beleggingen, vervolg

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

Koop		Afwikkelings- datum	Contract- koers		Verkoop
EUR	752.000	4 juni 2009	1,51506	CHF	1.139.000
EUR	7.702.000	4 juni 2009	0,84995	GBP	6.546.000
EUR	629.000	4 juni 2009	10,46355	SEK	6.584.000
SEK	1.997.000	4 juni 2009	10,93950	EUR	183.000
EUR	9.822.000	4 juni 2009	1,27902	USD	12.562.000

Het ongerealiseerde resultaat per balansdatum ad € 1.577.000 (per 31 december 2007: € 263.000) is opgenomen onder de overlopende activa.

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

2. Overige vorderingen en overlopende activa

	31-12-08	31-12-07
Rente	597.000	551.000
Nog te ontvangen inzake plaatsing participaties	2.000	129.000
Niet-gerealiseerde resultaten valutatermijncontracten	1.577.000	263.000
Nog te ontvangen dividend	45.000	93.000
Dividendbelasting	138.000	191.000
	2.359.000	1.227.000

3. Schuld aan kredietinstelling

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

4. Overige schulden en overlopende passiva

	31-12-08	31-12-07
Nog te betalen inzake inkoop participaties	115.000	0
Nog af te dragen dividendbelasting	257.000	290.000
Nog te betalen beheervergoeding	127.000	288.000
Diverse schulden en overlopende passiva	73.000	110.000
	572.000	688.000

5. Fondsvermogen

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

	2008	2007
Stand begin verslagperiode	76.624.000	49.493.000
Plaatsing participaties	6.328.000	39.886.000
Inkoop participaties	-10.864.000	-9.085.000
Contante uitkering aan participanten	-904.000	-1.017.000
Resultaat verslagperiode	-37.322.000	-2.653.000
Stand einde verslagperiode	33.862.000	76.624.000

Het verloop in aantallen participaties luidt als volgt:

	2008	2007
Stand begin verslagperiode	2.496.369	1.543.126
Plaatsing participaties	269.396	1.169.834
Inkoop participaties	-485.374	-281.455
Herbelegging van uitkering in participaties	135.003	64.864
Stand einde verslagperiode	2.415.394	2.496.369

Voor ongerealiseerde waardeinstijgingen van beleggingen die op balansdatum nog aanwezig zijn en waarvoor geen frequente marktnoteringen bestaan dient een herwaarderingsreserve te worden opgenomen. Per 31 december 2008 bedraagt de herwaarderingsreserve (als onderdeel van het fondsvermogen) € 68.000 en per 31 december 2007 € 1.273.000.

In 2008 is per participatie een bedrag ad € 1,37 uitgekeerd (2007 eveneens € 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 €
2006	49.493.000	1.543.126	32,07
2007	76.624.000	2.496.369	30,69
2008	33.862.000	2.415.394	14,02

TOELICHTING OP DE WINST-EN-VERLIESREKENING

6. Rente

De rentebate betreft rente op obligaties en andere vastrentende waarden en de rentevergoeding over het saldo van de bankrekening aangehouden bij Dresdner VPV 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 ontvangen van 0,375% per kwartaal over het fondsvermogen per het einde van het kwartaal. Evenals over 2007 is het fonds over 2008 geen variabele vergoeding verschuldigd.

Overige bedrijfskosten

	2008		2007		Prospectus
		%		%	%
a) Marketingkosten	3.000	0,00	28.000	0,04	0,25
b) Kosten bewaarder en bewaarloon	92.000	0,16	49.000	0,07	0,12
c) Kosten van toezicht	15.000	0,03	26.000	0,04	0,04
d) Kosten accountant	22.000	0,04	22.000	0,03	0,02
e) Overige kosten	33.000	0,05	43.000	0,06	0,04
	165.000	0,28	168.000	0,24	0,47

De werkelijke kosten over 2008 en 2007 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 2007 en betreffen de verwachte kostenpercentages, berekend op basis van een fondsvermogen van € 80.000.000.

- a) De marketingkosten betreffen uitsluitend de kosten van commerciële advertenties en flyers.
- b) 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 kwartaal, vermeerderd met omzetbelasting. De kostenpost over 2007 bevat de (gedeeltelijke) vrijval van een vorig boekjaar getroffen kostenreservering.
- c) 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 2007 wordt over 2008 € 15.000 vergoed.
- d) De accountantskosten bestaan uit de kosten verbonden aan de wettelijke controle van de jaarrekening ad € 13.000 (2007 eveneens € 13.000), overige controleopdrachten ad € 4.000 (2007: € 5.000) en advisering ad € 5.000 (2007: € 4.000).
- e) De overige kosten bestaan uit advieskosten, kosten (half)jaarverslag, guichetprovisie 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.

9. Kosten, vervolg

Expense ratio

De expense ratio of kostenratio bedroeg over 2008 1,65% (2007: 1,84%). 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 2008 € 58.446.000 (2007: € 68.725.000).

Het deel van de expense ratio dat betrekking heeft op door de directie en gelieerde partijen in rekening gebrachte kosten bedroeg over 2008 1,42% (2007: 1,68%).

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 (kosten van brokers) bedroegen in 2008 gemiddeld 0,30% (2007: 0,33%) van de transactiewaarde waarover kosten in rekening zijn gebracht (circa 79% van de totale transactiewaarde) en bleven daarmee binnen de in het prospectus gedefinieerde bandbreedte.

Turnover ratio

Over 2008 bedroeg de turnover ratio (omloopfactor) 21% (2007: 61%). 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 uittreden van beleggers en zijn gebaseerd op de verwachte aan- en verkoopkosten. De op- en afslagen komen geheel ten goede aan het fonds.

De kosten verbonden aan het aanhouden van de participaties via het aandelengirostelsysteem van Dresdner VPV NV bedragen 0,5% van de transactieprijs met een maximum van € 250 per transactie.

Gelieerde partijen en uitbesteding kerntaken

- Het beheer van het fonds wordt gevoerd door Dresdner VPV NV, waarvoor een vaste vergoeding van 0,375% per kwartaal over het fondsvermogen per het einde van het kwartaal wordt betaald. De vergoeding wordt in de winst-en-verliesrekening als 'beheervergoeding' verantwoord.
- Tevens heeft de beheerder recht op een variabele vergoeding indien over een boekjaar het resultaat van het fonds, bestaande uit koerswinst en uitgekeerde dividenden, hoger is dan 10% van de intrinsieke waarde aan het begin van het boekjaar. De variabele vergoeding bedraagt 10% van het meerdere boven deze 10%. Evenals over 2007 is het fonds over 2008 geen variabele vergoeding verschuldigd.
- Dresdner VPV NV treedt op als bankier van het fonds.
- De valutatermijncontracten ter afdekking van het valutarisico op beleggingen die niet in euro's luiden zijn via Dresdner VPV NV afgesloten met Dresdner Bank Luxembourg SA, de aandeelhouder van Dresdner VPV NV. Het transactievolume van de in 2008 afgesloten contracten bedroeg € 77.100.000.
- De transactiekosten bij aan- en verkoop van beleggingen worden gedragen door Dresdner VPV NV en aan het fonds in rekening gebracht op basis van een overeengekomen kostentabel.
- De functie van betaalkantoor wordt uitgeoefend door Dresdner VPV NV, waarvoor een marktconforme vergoeding wordt betaald (guichetprovisie). De vergoeding bestaat uit een vaste fee en een fee gebaseerd op

9. Kosten, vervolg

de hoogte van de dividenduitkering. Ten laste van 2008 is € 13.000 in rekening gebracht (2007 eveneens € 13.000).

- Stichting Effectenbewaarbedrijf Value Fund treedt op als bewaarbedrijf van de door het fonds gehouden beleggingen. De vergoeding bedraagt 0,08% over het fondsvermogen aan het begin van het jaar, met een minimum van € 6.500, vermeerderd met omzetbelasting.
- De administratie van het Fonds geschiedt door Dresdner VPV NV, waarvoor geen separate vergoeding wordt betaald.
- Stichting Beleggersgiro VPV-fondsen onderhoudt het aandelengirostelsel van het fonds.

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

TOELICHTING OP HET KASTROOMOVERZICHT**10. Kasstroom uit financieringsactiviteiten**

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

	Plaatsingen	Inkopen
Plaatsingen en inkopen volgens mutatieoverzicht fondsvermogen (zie punt 5 van deze toelichting)	6.328.000	-10.864.000
Ontvangen op- en afslagen (ten gunste van de winst-en-verliesrekening, zie punt 8 van deze toelichting)	38.000	71.000
In 2008 ontvangen inzake 2007	129.000	0
Ultimo 2008 nog te ontvangen/nog te betalen	-2.000	115.000
Plaatsingen en inkopen volgens kasstroomoverzicht	6.493.000	-10.678.000

Gouda, 8 april 2009

De beheerder,
Dresdner VPV NV

BELEGGINGSPORTEFEUILLE PER 31 DECEMBER 2008

	Balans- waarde in € % ¹		Balans- waarde in € % ¹	
AANDELEN EN WARRANTS				
België				
Jensen Group	121.330	0,4	Matrix Holdings	80.742 0,2
Bermuda				
First Natural Foods	223.438	0,7	Perfectec International Holding	51.735 0,2
Herald Holdings	397.782	1,2	Raymond Industrial	77.611 0,2
Ocean Wilsons Holdings	286.625	0,8	Shenzhou International Group	688.461 2,0
Tristate Holdings	71.946	0,2	Sun Hing Vision Group	139.888 0,4
Canada				
Homburg Invest	136.954	0,4	Techtronic Industries	79.671 0,2
Duitsland				
Augusta Technologie	884.291	2,6	Top Form International	137.089 0,4
Groot-Brittannië				
Abacus Group	143.341	0,4	Tungtex Holdings	219.748 0,6
Abbeycrest	93.701	0,3	Varitronix	120.909 0,4
Biocompatibles International	227.985	0,7	Vedan International Holdings	11.916 0,0
Chesnara	755.025	2,2	Wing On	518.116 1,5
Impellam Group	117.691	0,3	YIP's Chemical Holdings	288.498 0,9
Mallett	58.793	0,2	Kaaiman eilanden	
Northern Rock prefs	135.692	0,4	Art Textile Technology	130.445 0,4
The Paragon Group of Companies	1.186.352	3,5	Moiselle International	149.530 0,4
Royal Bank of Scotland	28.510	0,1	Maleisië	
Royal Dutch Shell A shares	917.250	2,7	Uchi Technologies	89.744 0,3
Satcon Group	113.360	0,3	Nederland	
Tennants Consolidated	313.861	0,9	Aalberts Industries	108.972 0,3
Hongkong				
Arts Optical International	284.352	0,8	Accell Group	288.072 0,9
Champion Technology	184.637	0,5	Baan Company	255.102 0,8
China Hong Kong Photo Products	210.016	0,6	BAM Groep	123.200 0,4
China Ting Group	406.770	1,2	Beter Bed Holding	352.203 1,1
Chun Wo Development Holdings	97.999	0,3	Crown van Gelder (CVG)	316.190 0,9
City E Solutions	48.861	0,1	Draka Holding	11.033 0,0
City Telecom (HK)	220.669	0,7	ING Groep	376.212 1,1
Fairwood Holdings	228.393	0,7	Macintosh Retail Group	39.728 0,1
Four Seas Food Investment Holdings	136.999	0,4	Nedap	283.020 0,8
High Fashion International	350.043	1,0	Royal Reesink	521.220 1,6
Hong Kong Catering	30.735	0,1	Smit Internationale	1.503.571 4,5
Hua Han Bio-Pharmaceutical	88.316	0,3	SNS Reaal	205.016 0,6
Hung Hing Printing Group	161.318	0,5	TKH Group	551.104 1,6
Karrie International	199.214	0,6	Vastned Offices/Industrial	202.240 0,6
Keck Seng Investments	250.997	0,7	Singapore	
Lai Fung Holdings	273.846	0,8	Golden Agri-Resources	160.278 0,5
Lerado Group	165.255	0,5	Lippo-Mapletree Indonesia	103.024 0,3
Le Saunda Holdings	190.560	0,6	Spanje	
Luen Thai Holding	228.353	0,7	Repsol	296.111 0,9
			Zweden	
			Concordia Bus	393.061 1,2
			Teleca B shares	30.206 0,1
			Overige fondsen < €10.000	10.675 0,0
			Totaal aandelen en warrants	18.885.601 55,8

¹ van het fondsvermogen

BELEGGINGSPORTEFEUILLE PER 31 DECEMBER 2008

	Balans- waarde in € % ¹		Balans- waarde in € % ¹	
VASTRENTENDE WAARDEN				
België				
Fortis Conv. Perp. Float	1.167.935	3,5		
Canada				
6% GMAC Canada 23-05-2012	1.059.850	3,1		
Duitsland				
8,75% Iesy Repository 15-02-2015	557.545	1,6		
14% Callahan Nordrh. Westf. € 15-07-2010	154.000	0,5		
14% Callahan Nordrh. Westf. \$ 15-07-2010	192.211	0,6		
14,125% Callahan Nordrh. 15-07-2011	223.000	0,7		
Iesy Repository Float 15-04-2013	682.830	2,0		
Groot-Brittannië				
4,25% FCE Bank 15-03-2009	12.947	0,0		
7% Paragon Group companies	549.344	1,6		
7,125% FCE Bank 16-01-2012	751.800	2,2		
8,5% Proventec Conv. Notes 24-08-2012	310.236	0,9		
10% Corporate Services Group 29-04-2011	537.837	1,6		
Cairn 1D 20-11-2016	264.122	0,8		
Northern Rock Var. 17-06-2049	162.779	0,5		
Scottish Mutual Assurance var. perp.	1.150.797	3,4		
SVB Holdings Var. 27-04-2017	281.837	0,8		
Hongkong				
8,75% City Telekom HK 01-02-2015	692.082	2,1		
Ierland				
Camber 7A B 12-06-2042	11.058	0,0		
Jersey				
Skye CLO 1-D 17-03-2019	10.195	0,0		
Skye CLO I-E 17-03-2019	137.726	0,4		
USB AG Jersey Float (Orion) 30-04-2017	49.378	0,1		
Luxemburg				
0% Agria Holding 2011 (Arena Finance)	326.392	1,0		
6,625% Del Monte Finance 24-05-2006	555.330	1,6		
Hellas V Telecom Float 15-10-2012	49.050	0,1		
Teksid Aluminium Lux Float 15-07-2011	60.923	0,2		
Mexico				
11,875% Altos Hornos Mexico 30-04-2004	130.200	0,4		
Nederland				
0% Cirio Del Monte 14-03-2005	116.246	0,3		
2% NIB Capital 16-03-2009	770.801	2,3		
4,6% GMAC 15-10-2010	13.075	0,0		
4,6% GMAC 15-11-2010	97.813	0,3		
4,75% GMAC 15-02-2009	49.658	0,1		
4,75% GMAC 15-05-2010	41.400	0,1		
4,75% GMAC 15-11-2010	17.037	0,1		
7,75% Cirio Del Monte 14-03-2005	175.064	0,5		
9,5% REA Finance 31-12-2017	370.210	1,1		
Art Five Float 21-12-2011	57.723	0,2		
Boats Investment Float 30-04-2017	10.954	0,0		
NIBC Bank Float 20-01-2012	456.000	1,4		
NIBC Bank Float 05-02-2012	400.200	1,2		
NIBC Bank Var. perp.	19.491	0,1		
Polen				
2% Elektrim Finance 15-12-2049	54.268	0,2		
Thailand				
3,125% Bangkok Land 26-09-2005	21.695	0,1		
Verenigde Staten				
5% GMAC 15-04-2010	12.894	0,0		
5% GMAC 15-08-2010	15.791	0,0		
Puma Capital 31-03-2013 1X Class G	316.704	0,9		
Swiss Re Conv. Float 21-11-2021	494.396	1,5		
Overige fondsen < €10.000	62.388	0,2		
Totaal vastrentende waarden	13.655.212	40,3		
TOTAAL PORTEFEUILLE	32.540.813	96,1		

¹ van het fondsvermogen

RESULTAATBESTEMMING

Volgens artikel 15 van de per 31 december 2008 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 2008 een verplichting tot uitkering van dividend ad €1.956.000. In 2008 zijn reeds interim-dividenden ad €3.339.000 uitgekeerd, zodat geen (fiscale) verplichting tot uitkering van een slotdividend bestaat.

Het verlies over het boekjaar 2008 ad €37.322.000 is ten laste van het fondsvermogen gebracht.

BELANGEN BEHEERDER

De bestuurders van de beheerder hadden per 31 december 2008 de volgende belangen in beleggingen van Dresdner VPV Value Fund (opgave conform artikel 122 lid 2 van het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft):

Royal Dutch Shell	760
-------------------	-----

Per 31 december 2007 hadden de bestuurders van de beheerder geen belangen in beleggingen van het fonds.

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 2008 van Dresdner VPV Value Fund te Gouda, bestaande uit de balans per 31 december 2008 en de winst-en-verliesrekening over 2008 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 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW en de Wet op het financieel toezicht, alsmede voor het opstellen van het verslag van de beheerder in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW. Deze verantwoordelijkheid omvat onder meer: het ontwerpen, invoeren en in stand houden van een intern beheersingssysteem relevant voor het opmaken van en getrouw weergeven in de jaarrekening van vermogen en resultaat, zodanig dat deze geen afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten bevat, het kiezen en toepassen van aanvaardbare grondslagen voor financiële verslaggeving en het maken van schattingen die onder de gegeven omstandigheden redelijk zijn.

Verantwoordelijkheid van de accountant

Onze verantwoordelijkheid is het geven van een oordeel over de jaarrekening op basis van onze controle. Wij hebben onze controle verricht in overeenstemming met Nederlands recht. Dienovereenkomstig zijn wij verplicht te voldoen aan de voor ons geldende gedragsnormen en zijn wij gehouden onze controle zodanig te plannen en uit te voeren dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de jaarrekening geen afwijkingen van materieel belang bevat.

Een controle omvat het uitvoeren van werkzaamheden ter verkrijging van controle-informatie over de bedragen en de toelichtingen in de jaarrekening. De keuze van de uit te voeren werkzaamheden is afhankelijk van de professionele oordeelsvorming van de accountant, waaronder begrepen zijn beoordeling van de risico's van afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten. In die beoordeling neemt de accountant in aanmerking het voor het opmaken van en getrouw weergeven in de jaarrekening van vermogen en resultaat relevante interne beheersingssysteem, teneinde een verantwoorde keuze te kunnen maken van de controlewerkzaamheden die onder de gegeven omstandigheden adequaat zijn maar die niet tot doel hebben een oordeel te geven over de effectiviteit van het interne beheersingssysteem van 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

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

VERKLARING BETREFFENDE ANDERE WETTELIJKE VOORSCHRIFTEN

Op grond van de wettelijke verplichting ingevolge artikel 2:393 lid 5 onder f BW melden wij dat het 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, 8 april 2009

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

DRESDNER VPV VALUE FUND

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

BEHEERDER

Dresdner VPV NV
Oosthaven 52
2801 PE Gouda

RAAD VAN TOEZICHT

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

BEWAARDER

Stichting Effectenbewaarbedrijf Value Fund
Strawinskylaan 3105
1077 ZX Amsterdam

JURIDISCH ADVISEUR

Baker & McKenzie
Claude Debussylaan 54
1082 MD Amsterdam

FISCAAL ADVISEUR

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

ACCOUNTANT

Deloitte Accountants BV
Orlyplein 50
1043 DP Amsterdam

BANK

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