



**BNP PARIBAS**  
INVESTMENT PARTNERS

Voor professionele investeerders

### Produktbeschrijving

Met Memling CDO (Combo Note) belegt u in credit default swaps op bedrijfsobligaties via een collateralised debt obligation (CDO).

Het rendement van de portefeuille wordt gedurende de hele looptijd van het product uitbetaald. Elk kwartaal ontvangt u het rendement van de CDO in de vorm van een coupon.

Het verwachte effectieve rendement op de vervaldag bedraagt 6,5%(\*) voor zover er zich geen voorvallen voordoen die de betreffende bedrijfsobligaties raken ("credit events").

Beleggingsspecialisten beheren deze portefeuille actief.

\* Dit verwachte effectieve rendement is per 21-07-2012 berekend over de volledige looptijd van acht jaar. Alle berekeningen zijn gebaseerd op nominale waarde exclusief aankoopkosten.

### Kenmerken

Emitterende bank:	Fortis Bank NL-SA
Emittent:	Fortis Lux. Finance SA
Asset manager:	Fortis Investments
Beursnotering:	Euronext
Startdatum:	22 oktober 2004
Geplande einddatum:	22 oktober 2012
Datum eerste coupon:	24 januari 2005
Samenstelling:	75% Class A Notes 25% Class B Notes
Nominale Waarde:	EUR 1.000
Valuta:	euro
Lead manager:	Luca Pagni
Backup manager:	Michel Baud Aziz Hellal
ISIN Code:	XS0201907952

### Belangrijkste cijfers

**20/07/2012**

Subordination Class A:	32,099,948.00 EUR
Subordination Class B:	1,156,295.00 EUR
Trading account:	184,716.00 EUR

### Coupon\*

# 25	24 januari 2011	1,69%
# 26	26 april 2011	1,66%
# 27	22 juli 2011	1,57%
# 28	24 oktober 2011	1,69%
# 29	23 januari 2012	1,64%
# 30	23 april 2012	1,64%
# 31	23 juli 2012	1,64%

\* Bron: BNP Paribas Fortis

### Waardering van de Note\*

<b>20 juli 2012</b>	<b>Waarde (%)</b>
Waarde	80,866%

\* Bron: BNP Paribas Fortis

### Marktontwikkelingen

Over het kwartaal bleven de beleggers bezorgd over meerdere problemen, waaronder de politieke en financiële problemen in Griekenland en Spanje, de nog altijd haperende wereldwijde groei en de slechts bescheiden groei in de VS. Hierdoor liepen de spreads in de kredietmarkt aanzienlijk uit. De iTraxx Main IG spreads liepen uit tot 169 bp (+25 bp) en de high yield index (iTraxx Europe Crossover) verkrapte met 10 bp tot circa 662 (per 20/07/2012).

De toonaangevende Amerikaanse index (Dow Jones 30) daalde met 1,6% en de S&P 500 gaf 1,2% prijs. De marktrendementen in de eurozone waren eveneens zwak. De EuroSTOXX 50 daalde met 3,2% en bijna alle aandelenmarkten in de eurozone gaven terrein prijs. In Duitsland verloor de DAX 1,8%, terwijl de Franse CAC 40 pas op de plaats maakte met een stijging van amper 0,2% sinds medio april. Veel meer leden markten die direct waren blootgesteld aan de problemen verbonden met de staatsschuldencrisis. De Spaanse markt was getroffen door bezorgdheid over het banksysteem na de aankondiging van de nationalisering van Bankia Groep, die was ontstaan uit de fusie van zeven regionale spaarbanken. Er was verdere belasting door de problemen om een overtuigende oplossing te vinden voor de herkapitalisatie van het banksysteem dat onder risicovolle vastgoedleningen gebukt gaat. De IBEX verloor 11,3% over het tweede kwartaal en de Italiaanse markt trad in dit voetspoor met een daling van 9,3%.

In de VS bleef de beoogde federale fondsrente in een bandbreedte van 0% en 0,25%. Belangrijkste punten van zorg voor de Amerikaanse Federale Reserve waren de vertraging in banencreatie en de hardnekkig hoge werkloosheid. De Federale Reserve verlaagde de groei prognoses voor 2012 (1,9%-2,4% jaar op jaar in het vierde kwartaal) en 2013 (2,2% - 2,8%) bij een verwachte inflatie van 1,2%-1,7% per eind 2012 en 1,5%-2,0% per einde 2013. De Amerikaanse economische cijfers bleken vrij teleurstellend.

Het werkgelegenheidsrapport dat op 1 juni werd gepubliceerd zette de toon met lage cijfers voor de banencreatie in mei en naar beneden bijgestelde cijfers voor de vorige twee maanden. Die tegenvallers en de onzekerheid rond het begrotingsdebat zetten economen aan te beginnen met hun groeiverwachtingen voor 2012 en 2013 te verlagen.

In Europa stelden de Europese Centrale Bank (ECB) en de experts van nationale centrale banken hun economische vooruitzichten licht naar beneden bij. Zij gaan nu uit van een gemiddelde jaarlijkse bbp-groei tussen de -0,5% en +0,3% in 2012 en tussen de 0% en 2,0% in 2013. De ECB maakte ook bekend dat zij haar vaste herfinancieringstransacties, inclusief de herfinanciering op drie maanden, tot begin 2013 zou verlengen. Begin juli verlaagde de ECB haar rente met 25 bp tot 0,75%.


**Geografische allocatie**

20/07/2012

Verenigde Staten	32,41%
Verenigd Koninkrijk	10,60%
Frankrijk	10,29%
Duitsland	9,61%
Spanje	8,96%
Italië	5,15%
Nederland	4,90%
Portugal	4,30%
Andere landen (16)	13,72%

**Sectorallocatie Moody's**

20/07/2012

Bank	18,75%
Verzekeringen	15,10%
Nutssector	8,15%
Telecommunicatie	8,11%
Olie en gas	7,11%
Persoonlijk transport	4,41%
Automobielsector	3,95%
Mijnen, staal, onedele metalen	3,47%
Financiële diensten	3,39%
Supranationale agentschappen	2,77%
Chemie, plastics	2,68%
Ruimtevaart en defensie	2,49%
Overige (17)	19,38%

**Ratingallocatie Moody's**

20/07/2012

Aa1	2,18%
Aa2	0,72%
Aa3	4,20%
A1	7,32%
A2	11,27%
A3	15,24%
Baa1	10,46%
Baa2	14,08%
Baa3	12,61%
Ba1	4,41%
Ba2	3,97%
Ba3	3,02%
B1	1,23%
B2	0,51%
B3	1,23%
Caa2	0,53%
Ca	0,51%
Niet beoordeeld door Moody's	6,38%
Aantal entiteiten	141

**Transacties**

<u>Wettelijke naam</u>	<u>Transactie</u>	<u>Transactie datum</u>	<u>Spread</u>	<u>Looptijd</u>
International Business Machines Corporation	Bescherming kopen	07/06/2012	0.2731	19/10/2012
Hellenic Telecommunications Organization S.A.	Bescherming kopen	07/06/2012	0.7100	19/10/2012
Banco Popolare Societa Cooperativa	Bescherming verkopen	07/06/2012	5.0000	19/10/2012

**Vooruitzichten**

Werkloosheid en een onzekere economische situatie blijven de voornaamste problemen voor beleggers. In 2012 zal de groei erg laag blijven in de ontwikkelde economieën en bezuinigingsplannen zullen de komende jaren op die groei blijven drukken.

In de eurozone kan het aanbod van liquiditeit door de ECB de markten op de korte termijn blijven geruststellen, maar de onderliggende problemen van de schuldencrisis zijn daarmee nog niet opgelost. De economie laat een gemengd beeld zien in de verschillende Europese landen en kwantitatieve versoepelingmaatregelen zullen ongetwijfeld een optie zijn om de sereniteit in de financiële markten te herstellen, de spanningen te verlagen en meer vertrouwen te wekken.

In de VS zal de beslissing van de Fed om Operatie Twist te verlengen wellicht niet de laatste versoepelingmaatregel zijn: extra maatregelen zijn waarschijnlijk als blijkt dat het herstel bedreigd is of als de verwachtingen aanzienlijk verslechteren.

Deze twee factoren kunnen de komende maanden een rol blijven spelen. Ten eerste kan de verzwakking van een aantal indicatoren in de VS (vooral tegenvallende werkgelegenheidscijfers vergeleken met het eerste deel van het jaar) tot neerwaartse bijstellingen van de groeiverwachtingen leiden. Dat zou de vrees voor een nieuwe recessie in de VS opnieuw aanwakkeren en zodoende drukken op het sentiment van de economische spelers en beleggers. Ten tweede zijn er zelfs na de vooruitgang die tijdens het Europese topoverleg van 28-29 juni is geboekt nog altijd veel punten van zorg. Die gaan vooral over Spanje, waar de regering van Rajoy het vertrouwen van de markten nog moet terugwinnen.

De beslissingen van de EU-leiders eind juni kunnen nieuwe stappen in de richting van meer integratie zijn, maar het zijn slechts kleine stappen.

Het beleggersvertrouwen zal wellicht kwetsbaar blijven gelet op het gemengde economisch klimaat en de onzekerheid over het Amerikaanse begrotingsbeleid volgend jaar kan veeleer een bron van zorg dan een geruststelling worden.

**Overzicht recente ontwikkelingen betreffende rendement en portefeuille van Memling CDO**

Er waren geen kredietincidenten in het tweede kwartaal.

Wij brachten één wijziging aan in de loop van het kwartaal. Omdat de beslissingen van de Europese beleidsmakers sinds 2010 onvoorspelbaar zijn, bouwden wij ons OTE (Caa1/B-) risico af en voegden wij Banco Popolare SC (Baa3/BBB-) aan de portefeuille toe. Op de korte termijn is het voornaamste risico voor OTE dat Griekenland de eurozone verlaat, maar wij denken dat de nieuwe regering wat tijd zal krijgen en dat een eventuele exit niet voor 2013 zal plaatsvinden. Het liquiditeitsprofiel van Banco Popolare SC is versterkt na de driejarige LTRO van de ECB, haar core Tier-1 ratio steeg van 7,1% naar 7,4% en zij bouwt haar risicovolle leningen gestaag af. De problemen van de Italiaanse banken zijn niet vergelijkbaar met die van Spanje waar ze vooral verband houden met hun vastgoedposities. Daarom verwachten wij op de korte termijn geen kredietincident voor Banco Popolare SC.



De portefeuille was voor 35,3% in de financiële sector belegd. Italiaanse, Portugese en Spaanse banken vertegenwoordigden 8,8%. De posities met de ruimste kredietspreads zijn Clear Channel Communications, Inc met een vijfjarige spread van circa 2231 bp (per 20 juli 2012) en Hellenic Telecommunications Organization S.A. met een vijfjarige spread van circa 1973 bp op het einde van de verslagperiode. Bedrijven waren goed voor 61,9% en zijn volgens ons goed gespreid over sectoren en industrieën. De best vertegenwoordigde sectoren zijn telecommunicatiediensten 8,1%, nutsbedrijven (8,2%) en olie & gas (7,1%).

Hoogrentende bedrijfsobligaties vertegenwoordigden 15,2%. Eén bedrijfsobligatie, Clear Channel Communications, Inc., heeft een CCC+rating<sup>1</sup>. De rest van de portefeuille bestaat uit posities in staatspapier (2,8%) en investment-grade bedrijfsobligaties (46,8%).

Tien bedrijven hebben kredietspreads boven de 500 bp: Clear Channel, Hellenic Telecommunications, Stena AB, Peugeot S.A., MGM Resorts International, Energias de Portugal, Portugal Telecom, Finmeccanica, ArcelorMittal en Lexmark International. Zij zijn samen goed voor 7,07% van de portefeuille.

#### MGM Resorts International

MGM rapporteerde gemengde resultaten met een geconsolideerde netto-omzet (inclusief MGM China) van 2,3 miljard USD en een aangepaste EBITDA van 430 miljoen USD. De marges verbeterden jaar op jaar met 30 bp tot 18,8%, vooral door een lager dan normaal casino 'hold-percentage' en het verlies van één grote conventie. Gedurende het kwartaal verlengde het bedrijf zijn doorlopend krediet met één jaar tot 2015 en het gaf schuld papier uit voor in totaal 1,85 miljard USD om niet-verlengde leningen gedeeltelijk af te betalen. De totale liquiditeit op het einde van het kwartaal bedroeg circa 1,9 USD, exclusief cash in MGM China en de bruto schuld bedroeg 12,9 miljard USD. In maart gaf MGM voor 850 miljoen USD aan senior notes uit met vervaldag in januari 2019 en voor 1,0 miljard USD aan senior notes met vervaldag in maart 2022.

#### Finmeccanica

De geconsolideerde omzet van het bedrijf daalde met 0,6% en de EBITDA marge vóór herstructureringskosten bleef nagenoeg ongewijzigd op 8,5% vergeleken met 8,8% in het eerste kwartaal van 2011. In het eerste kwartaal van 2012 was de vrije kasstroom negatief (-1,4 miljard EUR) en de bijgestelde netto schuld bereikte 6,29 miljard EUR (een stijging van 1 miljard EUR sinds het einde van 2011) door seizoensgebonden behoeften aan werkkapitaal. De energieafdeling niet meegerekend was het aantal nieuwe orders min of meer stabiel op 3,48 miljard EUR. Het management bevestigde de verwachtingen voor het boekjaar 2012 met een omzet van 16,9/17,3 miljard EUR en een licht positieve vrije kasstroom. Daarom zou de verwachte netto schuld in 2012 stabiel moeten blijven in vergelijking met die op het einde van 2011.

Momenteel bedraagt de verwachte coupon en het (geschatte) beoogde rendement op de vervaldag voor Memling CDO 6,50%.

<sup>1</sup> Onder investment-grade. Bron: Standard & Poor's



**BNP PARIBAS**  
**INVESTMENT PARTNERS**

*Dit document werd uitsluitend ter informatie en rapportering opgesteld op vraag van de emittent. BNP Paribas Investment Partners\*\* handelt niet als adviseur of agent voor enige belegger en heeft geen enkel fiduciaire verplichting tegenover enige belegger. BNP Paribas Investment Partners is alleen betrokken als vermogensbeheerder. BNP Paribas Investment Partners biedt geen enkele garantie, uitdrukkelijk noch stilzwijgend, en wijst elke verantwoordelijkheid af betreffende de hierin verwoorde opinies.*

*In dit materiaal opgenomen opinies zijn het oordeel van BNP Paribas Investment Partners op het aangegeven tijdstip en kunnen zonder voorafgaande kennisgeving wijzigen. BNP Paribas Investment Partners is niet verplicht om de informatie of de opinies die in dit materiaal zijn weergegeven, bij te werken of te wijzigen.*

*Dit document is uitgegeven door BNP Paribas Asset Management (BNP AM)\*, lid van BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)\*\**

*\* BNPP AM is een vermogensbeheerder geregistreerd bij de Autorité des marchés financiers in Frankrijk onder nummer 96-02, een vereenvoudigde vennootschap op aandelen met een kapitaal van 62.845.552 euro en maatschappelijke zetel te 1, boulevard Haussmann 75009 Parijs, Frankrijk, Handelsregister Parijs 319 378 832. [www.bnpparibas-am.com](http://www.bnpparibas-am.com)*

*\*\* BNP Paribas Investment Partners is de wereldwijde merknaam van de vermogensbeheerdiensten van BNP Paribas Groep. Naar BNPP AM en Fortis Investments wordt gezamenlijk verwezen als BNP Paribas Investment Partners. De individuele entiteiten voor vermogensbeheer binnen BNP Paribas Investment Partners, indien hierin genoemd, worden enkel ter informatie vermeld en zijn niet noodzakelijk actief in uw rechtsgebied. Neem voor meer informatie contact op met uw lokale erkende beleggingspartner.*



**BNP PARIBAS**  
INVESTMENT PARTNERS