

D. Jordi Ruiz-Kaiser Barceló, con N.I.F. 46125486-K en nombre y representación de CAIXA D'ESTALVIS DEL PENEDÈS, debidamente facultado para este acto por la Comisión Ejecutiva de Caixa d'Estalvis del Penedès de 26 de marzo de 2009,

CERTIFICA

Que el contenido del documento adjunto se corresponde total y fielmente con el de la Nota de Valores de emisión de obligaciones subordinadas denominado "OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA PENEDÈS 2009 – CUARTA EMISIÓN", inscrito por la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 12 de mayo de 2009.

Y para que así conste y con el fin de que sea publicado en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se expide la presente certificación en Vilafranca del Penedès, a 13 de mayo de 2009.

CAIXA D'ESTALVIS DEL PENEDÈS

P.P.

D. Jordi Ruiz-Kaiser Barceló

Director Financiero



NOTA DE VALORES

OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA PENEDÈS 2009 – CUARTA EMISIÓN

Vencimiento 29 de junio de 2019

La presente Nota de Valores ha sido elaborada conforme al Anexo V del Reglamento (CE) nº 809/2004, de 29 de abril de 2004, ha sido inscrita en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) con fecha 12 de mayo de 2009 y se complementa con el Documento de Registro de Caixa d'Estalvis del Penedès elaborado conforme al Anexo XI del Reglamento (CE) nº 809/2004, de 29 de abril de 2004, e inscrito en los registros oficiales de la CNMV con fecha 8 de julio de 2008, que se incorpora por referencia.

| | |
|--|-----------|
| RESUMEN | 3 |
| FACTORES DE RIESGO | 10 |
| NOTA DE VALORES..... | 12 |
| 1 PERSONAS RESPONSABLES | 12 |
| 2 FACTORES DE RIESGO | 12 |
| 3 INFORMACIÓN FUNDAMENTAL | 12 |
| 3.1 Interés de las personas físicas y jurídicas participantes en la oferta | |
| 3.2 Motivo de la oferta y destino de los ingresos | |
| 4 INFORMACION RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE | 13 |
| 4.1 Descripción del tipo y clase de los Valores | |
| 4.2 Legislación de los Valores | |
| 4.3 Representación de los Valores | |
| 4.4 Divisa de la Emisión | |
| 4.5 Orden de prelación | |
| 4.6 Descripción de los derechos vinculados a los Valores y procedimiento para el ejercicio de los mismos | |
| 4.7 Tipo de interés nominal y disposiciones relativas a los intereses pagaderos | |
| 4.8 Precio de amortización y disposiciones relativas al vencimiento de los Valores: | |
| 4.8.1 Precio de amortización | |
| 4.8.2 Fecha y modalidades de amortización | |
| 4.9 Indicación del rendimiento efectivo para el inversor y método de cálculo | |
| 4.10 Representación de los tenedores de los Valores | |
| 4.11 Resoluciones, autorizaciones y aprobaciones en virtud de las cuales se emiten los Valores | |
| 4.12 Fecha de emisión | |
| 4.13 Restricciones a la libre transmisibilidad de los Valores | |
| 4.14 Fiscalidad de los Valores | |
| 5 CLAUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA | 23 |
| 5.1 Descripción de la oferta pública: | |
| 5.1.1 Condiciones a las que está sujeta la oferta | |
| 5.1.2 Importe de la oferta | |
| 5.1.3 Plazo de la oferta pública y descripción del proceso de solicitud | |
| 5.1.4 Método de prorrateo | |
| 5.1.5 Detalles de la cantidad mínima y/o máxima de solicitud | |
| 5.1.6 Método y plazos para el pago de los Valores y para la entrega de los mismos | |
| 5.1.7 Publicación de los resultados de la oferta | |
| 5.1.8 Procedimiento para el ejercicio de cualquier derecho preferente de compra | |
| 5.2 Plan de colocación y adjudicación: | |
| 5.2.1 Categorías de inversores a los que se ofertan los Valores | |
| 5.2.2 Notificación a los solicitantes de la cantidad asignada | |
| 5.3 Precios | |
| 5.3.1 Precio al que se ofertarán los Valores o el método para determinarlo. Gastos para el suscriptor | |
| 5.4 Colocación y aseguramiento: | |
| 5.4.1 entidades coordinadoras y participantes en la colocación | |
| 5.4.2 Agente de pagos y entidades depositarias | |
| 5.4.3 Entidades aseguradoras y procedimiento | |
| 5.4.4 Fecha del acuerdo de aseguramiento | |
| 6 ACUERDOS DE ADMISION A COTIZACION Y NEGOCIACION | 26 |
| 6.1 Solicitudes de admisión a cotización | |
| 6.2 Mercados regulados en los que están admitidos a cotización valores de la misma clase | |
| 6.3 Entidades de liquidez | |

| | |
|---|-----------|
| 7 INFORMACION ADICIONAL..... | 27 |
| 7.1. Personas y entidades asesoras en la Emisión | |
| 7.2. Información de la Nota de Valores revisada por los auditores | |
| 7.3. Otras informaciones aportadas por terceros | |
| 7.4. Vigencia de las informaciones aportadas por terceros | |
| 7.5. Rating | |
| | |
| 8 ACTUALIZACIÓN DEL DOCUMENTO DE REGISTRO..... | 29 |
| | |
| ANEXO I: OPINIONES DE SOLVENTIS GESTIÓN, S.G.C., S.A. Y | |
| ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES, S.A..... | 31 |

RESUMEN

OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA PENEDÈS 2009 – CUARTA EMISIÓN

Advertencias:

- a) El presente resumen debe leerse como introducción al folleto.
- b) Toda decisión de invertir en los valores debe estar basada en la consideración por parte del inversor del folleto en su conjunto.
- c) No se exige responsabilidad civil a ninguna persona exclusivamente por el resumen, incluida cualquier traducción del mismo, a no ser que dicho resumen sea engañoso, inexacto o incoherente, en relación con las demás partes del folleto.

A continuación se exponen de forma breve las principales características de los valores a emitir y los riesgos esenciales asociados al Emisor y a los valores.

1. FACTORES DE RIESGO DE LOS VALORES

Los principales riesgos que afectan a los Valores que se emiten son:

- Riesgo de subordinación y prelación de los inversores ante situaciones concursales

En caso de producirse una situación concursal de la Entidad Emisora, las Obligaciones Subordinadas en cuanto al orden de prelación de créditos, se sitúan después de todos los acreedores comunes de la entidad, de conformidad con lo dispuesto en el art. 12.1, apartado h) del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero. Igualmente estarán situadas por detrás de los acreedores privilegiados, y al mismo nivel que sus acreedores subordinados, no gozando de preferencia en el seno de la deuda subordinada de la Entidad Emisora, cualquiera que sea la instrumentación y fecha de dicha deuda. En todo caso, se situarán por delante de las cuotas participativas y participaciones preferentes emitidas o garantizadas por el emisor.

- Riesgo de mercado

Las Obligaciones Subordinadas constitutivas de esta Emisión, una vez admitidas a negociación, estarán sometidas a posibles fluctuaciones de sus precios en el mercado en función, principalmente, de la evolución de los tipos de interés y de la duración de la inversión, de las condiciones de mercado y de las condiciones económicas generales. En función de la evolución de dichas condiciones, estas Obligaciones Subordinadas podrían llegar a negociarse por debajo de su precio de emisión.

- Riesgo por fluctuación del tipo de interés

La rentabilidad que se pueda obtener por la inversión en los Valores de la presente emisión, estará sometida a fluctuaciones de los tipos de interés.

- Riesgo de crédito

Los valores incluidos en la presente Nota de Valores están sujetos al riesgo de pérdida en caso de deterioro de la estructura financiera del Emisor, que puede conllevar ciertos riesgos en el pago de los intereses y/o principal de los Valores y, por tanto, generar una disminución del valor de la inversión.

Las Obligaciones Subordinadas que se emitan al amparo de la presente Nota de Valores no han sido calificadas por agencia de calificación alguna.

La agencia internacional de calificación crediticia Fitch Ratings ha otorgado a Caixa d'Estalvis del Penedès las siguientes calificaciones crediticias:

| RATING | FITCH |
|--------------------|--------------------------|
| Largo plazo | A - |
| Corto plazo | F2 |
| Perspectiva | Estable |
| Fecha | 26 de septiembre de 2008 |

Desde el pasado 30 de enero de 2009, Caixa Penedès, a petición de la Entidad, dejó de tener calificación crediticia de Moody's.

La disminución del rating del Emisor podría afectar a la cotización de las Obligaciones Subordinadas en AIAF Mercado de Renta Fija.

- Riesgo por amortización anticipada

Se establecen cláusulas de amortización anticipada por parte de la Entidad Emisora; el Emisor podrá amortizar parcial o totalmente la Emisión a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir del 29 de junio de 2014, y en cada una de las fechas de pago de intereses posteriores a dicha fecha. En tal caso, un tenedor podría no ser capaz de reinvertir el resultado de dicha amortización anticipada en valores comparables y al mismo tipo de interés.

- Riesgo de liquidez

Es el riesgo de que los operadores del mercado no encuentren contrapartida para los valores. Aunque se solicitará la admisión a negociación en el Mercado AIAF de Renta Fija, no es posible asegurar que vaya a producirse una negociación activa en el mercado. Tampoco es posible asegurar el desarrollo o liquidez de los mercados de negociación para la presente emisión.

El Emisor no ha suscrito ningún contrato de liquidez para la presente emisión, por lo que no existe ninguna entidad que se haya comprometido a proporcionar dicha liquidez a la misma. En las actuales condiciones de mercado, sería posible que el inversor se encontrase con dificultades para hacer líquida su inversión a un precio razonable.

Factores de riesgo del Emisor

Los principales riesgos que afectan al Emisor se enumeran a continuación:

- Riesgo de crédito

- Riesgo de mercado
- Riesgo de liquidez
- Riesgo operacional

La descripción completa de los factores de riesgo pueden consultarse en el Documento de Registro de Caixa d'Estalvis del Penedès, inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 8 de julio de 2008.

2. CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LA EMISIÓN

| | |
|---|---|
| Valor | Obligaciones Subordinadas |
| Emisión | “Obligaciones Subordinadas Caixa Penedès 2009 – Cuarta Emisión” |
| Emisor | Caixa d'Estalvis del Penedès |
| Valor nominal | 1.000 euros |
| Importe total de la emisión | 250.000.000 de euros (doscientos cincuenta millones de euros) ampliables hasta 300.000.000 de euros (trescientos millones de euros). |
| Importe mínimo de las órdenes de Suscripción | Una Obligación Subordinada (1.000 euros) |
| Prima de emisión | 0 euros (se emiten a la par) |
| Plazo y amortización | <p>Los valores serán amortizados a la par, libre de gastos y comisiones para los tenedores a su vencimiento el día 29 de junio de 2019, por parte del Emisor.</p> <p>No obstante, el emisor podrá amortizar parcial o totalmente la Emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir del 29 de junio de 2014, en esa fecha o en cada una de las fechas de pago de intereses posteriores a dicha fecha.</p> <p>No existe la amortización anticipada a petición de los tenedores de las obligaciones.</p> |
| Interés nominal: | <p>Los intereses comenzarán a devengarse a partir de la fecha de emisión y desembolso. El rendimiento de los valores estará determinado de la siguiente forma:</p> <p>Desde el 29 de junio de 2009 hasta el 29 de junio de 2010, la Emisión devengará un tipo de interés fijo del 6,50% nominal anual (6,660% TAE).</p> |

Desde el 29 de junio de 2010 hasta el 29 de junio de 2014, la Emisión devengará un tipo de interés nominal anual, que se determinará sumando 425 puntos porcentuales (4,25%) al tipo de interés de referencia Euribor 3 meses, revisado anualmente dos días hábiles antes del 29 de junio de cada año.

Desde el 29 de junio de 2014 hasta el 29 de junio de 2019, este margen se incrementará en 75 puntos porcentuales (0,75%) si el Emisor no ejercitase su derecho de amortización anticipada.

En cualquier caso, el tipo de interés resultante no podrá estar en ningún momento por debajo del 5,00% anual.

Periodicidad de pago

Trimestral, pagadero los días 29 de marzo, 29 de junio, 29 de septiembre y 29 de diciembre de cada año hasta el vencimiento de la Emisión.

Período de suscripción

Comenzará a las 8:30 horas del día siguiente hábil a la inscripción de la presente Nota de Valores en el Registro oficial de la CNMV y finalizará el 26 de junio de 2009.

Sistema de colocación

La colocación de las Obligaciones se efectuará atendiendo al sistema de ventanilla abierta, hasta la total colocación de la Emisión, pudiendo cerrarse el periodo con anterioridad en el caso de que los Valores hayan sido suscritos en su totalidad.

Fecha de emisión y desembolso

Se efectuará un único desembolso el día 29 de junio de 2009.

Cotización

Se solicitará la admisión a cotización en el Mercado AIAF de Renta Fija

Liquidez

Los valores cotizarán en el Mercado AIAF de Renta Fija. Sin embargo, no es posible asegurar que vaya a producirse una negociación activa en el mercado. Tampoco es posible asegurar el desarrollo o liquidez de los mercados de negociación para la presente emisión. Caixa d'Estalvis del Penedès no está obligada a ofrecer liquidez en el mercado secundario.

Entidad Colocadora

Caixa d'Estalvis del Penedès.

Sindicato de Obligacionistas

Se ha designado como Comisario del Sindicato a D. Josep Jaume Fina Casanova.

Régimen Fiscal

Las rentas obtenidas de estos Valores, tanto si proceden del cobro de cupones, como si se derivan de su transmisión o reembolso se califican, a efectos del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y el Impuesto de Sociedades, como rendimientos de capital mobiliario. Los rendimientos estarán sujetos a la retención que en cada momento esté establecida y que en la actualidad es del 18%.

Comparación con otras Emisiones

A fin de evaluar si las condiciones financieras de la emisión se adecuan a las condiciones de mercado teniendo en cuenta sus características, Caixa Penedès ha obtenido la opinión de dos consultoras independientes especializadas, Solventis y Analistas Financieros Internacionales (AFI), cuyos informes se adjuntan como anexo a la presente Nota de Valores.

3. PRINCIPALES DATOS ECONÓMICOS DE LA ENTIDAD

Se presentan a continuación el Balance de Situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidados a 31 de diciembre de 2007 y 31 diciembre de 2008. Los estados contables están auditados, han sido elaborados de acuerdo a la Circular 4/2004 de Banco de España y están disponibles en la página web de la CNMV (www.cnmv.es).

BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADOS (en miles de euros)

| BALANCE | | | |
|--|-------------------|-------------------|--------------|
| ACTIVO | 31.12.2008 | 31.12.2007 | % |
| 1. Caja y depósitos en bancos centrales | 423.743 | 274.848 | 54,17% |
| 2. Cartera de negociación | 256.139 | 279.260 | -8,28% |
| 3. Otros activos financieros a valor razonable | 9.205 | 4.823 | 90,86% |
| 4. Activos financieros disponibles para la venta | 1.468.112 | 3.194.865 | -54,05% |
| 5. Inversiones crediticias | 19.826.007 | 17.081.849 | 16,06% |
| 8. Derivados de cobertura | 111.094 | 36.310 | 205,96% |
| 9. Activos no corrientes en venta | 24.092 | 5.146 | 368,17% |
| 10. Participaciones | 35.151 | 59.888 | -41,31% |
| 11. Contratos de seguros vinculados a pensiones | 10.337 | 10.668 | -3,10% |
| 12. Activos por reaseguros | 14.584 | 12.513 | 16,55% |
| 13. Activo material | 567.766 | 507.847 | 11,80% |
| 14. Activo intangible | 21.192 | 15.088 | 40,46% |
| 15. Activos fiscales | 158.155 | 91.603 | 72,65% |
| 16. Resto de activos | 166.838 | 29.174 | 471,87% |
| TOTAL ACTIVO | 23.092.415 | 21.603.882 | 6,89% |

| PASIVO | 31.12.2008 | 31.12.2007 | % |
|---|-------------------|-------------------|--------------|
| 1. Cartera de negociación | 216.834 | 428.409 | -49,39% |
| 3. Pasivos financieros a coste amortizado | 20.987.170 | 18.942.669 | 10,79% |
| 5. Derivados de cobertura | 35.040 | 96.731 | -63,78% |
| 7. Pasivos por contratos de seguros | 608.236 | 664.001 | -8,40% |
| 8. Provisiones | 22.549 | 35.576 | -36,62% |
| 9. Pasivos fiscales | 75.581 | 46.994 | 60,83% |
| 10. Fondo de la obra social | 50.009 | 45.683 | 9,47% |
| 11. Resto de pasivos | 43.934 | 43.858 | 0,17% |
| 12. Capital con naturaleza de pasivo financiero | 0 | 291.600 | -100,00% |
| TOTAL PASIVO | 22.039.353 | 20.595.521 | 7,01% |

| PATRIMONIO NETO | 31.12.2008 | 31.12.2007 | Variación |
|---------------------------------------|-------------------|-------------------|------------------|
| 1. Intereses minoritarios | 5.365 | 10.584 | -49,31% |
| 2. Ajustes por valoración | -13.636 | 2.283 | -697,28% |
| 3. Fondos Propios | 1.061.333 | 995.494 | 6,61% |
| TOTAL PATRIMONIO NETO | 1.053.062 | 1.008.361 | 4,43% |
| TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO | 23.092.415 | 21.603.882 | 6,89% |

| CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS | 31.12.2008 | 31.12.2007 | Variación |
|---|-------------------|-------------------|------------------|
| A) MARGEN DE INTERESES | 345.105 | 307.693 | 12,16% |
| B) MARGEN BRUTO | 465.492 | 475.945 | -2,20% |
| C) RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACION | 106.716 | 155.381 | -31,32% |
| D) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS | 105.157 | 153.255 | -31,38% |
| E) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS | 78.994 | 113.940 | -30,67% |
| F) RESULTADO DEL EJERCICIO | 78.994 | 113.940 | -30,67% |

También se detallan los datos de solvencia (en miles de euros) así como el índice de morosidad y cobertura a 31 de diciembre de 2007 y 31 de diciembre de 2008, calculados según la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España.

| Normativa BANCO DE ESPAÑA | 31.12.2008 | 31.12.2007 |
|---|-------------------|-------------------|
| Recursos Propios Básicos (Tier I) | 1.227.050 | 1.093.018 |
| Recursos Propios de Segunda Categoría (Tier II) | 550.000 | 681.896 |
| Recursos Propios Totales | 1.777.050 | 1.774.914 |
| Coefficiente de Solvencia | 12,61% | 11,30% |
| Ratio de Morosidad | 4,25% | 1,19% |
| Ratio de Cobertura | 53,93% | 178,25% |

También se presentan a continuación el Balance de Situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias Individuales a 31 de marzo de 2008 y 31 marzo de 2009, así como el índice de morosidad y cobertura.

| BALANCE | | | |
|---|-------------------|-------------------|------------------|
| ACTIVO | 31.03.2009 | 31.03.2008 | Variación |
| 1. Caja y depósitos en bancos centrales | 268.474 | 225.906 | 18,84% |
| 2. Cartera de negociación | 280.717 | 235.952 | 18,97% |
| 3. Otros activos financieros a valor razonable | | 4.356 | -100,00% |
| 4. Activos financieros disponibles para la venta | 1.243.208 | 3.035.272 | -59,04% |
| 5. Inversiones crediticias | 20.360.177 | 16.597.068 | 22,67% |
| 8. Derivados de cobertura | 172.745 | 35.986 | 380,03% |
| 9. Activos no corrientes en venta | 21.461 | 5.807 | 269,57% |
| 10. Participaciones | 62.422 | 57.590 | 8,39% |
| 11. Contratos de seguros vinculados a pensiones | 10.337 | 10.200 | 1,34% |
| 13. Activo material | 537.971 | 464.044 | 15,93% |
| 14. Activo intangible | 23.603 | 15.765 | 49,72% |
| 15. Activos fiscales | 101.711 | 83.955 | 21,15% |
| 16. Resto de activos | 32.164 | 19.312 | 66,55% |
| TOTAL ACTIVO | 23.114.990 | 20.791.213 | 11,18% |
| PASIVO | 31.03.2009 | 31.03.2008 | Variación |
| 1. Cartera de negociación | 228.981 | 376.281 | -39,15% |
| 3. Pasivos financieros a coste amortizado | 21.789.999 | 19.307.948 | 12,86% |
| 5. Derivados de cobertura | 21.605 | 76.419 | -71,73% |
| 8. Provisiones | 22.251 | 34.684 | -35,85% |
| 9. Pasivos fiscales | 24.202 | 26.248 | -7,79% |
| 10. Fondo de la obra social | 48.339 | 43.033 | 12,33% |
| 11. Resto de pasivos | 54.685 | 1.283 | 4162,28% |
| PATRIMONIO NETO | 31.03.2009 | 31.03.2008 | Variación |
| 1. Fondos Propios | 954.356 | 899.891 | 6,05% |
| 2. Ajustes por valoración | -29.427 | -22.111 | 33,09% |
| Total Patrimonio Neto | 924.929 | 877.780 | 5,37% |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 23.114.990 | 20.791.213 | 11,18% |
| 1. Riesgo contingentes | 370.370 | 472.413 | -21,60% |
| 2. Compromisos contingentes | 1.734.956 | 2.283.796 | -24,03% |
| CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANCIAS | 31.03.2009 | 31.03.2008 | Variación |
| A) MARGEN DE INTERESES | 96.420 | 75.600 | 27,54% |
| B) MARGEN BRUTO | 134.850 | 106.690 | 26,39% |
| C) RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACION | 40.030 | 35.780 | 11,88% |
| D) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS | 27.400 | 35.730 | -23,31% |
| E) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS | 20.850 | 27.040 | -22,89% |
| F) RESULTADO DEL EJERCICIO | 20.850 | 27.040 | -22,89% |

| Normativa BANCO DE ESPAÑA | 31.03.2009 | 31.03.2008 |
|----------------------------------|-------------------|-------------------|
| Ratio de Morosidad | 4,88% | 1,81% |
| Ratio de Cobertura | 48,37% | 111,73% |

FACTORES DE RIESGO

OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA PENEDÈS 2009 – CUARTA EMISIÓN

Antes de adoptar la decisión de suscripción de “OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA PENEDÈS 2009 – CUARTA EMISIÓN”, objeto de la presente Nota de Valores, los inversores deberán ponderar una serie de factores de riesgo que se señalan a continuación.

Los principales riesgos que afectan a los Valores que se emiten son:

- Riesgo de subordinación y prelación de los inversores ante situaciones concursales

En caso de producirse una situación concursal de la Entidad Emisora, las Obligaciones Subordinadas estarán situadas por detrás de los acreedores comunes y de los privilegiados, y al mismo nivel que sus acreedores subordinados. En todo caso, se situarán por delante de las cuotas participativas y participaciones preferentes emitidas o garantizadas por el emisor.

- Riesgo de mercado

Las Obligaciones Subordinadas constitutivas de esta Emisión, una vez admitidas a negociación, estarían sometidas a posibles fluctuaciones de sus precios en el mercado en función, principalmente, de la evolución de los tipos de interés y de la duración de la inversión, de las condiciones de mercado y de las condiciones económicas generales. En función de la evolución de dichas condiciones, estas Obligaciones Subordinadas podrían llegar a negociarse por debajo de su precio de emisión.

- Riesgo por fluctuación del tipo de interés

La rentabilidad que se pueda obtener por la inversión en los Valores de la presente emisión, estará sometida a fluctuaciones de los tipos de interés.

- Riesgo de crédito

Los valores incluidos en la presente Nota de Valores están sujetos al riesgo de pérdida en caso de deterioro de la estructura financiera del Emisor, que puede conllevar ciertos riesgos en el pago de los intereses y/o principal de los Valores y, por tanto, generar una disminución del valor de la inversión. A 31 de marzo de 2009, el índice de morosidad de la entidad y el ratio de cobertura de insolvencias eran de un 4,88% y un 48,37%, respectivamente.

Las Obligaciones Subordinadas que se emitan al amparo de la presente Nota de Valores no han sido calificadas por agencia de calificación alguna.

La agencia internacional de calificación crediticia Fitch Ratings ha otorgado a Caixa d'Estalvis del Penedès las siguientes calificaciones crediticias:

| RATING | FITCH |
|-------------|--------------------------|
| Largo plazo | A - |
| Corto plazo | F2 |
| Perspectiva | Estable |
| Fecha | 26 de septiembre de 2008 |

Desde el pasado 30 de enero de 2009, Caixa Penedès, a petición de la Entidad, dejó de tener calificación crediticia de Moody's.

La disminución del rating del Emisor podría afectar a la cotización de las Obligaciones Subordinadas en AIAF Mercado de Renta Fija.

- Riesgo por amortización anticipada

Se establecen cláusulas de amortización anticipada por parte de la Entidad Emisora; el Emisor podrá amortizar parcial o totalmente la Emisión a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir del 29 de junio de 2014, y en cada una de las fechas de pago de intereses posteriores a dicha fecha. En tal caso, un tenedor podría no ser capaz de reinvertir el resultado de dicha amortización anticipada en valores comparables y al mismo tipo de interés.

- Riesgo de liquidez

Es el riesgo de que los operadores del mercado no encuentren contrapartida para los valores. Aunque se solicitará la admisión a negociación en el Mercado AIAF de Renta Fija, no es posible asegurar que vaya a producirse una negociación activa en el mercado. Tampoco es posible asegurar el desarrollo o liquidez de los mercados de negociación para la presente emisión.

El Emisor no ha suscrito ningún contrato de liquidez para la presente emisión, por lo que no existe ninguna entidad que se haya comprometido a proporcionar dicha liquidez a la misma. En las actuales condiciones de mercado, sería posible que el inversor se encontrase con dificultades para hacer líquida su inversión a un precio razonable.

NOTA DE VALORES

OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA PENEDÈS 2009 – CUARTA EMISIÓN

1. PERSONAS RESPONSABLES.

En nombre de la entidad emisora, Caixa d'Estalvis del Penedès (en adelante el “Caixa d'Estalvis del Penedès”, “Caixa Penedès”, el “Emisor” o la “Entidad Emisora”), y en virtud del poder otorgado por su Comisión Ejecutiva, con fecha 26 de marzo de 2009 acuerda las condiciones y asume la responsabilidad por el contenido de la presente Nota de Valores D. Jordi Ruiz-Kaiser Barceló, NIF 46125486-K, Director Financiero de la Entidad.

D. JORDI RUIZ-KAISER BARCELÓ declara, tras comportarse con una diligencia razonable de que es así, que la información contenida en la presente Nota de Valores es, según su conocimiento, conforme a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a su contenido.

2. FACTORES DE RIESGO.

Antes de adoptar la decisión de suscripción de “Obligaciones Subordinadas Caixa Penedès 2009 – Cuarta Emisión”, objeto de la presente Nota de Valores, los inversores deberán ponderar los factores de riesgo que se señalan en la sección de Factores de Riesgo, al inicio de la presente Nota de Valores.

3. INFORMACIÓN FUNDAMENTAL

3.1 Interés de las personas físicas y jurídicas participantes en Oferta

No existen intereses particulares de las personas físicas y jurídicas participantes en la oferta.

3.2. Motivo de la Oferta y destino de los ingresos

La emisión de Obligaciones Subordinadas obedece a la financiación habitual del Emisor y contribuye al fortalecimiento de sus recursos propios, de acuerdo con la legislación vigente, Para la presente Emisión se ha solicitado al Banco de España la computabilidad como recursos propios.

Los gastos de emisión estimados son los siguientes:

| CONCEPTO | EUROS |
|---|-----------------------------|
| Registro CNMV | 41.422,13 ¹ Eur. |
| Tasas CNMV admisión a cotización en AIAF | 9.000,00 ² Eur. |
| Estudio y registro del Folleto Base en AIAF | 15.000 ³ Eur. |
| Admisión a cotización en AIAF | 3.000 ⁴ Eur. |
| Iberclear: admisión, permanencia y tasas inclusión en Iberclear | 500 Eur. |
| TOTAL | 68.922,13 Eur. |

* Se ha supuesto un importe total de la Emisión de 300.000.000 de euros

¹ 0,014% sobre el nominal emitido (con un máximo de 41.422,13 euros)

² 0,03 por mil (con un máximo de 9.550,87 euros por importe del folleto)

³ 0,05 por mil sobre el volumen del folleto (con un máximo de 55.000 euros)

⁴ 0,01 por mil sobre el importe admitido a cotización (con un máximo de 55.000 euros)

4. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE

4.1. Descripción del tipo y la clase de los Valores

La presente Nota de Valores se realiza a efectos de la Oferta Pública de Obligaciones Subordinadas denominada “OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA PENEDÈS 2009 – CUARTA EMISIÓN”.

Las Obligaciones Subordinadas objeto de la presente Emisión son valores que representan una deuda para su Emisor, devengan intereses, y son reembolsables por amortización anticipada o a vencimiento. En base a su condición de emisión subordinada se sitúan a efectos de prelación de créditos tras todos los acreedores con privilegio y ordinarios.

4.2. Legislación de los Valores

Los Valores se emitirán de conformidad con la legislación española que resulte aplicable al Emisor o a los mismos.

En particular, se emiten de conformidad con la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores, con el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley del Mercado de Valores en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos y con la Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, por el que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley del Mercado de Valores. Todo ello de acuerdo con la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, por la que se regula la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas o por asociaciones u otras personas jurídicas, y la constitución del sindicato de obligacionistas, y de acuerdo con aquellas otras normativas que las han desarrollado.

Las emisiones de instrumentos de Deuda Subordinada están sujetas, además, a lo establecido en la Ley 13/1985 de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y la Ley 13/1992 de 1 de junio, Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero de recursos financieros de las entidades financieras y a la normativa reglamentaria que la desarrolla.

La presente Nota de Valores se ha elaborado siguiendo los modelos previstos en el Anexo V del Reglamento (CE) nº 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a la información contenida en los folletos así como al formato, incorporación por referencia, publicación de dichos folletos y difusión de publicidad.

4.3 Representación de los Valores

Los Valores estarán representados mediante Anotaciones en Cuenta gestionadas por Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, IBERCLEAR, sita en Plaza de la Lealtad, 1 28014, Madrid.

4.4 Divisa de la Emisión.

Los Valores estarán denominados en Euros.

4.5 Orden de prelación

La presente Emisión de deuda subordinada realizada por Caixa Penedès no tendrá garantías reales ni de terceros. El capital y los intereses de la misma están garantizados por el total patrimonio del Emisor.

Estos Valores presentan la condición de financiación subordinada para los acreedores y, a efectos del orden de prelación de pago, se sitúa detrás de los siguientes acreedores:

- i. Acreedores con privilegio
- ii. Acreedores ordinarios y depositantes

En caso de concurso, estas Obligaciones Subordinadas no gozarán de preferencia en el seno de la deuda subordinada de Caixa Penedès, cualquiera que sea la instrumentación y fecha de dicha deuda. Se situarán por delante de las cuotas participativas, en su caso, y participaciones preferentes emitidas o garantizadas por la Entidad Emisora.

4.6. Descripción de los derechos vinculados a los Valores y procedimiento para el ejercicio de los mismos.

Conforme con la legislación vigente, los Valores detallados en la presente Nota de Valores carecerán para el inversor que los adquiera de cualquier derecho político presente y/o futuro sobre Caixa d'Estalvis del Penedès.

Los derechos económicos y financieros para el inversor asociados a la adquisición y tenencia de los Valores, serán los derivados de las condiciones de tipo de interés, rendimientos y precios de amortización con que se emitan y que se encuentran recogidas en los epígrafes 4.7 y 4.8 siguientes.

En cada fecha de pago, el inversor tendrá automáticamente a su disposición sus derechos económicos, mediante el correspondiente apunte en la cuenta abierta en cualquier Entidad Participante en Iberclear, actuando como agente de pagos ACA, S.A. Sociedad de Valores (ACA).

Los titulares de obligaciones incluidas en la presente Nota de Valores tendrán derecho a voto en la Asamblea de Obligacionistas, de acuerdo con lo previsto en el epígrafe 4.10 siguiente.

4.7 Tipo de interés nominal y disposiciones relativas a los intereses pagaderos.

Tipo de interés nominal

Las Obligaciones Subordinadas objeto de esta Emisión devengarán a favor de sus tenedores un tipo de interés nominal fijo aplicable durante el primer año a contar desde la fecha de emisión hasta el 29 de junio de 2010. Durante el resto de la vida de la Emisión, el tipo de interés será variable.

Los cupones serán satisfechos, por trimestres vencidos, los días 29 de marzo, 29 de junio, 29 de septiembre y 29 de diciembre de cada año hasta el 29 de junio de 2019 ó hasta el momento en que se produzca la amortización anticipada, en el caso de que la misma se produzca con anterioridad.

Desde la fecha de desembolso hasta el 29 de junio de 2010, la Emisión devengará un tipo de interés fijo del 6,50% nominal anual (6,660% TAE).

Desde el 29 de junio de 2010 hasta el 29 de junio de 2014, la Emisión devengará un tipo de interés nominal, que se determinará sumando 425 puntos porcentuales (4,25%) al tipo de interés de referencia Euribor tres meses correspondiente, revisado anualmente dos días hábiles antes del 29 de junio de cada año.

Este margen se incrementará en 75 puntos porcentuales (0,75%) si el Emisor no ejercitase su derecho de amortización anticipada. Por lo tanto, el tipo resultante pasaría a ser Euribor tres meses más 5,00%.

En cualquier caso, el tipo de interés resultante no podrá estar en ningún momento por debajo del 5,00% anual. En caso de ser el tipo anual resultante inferior al 5,00% en algún período, la Emisión devengará en dicho período el 5,00% anual.

Se entenderá por “día hábil” a efectos de la presente Emisión el que se fije en cada momento por el Banco Central Europeo para el funcionamiento del Sistema TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross-settlement Express Transfer System).

El tipo de referencia Euribor, “Euro InterBank Offered Rate”, a un plazo de tres meses, será el publicado en la página “Euribor01”, suministrada por Reuters, o en cualquier otra página que pudiera sustituirla en el futuro, a las 11 horas (C.E.T.) de los dos días hábiles inmediatamente anteriores al 29 de junio de cada año de vida de la emisión, a partir del 29 de junio de 2010. . En el supuesto de ausencia o imposibilidad de obtención del tipo EURIBOR a 3 meses establecido anteriormente, se tomará el EURIBOR a 3 meses, publicado a las 11:00 horas de los dos días hábiles inmediatamente anteriores al 29 de junio de cada año de vida de la emisión, a partir del 29 de junio de 2010, en la página Telerate 248.

En el supuesto de ausencia o imposibilidad de obtención del tipo de referencia establecido anteriormente, el tipo de interés de referencia sustitutivo será el tipo de interés que resulte de efectuar la media aritmética simple de los tipos de interés interbancarios de oferta para operaciones de depósito en euros tres meses de vencimiento los dos días hábiles inmediatamente anteriores al 29 de junio de cada año de vida de la emisión, a partir del 29 de junio de 2010, que declaren los siguientes bancos: BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A., THE CHASE MANHATTAN BANK NA (Londres), BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO, LA CAIXA D’ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA, CAJA MADRID, DEUTSCHE BANK AG (Londres). En el supuesto de imposibilidad de obtención del EURIBOR por no suministrar alguna de las citadas entidades la declaración de cotizaciones, será de aplicación el tipo de interés que resulte de aplicar la media aritmética simple de los tipos de interés declarados por, al menos, dos de las entidades restantes.

De no publicarse los índices anteriores, será de aplicación el tipo de interés aplicado en el período trimestral anterior hasta la nueva publicación de cualquiera de los índices reseñados.

a) Fórmula de cálculo de los cupones periódicos

El cálculo de los intereses brutos a percibir en cada una de las fechas de pago de intereses, se realizará mediante la aplicación de la siguiente fórmula:

$$C = \frac{N * i * d}{Base * 100}$$

Donde:

C = Importe bruto del cupón periódico

N = Nominal del valor (1.000 euros)

I= Tipo de interés nominal anual

D= Días transcurridos entre la fecha de inicio del período de devengo de interés y la fecha de pago del cupón correspondiente, computándose tales días de acuerdo con la Base establecida (365).

Base = 365

Informes de expertos sobre las condiciones económicas de la emisión:

A fin de evaluar si las condiciones financieras de la Emisión se adecuan a las condiciones de mercado, teniendo en cuenta sus características, Caixa Penedès ha obtenido la opinión de dos consultoras independientes especializadas, Solventis Gestión, S.G.C. y Analistas Financieros Internacionales, S.A. cuyos informes se adjuntan como Anexo I a la presente Nota de Valores.

b) Procedimiento de pago de los cupones

Los cupones de las “Obligaciones Subordinadas Caixa Penedès 2009 – Cuarta Emisión” se abonarán los días 29 de marzo, 29 de junio, 29 de septiembre y 29 de diciembre de cada año, hasta el vencimiento de la Emisión, coincidiendo así el abono del último cupón con la fecha de vencimiento final de la Emisión.

El abono de los cupones se efectuará de forma automática mediante el correspondiente abono en cuenta, previa certificación de la posición neta de los Valores anotados por IBERCLEAR. La cuantía de cada cupón que perciba el tenedor por cada Obligación Subordinada será el resultado de aplicar los tipos señalados al valor nominal, con redondeo al alza del segundo decimal, deduciendo de su importe bruto la retención a cuenta del impuesto vigente en cada momento.

En el caso de que el día de pago del cupón no sea día hábil según el calendario TARGET, el pago del mismo se trasladará al día hábil inmediatamente posterior, sin que por ello el tenedor de la Obligación Subordinada tenga derecho a percibir intereses por dicho diferimiento.

4.7.1. Plazo válido en el que se pueden reclamar los intereses y el reembolso del principal

El plazo para emprender acciones para reclamar el reembolso del principal prescribe pasados quince años desde la Fecha de Amortización de los Valores.

El plazo para emprender acciones para reclamar el pago de los intereses prescribe pasados cinco años desde la Fecha de Pago en la que se produzca el impago.

4.7.2. Descripción del subyacente e información histórica del mismo

Como se ha indicado en el apartado 4.7, el tipo de interés de referencia a aplicar a partir del primer cupón es Euribor, “Euro InterBank Offered Rate”, a un plazo de tres meses y será el publicado en la página “Euribor01”, suministrada por Reuters, o en cualquier otra página que pudiera sustituirla en el futuro, a las 11 horas (C.E.T.) de los dos días hábiles inmediatamente anteriores al 29 de junio de cada año de vida de la emisión, a partir del 29 de junio de 2010.

Si por cualquier circunstancia, imprevisible, se dejara de publicar el tipo de referencia indicado, se actuará de acuerdo con lo establecido en el apartado 4.7 anterior.

A título meramente indicativo, se muestra a continuación la evolución que ha tenido el tipo de referencia “Euribor 3 meses”, más el diferencial positivo de 4,25 % durante los últimos doce meses.

| Fecha | Euribor tres meses | Euribor tres meses + 4,25% |
|--------------|---------------------------|-----------------------------------|
| 30/04/2008 | 4,86% | 9,11% |
| 30/05/2008 | 4,86% | 9,11% |
| 30/06/2008 | 4,95% | 9,20% |
| 31/07/2008 | 4,97% | 9,22% |
| 29/08/2008 | 4,96% | 9,21% |
| 30/09/2008 | 5,28% | 9,53% |
| 31/10/2008 | 4,76% | 9,01% |
| 28/11/2008 | 3,85% | 8,10% |
| 31/12/2008 | 2,89% | 7,14% |
| 30/01/2009 | 2,09% | 6,34% |
| 27/02/2009 | 1,83% | 6,08% |
| 31/03/2009 | 1,51% | 5,76% |
| 30/04/2009 | 1,37% | 5,62% |
| 07/05/2009 | 1,33% | 5,58% |

4.7.3. Descripción de cualquier episodio de distorsión de mercado del subyacente.

En los últimos 12 meses no ha habido interrupciones en la publicación de los tipos de referencia indicados.

4.8 Precio de amortización y disposiciones relativas al vencimiento de los Valores.

4.8.1. Precio de amortización.

Las Obligaciones Subordinadas se amortizarán a la par, libre de gastos y comisiones para el tenedor por parte del Emisor, es decir, por cada Obligación Subordinada se abonarán MIL (1.000) EUROS.

4.8.2. Fecha y modalidades de amortización.

Los Valores serán amortizados el día 29 de junio 2019.

No obstante, el Emisor podrá amortizar parcial o totalmente la Emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir del 29 de junio de 2014, en esa fecha o en cada una de las fechas de pago de intereses posteriores a dicha fecha. En caso de que sea amortización parcial, ésta podrá realizarse, a elección del Emisor, bien mediante la disminución del valor nominal de todos los Valores emitidos, o bien mediante la amortización de aquellos Valores que Caixa Penedès pueda tener en autocartera, siempre de acuerdo con la legislación vigente.

No existe la amortización anticipada a petición de los tenedores de las obligaciones.

4.9. Indicación del rendimiento efectivo para el inversor y método de cálculo

La tasa interna de rentabilidad (T.I.R.) o tipo de interés efectivo previsto para un suscriptor que adquiriese los Valores amparados por la presente Nota de Valores en el momento de la emisión y los mantuviese hasta su vencimiento, si se cumplen las hipótesis previstas posteriormente, sería de 6,152% .

Para el cálculo de dicho rendimiento se han establecido las siguientes hipótesis:

- Desembolso del total de los Valores emitidos: 29 de junio de 2009.
- Amortización de la Emisión el 29 de junio de 2019.
- El tipo de interés nominal fijo para el primer cupón es del 6,50%.
- El mantenimiento del tipo de referencia Euribor tres meses del 7 de mayo de 2009 (1,327%)
- El tipo de interés nominal aplicable para el período comprendido entre el segundo y quinto año es del 5,577%.
- No se ejerce la opción de amortización anticipada a lo largo de la vida de la Emisión, de manera que el tipo de interés se incrementa desde el 29 de junio de 2014 hasta el 29 de junio de 2019 en un 0,75% adicional. El tipo de interés de la emisión de los últimos 5 (cinco) años es por tanto 6,327%.

Si la emisión se amortizase el 29 de junio de 2014, la T.I.R sería del 5,91% , manteniendo el resto de hipótesis constantes.

La tasa interna de rentabilidad para el suscriptor se ha calculado mediante la siguiente fórmula:

$$P_0 = \sum^n \frac{F_j}{\left(1 + \frac{r}{100}\right)^{\left(\frac{d}{Base}\right)}}$$

donde:

P_0 = Precio de Emisión del valor

F_j = Flujos de cobros y pagos brutos a lo largo de la vida del valor

r = Rentabilidad anual efectiva o TIR

d = Número de días transcurridos entre la fecha de inicio del devengo del correspondiente cupón y su fecha de pago

n = Número de flujos de la Emisión

$Base$ = Base para el cálculo de intereses ACT/365

4.10. Representación de los tenedores de los Valores.

Se procede a la constitución del Sindicato de Obligacionistas, de conformidad con lo establecido en la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, por la que se regula la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas o por asociaciones u otras personas jurídicas, y la constitución del sindicato de obligacionistas, a medida que vayan recibiendo los valores, que seguirá por el Reglamento siguiente:

REGLAMENTO DEL SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS DE CAIXA PENEDÈS EN RELACIÓN CON LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA PENEDÈS 2009 – CUARTA EMISIÓN.

Artículo 1º.- Con la denominación de “SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA PENEDÈS 2009 – CUARTA EMISIÓN” queda constituido un sindicato que tiene por objeto la defensa de los intereses y derechos de los titulares de obligaciones emitidas por Caixa Penedès, en su cuarta emisión, de acuerdo con la legislación vigente.

Artículo 2º.- El Sindicato subsistirá mientras dure el empréstito y, terminado éste, hasta que queden cumplidas por el emisor sus obligaciones ante los titulares de los Valores.

Artículo 3º.- El domicilio del Sindicato se fija en Vilafranca del Penedès, Font del Cuscó, número 11

Artículo 4º.- Son Órganos del Sindicato la Asamblea General de Obligacionistas y el Comisario. La Asamblea de Obligacionistas acordará el nombramiento de un Secretario a efectos de certificar los acuerdos de la misma.

Artículo 5º.- El Comisario será el Presidente del Sindicato de Obligacionistas, y además de las competencias que le atribuya la Asamblea General, tendrá la representación legal del Sindicato y podrá ejercitar las acciones que a éste correspondan y las que considere oportunas para la defensa general y particular de los titulares de los valores. En todo caso, el Comisario será el órgano de relación entre la Entidad Emisora y el Sindicato, y como tal, podrá asistir con voz y sin voto, a las deliberaciones de la Asamblea General de la Entidad Emisora, informar a ésta de los acuerdos del Sindicato y requerir de la misma los informes que a su juicio o al de la Asamblea de Obligacionistas, interesen a éstos.

Artículo 6º.- La Asamblea General de Obligacionistas, debidamente convocada por el Presidente o por el Órgano de Administración de la Entidad Emisora, está facultada para acordar lo necesario a la mejor defensa de los legítimos intereses de los Obligacionistas; destituir y nombrar Comisario o Presidente y Secretario; ejercer, cuando proceda, las acciones judiciales correspondientes y aprobar los gastos ocasionados por la defensa de los intereses comunes.

Artículo 7º.- Los acuerdos de la Asamblea serán tomados por mayoría absoluta, con asistencia de los Obligacionistas que representen dos terceras partes de los Valores de emisión en circulación. Cuando no se logre la concurrencia de las dos terceras partes de los Valores de emisión en circulación, podrá ser nuevamente convocada la Asamblea un mes después de su primera reunión, pudiendo entonces tomarse los acuerdos por mayoría absoluta de los asistentes.

Los acuerdos adoptados por la Asamblea vincularán a todos los Obligacionistas, incluso a los no asistentes y a los disidentes.

Artículo 8º.- Será de aplicación la Sección 4ª, Capítulo X de la vigente Ley de Sociedades Anónimas en todo lo relativo a la convocatoria, competencia y acuerdos del Sindicato.

Artículo 9º.- En todo lo no previsto en el presente Reglamento será de aplicación: a) La Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores; b) La Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre regulación de la emisión de obligaciones por Sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas y la constitución del Sindicato de Obligacionistas y c) el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

Se designa y acepta para el cargo de Comisario de la presente emisión, a D. Josep Jaume Fina Casanova, Jefe del Área de Tesorería y Mercado de Capitales de Caixa Penedès, con domicilio a estos efectos en Rambla Nostra Senyora, 2-4, Vilafranca del Penedès, quien tendrá las facultades que le atribuyen los Estatutos anteriores.

4.11. Resoluciones, autorizaciones y aprobaciones en virtud de las cuales se emiten los Valores.

Las resoluciones y acuerdos por los que se procede a la realización de la presente Emisión de renta fija, cuya vigencia consta en certificación remitida a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, son los que se enuncian a continuación:

- Autorización de la Asamblea General de la Entidad de fecha 15 de mayo de 2008.
- Acuerdo de la Comisión Ejecutiva de la Entidad de 26 de marzo de 2009.

4.12. Fecha de emisión

La fecha de emisión de las Obligaciones Subordinadas será el día 29 de junio de 2009.

4.13. Restricciones a la libre transmisibilidad de los Valores.

Según la legislación vigente, no existen restricciones particulares, ni de carácter general a la libre transmisibilidad de los valores que se prevé emitir.

4.14. Fiscalidad de los Valores

A estos Valores les será de aplicación el régimen fiscal general vigente en cada momento para las emisiones de valores en España. A continuación se expone el régimen fiscal vigente en el momento de verificación de esta Oferta Pública sobre la base de una descripción general del régimen establecido por la legislación española en vigor, sin perjuicio de los regímenes tributarios forales de Concierto y Convenio económico en vigor, respectivamente, en los territorios históricos del País Vasco y en la Comunidad Foral de Navarra, o aquellos otros, excepcionales que pudieran ser aplicables por las características específicas del inversor.

En cualquier caso, es recomendable que los inversores interesados en la adquisición de los Valores objeto de la Oferta consulten con sus abogados o asesores fiscales, quienes les podrán prestar un asesoramiento personalizado a la vista de sus circunstancias particulares.

A) Imposición Indirecta en la adquisición y transmisión de las Obligaciones Subordinadas

La adquisición y, en su caso, la posterior transmisión de Obligaciones Subordinadas está exenta del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales Onerosas y Actos Jurídicos documentada y del Impuesto sobre el Valor Añadido, en los términos expuestos en el artículo 108 de la Ley del Mercado de Valores y concordantes de las leyes reguladoras de los impuestos citados.

B) Imposición Directa sobre las rentas derivadas de la titularidad, transmisión, amortización o reembolso de las Obligaciones Subordinadas

Se consideran inversores residentes en España, sin perjuicio de lo dispuesto en los convenios para evitar la doble imposición firmados por nuestro país, las entidades residentes en territorio español conforme al artículo 8 del Texto refundido de la ley del Impuesto de Sociedades, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, y los contribuyentes personas físicas que tengan su residencia habitual en España, tal y como se define en los artículos 8 a 10 de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (“Ley del IRPF”) y de modificación parcial de las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de No Residentes y sobre el Patrimonio. También se considerarán inversores residentes en España a efectos fiscales las personas físicas de nacionalidad española que, cesando su residencia fiscal en España, acrediten su nueva residencia fiscal en un país o territorio calificado reglamentariamente como paraíso fiscal, tanto durante el periodo impositivo en el que se produzca el cambio de residencia como en los cuatro siguientes.

En el caso de personas físicas que adquieran su residencia fiscal en España como consecuencia de un desplazamiento a territorio español, podrán optar por tributar por el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o por el Impuesto sobre la Renta de No Residentes durante el periodo en que se efectúe el cambio de residencia y los cinco siguientes siempre que se cumplan los requisitos recogidos en el artículo 93 de la Ley del IRPF.

B.1 Inversores personas físicas y jurídicas residentes fiscales en España

Por lo que respecta al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y al Impuesto sobre Sociedades, el importe de los cupones y/o la diferencia entre el valor de suscripción o adquisición del activo y su valor de transmisión o reembolso tendrán la consideración de rendimiento del capital mobiliario.

Asimismo, de acuerdo con lo establecido en el artículo 74 y siguientes del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, aprobado por el Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo y el artículo 58 y siguientes del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades aprobado por el Real Decreto 1777/2004 de 30 de julio, los rendimientos del capital mobiliario obtenidos de las Obligaciones Subordinadas quedarán sujetos a un tipo actual del 18% (o del tipo vigente en cada momento).

Por consiguiente, los pagos de cupones y/ o la diferencia entre el valor de suscripción o adquisición del título y su valor de transmisión o reembolso deberá ser sometida a retención al tipo vigente en cada momento, actualmente un 18%, por parte del Emisor o la entidad financiera encargada de la operación o, en su caso, por el fedatario público que obligatoriamente intervenga en la operación. Dichas rentas deberán ser integradas en la base imponible del ahorro del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

1. Excepción a la obligación de retener para personas jurídicas

No obstante el régimen general expuesto en los párrafos anteriores, el artículo 59 del Reglamento del Impuesto de Sociedades, establece, para las emisiones posteriores al 1 de enero de 1999, la exención de retención para las rentas obtenidas por personas jurídicas residentes en España, cuando procedan de activos financieros que cumplan las condiciones de estar representados mediante anotaciones en cuenta y estar negociados en un mercado secundario oficial de valores español. En estos casos, la excepción a la obligación de practicar retención se aplicará tanto con ocasión del pago del cupón como, en su caso, sobre el rendimiento del capital mobiliario positivo que pudiera ponerse de manifiesto con ocasión de la transmisión o reembolso de los valores.

2. Excepción a la obligación de retener para personas físicas

Por otra parte, el artículo 75.3 e) del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, establece la exención de retención para las rentas obtenidas por personas físicas residentes en España derivadas de la transmisión o reembolso de activos financieros con rendimiento explícito, siempre que estén representados mediante anotaciones en cuenta y se negocien en un mercado secundario oficial de valores español.

No obstante, quedará sujeta a retención la parte del precio que equivalga al cupón corrido en las transmisiones de activos efectuadas dentro de los treinta días inmediatamente anteriores al vencimiento del cupón, cuando el adquirente sea una persona o entidad no residente en territorio español o sea sujeto pasivo del Impuesto de Sociedades, y los rendimientos explícitos derivados de los valores transmitidos estén exceptuados de la obligación de retener en relación con el adquirente (artículo 75.3 e) del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas).

3. Impuesto sobre el patrimonio

Con fecha 25 de diciembre de 2008 se publicó en el Boletín Oficial del Estado la Ley 4/2008, de 23 de diciembre, por la que se suprime el gravamen del Impuesto del Patrimonio, se generaliza el sistema de devolución mensual en el Impuesto sobre el Valor Añadido, y se introducen otras modificaciones en la normativa tributaria.

Esta norma introduce en la Ley 19/1991, una bonificación del 100% en la cuota íntegra y elimina la obligación de declarar con efectos a partir del 1 de enero de 2008.

Las personas jurídicas no están sujetas al Impuesto sobre el Patrimonio.

4. Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

De acuerdo con lo establecido en la Ley 29/1987, del Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones, las adquisiciones a título lucrativo por personas físicas estarán sujetas al Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones en los términos previstos por la normativa de este impuesto. Algunas Comunidades Autónomas han regulado normas especiales que prevén determinadas exenciones o reducciones que serán aplicables exclusivamente a los residentes en dichos territorios, por lo que deberán ser consultadas, según su aplicación.

En el caso de transmisión gratuita a favor de un sujeto pasivo del Impuesto sobre Sociedades, la renta obtenida tributa conforme a las normas del Impuesto sobre Sociedades, no siendo aplicable el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones.

B.2 Inversores no residentes en España

Tal y como ha sido confirmado por la Administración Tributaria en contestación vinculante de la Dirección General de Tributos (DGT) de fecha 7 de febrero de 2005, a estas emisiones les será de aplicación lo dispuesto por la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios, según la redacción dada por la Disposición Adicional Tercera de la Ley 19/2003, será de aplicación a las emisiones de cualquiera instrumentos de deuda, tanto si son emitidos directamente por una entidad de crédito como si se realiza a través de una filial, siempre que se cumplan los restantes requisitos relativos fundamentalmente a que los valores coticen en un mercado secundario organizado.

Por consiguiente, de acuerdo con el tenor de dicha contestación, el citado régimen fiscal será de aplicación a las emisiones cotizadas que se realicen al amparo de esta Nota de Valores.

La citada Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, en su redacción dada por la Disposición Adicional Tercera de la Ley 19/2003, dispone que las rentas derivadas de las emisiones amparadas por la misma, obtenidas por personas o entidades no residentes en territorio español que actúen en él sin la mediación de un establecimiento permanente, estarán exentas del Impuesto sobre la Renta de No Residentes en los mismos términos establecidos para los rendimientos derivados de la Deuda Pública en el artículo 14.d) del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de No Residentes. El citado precepto, modificado por el Real Decreto Ley 2/2008 de 21 de abril, de medidas de impulso a la actividad económica, prevé que, en el supuesto de que los tenedores sean personas físicas o jurídicas no residentes en España, los rendimientos derivados de estos títulos, tanto si proceden del cobro del cupón como si proceden de la transmisión o reembolso de los valores estarán exentos de tributación en España.

Para hacer efectiva la exención anteriormente descrita, es necesario cumplir con la obligación de suministro de información, de acuerdo con lo dispuesto por el artículo 44 del Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio, por el que se aprueba el Reglamento General de las actuaciones y los procedimientos de gestión e inspección tributaria y de desarrollo de las normas comunes de los procedimientos de aplicación de los tributos.

De acuerdo con la modificación de la Ley 13/1985 introducida por la Ley 4/2008, de 23 de diciembre, por la que se suprime el gravamen del Impuesto sobre el Patrimonio, se generaliza el sistema de devolución mensual en el Impuesto sobre el Valor Añadido, y se introducen otras modificaciones en la normativa tributaria, sólo existirá obligación de facilitar la información relativa a los contribuyentes del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades y contribuyentes del Impuesto sobre la Renta de No Residentes que obtengan las rentas mediante establecimiento permanente situado en territorio español.

En el caso de que la obligación de suministro de información no se lleve a cabo correctamente por parte del inversor obligado a ello, el emisor deberá aplicar una retención del 18% sobre los rendimientos que abone.

En el supuesto de suscriptores no residentes que operen en España con establecimiento permanente se les aplicará a efectos del régimen de retenciones, los criterios establecidos anteriormente para las personas jurídicas residentes.

1. Impuesto sobre el Patrimonio

Con fecha 25 de diciembre de 2008 se publicó en el Boletín Oficial del Estado la Ley 4/2008, de 23 de diciembre, por la que se suprime el gravamen del Impuesto del Patrimonio, se generaliza el sistema de devolución mensual en el Impuesto sobre el Valor Añadido, y se introducen otras modificaciones en la normativa tributaria.

Esta norma introduce en la Ley 19/1991, una bonificación del 100% en la cuota íntegra y elimina la obligación de declarar con efectos a partir del 1 de enero de 2008.

Las personas jurídicas no están sujetas al Impuesto sobre el Patrimonio.

2. Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

Las adquisiciones a título lucrativo por personas físicas no residentes en España, cualquiera que sea el estado de residencia del transmitente, estarán sujetas al Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones cuando la adquisición lo sea de bienes situados en territorio español o de derechos que puedan ejercitarse en ese territorio. En general, el gravamen por el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones de las adquisiciones de no residentes sujetas al impuesto se realiza de la misma forma que para los residentes, todo ello sin perjuicio de los Convenios para evitar la Doble Imposición que pudieran resultar aplicables.

Las sociedades no residentes en España no son sujetos pasivos de este impuesto y las rentas que obtengan por adquisiciones a título lucrativo tributarán generalmente de acuerdo con las normas del Impuesto sobre la Renta de No Residentes, sin perjuicio de lo previsto en los Convenios para evitar la Doble Imposición que pudieran resultar aplicables.

C) Obligaciones de Información

A estas emisiones les son de aplicación los requerimientos de información sobre la identidad, residencia y títulos poseídos por parte del beneficiario efectivo de los rendimientos de las Obligaciones Subordinadas, conforme a la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, según la redacción dada por la Disposición Adicional Tercera de la Ley 19/2003 y la Disposición Final Segunda de la Ley 4/2008.

Asimismo, a estas emisiones les es de aplicación lo dispuesto por el artículo 44 del Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio, por el que se aprueba el Reglamento General de las actuaciones y los procedimientos de gestión e inspección tributaria y de desarrollo de las normas comunes de los procedimientos de aplicación de los tributos.

5. CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA

5.1. Descripción de la Oferta Pública

5.1.1. Condiciones a las que está sujeta la Oferta

La oferta no está sujeta a condiciones.

5.1.2. Importe de la Oferta

El importe nominal máximo de la Oferta, amparada por la presente Nota de Valores, será de doscientos cincuenta millones de euros (250.000.000 €), ampliable a trescientos millones de euros (300.000.000 €), representada por 250.000 valores (300.000 valores en caso de ampliación), de 1.000 euros de nominal unitario cada uno de ellos.

Finalizado el periodo de suscripción, y en caso de que al término del mismo no hubieran sido suscritos la totalidad de los Valores objeto de la presente Emisión, el importe nominal de ésta se reducirá al de los Valores efectivamente suscritos.

5.1.3. Plazo de la Oferta Pública y descripción del proceso de solicitud.

Período de suscripción:

El período de suscripción de las Obligaciones Subordinadas se iniciará a las 8:30 horas del día siguiente hábil a la inscripción de la correspondiente Nota de Valores en el Registro Oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores hasta el 26 de junio de 2009. La colocación de las obligaciones se efectuará atendiendo al sistema de VENTANILLA ABIERTA, hasta la total colocación de la Emisión, pudiendo cerrarse el periodo con anterioridad en el caso de que los Valores hayan sido suscritos en su totalidad.

Si por el motivo expuesto se diese por finalizado el período de suscripción, Caixa Penedès lo comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En caso de que, finalizado el período de suscripción, los Valores representativos de la presente Emisión no hubiesen sido suscritos en su integridad, se declarará la suscripción incompleta de la Emisión, y el Emisor optará por reducir el nominal emitido a lo realmente suscrito a dicha fecha.

Tramitación de la suscripción:

La suscripción de las obligaciones se efectuará mediante el sistema de ventanilla abierta hasta la total colocación de la Emisión o, en todo caso, hasta el 26 de junio de 2009, que finaliza el periodo de suscripción, quedando reducida la Emisión y contraído su importe, al valor nominal de los Valores colocados en la expresada fecha de cierre, de no haberse cubierto en su totalidad.

Las peticiones de suscripción se atenderán, por riguroso orden de recepción, en las oficinas del Emisor, por medio de un sistema on-line que controla en todo momento el volumen suscrito. No se podrán realizar las peticiones de suscripción por teléfono ni por Internet. El suscriptor de la presente Emisión deberá abrir una cuenta de valores asociado a una cuenta a la vista, si no la tuviese abierta en Caixa d'Estalvis del Penedès. La apertura y cancelación de estas cuentas serán libres de gastos para el suscriptor, salvo en su caso los gastos de mantenimiento de la cuenta a la vista, según tarifas vigentes en cada momento, publicadas en el Banco de España y CNMV. No se repercutirán gastos de mantenimiento por la cuenta de valores.

Desde noviembre de 2007 Caixa d'Estalvis del Penedès viene aplicando de forma rigurosa su política interna de colocación de valores entre los clientes minoristas, a fin de cumplir con la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley del Mercado de Valores y siguiendo con el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión. Así también, en el momento de efectuar la suscripción, los inversores minoristas deberán efectuar una provisión de fondos por el importe suscrito, que será remunerado por Caixa Penedès al 6,50% nominal anual hasta la Fecha de Desembolso.

Las solicitudes de suscripción podrán anularse en cualquier momento hasta el cierre del período de suscripción. En caso de anulación previa antes de finalización del período de suscripción, el inversor recibirá solamente el 100% de la provisión de fondos realizada.

5.1.4. Método de prorrateo

No aplicable.

5.1.5. Detalles de la cantidad mínima y/o máxima de solicitud

El mínimo a suscribir es de una Obligación Subordinada. El límite máximo de solicitud es el importe de la Oferta.

5.1.6. Método y plazos para el pago de los Valores y para la entrega de los mismos.

Una vez realizada la suscripción, Caixa d'Estalvis del Penedès entregará a los suscriptores, de forma inmediata, copia del boletín de suscripción o resguardo provisional firmado y sellado por la oficina ante la cual se haya tramitado la orden. Dicha copia servirá únicamente como documento acreditativo de la suscripción efectuada y no será negociable, extendiéndose su validez hasta el momento en que el suscriptor reciba el extracto de la cuenta de valores definitivo.

5.1.7. Publicación de los resultados de la Oferta.

Los resultados se comunicarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a A.I.A.F. Mercado de Renta Fija donde se solicitará la admisión a cotización de los Valores, y a IBERCLEAR como entidad encargada del registro de los mismos.

5.1.8. Procedimiento para el ejercicio de cualquier derecho preferente de compra

No Aplicable

5.2. Plan de colocación y adjudicación

5.2.1. Categorías de inversores a los que se Ofertan los Valores.

La presente Oferta de Valores se destina al público en general, tanto nacional como extranjero, siempre que los Valores sean adecuados para los mismos según la clasificación otorgada por Caixa d'Estalvis del Penedès a las Obligaciones Subordinadas, como instrumento financiero complejo, y según la legislación vigente.

5.2.2. Notificación a los solicitantes de la cantidad asignada

El proceso de notificación tendrá lugar según lo especificado en el epígrafe 5.1.6. anterior. Una vez cerrado el periodo de suscripción, el Emisor solicitará la admisión a cotización oficial de la presente Emisión en el Mercado AIAF de Renta Fija, para que cotiche en un plazo no superior a un mes desde la fecha de cierre del periodo de suscripción.

5.3. Precios

5.3.1 Precio al que se ofertarán los Valores o el método para determinarlo. Gastos para el suscriptor.

El precio de los Valores será del 100% de su valor nominal, sin prima de emisión. En cuanto al importe efectivo de cada uno de los Valores, calculado en función de ese precio, será de 1.000 euros.

La presente Emisión está libre de comisiones y gastos para los suscriptores por parte del Emisor. Asimismo, Caixa Penedès, como Entidad Emisora, no cargará gasto alguno en la amortización de los mismos.

5.4. Colocación y Aseguramiento

5.4.1. Entidades coordinadoras y participantes en la colocación

La colocación de la Emisión la realizará la Entidad Emisora a través de su red de oficinas, sin que participe ningún intermediario en calidad expresa de colocador o asegurador de la Emisión.

5.4.2. Agente de Pagos y Entidades Depositarias.

El pago de cupones y de principal de la Emisión al amparo de esta Nota de Valores, será atendido en las oficinas de la Entidad Emisora y se realizará a través de las Entidades Participantes, previa certificación de la posición neta de los Valores anotados por IBERCLEAR.

Actuará como Entidad Participante ACA S.A. Sociedad de Valores, sita en la Avenida Meridiana, número 27, Planta 3ª, 08018, Barcelona, que dispone de la capacidad para llevar a cabo estas funciones.

5.4.3. Entidades Aseguradoras y procedimiento.

No aplicable.

5.4.4. Fecha del acuerdo de aseguramiento.

No aplicable.

6. ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN

6.1. Solicitudes de admisión a cotización

El Emisor solicitará la admisión a cotización oficial de la presente Emisión en el Mercado AIAF de Renta Fija, para que cotiche en un plazo no superior a un mes desde la fecha de cierre del periodo de suscripción.

En caso de que no se cumpla este plazo, la Entidad Emisora dará a conocer las causas del incumplimiento a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al público mediante la inclusión de un anuncio en un periódico de difusión nacional o en el Boletín Diario de Operaciones de AIAF Mercado de Renta Fija, sin perjuicio de las responsabilidades incurridas por este hecho.

El Emisor solicitará la inclusión en el registro contable gestionado por la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (IBERCLEAR) de la presente Emisión, de forma que se efectúe la compensación y liquidación de los Valores, de acuerdo con las normas de funcionamiento que, respecto a valores admitidos a cotización en el Mercado AIAF de Renta Fija, tenga establecidas o puedan ser aprobadas en un futuro por IBERCLEAR.

La Entidad Emisora hace constar que conoce los requisitos y condiciones que se exigen para la admisión, permanencia y exclusión de los valores en el Mercado AIAF de Renta Fija, según la legislación vigente, así como los requerimientos de sus Órganos Rectores y acepta cumplirlos.

6.2. Mercados regulados en los que están admitidos a cotización valores de la misma clase.

A la fecha de verificación del Folleto, los empréstitos en circulación emitidos por Caixa Penedès y su grupo, admitidos a negociación en AIAF Mercado de Renta Fija son los siguientes:

| Emisor | Nombre | Mercado en que cotiza | Cupón | Vencimiento | Nominal emitido |
|------------------------------------|---|------------------------------|--------------|--------------------|------------------------|
| Caixa Penedès | 1ª Emisión Oblg. Subord. 1993 | AIAF | Vble | Perpetua | 60,1 mill. € |
| Caixa Penedès | Oblig. Subord. Especiales 2005 | AIAF | Vble | Perpetua | 150,0 mill.€ |
| Caixa Penedès | Oblig. Subord. – 3ª Emis. 2006 | AIAF | Vble | Diciembre 2016 | 175,0 mill.€ |
| Caixa Penedès Capital, S.A. (*) | Emisión Participaciones Preferentes Serie A, 2002 | AIAF | Vble | Perpetua | 167,0 mill.€ |
| Caixa Penedès Capital II, S.A. (*) | Emisión Participaciones Preferentes Serie A, 2006 | Londres | Vble | Perpetua | 125,0 mill.€ |

(*) “Caixa Penedès Capital, S.A., Sociedad Unipersonal” y “Caixa Penedès Capital II, S.A., Sociedad Unipersonal” son sociedades participadas 100% por Caixa d’Estalvis del Penedès.

6.3. Entidades de liquidez.

No hay ninguna Entidad de Liquidez.

7. INFORMACIÓN ADICIONAL

7.1 Personas y entidades asesoras en la Emisión

No procede

7.2 Información de la Nota de Valores revisada por los auditores

No procede

7.3 Otras informaciones aportadas por terceros

Las condiciones económico-financieras de la presente Emisión han sido evaluadas por Solventis Gestión, S.G.C. y Analistas Financieros Internacionales, S.A. que han autorizado su publicación en la CNMV como Anexo I a esta Nota de Valores.

7.4. Rating

La presente Emisión no ha sido objeto de evaluación crediticia por ninguna Entidad Calificadora. La agencia internacional de calificación crediticia Fitch Ratings ha otorgado a Caixa d'Estalvis del Penedès las siguientes calificaciones crediticias:

| RATING | FITCH |
|-------------|--------------------------|
| Largo plazo | A - |
| Corto plazo | F2 |
| Perspectiva | Estable |
| Fecha | 26 de septiembre de 2008 |

Desde el pasado 30 de enero de 2009, Caixa Penedès, a petición de la Entidad, dejó de tener calificación crediticia de Moody's.

Las escalas de calificaciones de deuda a **largo plazo** empleadas por las referidas agencias son las siguientes:

| Fitch | Significado |
|-------|---|
| AAA | Capacidad de pago de intereses y devolución del principal enormemente alta |
| AA | Capacidad muy fuerte para pagar intereses y devolver principal |
| A | Fuerte capacidad de pagar interés y devolver el principal. Los factores de protección se consideran adecuados pero pueden ser susceptibles de empeorar en el futuro |
| BBB | La protección de los pagos de interés y del principal puede ser moderada, la capacidad de pago |

| | |
|------------|--|
| | se considera adecuada. Las condiciones de negocio adversas podrían conducir a una capacidad inadecuada para hacer los pagos de interés y del principal |
| BB | Grado especulativo. No se puede considerar que el futuro esté asegurado. La protección del pago de intereses y del principal es muy moderada |
| B | La garantía de los pagos de interés o del principal puede ser pequeña. Altamente vulnerables a las condiciones adversas del negocio |
| CCC | Vulnerabilidad identificada al incumplimiento. Continuidad de los pagos dependiente de que las condiciones financieras, económicas y de los negocios sean favorables |
| CC | Altamente especulativos |
| C | Incumplimiento actual o inminente |
| DDD, DD, D | Valores especulativos. Su valor puede no exceder del valor de reembolso en caso de liquidación o reorganización del sector |

La calificación A- otorgada al Emisor por Fitch Ratings indica una fuerte capacidad de pagar interés y devolver el principal.

Fitch Ratings aplica un signo más (+) o menos (-) en las categorías AA a CCC que indica la posición relativa dentro de cada categoría.

Las escalas que emplean para la calificación de **deuda a corto plazo** son las siguientes:

| Fitch | Significado |
|-------|---|
| F-1 | Es la más alta calificación indicando que el grado de seguridad de cobro en los momentos acordados es muy alto. En el caso de Fitch puede ir |

| | |
|-----|---|
| | acompañado del símbolo + si la seguridad es extrema |
| F-2 | La capacidad de atender correctamente el servicio de la deuda es satisfactorio, aunque el grado de seguridad no es tan alto como en el caso anterior |
| F-3 | Capacidad de pago satisfactoria, pero con mayor vulnerabilidad que en los casos anteriores a los cambios adversos en las circunstancias |
| B | Normalmente implica una suficiente capacidad de pago, pero unas circunstancias adversas condicionarían seriamente el servicio de la deuda |
| C | Este rating se asigna a la deuda a corto plazo con una dudosa capacidad de pago |
| D | La deuda calificada con una D se encuentra en mora. Esta categoría se utiliza cuando el pago de intereses o principal no se ha hecho en la fecha debida, incluso si existe un período de gracia sin expirar |

La calificación F-2 otorgada al garante por Fitch Ratings indica una capacidad de atender correctamente el servicio de la deuda satisfactorio.

Estas calificaciones crediticias no constituyen una recomendación para comprar, vender o ser titular de valores. La calificación crediticia puede ser revisada, suspendida o retirada en cualquier momento por la correspondiente agencia de calificación.

Las mencionadas calificaciones crediticias son sólo una estimación y no tienen por qué evitar a los potenciales inversores la necesidad de efectuar su propio análisis del Emisor o de los Valores a adquirir.

8. ACTUALIZACIÓN DEL DOCUMENTO DE REGISTRO

Desde el 8 de julio de 2008, fecha de registro del Documento de Registro de Caixa d'Estalvis del Penedès, hasta la fecha de registro de la presente Nota de Valores, no ha habido hechos que afecten de manera significativa a los Estados Financieros o Consolidados de Caixa d'Estalvis del Penedès, salvo los hechos publicados en la CNMV como hechos relevantes. El Informe de Gobierno Corporativo de la entidad y las cuentas anuales de 2008 están disponibles en la página web de la CNMV (www.cnmv.es), los cuales se incorporan por referencia.

Se presentan a continuación el Balance de Situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias individuales a 31 de marzo de los ejercicios 2008 y 2009, según Circular 4/2004 de Banco de España, estas últimas no auditadas. También se presentan algunos ratios de interés. La información se corresponde con los estados contables presentados al Banco de España.

| BALANCE | | | |
|--|-------------------|-------------------|------------------|
| ACTIVO | 31.03.2009 | 31.03.2008 | Variación |
| 1. Caja y depósitos en bancos centrales | 268.474 | 225.906 | 18,84% |
| 2. Cartera de negociación | 280.717 | 235.952 | 18,97% |
| 3. Otros activos financieros a valor razonable | | 4.356 | -100,00% |
| 4. Activos financieros disponibles para la venta | 1.243.208 | 3.035.272 | -59,04% |
| 5. Inversiones crediticias | 20.360.177 | 16.597.068 | 22,67% |
| 8. Derivados de cobertura | 172.745 | 35.986 | 380,03% |
| 9. Activos no corrientes en venta | 21.461 | 5.807 | 269,57% |
| 10. Participaciones | 62.422 | 57.590 | 8,39% |
| 11. Contratos de seguros vinculados a pensiones | 10.337 | 10.200 | 1,34% |
| 13. Activo material | 537.971 | 464.044 | 15,93% |
| 14. Activo intangible | 23.603 | 15.765 | 49,72% |
| 15. Activos fiscales | 101.711 | 83.955 | 21,15% |
| 16. Resto de activos | 32.164 | 19.312 | 66,55% |
| TOTAL ACTIVO | 23.114.990 | 20.791.213 | 11,18% |
| PASIVO | 31.03.2009 | 31.03.2008 | Variación |
| 1. Cartera de negociación | 228.981 | 376.281 | -39,15% |
| 3. Pasivos financieros a coste amortizado | 21.789.999 | 19.307.948 | 12,86% |
| 5. Derivados de cobertura | 21.605 | 76.419 | -71,73% |
| 8. Provisiones | 22.251 | 34.684 | -35,85% |
| 9. Pasivos fiscales | 24.202 | 26.248 | -7,79% |
| 10. Fondo de la obra social | 48.339 | 43.033 | 12,33% |
| 11. Resto de pasivos | 54.685 | 1.283 | 4162,28% |
| PATRIMONIO NETO | 31.03.2009 | 31.03.2008 | Variación |
| 1. Fondos Propios | 954.356 | 899.891 | 6,05% |
| 2. Ajustes por valoración | -29.427 | -22.111 | 33,09% |
| Total Patrimonio Neto | 924.929 | 877.780 | 5,37% |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 23.114.990 | 20.791.213 | 11,18% |
| 1. Riesgo contingentes | 370.370 | 472.413 | -21,60% |
| 2. Compromisos contingentes | 1.734.956 | 2.283.796 | -24,03% |
| CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANACIAS | 31.03.2009 | 31.03.2008 | Variación |
| A) MARGEN DE INTERESES | 96.420 | 75.600 | 27,54% |
| B) MARGEN BRUTO | 134.850 | 106.690 | 26,39% |
| C) RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACION | 40.030 | 35.780 | 11,88% |
| D) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS | 27.400 | 35.730 | -23,31% |
| E) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS | 20.850 | 27.040 | -22,89% |
| F) RESULTADO DEL EJERCICIO | 20.850 | 27.040 | -22,89% |

| Normativa BANCO DE ESPAÑA | 31.03.2009 | 31.03.2008 |
|----------------------------------|-------------------|-------------------|
| Ratio de Morosidad | 4,88% | 1,81% |
| Ratio de Cobertura | 48,37% | 111,73% |

La presente Nota de Valores está visada en todas sus páginas y firmada en Vilafranca del Penedès, a 7 de mayo de 2009.

Fdo. D. Jordi Ruiz-Kaiser Barceló
DIRECTOR FINANCIERO

**ANEXO I : OPINIONES DE SOLVENTIS GESTIÓN, S.G.C., S.A. Y
ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES, S.A.**

Barcelona, 23 de Abril de 2009

CAIXA PENEDÈS

D. Raimon Royo

Jefe del Departamento de Financiación Institucional y Gestión de Balance

Avenida de Sarrià 102-106

08017 Barcelona

Apreciado Sr. Royo:

Por la presente, le remitimos un informe de emisión y valoración de una posible Emisión de Deuda Subordinada a emitir por CAIXA PENEDÈS, al objeto de contrastar las condiciones de mercado existentes.

Quedamos a su entera disposición para cuantas aclaraciones puedan precisar con respecto al contenido del informe.

Mientras tanto, aprovecho la ocasión para saludarle.



Guillermo Alfaro Bau
Socio-Director
Solventis

**INFORME DE EMISIÓN Y VALORACIÓN DE
EMISIÓN DE DEUDA SUBORDINADA**

Valorador: **Solventis**

Fecha Informe: **23 de Abril de 2009**

| Índice | Pág. |
|---|-------------|
| 1.- Introducción | 3 |
| A. Objeto del Informe. | 3 |
| B. Capacidad e Independencia de Solventis..... | 3 |
| 2.- Descripción de la Emisión de Deuda Subordinada | 4 |
| 3.- Análisis del Mercado por Tipología de Emisión y Emisor..... | 6 |
| A. Tipos de Emisiones | 6 |
| B. Descripción del Emisor y de sus Emisiones de Renta Fija..... | 8 |
| C. Mercado Primario de Deuda Senior | 10 |
| D. Mercado Primario de Deuda Subordinada..... | 12 |
| E. Mercado Primario de Participaciones Preferentes..... | 14 |
| F. Mercado Secundario de Deuda Senior, Subordinada y Preferentes | 15 |
| 4.- Análisis de las Condiciones de la Emisión de Deuda Subordinada | 22 |
| 5.- Conclusiones | 25 |
| Anexo 1: Métodos de Valoración..... | 26 |
| - Modelo de Hull & White | 27 |
| - Proceso de Calibración del Modelo de Hull & White..... | 28 |
| Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados | 30 |

1.- Introducción

El presente informe ha sido elaborado por Solventis, a petición de CAIXA PENEDÈS, a partir de la información suministrada por la propia entidad y de la información registrada en la CNMV. Los datos de mercado utilizados para este análisis han sido observados con fecha 6 de abril de 2009.

A. Objeto del Informe.

El objetivo de este documento es verificar si las condiciones de mercado existentes en la actualidad se adecuan a las condiciones de una posible emisión de Deuda Subordinada prevista por CAIXA PENEDÈS para su distribución al público en general a través de su red de oficinas.

En ningún caso, este informe pretende reflejar opinión alguna sobre la conveniencia de invertir en el instrumento financiero objeto del mismo o sobre sus riesgos asociados. El tratamiento que debe darse a este informe es de confidencial, con un objetivo exclusivo de uso interno por parte de CAIXA PENEDÈS, o para su presentación a la CNMV y su mención en la Nota de Valores, sin que pueda utilizarse para ninguna otra intención.

Solventis no se hace responsable de ninguna pérdida financiera, ni de las decisiones que pueda adoptar un tercero sobre la información contenida en el presente informe.

B. Capacidad e Independencia de Solventis.

Solventis es una empresa con amplia experiencia en la prestación de servicios de Consultoría Financiera y que cuenta con personal con suficiente formación técnica y capacidad profesional para la elaboración del presente informe.

Solventis actúa de forma independiente, no ostentando más vínculos profesionales con CAIXA PENEDÈS que los necesarios para el desarrollo del presente informe. Así, afirmamos que:

- Solventis o sus empleados no ostentan cargos directivos o de administrador en CAIXA PENEDÈS.
- Solventis no mantiene una vinculación financiera o patrimonial con CAIXA PENEDÈS.
- No existen vínculos de consanguinidad o afinidad hasta el segundo grado, con los empresarios, directivos o administradores de CAIXA PENEDÈS.

2.- Descripción de la Emisión de Deuda Subordinada

Las características de la posible emisión de Deuda Subordinada a analizar, son las siguientes:

- Emisor: Caixa d'Estalvis de Penedès
- Rating Emisor: Corto plazo: Fitch F2
Largo plazo: Fitch A-
- Garante y naturaleza de la garantía: Por las características propias de las emisiones subordinadas, en cuanto al orden de prelación de créditos, esta emisión se sitúa después de todos los acreedores comunes de la Entidad, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 12.1 h) del Real Decreto 216/2008 de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras. No goza de preferencia en el seno de la Deuda Subordinada del Emisor, cualquiera que sea la instrumentación y fecha de la deuda.
- Naturaleza de los Valores: Deuda Subordinada
- Divisa de la Emisión: EUR
- Importe Nominal: 250.000.000,00 Euros
(ampliable a 300.000.000,00 Euros)
- Precio de Emisión: 100%
- Fecha Prevista de Emisión: Junio 2009
- Remuneración: Cupones Fijos y Variables
- Cupón: 6.50% nominal anual fijo durante el primer año.
Tipo Euribor a tres meses más un diferencial del 4,25% a partir del segundo año hasta el quinto año y un Tipo Euribor a tres meses más un diferencial del 5,00% a partir del sexto año hasta la fecha de amortización.
En cualquier caso, el tipo de interés resultante no podrá ser inferior al 5,00% anual. En caso de ser el tipo anual resultante inferior al 5,00% en algún período, la Emisión devengará en dicho período el 5,00% anual.
La fijación del tipo de interés será a las 11:00 horas de dos días hábiles TARGET antes de la fecha de inicio de cada periodo de interés.

- Base Cálculo Intereses: Act/365
- Fechas de pago de los cupones: Los intereses se liquidarán por trimestres vencidos en aquellos días del ciclo trimestral que finalmente se establezcan.
- Fecha de Amortización: Diez años desde la fecha de emisión (Junio 2019)
- Sistema de Amortización: A la par al vencimiento o en la fecha de amortización anticipada correspondiente.
- Amortización anticipada: Opción de Amortización anticipada del emisor a partir del quinto año desde la fecha de emisión y en cada una de las fechas de pago de intereses posteriores a dicha fecha, previa autorización del Banco de España.
- Colectivo a los que se dirige la emisión: La totalidad para público en general
- ISIN: -

Esta emisión de Deuda Subordinada no tiene garantías reales ni de terceros. El capital y los intereses de las mismas están garantizados por el total del patrimonio de CAIXA PENEDÈS.

Estos valores presentan la condición de financiación subordinada para los acreedores, entendiéndose por tal, aquella que a efectos de prelación de créditos se sitúa detrás de los siguientes acreedores:

- Depositantes.
- Titulares de derechos de crédito representados en virtud de obligaciones o, en general, cualesquiera derechos de crédito que gocen de garantía real.
- Titulares de obligaciones u otros derechos de crédito ordinarios.

Esta emisión se sitúa por delante, en su caso, de las acciones o cuotas participativas, participaciones preferentes y deudas subordinadas especiales emitidas o garantizadas por CAIXA PENEDÈS.

3.- Análisis del Mercado por Tipología de Emisión y Emisor

A. Tipos de Emisiones:

Las entidades de crédito emiten valores de renta fija de diferentes características.

Según el plazo de vencimiento y la tipología de emisión, suelen clasificarse en:

- Pagarés: son valores emitidos al descuento a un plazo máximo de 18 meses.
- Bonos simples: son valores emitidos normalmente con cupón explícito a plazos comprendidos entre los 2 y 5 años.
- Obligaciones: son emisiones con características análogas a los bonos simples, pero vencimientos a plazos superiores.

Otros valores de renta fija son:

- Los Títulos Hipotecarios, que a su vez, se clasifican en:
 - Cédulas Hipotecarias: tienen como garantía especial la cartera de créditos hipotecarios de la entidad.
 - Bonos Hipotecarios: la garantía afecta sólo a los créditos hipotecarios específicamente relacionados, por escritura, con la emisión de dichos bonos.
 - Participaciones Hipotecarias: permiten participar en créditos hipotecarios concretos, asumiendo su riesgo de impago.
- Deuda Subordinada Simple (Lower Tier II): La estructura económica de las obligaciones subordinadas es idéntica a de las obligaciones simples, la diferencia reside en su situación jurídica en caso de quiebra o procedimiento concursal del emisor. En aplicación de las reglas de prelación de créditos, las obligaciones subordinadas se sitúan detrás de los acreedores comunes.

Este tipo de emisiones computan como recursos propios al calcular el ratio de solvencia exigido por el Banco de España. De lo anterior cabe deducir que la deuda subordinada debe tener una rentabilidad mayor que la deuda simple emitida por la misma entidad y al mismo plazo.

- Deuda Subordinada Especial (Upper Tier II): la deuda subordinada especial presenta características diferentes de las anteriores. En primer lugar, pueden llegar a ser perpetuas (la entidad no está obligada a rembolsar nunca su principal). En segundo lugar, se prevé el diferimiento

del pago de intereses en caso de pérdidas de la entidad. Por último, el inversor podría llegar a perder hasta el 100% del importe invertido, así como los intereses devengados y no pagados, si la entidad necesitara absorber pérdidas, una vez agotadas las reservas y los recursos asimilables al capital (como por ejemplo las participaciones preferentes).

En cuanto a la aplicación de las reglas de prelación de créditos, bajo un supuesto de procedimiento concursal o quiebra, las obligaciones subordinadas especiales se situarán detrás de las deudas subordinadas no calificadas como especiales, y delante de las participaciones preferentes.

- Participaciones Preferentes: emisiones subordinadas no acumulativas de carácter perpetuo (normalmente, incorporan un derecho de cancelación anticipada por parte del emisor). En caso de pérdidas de la Entidad no deberán proceder al pago de los intereses. El inversor podría llegar a perder hasta el 100% del importe invertido si la entidad necesitara absorber pérdidas, una vez agotadas las reservas en caso de liquidación o disolución del emisor.

En cuanto a la aplicación de las reglas de prelación de créditos, bajo un supuesto de procedimiento concursal o quiebra, las participaciones preferentes se situarán a la cola de los acreedores.

B. Descripción del Emisor y de sus Emisiones de Renta Fija:

CAIXA PENEDÈS es una entidad financiera, con una calificación crediticia respaldada que le otorgan niveles de “rating” de A- por Fitch.

Estos niveles de “rating” son semejantes a los de otras Cajas de Ahorros y Bancos nacionales, tal y como se recoge en la tabla siguiente:

| Emisor | Fitch | | | | Moody's | | | |
|----------------------|----------------|-----------|-------------|-------------|----------|--------|------------|-------------|
| | Persp. | Rating | Deuda Sub. | Part. Pref. | Persp. | Rating | Deuda Sub. | Part. Pref. |
| Banco Santander | - | AA | AA- | A+ | Estable | Aa1 | Aa2 | Aa3 |
| BBVA | Positivo | AA- | A+ | A | Estable | Aa1 | Aa2 | Aa3 |
| La Caixa | Estable | AA- | A+ | A | Estable | Aa1 | | |
| Banesto | - | AA | AA- | A+ | Estable | Aa2 | Aa3 | A1 |
| Banco Popular | Estable | AA | AA- | A+ | Negativo | Aa2 | | A1 |
| Banco Sabadell | Estable | A+ | A | A- | Estable | Aa3 | | A2 |
| Bankinter | Estable | A+ | | | Estable | Aa3 | | A2 |
| Caja Madrid | Negativo | AA- | A+ | A | Estable | Aa3 | | A2 |
| Unicaja | Estable | A+ | A | | - | Aa3 | | |
| Banco Cooperativo | - | | | | Estable | A1 | | |
| Bilbao Bizkaia Kutxa | Estable | A+ | A | | Estable | A1 | | |
| Caja Vital | Estable | A | | | Estable | A1 | | |
| Caja Laboral | - | | | | Estable | A1 | | |
| Ibercaja | - | A | | | Estable | A1 | A2 | A3 |
| Caixanova | Estable | A- | BBB+ | | Negativo | A1 | | |
| Caixa Penedès | Estable | A- | BBB+ | BBB | | | | |
| Banca March | - | | | | Estable | A2 | | |
| Bancaja | Estable | A- | BBB+ | BBB | Estable | A2 | A3 | Baa1 |
| Caixa Manresa | - | | | | Estable | A2 | A3 | |
| Caixa Galicia | Estable | BBB+ | BBB- | BB | Estable | A2 | A3 | Baa1 |
| Caja Rioja | - | | | | Estable | A2 | | |
| Caja Duero | - | | | | Estable | A2 | | Baa1 |
| Caja Navarra | Estable | | A- | | Estable | A2 | | |
| Cajamar | - | | | | Estable | A2 | | |
| Banco Pastor | - | | | | Negativo | A2 | A3 | Baa1 |
| Caixa Catalunya | Estable | BBB+ | BBB | BB | Negativo | A2 | A2 | Baa1 |
| CAM | Estable | A- | BBB+ | BBB | Negativo | A2 | A2 | |
| Caixa Terrassa | - | | | | Estable | A3 | | |
| Caja Granada | Negativo | | | | Estable | A3 | | |
| Caja Burgos | - | | | | - | A3 | | |
| Banco de Valencia | - | | | | Negativo | A3 | | |
| Caja Cantabria | - | | | | Negativo | A3 | Baa1 | Baa2 |
| Caja España | Negativo | A- | | BBB | Negativo | A3 | Baa1 | |
| Banco Guipuzcoano | - | | | | Negativo | Baa1 | | |
| Caixa Sabadell | Estable | BBB+ | BBB | BB+ | - | | | |
| Caixa Tarragona | Negativo | | | | Negativo | Baa1 | | |
| Caja Avila | - | | | | Negativo | Baa1 | | |
| Caja Segovia | - | | | | Negativo | Baa1 | | |

En las tablas siguientes, recogemos las principales referencias de renta fija emitidas por CAIXA PENEDÈS (se excluye del inventario las emisiones de pagarés y las emisiones no cotizadas en AIAF):

– Bonos Avalados por el Estado:

| ISIN | F. Emisión | F. Vto. | Tipo Cupón | Cupón Actual | Spread Imp. | Nominal |
|--------------|------------|-----------|------------|--------------|-------------|-----------------------|
| ES0314966070 | 26-Mar-09 | 01-feb-10 | Variable | n.d. | n.d. | 15.000.000,00 |
| ES0314966088 | 26-Mar-09 | 12-nov-10 | Fijo | 2,6 | n.d. | 150.000.000,00 |
| | | | | | | 165.000.000,00 |

– Bonos y Obligaciones Simples:

| ISIN | F. Emisión | F. Vto. | Tipo Cupón | Cupón Actual | Spread Imp. | Nominal |
|--------------|-------------|-------------|------------|--------------|-------------|-----------------------|
| ES0314966062 | 21-Julio-08 | 21-Julio-10 | Fijo | 6,50 | 140. | 200.000.000,00 |
| | | | | | | 200.000.000,00 |

– Obligaciones Subordinadas Especiales (Upper Tier II)

| ISIN | F. Emisión | F. Vto. | Tipo Cupón | Cupón Actual | Spread Imp. | Nominal |
|--------------|------------|-----------|------------|--------------|-------------|-----------------------|
| ES0214966022 | 22-Dic-06 | 22-Dic-16 | Variable | 3,657 | n.d. | 175.000.000,00 |
| ES0214966006 | 27-oct-93 | Perpetua | Variable | n.d. | n.d. | 60.101.210,00 |
| ES0214966014 | 15-abr-05 | Perpetua | Variable | 2,038 | n.d. | 150.000.000,00 |
| | | | | | | 385.101.210,00 |

– Participaciones Preferentes:

| ISIN | F. Emisión | F. Vto. | Tipo Cupón | Cupón Actual | Spread Imp. | Nominal |
|--------------|------------|----------|------------|--------------|-------------|-----------------------|
| KYG1755N1079 | 15-Abr-05 | Perpetua | Variable | n.d. | n.d. | 167.000.000,00 |
| XS0257959113 | 21-Jun-06 | Perpetua | Variable | 2,814 | n.d. | 125.000.000,00 |
| | | | | | | 292.000.000,00 |

Las emisiones de renta fija de CAIXA PENEDÈS en circulación no representan una referencia lo suficientemente válida como para establecer, de una forma precisa, si las condiciones de una nueva emisión de Deuda Subordinada se ajustan a la situación actual de mercado. Los motivos que nos llevan a esta afirmación son fundamentalmente los siguientes:

1. No es posible observar en mercado niveles de cotización válidos para ninguna de las referencias de deuda vivas.
2. Las emisiones de Obligaciones Subordinadas y Participaciones Preferentes no tienen un mercado secundario activo que permitan establecer niveles de spreads implícitos para una nueva emisión.

C. Mercado Primario de Deuda Senior:

Durante los últimos meses el volumen de emisiones de deuda por parte de las entidades financieras españolas y europeas se han visto incrementadas como consecuencia de la implementación de los planes de rescate aprobados por los principales gobiernos europeos para el sector financiero.

Así, diferentes entidades nacionales se han acogido a lo dispuesto en la Orden Ministerial EFA/3364/2008 para la emisión de deuda senior con aval del Estado Español (AA+ por S&P / Aaa por Moody's / AAA por Fitch). Estas emisiones se han colocado en el mercado con un spread crediticio entorno a los 85 puntos básicos (ver Cuadro 1).

Cuadro 1: Emisiones de Deuda Senior con Aval del Estado Español del Mercado Primario (2008-09)

| ISIN | Emisor | Rating Emisor* | Tipo Referencia | Nominal Emitido | Fecha Vto. | Spread Implícito |
|--------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|------------|------------------|
| ES0314970098 | La Caixa | AA- | Tipo Fijo 3,375 | 2.000M | 03/02/2012 | 80pb |
| ES0314950454 | Caja Madrid | AA- | Tipo Fijo 3,125 | 2.000M | 20/02/2012 | 78pb |
| ES0313790000 | Banco Popular | AA | Tipo Fijo 3,000 | 1.500M | 23/02/2012 | 77pb |
| ES0313679450 | Bankinter | A+ | Tipo Fijo 3,000 | 1.500M | 24/02/2012 | 77pb |
| ES0313770077 | Banco Pastor | A | Tipo Fijo 3,000 | 1.000M | 02/03/2012 | 75pb |
| ES0314840168 | Caixa Catalunya | A | Tipo Fijo 3,000 | 1.500M | 05/03/2012 | 75pb |
| ES0314977275 | Bancaja | A- | Tipo Fijo 3,000 | 1.500M | 12/03/2012 | 80pb |
| ES0314958051 | Caixanova | A- | Tipo Fijo 3,125 | 1.000M | 19/03/2012 | 85pb |
| ES0314400096 | CAM | A- | Tipo Fijo 3,125 | 1.500M | 26/03/2012 | 90pb |
| ES0314843303 | Caixa Galicia | A | Tipo Fijo 3,25 | 1.250M | 17/04/2012 | 95pb |

* Rating del Emisor en la fecha de emisión

Fuente: Elaboración Propia

Por otro lado, diferentes entidades financieras nacionales y europeas han acudido también al mercado primario de Deuda Senior para atender sus necesidades de financiación (sin avales del Estado). A modo indicativo, en el cuadro siguiente se recogen algunas de las emisiones realizadas (importes nominales superiores a los 1.000M):

Cuadro 2: Emisiones de Deuda Senior del Mercado Primario (2008-09)

| ISIN | Emisor | Rating Emisor* | Tipo Referencia | Nominal Emitido | Fecha Vto. | Spread Implícito |
|--------------|--------------------------|----------------|-----------------|-----------------|------------|------------------|
| XS0405121368 | BNP | AA+ | Tipo Fijo 5,000 | 1.500M | 16/12/2013 | 160pb |
| XS0405713883 | Intesa Sanpaolo | AA- | Tipo Fijo 5,375 | 1.250M | 19/12/2013 | 195pb |
| XS0404952078 | Societe Generale | AA- | Tipo Fijo 5,125 | 1.000M | 19/12/2013 | 185pb |
| XS0408165008 | Unicredit | A+ | Tipo Fijo 5,250 | 1.000M | 14/01/2014 | 210pb |
| FR0010709097 | HSBC | AA | Tipo Fijo 4,875 | 1.500M | 15/01/2014 | 175pb |
| XS0408528833 | BEVA | AA | Tipo Fijo 4,875 | 1.000M | 23/01/2014 | 180pb |
| XS0408832151 | Rabobank | AAA | Tipo Fijo 4,375 | 5.000M | 22/01/2014 | 150pb |
| DE000CB899M6 | Commerzbank | A | Tipo Fijo 5,000 | 1.500M | 06/02/2014 | 210pb |
| PTCG1LOM007 | Caixa Geral de Depositos | A+ | Tipo Fijo 5,125 | 1.250M | 19/02/2014 | 225pb |
| XS0413601351 | Rabobank | AAA | Tipo Fijo 4,750 | 1.500M | 15/01/2018 | 150pb |
| XS0413822106 | Neder Waterschapsbank | AAA | Tipo Fijo 2,750 | 1.500M | 21/02/2011 | 73pb |

* Rating del Emisor en la fecha de emisión

Fuente: Elaboración Propia

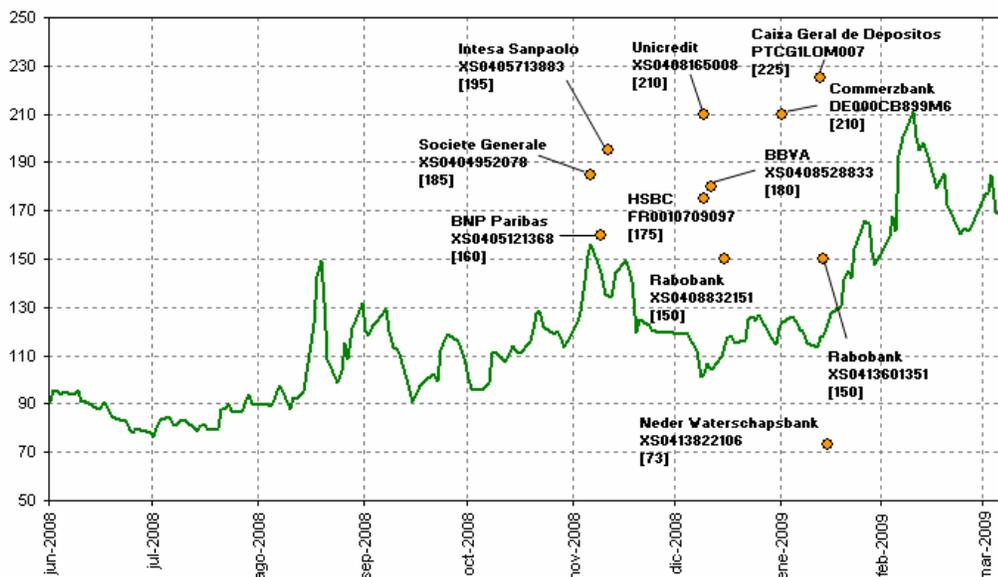
Del análisis de estas emisiones de Deuda Senior efectuadas en los últimos meses, podemos concluir que no es posible encontrar referencias que por equivalencia se ajusten a las condiciones de una posible emisión de CAIXA PENEDÈS (Fitch A-).

La última emisión que realizó Caixa Penedès de características similares se llevó a cabo en Julio de 2008. Entonces, ofreció un diferencial respecto Asset Swap de 140 puntos básicos.

Actualmente, por coherencia con los niveles observados y la evolución reciente de los mercados para este tipo de instrumentos (ver gráfico 1), para una emisión de este tipo estimamos que el mercado solicitaría a Caixa Penedès unos diferenciales por encima de los de los 220 puntos básicos.

En el gráfico siguiente, se refleja el momento en el cuál se han efectuado las emisiones de estas emisiones de Deuda Senior utilizando como referencia el índice genérico de CDS a 10 años para emisiones de deuda senior emitida por Entidades Financieras en el ámbito de Europa.

Gráfico 1: Evolución Spreads CDS a 10 años Genéricos para Emisiones Deuda Senior de Entidades Financieras Europeas



Para evaluar correctamente la emisión objeto de este informe, será necesario efectuar también un análisis de la profundidad del mercado primario de Deuda Subordinada y de Participaciones Preferentes y de sus mercados secundarios correspondientes, al objeto de verificar la situación actual del mercado de crédito y de los diferenciales con los que cotizan en mercado las emisiones de Deuda Senior con respecto a las emisiones de Deuda Subordinada simple.

D. Mercado Primario de Deuda Subordinada Simple:

En el año 2008/09 en España se han colocado varias emisiones de Obligaciones Subordinadas:

Cuadro 3: Emisiones de Obligaciones Subordinadas Simples (Lower Tier II) del Mercado Primario (2008-09)

| ISIN | Emisor | Rating Emisor* | Tipo Referencia | Nominal Emitido | Fecha Vto. | Spread Implícito |
|--------------|-----------------|----------------|---|-----------------|------------|------------------|
| ES0214950182 | Caja Madrid | AA- | Tipo Fijo 5.755 hasta 2023, después Tipo Variable EUR3M+165 | 100M | 26/02/2028 | 165pb |
| ES0213211131 | BBVA | AA- | Tipo Fijo 6,20 | 100M | 04/07/2023 | 165pb |
| ES0213211115 | BBVA | AA- | Tipo Fijo 6,025 hasta 2028, después Tipo Variable EUR3M+178 | 125M | 03/03/2033 | 178pb |
| ES0215474232 | Caja España | A- | Tipo Fijo 7,50 | 200M | 28/08/2018 | 225pb |
| ES0214840342 | Caixa Catalunya | A | Tipo Fijo 7.00 hasta 2009, después Tipo Variable EUR3M+200 (step-up de 75pb a los 5 años) | 500M | 18/12/2018 | 200pb |
| ES0214910004 | Caja Ávila | BBB+ | EUR12M+295 (step-up de 75pb a los 5 años) | 30M | 24/10/2018 | 295pb |
| ES0214910012 | Caja Ávila | BBB+ | EUR12M+295 (step-up de 50pb a los 5 años) | 15M | 29/10/2018 | 295pb |
| ES0214910020 | Caja Ávila | BBB+ | EUR12M+295 (step-up de 75pb a los 5 años) | 40M | 26/11/2018 | 295pb |
| ES0264730088 | Caja Sur | BBB+ | EUR6M+450 (step-up de 75pb a los 5 años) | 165M | 28/11/2018 | 450pb |
| ES0214854020 | Caja Duero | A | EUR3M+400 (step-up de 50pb a los 5 años) | 132,50M | 19/12/2018 | 400pb |
| ES0214982136 | Caja Granada | A- | EUR3M+300 (step-up de 75pb a los 5 años) | 120M | 16/03/2019 | 300pb |
| ES0214600233 | Caja Murcia | A+ | Tipo Fijo 5.952 el primer cupón, después Tipo Variable EUR6M+275 (step-up de 75pb a los 5 años) | 50M | 30/12/2018 | 275pb |
| ES0214970065 | La Caixa | AA- | Tipo Fijo 6.00 hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M+200 (Cap 6% / Floor 4%) | 2.500M | 27/02/2019 | 200pb |
| ES0214977169 | Bancaja | A- | Tipo Fijo del 7.25% hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+390 (step-up de 75pb a los 5 años) | 1.000 M | 06/07/2019 | 445pb |

Probablemente, el motivo de esta poca actividad emisora se deba a la aparición de la crisis de liquidez, como consecuencia de la crisis sub-prime americana y por la situación extraordinaria por la que atraviesan los mercados financieros.

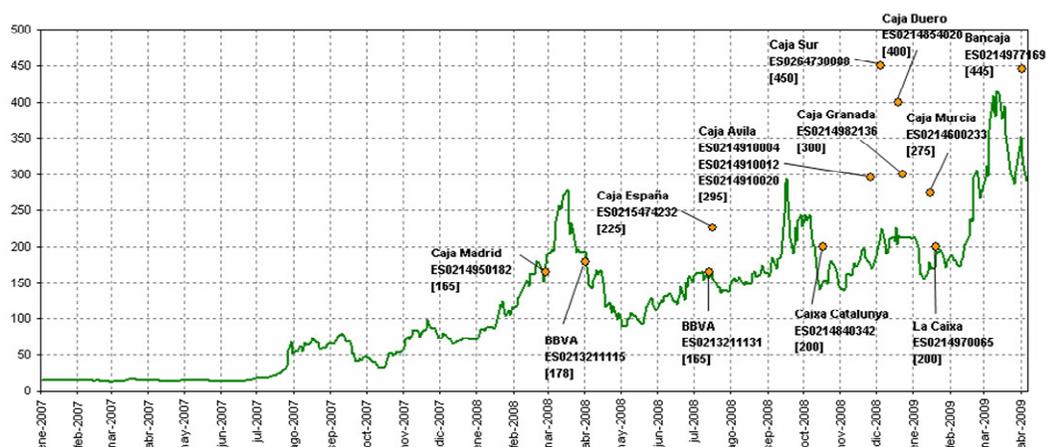
Entidades de su mismo rating (Caja España ó Caja Granada) han emitido a lo largo de los últimos meses con spreads implícitos de entre 225-300 puntos básicos. Sin embargo, desde entonces las condiciones en mercado se han endurecido. Así, recientemente una entidad financiera del mismo nivel de rating (A-), pero cuyos CDS están por encima de la media del

sector (Bancaja), ha emitido Deuda Subordinada simple con un spread implícito de 445 puntos básicos.

Por ello, en nuestra opinión para una emisión de Caixa Penedès de estas características el mercado le exigiría un spread superior a los 380 puntos básicos.

En el gráfico siguiente, se refleja el momento en el cuál se han efectuado las diferentes colocaciones de las emisiones de Obligaciones Subordinadas utilizando como referencia el índice genérico de CDS a 10 años para emisiones de deuda subordinada emitida por Entidades Financieras en el ámbito de Europa.

Gráfico 2: Evolución Spreads CDS a 10 años Genéricos para Emisiones Subordinadas de Entidades Financieras Europeas



Como puede observarse en los gráficos anteriores, en los últimos meses el mercado experimentó un incremento de los spreads crediticios de más de 40 puntos básicos en las emisiones de deuda senior y en más de 200 puntos básicos en el mercado de deuda subordinada. Si bien, en las últimas semanas se han reducido a la mitad estas subidas.

E. Mercado Primario de Participaciones Preferentes:

En los años 2008/09 en España se han colocado once emisiones de Participaciones Preferentes:

Cuadro 4: Emisiones de Participaciones Preferentes del Mercado Primario (2008-09)

| ISIN | Emisor | Rating Emisor* | Tipo Referencia | Nominal Emitido | Fecha Vto. | Spread Implícito |
|--------------|----------------|----------------|---|-----------------|------------------------|------------------|
| ES0169075043 | Caixanova | A | Tipo Variable EUR12M+275 hasta 2018, después EUR12M+412.5 | 100M | Perpetua Callable 2018 | 275pb |
| ES0122707021 | Caja Ávila | BBB+ | Tipo Variable EUR12M+400 hasta 2018, después EUR12M+500 | 35M | Perpetua Callable 2018 | 400pb |
| ES0114959028 | Caja Segovia | BBB+ | Tipo Variable EUR12M+425 hasta 2018, después EUR12M+550 | 15M | Perpetua Callable 2018 | 425pb |
| ES0114224050 | BBVA | AA- | Tipo Fijo 6.50 hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M (Floor 3.50%) | 1.000M | Perpetua Callable 2013 | 75pb |
| ES0113860003 | Banco Sabadell | A+ | Tipo Fijo 6.00 hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+250 (Floor 4.50%) | 300-500M | Perpetua Callable 2014 | 275pb |
| ES0170412003 | Banco Popular | AA | Tipo Fijo 6.75 hasta 2014, después Tipo Variable EUR3M+150 (Floor 4%) | 300-600M | Perpetua Callable 2014 | 225pb |
| ES0112805025 | Caixa Galicia | A | Tipo Fijo 7.50 hasta 2012, después Tipo Variable EUR3M+515 (Floor 6.15% a partir año 5) | 150-300M | Perpetua Callable 2014 | 525pb |
| ES0114854005 | Caja Duero | A | Tipo Variable EUR3M+775 | 100M | Perpetua Callable 2014 | 775pb |
| ES0114818059 | Caja Murcia | A+ | Tipo Variable EUR3M+445 (Floor 5.50%) | 100M | Perpetua Callable 2014 | 450pb |
| ES0168569004 | Banco Pastor | A | Tipo Fijo 7.25 hasta 2012, después Tipo Variable EUR3M+460 (Floor 6.80%) | 100M | Perpetua Callable 2014 | 500pb |
| ES0115474001 | Caja España | A- | Tipo Fijo 8.25 hasta 2013, después Tipo Variable EUR3M+725 (Floor 6.80%) | 100M-200M | Perpetua Callable 2014 | 655pb |

* Rating del Emisor en la fecha de emisión
Fuente: AIAF y Elaboración Propia

Si analizamos las tasas internas de rentabilidad estimadas en base a las condiciones de emisión de cada una de las últimas emisiones descritas, los resultados son los que se recogen en el cuadro siguiente:

Cuadro 5: TIR estimadas para las Emisiones de Participaciones Preferentes

| Emisor | Banco Sabadell | Banco Popular | Caixa Galicia | Caja Duero | Caja Murcia | Banco Pastor | Caja España |
|--------------|----------------|---------------|---------------|------------|-------------|--------------|-------------|
| Rating | A+ | AA | A | A | A+ | A | A- |
| TIR 5 años | 6,27% | 6,92% | 8,17% | 10,55% | 7,22% | 7,80% | 8,60% |
| TIR 10 años | 6,52% | 6,46% | 8,77% | 11,26% | 7,91% | 8,32% | 9,79% |
| TIR Perpetua | 6,43% | 5,80% | 9,00% | 11,60% | 8,18% | 8,48% | 10,32% |

Nota: para la estimación de la TIR perpetua se han utilizado 50 años. No se ha considerado la opción de cancelación ni la probabilidad de la no distribución de flujos por la falta de obtención de Beneficio Distribuible o por falta de recursos propios del Emisor.

F. Mercado Secundario de Deuda Senior, Subordinada y Preferentes:

En la situación de mercado actual, al igual que en el mercado primario de emisiones de deuda, se observa que los mercados secundarios de Deuda Senior, Subordinada o de Participaciones Preferentes adolecen de una falta significativa de liquidez. Por ello, no será posible observar del mercado, de forma directa, referencias que nos permitan determinar las condiciones de mercado de una emisión como la que estamos analizando, pero podremos obtener indicaciones aproximadas de los spreads crediticios de las diferentes tipologías de emisiones.

A modo de ejemplo, en el Cuadro 6 siguiente se recogen los spreads implícitos de algunas referencias de deuda senior emitidas por entidades financieras españolas. Como se puede observar, los rangos de spreads implícitos para algunas emisiones son muy amplios (26.25 puntos básicos de promedio) y los spreads medios se sitúan en un nivel entorno a los 203.57 puntos básicos.

Cuadro 6: Emisiones de Deuda Senior en Mercado Secundario Español

| ISIN | Emisor | Rating Emisor | Fecha Vencimiento | Spread Implícito |
|--------------|-----------------|---------------|-------------------|------------------|
| XS0244150743 | BBVA | Aa1 | 24-feb-2011 | 127 - 143 |
| XS0247647539 | Banco Santander | Aa1 | 23-mar-2011 | 173 - 187 |
| ES0313540025 | Banesto | Aa2 | 22-feb-2010 | 96 - 102 |
| ES0314950280 | Caja Madrid | Aa3 | 24-may-2010 | 188 - 249 |
| ES0313860134 | Banco Sabadell | Aa3 | 26-oct-2011 | 362 - 393 |
| ES0313679427 | Bankinter | Aa3 | 18-nov-2010 | 209 - 242 |
| ES0314600083 | Caja Murcia | A1 | 06-abr-2010 | 159 - 180 |
| ES0358197004 | Caja Sol | A3 | 14-jul-2010 | 210 - 237 |

Fuente: Tradeweb

Como complemento a la información recogida en la tabla anterior, podríamos observar también los spread implícitos en las cotizaciones de las emisiones de bonos y obligaciones seniors emitidas por entidades europeas (ver cuadro 7).

El mercado cotiza, para estas referencias de deuda observadas, con unos diferenciales muy parecidos (28.26 puntos básicos de promedio), y los spreads medios también se sitúan con un nivel entorno a los 199.13 puntos básicos.

Cuadro 7: Emisiones de Deuda Senior del Mercado Secundario Europeo

| ISIN | Emisor | Rating Emisor | Fecha Vencimiento | Spread Implícito |
|--------------|---------------------------------|---------------|-------------------|------------------|
| XS0304159576 | Rabobank | AA+ | 06/06/2022 | 109.9 - 123.4 |
| XS0405121368 | BNP Paribas | AA | 16/12/2013 | 109.7 - 125.0 |
| XS0356838523 | Credit Agricole | AA- | 08/04/2011 | 109.4 - 122.7 |
| XS0304508921 | Intesa Sanpaolo | AA- | 15/06/2017 | 125.5 - 150.3 |
| DE000DB5S5U8 | Deutsche Bank | AA- | 31/08/2017 | 158.7 - 170.0 |
| XS0297541285 | Credit Mutuel | AA- | 27/04/2017 | 153.5 - 193.2 |
| XS0404952078 | Societe Generale | AA- | 19/12/2013 | 161.9 - 181.2 |
| XS0254035768 | Abn Amro Bank | AA- | 11/05/2016 | 154.9 - 218.0 |
| XS0215743252 | Sanpaolo | AA- | 01/04/2015 | 148.4 - 183.4 |
| XS0321334442 | Credit Suisse | AA- | 18/09/2017 | 214.6 - 232.6 |
| XS0365381473 | Bank of Scotland | AA- | 23/05/2013 | 317.7 - 336.8 |
| XS0354788258 | DNB Nor Bank | A+ | 28/03/2011 | 149.5 - 180.6 |
| BE0932900518 | Fortis Bank | A+ | 30/05/2014 | 210.8 - 290.6 |
| XS0408165008 | Unicredit | A+ | 14/01/2014 | 187.0 - 206.5 |
| XS0303396062 | ING | A+ | 31/05/2017 | 272.0 - 284.9 |
| XS0359388690 | UBS | A+ | 18/04/2018 | 283.8 - 321.4 |
| XS0210918123 | Banca Monte dei Paschi di Siena | A | 02/02/2015 | 104.0 - 137.1 |
| DE000DR0RR60 | Dresdner Bank | A | 27/02/2012 | 190.0 - 210.5 |
| DE000CB899M6 | Commerzbank | A | 06/02/2014 | 176.7 - 182.5 |
| DE0008016502 | Deutsche Post | A- | 30/01/2014 | 151.4 - 177.9 |
| XS0142222198 | Fortis Finance | BBB | 25/01/2012 | 395.7 - 449.9 |

Fuente: Tradeweb

En cuanto al mercado secundario de Deuda Subordinada Simple (Lower Tier II), en el Cuadro 8 siguiente se recogen los spreads implícitos de algunas referencias emitidas por entidades financieras españolas. La realidad es que no son excesivamente líquidas, y no es posible encontrar niveles de referencia para todas las emisiones de Deuda Subordinada emitidas por las diferentes entidades españolas. Los spreads medios para el rango de emisiones analizadas se sitúan en 564.83 puntos básicos.

Cuadro 8: Emisiones de Deuda Subordinada Simple (Lower Tier II) en Mercado Secundario Español

| ISIN | Emisor | Rating Emisor | Fecha Vencimiento | Spread Implícito |
|--------------|----------------------|---------------|-------------------|------------------|
| XS0108324202 | BBVA | AA | 25/02/2010 | 250 - 356 |
| XS0108576785 | Santander | AA | 05/07/2010 | 200 - 344 |
| ES0214950059 | Caja Madrid | A | 04/10/2012 | 529 - 568 |
| ES0214954150 | Ibercaja | A+ | 25/04/2019 | 730 - 749 |
| ES0214100002 | Bilbao Vizcaya Kutxa | A | 28/09/2015 | 475 - 493 |
| ES0213860036 | Banco Sabadell | A+ | 25/05/2016 | 1028 - 1056 |

Fuente: Tradeweb

Si observamos los spread implícitos de algunas de las cotizaciones de las emisiones de bonos y obligaciones subordinadas simples (Lower Tier II) emitidas por entidades europeas (ver cuadro 9). Los spreads medios se sitúan en niveles cercanos a los 493.61 puntos básicos de promedio.

Cuadro 9: Emisiones de Deuda Subordinada Simple (Lower Tier II) del Mercado Secundario Europeo

| ISIN | Emisor | Rating Emisor | Fecha Vencimiento | Spread Implícito |
|--------------|------------------------------|---------------|-------------------|------------------|
| XS0283256062 | BNP Paribas | AA- | 22/01/14 | 331.3 - 373.8 |
| XS0118485670 | Credit Suisse | AA- | 05/10/10 | 272.4 - 412.1 |
| XS0158876564 | Sanpaolo | A+ | 13/12/12 | 291.4 - 402.8 |
| XS0094515953 | Abbey National | A+ | 11/02/11 | 426.4 - 645.9 |
| DE0003933263 | Deutsche Bank | A+ | 31/01/13 | 230.4 - 326.1 |
| NL0000113140 | ING | A+ | 04/01/13 | 461.2 - 504.2 |
| XS0167127447 | Royal Bank of Scotland | A+ | 22/04/15 | 664.1 - 730.5 |
| XS0124750471 | Bank Austria | A+ | 22/02/13 | 700.5 - 842.5 |
| XS0365303675 | Intesa Sanpaolo | A+ | 28/05/13 | 649.3 - 668.8 |
| XS0129239454 | Banco Espírito Santo | A+ | 17/05/11 | 396.6 - 512.4 |
| XS0127011798 | BCP | A+ | 29/03/11 | 441.7 - 525.2 |
| DE0006288921 | Commerzbank | A+ | 02/05/11 | 381.4 - 490.6 |
| XS0353643744 | HSBC | A+ | 19/03/18 | 299.5 - 323.7 |
| XS0142908770 | Societe Generale | A+ | 13/02/12 | 136.1 - 277.9 |
| NL0000118024 | ABN Amro | A | 28/06/10 | 290.4 - 439.9 |
| FR0000486730 | Credit Mutuel | A | 19/07/13 | 506.3 - 665.5 |
| XS0165867226 | Barclays Bank | A | 31/03/13 | 382.1 - 545.6 |
| BE0933514839 | Fortis Bank | A | 04/10/17 | 400.2 - 432.6 |
| XS0143731445 | Unicredit | A | 28/02/12 | 259.2 - 397.7 |
| XS0326869665 | Bayerische Landesbank | A | 23/10/17 | 495.8 - 565.7 |
| XS0200985207 | UBS | A | 16/09/14 | 799.3 - 853.2 |
| XS0336634711 | Danske Bank | A- | 20/03/13 | 1009.4 - 1069.6 |
| XS0255820804 | B. Monte dei Paschi di Siena | A- | 31/05/16 | 335.1 - 435.2 |
| DE0005934426 | Bayerische Hypo | A- | 05/02/14 | 513.5 - 578.2 |

Fuente: Tradeweb

Por otro lado, hemos considerado oportuno analizar también los índices europeos más representativos de emisiones de Deuda Subordinada simple (ver Cuadro 10).

En ellos observamos que el nivel promedio de los spreads implícitos de las emisiones de Deuda Subordinada a lo largo del 2009 se ha situado en los 480 puntos básicos. Oscilando desde unos niveles mínimos cercanos a los 365 puntos básicos hasta unos máximos cercanos a los 665 puntos básicos.

Cuadro 10: Índices de Deuda Subordinada (Lower Tier II) Europeos

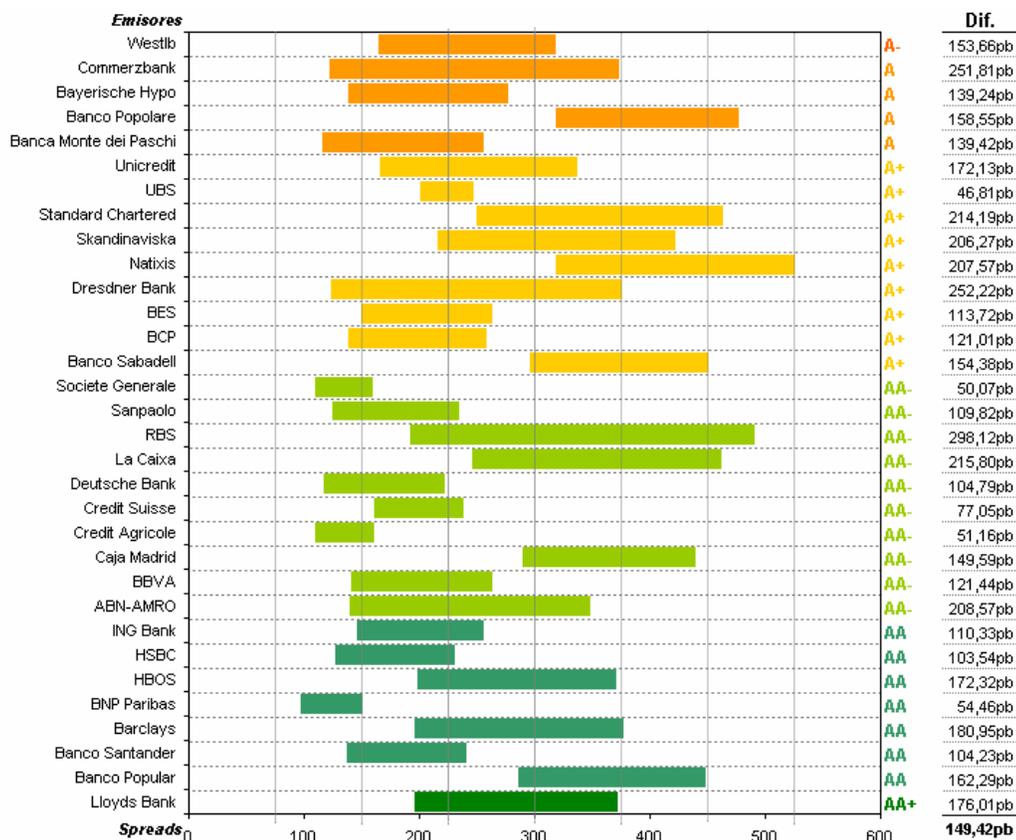
| Indices Europeos Niveles Asset Swap Deuda Subordinada (Lower Tier II) | Promedio 2009 | Nivel Mínimo 2009 | Nivel Máximo 2009 |
|--|------------------|----------------------|----------------------|
| CS Bank Capital Euro Lower Tier II | 572,78 | 417,30 | 777,80 |
| Merrill Lynch Euro Sub-Debt Lower Tier 2 | 462,50 | 399,00 | 681,00 |
| JPMorgan Euro SUSI Index AA Banks Lower Tier II | 394,06 | 277,47 | 533,09 |
| JPMorgan Euro SUSI Index A Banks Lower Tier II | 491,34 | 352,27 | 660,75 |
| Niveles Promedio | 480,17 | 361,51 | 663,16 |

Al objeto de complementar la información del mercado secundario recogida, sería necesario utilizar otro tipo de referencias cotizadas en mercado que nos permitieran determinar las condiciones aproximadas del mercado de Deuda Subordinada. En este sentido, es posible analizar el mercado europeo de emisiones de Deuda Senior y Deuda Subordinada a través de los spreads de los CDS a 10 años cotizados para diferentes Entidades Financieras.

En términos agregados, los niveles cotizados de CDS a un plazo de 10 años para más de 30 Entidades Financieras Españolas y Europeas nos permiten obtener la siguiente información (ver Gráficos 3, 4 y 5):

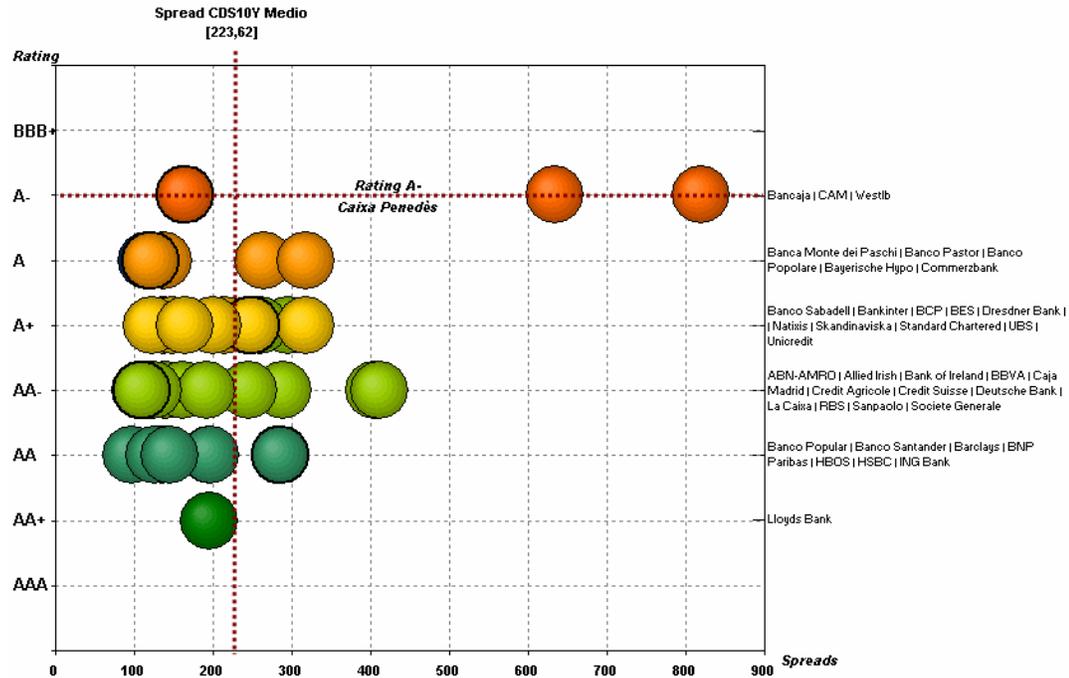
- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Senior se encuentra alrededor de los 223,62 pb.
- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Subordinada se encuentra alrededor de los 353,59 pb.
- Los diferenciales promedio entre los spreads crediticios de la Deuda Senior y la Deuda Subordinada para aquellos emisores con niveles cotización en ambos tipos de emisiones son de 149,42 pb (1.5812 veces).

Gráfico 3: Diferencias entre Spreads CDS a 10 años de Emisiones Subordinadas y Emisiones Senior de Entidades Financieras Europeas



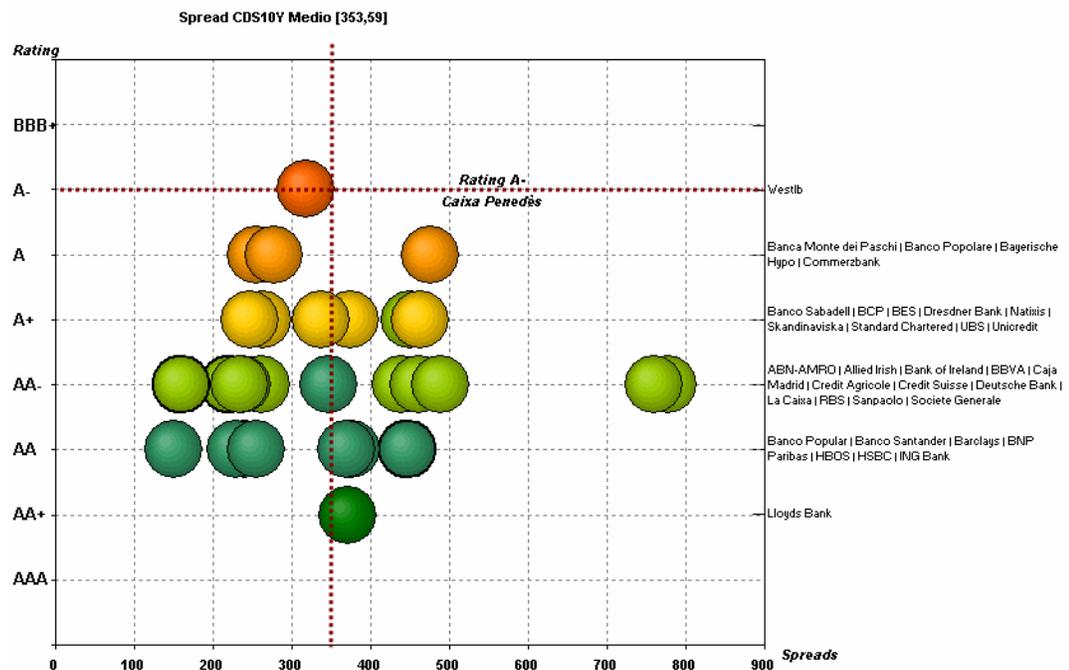
Fuente: Elaboración Propia y CMA

Gráfico 4: Spreads CDS a 10 años para Emisiones Senior por Rating Emisor



Fuente: Elaboración Propia y CMA

Gráfico 5: Spreads CDS a 10 años para Emisiones Subordinadas por Rating Emisor



Fuente: Elaboración Propia y CMA

En este mercado no es posible observar referencias de CDS (Credit Default Swap) sobre CAIXA PENEDEÈS, pero sí que disponemos de referencias de emisores con rating similar para emisiones de Deuda Senior a un plazo de 5 años con niveles comprendidos entre los 220 y 340 puntos básicos. Estos niveles, aunque con un diferencial muy amplio, pueden servir de base para el análisis de la emisión objeto del presente informe.

Teniendo en cuenta las cotizaciones observadas en mercado primario y secundario para diferentes emisiones de deuda senior, subordinada y participaciones preferentes y los niveles de cotización de los CDS, podríamos concluir que una posible emisión de Deuda Subordinada a emitir por CAIXA PENEDEÈS debería cotizar con un spread implícito por encima de los 380 puntos básicos.

En la siguiente tabla, se recoge a modo de resumen las referencias observadas en los apartados anteriores para los diferentes mercados para un emisor como CAIXA PENEDEÈS (Fitch A-):

| | Mercado Primario | Mercado Secundario | CDS |
|------------------------------------|-------------------------|---------------------------|------------|
| Deuda Aval Estado | ± 85 pb | - | - |
| Deuda Senior | > 220 pb | 200 - 350 | 220 - 340 |
| Deuda Subordinada | > 380 pb | 325 - 565 | 350 - 500 |
| Participaciones Preferentes | - | - | - |

4.- Análisis de las Condiciones de la Emisión de Deuda Subordinada

En base a las condiciones de la Emisión de Deuda Subordinada descritas en el apartado 2 de este informe, la estructura de pagos que utilizaremos para estimar el valor razonable del instrumento, es la siguiente:

| Fecha Inicio | Fecha Final | Periodicidad Pagos | Base | Fijación Tipo Referencia | Opción de Cancelación | Cupón |
|--------------|-------------|--------------------|---------|---|---------------------------------|---------------------------|
| 15/06/2009 | 15/06/2010 | Trimestral | Act/365 | - | No | 6,5000% |
| 15/06/2010 | 15/06/2014 | Trimestral | Act/365 | 2 días hábiles anteriores a la fecha de inicio de cada período trimestral | No | EUR3M+425pb (floor 5,00%) |
| 15/06/2014 | 15/06/2019 | Trimestral | Act/365 | 2 días hábiles anteriores a la fecha de inicio de cada período trimestral | Si (en cada período trimestral) | EUR3M+500pb (floor 5,00%) |

A partir de esta estructura de flujos, se puede estimar el spread implícito al que estaría emitiendo CAIXA PENEDÈS en función de varios escenarios:

- a. Spread Implícito si la emisión fuera amortizada el 5º año (15/06/2014): en este caso el spread implícito de la emisión estaría entorno a los 443 puntos básicos (ver Cuadro 11).

Cuadro 11: Precio Teórico Emisión en función Spread Emisión vs. Spread Implícito si la emisión únicamente tuviera una duración de 5 años

| 06/04/2009 | | Spread Emisión (sobre EUR3M) | | | | | | | | |
|--------------------------|--------|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 225 pb | 275 pb | 325 pb | 375 pb | 425 pb | 475 pb | 525 pb | 575 pb | 625 pb |
| Spread Creditorio Emisor | 250 pb | 100,28 | 102,06 | 104,03 | 106,14 | 108,32 | 110,53 | 112,75 | 114,97 | 117,19 |
| | 300 pb | 98,09 | 99,84 | 101,79 | 103,88 | 106,03 | 108,21 | 110,40 | 112,59 | 114,79 |
| | 350 pb | 95,95 | 97,68 | 99,61 | 101,66 | 103,79 | 105,94 | 108,11 | 110,28 | 112,44 |
| | 400 pb | 93,86 | 95,57 | 97,47 | 99,50 | 101,60 | 103,73 | 105,87 | 108,01 | 110,15 |
| | 425 pb | 92,83 | 94,53 | 96,42 | 98,44 | 100,53 | 102,64 | 104,77 | 106,90 | 109,02 |
| | 450 pb | 91,82 | 93,51 | 95,39 | 97,39 | 99,47 | 101,57 | 103,68 | 105,79 | 107,91 |
| | 475 pb | 90,81 | 92,50 | 94,36 | 96,36 | 98,42 | 100,51 | 102,61 | 104,71 | 106,81 |
| | 500 pb | 89,82 | 91,50 | 93,35 | 95,33 | 97,38 | 99,46 | 101,54 | 103,63 | 105,72 |
| | 550 pb | 87,88 | 89,53 | 91,36 | 93,32 | 95,34 | 97,39 | 99,45 | 101,52 | 103,58 |
| | 600 pb | 85,98 | 87,61 | 89,42 | 91,35 | 93,35 | 95,38 | 97,41 | 99,45 | 101,49 |
| 650 pb | 84,12 | 85,73 | 87,52 | 89,43 | 91,41 | 93,41 | 95,42 | 97,43 | 99,45 | |

- b. Spread Implícito analizando la emisión a vencimiento e introduciendo en el análisis el valor de la opción de cancelación del emisor a partir del 5º año: en este caso el spread implícito de la emisión estaría también entorno a los 443 puntos básicos (ver Cuadro 12).

Cuadro 12: Precio Teórico Emisión en función Spread Emisión vs. Spread Implícito

| 06/04/2009 | | Spread Emisión (sobre EUR3M Step-Up año 10 +75pb) | | | | | | | | |
|--------------------------|--------|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 225 pb | 275 pb | 325 pb | 375 pb | 425 pb | 475 pb | 525 pb | 575 pb | 625 pb |
| Spread Crediticio Emisor | 250 pb | 100,28 | 102,06 | 104,03 | 106,14 | 108,32 | 110,53 | 112,75 | 114,97 | 117,19 |
| | 300 pb | 98,04 | 99,84 | 101,79 | 103,87 | 106,03 | 108,21 | 110,40 | 112,59 | 114,79 |
| | 350 pb | 94,51 | 97,63 | 99,61 | 101,66 | 103,79 | 105,94 | 108,11 | 110,28 | 112,44 |
| | 400 pb | 91,06 | 94,14 | 97,41 | 99,50 | 101,60 | 103,73 | 105,87 | 108,01 | 110,15 |
| | 425 pb | 89,39 | 92,43 | 95,69 | 98,44 | 100,53 | 102,64 | 104,77 | 106,90 | 109,02 |
| | 450 pb | 87,75 | 90,76 | 93,98 | 97,32 | 99,47 | 101,57 | 103,68 | 105,79 | 107,91 |
| | 475 pb | 86,15 | 89,12 | 92,30 | 95,63 | 98,42 | 100,51 | 102,61 | 104,71 | 106,81 |
| | 500 pb | 84,57 | 87,51 | 90,66 | 93,95 | 97,30 | 99,46 | 101,54 | 103,63 | 105,72 |
| | 550 pb | 81,53 | 84,41 | 87,49 | 90,70 | 94,00 | 97,31 | 99,45 | 101,52 | 103,58 |
| | 600 pb | 78,62 | 81,43 | 84,44 | 87,59 | 90,81 | 94,06 | 97,32 | 99,45 | 101,49 |
| | 650 pb | 75,83 | 78,58 | 81,53 | 84,61 | 87,76 | 90,94 | 94,14 | 97,33 | 99,45 |

- c. Spread Implícito analizando la emisión a vencimiento pero sin introducir en el análisis el valor de la opción de cancelación del emisor a partir del 5º año: en este caso el spread implícito de la emisión estaría alrededor de los 463 puntos básicos (ver Cuadro 13).

Cuadro 13: Precio Teórico Emisión en función Spread Emisión vs. Spread Implícito (Excluyendo la Opción de Cancelación)

| 06/04/2009 | | Spread Emisión (sobre EUR3M Step-Up año 10 +75pb) | | | | | | | | |
|--------------------------|--------|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 225 pb | 275 pb | 325 pb | 375 pb | 425 pb | 475 pb | 525 pb | 575 pb | 625 pb |
| Spread Crediticio Emisor | 250 pb | 101,98 | 105,29 | 108,82 | 112,51 | 116,28 | 120,08 | 123,89 | 127,70 | 131,52 |
| | 300 pb | 98,19 | 101,42 | 104,87 | 108,47 | 112,15 | 115,86 | 119,59 | 123,32 | 127,05 |
| | 350 pb | 94,55 | 97,71 | 101,08 | 104,60 | 108,20 | 111,83 | 115,47 | 119,12 | 122,76 |
| | 400 pb | 91,08 | 94,16 | 97,46 | 100,90 | 104,42 | 107,97 | 111,53 | 115,09 | 118,66 |
| | 425 pb | 89,40 | 92,44 | 95,70 | 99,10 | 102,58 | 106,10 | 109,62 | 113,14 | 116,67 |
| | 450 pb | 87,76 | 90,77 | 93,99 | 97,35 | 100,79 | 104,27 | 107,75 | 111,24 | 114,72 |
| | 475 pb | 86,15 | 89,12 | 92,31 | 95,63 | 99,04 | 102,47 | 105,92 | 109,37 | 112,82 |
| | 500 pb | 84,58 | 87,52 | 90,67 | 93,96 | 97,32 | 100,72 | 104,13 | 107,54 | 110,95 |
| | 550 pb | 81,53 | 84,41 | 87,49 | 90,70 | 94,00 | 97,32 | 100,66 | 103,99 | 107,33 |
| | 600 pb | 78,62 | 81,43 | 84,44 | 87,59 | 90,81 | 94,07 | 97,33 | 100,59 | 103,86 |
| | 650 pb | 75,83 | 78,58 | 81,53 | 84,61 | 87,76 | 90,94 | 94,14 | 97,34 | 100,53 |

Este spread implícito podríamos descomponerlo estimando el valor que cada componente de la estructura de la emisión aporta al conjunto (considerando la emisión a vencimiento y sin incorporar la opción de cancelación):

- | | | |
|---|---|-------|
| ▪ Cupones del 6,50% el primer año | = | 0,55% |
| ▪ Cupones EUR3M+425pb (floor 5%) desde el segundo año | = | 1,84% |
| ▪ Cupones EUR3M+500pb (floor 5%) desde el sexto año | = | 2,24% |

| | | |
|-------|--|-------|
| TOTAL | | 4,63% |
|-------|--|-------|

Para obtener estos resultados de valoración de estos instrumentos financieros se han utilizado métodos de simulación de curvas de tipos de interés basados en los modelos de Hull & White (ver Anexo 1) en base a los datos de mercado observados en la fecha de valoración del 6 de abril de 2009 (ver Anexo 2).

En nuestra opinión, los diferenciales obtenidos bajo este análisis pueden justificar la idoneidad de las condiciones de emisión de una posible emisión de Deuda Subordinada a emitir por parte de CAIXA PENEDÈS.

5.- Conclusiones

Para verificar si las condiciones de mercado actuales se adecuan a las condiciones de una posible nueva emisión de Deuda Subordinada prevista por CAIXA PENEDÈS para su distribución al público en general a través de su red de oficinas, se ha realizado un análisis del mercado primario y secundario de emisiones de deuda en España y en los mercados Europeos, así como del mercado de CDS para emisiones de obligaciones seniors y subordinadas de Entidades Financieras en Europa.

En este análisis se ha puesto de manifiesto que los mercados financieros atraviesan por una situación extraordinaria que, junto al hecho de que la emisión propuesta no cuente con un tramo dirigido al mercado institucional, dificultan el establecimiento preciso de cuales deberían ser los niveles actuales de mercado.

La validez de este análisis y sus conclusiones se encuentran supeditadas a las circunstancias de mercado descritas y a la información de mercado existente a la fecha de elaboración del presente informe (6 de abril de 2009). Si las circunstancias de mercado cambiaran sustancialmente con respecto a lo aquí recogido, las conclusiones de este informe podrían en consecuencia variar.

Además, consideramos necesario indicar que la falta de profundidad en el mercado de deuda subordinada actual dificultaría una posible venta de este tipo de emisiones, por parte de los inversores minoristas a quien va dirigida, con posterioridad a la fecha de emisión.

A pesar de esta dificultad, en este informe se han recogido y analizado algunas referencias de mercado (primario y secundario), pertenecientes a Entidades Financieras análogas a CAIXA PENEDÈS, que permiten considerar que el precio de colocación se podría adaptar a la demanda de este segmento del mercado al estar emitiendo con un spread implícito que se encuentra en un rango de mercado razonable dentro de la situación actual de los mercados.

Por ello, según la opinión de Solventis, la emisión prevista por CAIXA PENEDÈS de Deuda Subordinada denominadas en Euros, con vencimiento a diez años y con opción de amortización anticipada a partir de los cinco años, se encontraría dentro de niveles razonables de mercado.

Anexo 1: Métodos de Valoración

▪ **Modelo de estimación de la Tasa Interna de Rentabilidad (TIR):**

La TIR es la tasa de descuento, o tanto medio efectivo, que iguala el precio de un bono con la corriente de pagos generada por el mismo. Este indicador nos permitirá comparar los rendimientos de los diferentes instrumentos financieros a analizar sin tener en cuenta los riesgos de emisor.

$$\sum_{i=0}^n \frac{C_i}{(1 + R)^{\frac{(t_i - t_0)}{365}}}$$

donde,

C_i son los flujos fijos o variables estimados en base a la estructura temporal de tipos de interés a pagar por el instrumento financiero analizado.

R es la Tasa Interna de Rentabilidad (TIR).

n es el número total de flujos.

t_i son las fechas de pago de los flujos.

▪ **Modelos de Valoración de Instrumentos de Renta Fija con flujos condicionales (*Modelos Estocásticos de Tipos de Interés*):**

Los modelos estocásticos de tipos de interés son aquellos que permiten recoger movimientos aleatorios dentro de la evolución de los tipos de interés futuros. Sólo pueden ser implementados sobre aquellas curvas de tipos de interés sobre las que existan mercados de instrumentos financieros derivados sobre los tipos futuros, es decir, instrumentos mediante los cuales se pueda extraer la volatilidad de los diferentes tramos de la curva de tipos de interés.

Existe una formulación genérica para los diferentes modelos estocásticos unidimensionales, la cual se recoge en la fórmula siguiente:

$$dr = (\eta[t] - \gamma r) dt + \sqrt{(a^2 r + b^2)} dW$$

Donde r es el tipo de interés actual ("spot") en el momento t , dW es el incremento de los procesos de Wiener. $\eta [t]$ es el movimiento determinista de los tipos de interés sin reversión a la media, γ es la velocidad de reversión a la media, a es la volatilidad para los procesos de Cox-Ingersoll-Ross (CIR) y b es la volatilidad de Hull & White.

Los diferentes modelos de tipos de interés estocásticos se pueden resumir de la siguiente forma:

- 1) **Vasicek**, donde η es constante, $a = 0$ y $b = \sigma$.

$$dr = (\eta - \gamma r) dt + \sigma dW \quad (\gamma > 0)$$

- 2) **Hull-White** donde $a = 0$ y $b = \sigma$.

$$dr = (\eta[t] - \gamma r) dt + \sigma dW \quad (\gamma > 0)$$

- 3) **Cox-Ingersoll-Ross**, donde η es constante, $a = \sigma$ y $b = 0$.

$$dr = (\eta - \gamma r) dt + \sigma \sqrt{r} dW \quad (\eta > a/2)$$

- 4) **Ho-Lee** ($\gamma = 0$, es decir, no hay reversión a la media, $a = 0$ y $b = \sigma$)

$$dr = \eta[t] dt + \sigma dW$$

Los modelos de Vasicek, Hull & White y Cox-Ingersoll-Ross tienen reversión a la media, lo que significa que escenarios de tipos de interés bajos tendrán tendencia a crecer, de la misma forma que escenarios de tipos de interés altos tendrán tendencia a bajar. La consideración de que los tipos de interés sean altos o bajos queda recogida dentro de los parámetros de los modelos.

Para valorar productos ligados a los tipos de interés, sólo existen soluciones de tipo analítico para algunos productos muy determinados. Sin embargo, los modelos estocásticos pueden ser adaptados para valorar una gran cantidad de instrumentos financieros para los cuales no existen modelos analíticos concretos.

– **Modelo de Hull & White:**

El modelo de tipos de interés de Hull & White consiste en un modelo de árboles trinomiales que permite describir la evolución de los tipos de interés futuros. Es un modelo que sirve para valorar instrumentos cuyos flujos de pagos se encuentran vinculados a la evolución de los tipos de interés durante la vida del instrumento.

El árbol trinomial de Hull & White recoge un doble efecto:

1. El efecto de la volatilidad, que describe las perspectivas de variaciones futuras de los tipos de interés.
2. El efecto de la tendencia o reversión a los tipos cotizados en mercado.

Este doble efecto recogido por el árbol trinomial, tiende a aproximar los tipos de interés implícitos en la franja media del árbol y a dibujar escenarios más o menos desviados, en función de la volatilidad en las ramas exteriores.

El proceso de construcción del árbol se divide en dos partes que después se unen, por un lado se construye un árbol que simplemente refleja el efecto de la volatilidad, con una rama central igual a cero, una zona superior positiva y otra inferior negativa. La volatilidad utilizada se obtiene a partir de un proceso de calibración derivado de la volatilidad implícita cotizada en mercado de los caps, floor y swaptions. También se calculan las probabilidades de desplazamiento de cada una de las ramas del árbol a otras ramas del mismo. Por otro lado, se genera un proceso de cálculo con la curva cupón cero, que permite ajustar la tendencia del proceso. Una vez unidos estos dos procesos se obtiene la base de los escenarios de tipos de interés necesarios para obtener la valoración.

Este árbol trinomial de Hull & White es la base para generar un proceso de Montecarlo en el que, una vez computado con un gran número de escenarios (superior a las 100.000 simulaciones), se obtendrán todas las variables de los tipos de interés y sus posibles desplazamientos que formen parte del cómputo generado por el árbol trinomial (para una explicación más detallada del proceso de cálculo, ver “Options, Futures & Other Derivative” de John C. Hull / 4ª Edición / Capítulo 21.9. “The Hull & White Model”).

– **Proceso de Calibración del Modelo de Hull & White:**

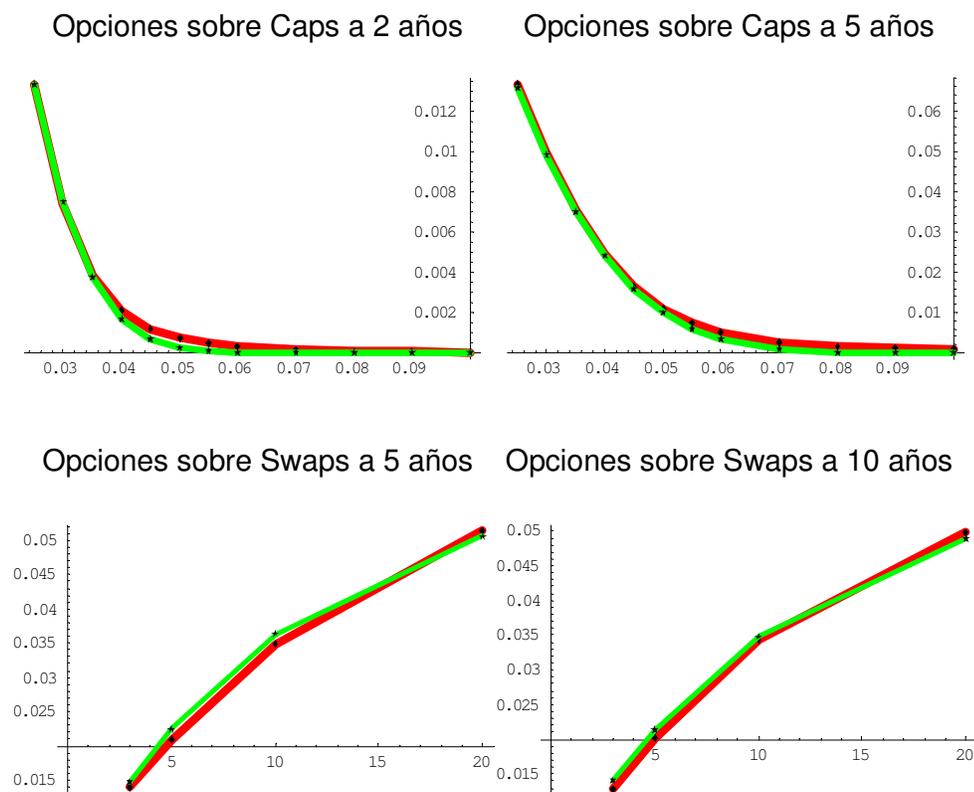
Para calibrar los modelos de Hull & White se toma como punto de partida los niveles de volatilidad de mercado de los Swaptions (opciones sobre Swaps) y de las opciones sobre Caps y Floors, así como la correspondiente curva de tipos de la moneda a calibrar.

Estos datos permiten valorar, utilizando modelos analíticos (Black 76), las opciones sobre Swaps, Caps y Floors. De esta forma se obtienen unos precios de referencia para estas estructuras.

Llegado a este punto, se plantea el problema de la calibración del modelo de Hull & White. El problema consiste en hacer mínimo el sumatorio de las diferencias de valor absoluto de las valoraciones obtenidas por los modelos analíticos con las valoraciones obtenidas sobre el árbol trinomial. Las valoraciones obtenidas sobre el árbol trinomial serán el promedio de los valores obtenidos en cada una de las simulaciones generadas a partir de la estructura de tipos representada por el propio árbol trinomial.

Las incógnitas del problema son variables temporales, es decir funciones que dependen del tiempo, que condicionan el árbol trinomial. Estas incógnitas son la parte determinista de la evolución de los tipos (drifts), la velocidad de reversión a la media y la volatilidad.

La dificultad de este proceso radica en que la minimización de la deferencia de los precios de las estructuras se debe alcanzar en términos globales, de esta manera al ajustar las variables en un determinado punto del tiempo, no sólo se tienen en cuenta las diferencias de precios en ese punto temporal, sino que también se tienen en consideración aquellos con otra duración.



Los cuatro gráficos anteriores reflejan el objetivo real del proceso de calibración del modelo, ajustando en términos globales los valores de las opciones de mercado (en color rojo los valores obtenidos con Black 76 y en color verde los valores obtenidos con Hull & White), con los dos modelos.

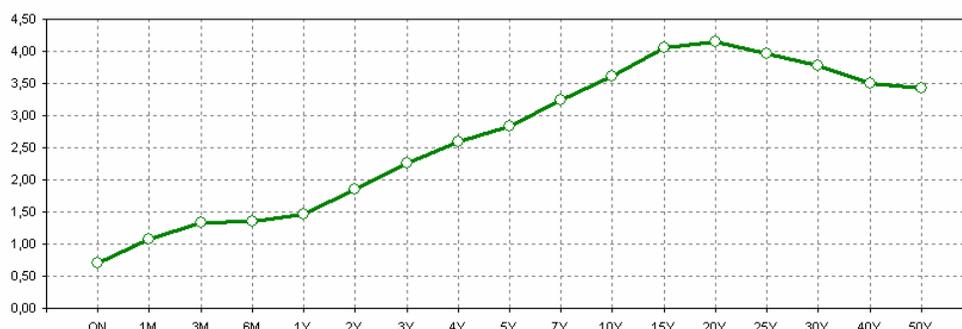
Una vez calibrado el modelo a una fecha de valoración concreta, se dispone de un árbol trinomial sobre el cuál poder construir y simular una estructura concreta de comportamiento de los tipos de interés, de forma que es posible introducir condicionales de pago complejos dentro de los flujos de pago de un instrumento de renta fija.

Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados

Los parámetros de mercado utilizados para calibrar el modelo de Hull & White y para valorar los instrumentos financieros objeto del presente informe a la fecha señalada (6 de Abril de 2009), han sido los siguientes:

- Curva de Tipos de Interés (Curva ZC EUR):

| ON | 1M | 3M | 6M | 1Y | 2Y | 3Y | 4Y | 5Y | 7Y | 10Y | 15Y | 20Y | 25Y | 30Y | 40Y | 50Y |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 0,7097 | 1,0692 | 1,3422 | 1,3455 | 1,4623 | 1,8525 | 2,2681 | 2,5862 | 2,8410 | 3,2368 | 3,6129 | 4,0593 | 4,1400 | 3,9655 | 3,7799 | 3,5003 | 3,4219 |



- Volatilidades Caps/Floors EUR:

| Plazo \ Strike | 1,00% | 2,00% | 3,00% | 4,00% | 5,00% | 6,00% | 7,00% | 8,00% | 9,00% |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1Y | 51,13 | 39,09 | 46,00 | 52,62 | 57,84 | 62,06 | 65,57 | 68,51 | 71,11 |
| 2Y | 51,69 | 36,48 | 33,82 | 35,81 | 38,69 | 41,39 | 43,76 | 45,83 | 47,66 |
| 3Y | 47,72 | 33,40 | 27,90 | 24,24 | 24,88 | 26,54 | 28,27 | 29,88 | 31,33 |
| 4Y | 44,89 | 31,80 | 24,78 | 21,84 | 22,12 | 23,58 | 25,08 | 26,48 | 27,64 |
| 5Y | 42,76 | 30,51 | 23,45 | 20,15 | 19,94 | 21,00 | 22,29 | 23,54 | 24,69 |
| 6Y | 41,21 | 29,63 | 22,64 | 18,97 | 18,23 | 18,97 | 20,19 | 21,27 | 22,35 |
| 7Y | 40,22 | 29,05 | 22,13 | 18,30 | 17,19 | 17,72 | 18,76 | 19,87 | 20,92 |
| 8Y | 39,50 | 28,60 | 21,78 | 17,86 | 16,46 | 16,83 | 17,82 | 18,89 | 19,92 |
| 9Y | 38,94 | 28,26 | 21,52 | 17,51 | 15,94 | 16,17 | 17,09 | 18,14 | 19,16 |
| 10Y | 38,44 | 27,96 | 21,33 | 17,27 | 15,53 | 15,60 | 16,45 | 17,47 | 18,46 |
| 12Y | 37,63 | 27,49 | 21,02 | 16,92 | 14,92 | 14,71 | 15,40 | 16,34 | 17,28 |
| 15Y | 36,68 | 26,90 | 20,68 | 16,60 | 14,41 | 13,92 | 14,44 | 15,28 | 16,16 |
| 20Y | 35,24 | 26,01 | 20,17 | 16,34 | 14,30 | 13,88 | 14,38 | 15,18 | 16,00 |

- Volatilidades de EUR Swaptions:

| Opción \ Swap | 1Y | 2Y | 3Y | 4Y | 5Y | 6Y | 7Y | 8Y | 9Y | 10Y | 15Y | 20Y |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1M | 37,99 | 34,66 | 31,80 | 31,43 | 31,37 | 29,86 | 28,95 | 28,39 | 28,07 | 28,14 | 27,01 | 28,15 |
| 3M | 40,92 | 34,81 | 31,67 | 31,67 | 31,40 | 30,30 | 29,30 | 29,53 | 29,24 | 29,03 | 27,65 | 29,06 |
| 6M | 38,96 | 33,57 | 29,18 | 28,64 | 28,04 | 27,47 | 27,29 | 27,29 | 27,30 | 27,32 | 26,18 | 27,47 |
| 1Y | 29,08 | 27,37 | 25,66 | 24,78 | 24,29 | 24,06 | 23,98 | 24,03 | 24,14 | 24,27 | 23,03 | 23,72 |
| 2Y | 22,76 | 21,24 | 20,41 | 19,78 | 19,74 | 19,81 | 20,02 | 20,35 | 20,73 | 20,90 | 19,89 | 20,50 |
| 3Y | 20,01 | 19,09 | 18,21 | 18,04 | 17,91 | 17,93 | 18,06 | 18,34 | 18,59 | 18,73 | 18,19 | 19,06 |
| 4Y | 18,00 | 17,35 | 16,82 | 16,93 | 16,88 | 16,83 | 16,89 | 17,02 | 17,22 | 17,28 | 17,20 | 18,13 |
| 5Y | 16,27 | 15,90 | 15,77 | 16,03 | 16,05 | 15,99 | 15,95 | 15,90 | 15,96 | 15,98 | 16,21 | 17,22 |
| 7Y | 15,01 | 14,88 | 14,78 | 14,80 | 14,74 | 14,57 | 14,47 | 14,46 | 14,47 | 14,54 | 15,32 | 16,43 |
| 10Y | 13,51 | 13,43 | 13,36 | 13,34 | 13,46 | 13,46 | 13,52 | 13,64 | 13,79 | 13,97 | 15,13 | 16,26 |
| 15Y | 13,05 | 13,47 | 13,68 | 14,13 | 14,67 | 14,87 | 15,15 | 15,46 | 15,80 | 16,14 | 17,47 | 18,51 |
| 20Y | 17,14 | 17,68 | 18,29 | 18,81 | 19,28 | 19,29 | 19,34 | 19,38 | 19,44 | 19,52 | 20,41 | 20,93 |
| 25Y | 20,49 | 20,84 | 20,80 | 20,81 | 20,84 | 20,80 | 20,78 | 20,79 | 20,80 | 20,79 | 20,81 | 20,26 |
| 30Y | 21,08 | 21,23 | 21,13 | 21,05 | 20,95 | 20,98 | 20,92 | 20,83 | 20,71 | 20,56 | 19,25 | 18,54 |

Solventis

Pedro i Pons 9-11, 6ª Planta
08034 Barcelona
Tel. + 34 93 200 95 78
Fax. +34 93 474 14 61

Colón 10, 1ª Planta
36201 Vigo
Tel. + 34 986.22.56.59
Fax. +34 986-22.20.45

grupo@solventis.es
www.solventis.es

Informe de opinión como experto independiente relativo a la emisión de valores para su distribución en red minorista

20 de abril de 2009

Informe para



Confidencial



Afi

c/ Españoletto, 19
28010 Madrid
Tlf.: 34-91-520 01 00
Fax: 34-91-520 01 43
e-mail: afi@afi.es
www.afi.es

Índice

| | |
|--|-----------|
| 1. Introducción | 3 |
| 2. Descripción, análisis del producto y valoración..... | 4 |
| 2.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento | 4 |
| 2.1.1 Cupones..... | 5 |
| 2.1.2 Opción de amortización anticipada..... | 6 |
| 2.2. Modelo e Inputs de valoración..... | 6 |
| 2.2.1 Modelo de valoración..... | 6 |
| 2.2.2 Inputs de valoración..... | 6 |
| 2.2.3 Curva Cupón Cero | 7 |
| 2.2.4 Parámetros HW | 7 |
| 2.3. Valoración | 8 |
| 3. Condiciones vigentes en mercados mayoristas | 9 |
| 3.1. Emisiones recientes en mercados..... | 9 |
| 3.1.1 Emisiones de similar orden de prelación a los valores objeto del informe | 9 |
| 3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación..... | 9 |
| 3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario | 11 |
| 3.2.1 Información de los índices SUSI de JP Morgan..... | 12 |
| 3.2.2 Información de los índices ELT2 de Merrill Lynch | 15 |
| 3.2.3 Información de Bloomberg para referencias de índices Iboxx-Markit. | 16 |
| 3.2.4 Cotizaciones indicativas del panel de BME / AIAF | 17 |
| 3.2.5 Spreads de CDS para deuda senior y subordinada | 18 |
| 3.2.6 Resumen de fuentes consultadas..... | 18 |
| 4. Conclusiones | 22 |
| 5. Disclaimer | 23 |

1. Introducción

El **objetivo** del presente informe es reflejar la opinión de Afi acerca de si las condiciones de la cuarta emisión de deuda subordinada Lower Tier II de Caixa Penedés destinada a la red minorista son equiparables a las que debería tener, para colocarse adecuadamente, una emisión similar lanzada en los mercados mayoristas.

El **contenido** del informe responde a las exigencias establecidas por la CNMV en la carta enviada a las entidades el 17 de febrero de 2009. Una primera parte, **técnica** acerca del instrumento a emitir (punto 2 del informe), en la que se incluirá:

- Una descripción concisa de la estructura de flujos y condiciones del instrumento.
- La des-estructuración e identificación de los distintos elementos que, en su caso, pueda contener el instrumento, tales como estructuras de tipos de interés u opciones implícitas.
- Asignación de un valor a cada elemento que componga el instrumento, para lo cual se describirá la metodología de valoración seleccionada en cada caso, los datos y parámetros utilizados, además de las hipótesis empleadas.
- De forma adicional, se identificarán los riesgos del instrumento y se realizará un breve comentario descriptivo sobre la posible evolución del precio del instrumento en función de variaciones en las variables de que dependan los elementos que lo componen.
- Finalmente, se ofrecerá una valoración, expresada en un rango de precio y/o horquilla de diferencial, en puntos básicos frente a la curva de referencia interbancaria (entendidos, respectivamente, como “all in cost” y “all in spread”).

Un epígrafe orientado al **contraste** (punto 3 del informe), en la que se expondrá el conjunto de inputs que Afi considere relevantes para determinar si, el precio y spread calculados para el instrumento, se corresponden con las condiciones vigentes en el mercado mayorista para instrumentos similares.

Para ello, Afi utilizará todos los tipos de información y fuentes que considere necesarias y relevantes, entre las que pueden figurar, junto a otras: emisiones de la misma o distinta prelación realizadas por cotizaciones de mercado secundario de instrumentos similares o de distinta prelación, spreads de credit default swaps, información de índices proporcionados por participantes de mercado, datos relevantes del balance y cuenta de resultados del emisor, etc.

Finalmente, un epígrafe que contiene las **conclusiones** (punto 4 del informe), entre las que Afi expresa su opinión de Afi sobre los niveles de spread que debieran asociarse a la emisión objeto de análisis, para su adecuada colocación en el caso de emisión lanzada en los mercados mayoristas.

2. Descripción, análisis del producto y valoración

2.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento

Se trata de una emisión de bonos subordinados *Lower Tier II* con vencimiento a 10 años y opción de amortización anticipada por parte del emisor a partir del quinto (5º) año y en cada fecha de pago de cupón. Las condiciones generales del instrumento se definen a continuación:

- Emisor: Caixa Penedès
- Naturaleza de los valores: Obligaciones Subordinadas
- Importe nominal: 250 millones de euros, ampliables a 300 millones de euros.
- Importe nominal de cada valor: 1.000 euros
- Importe mínimo de la colocación: 1.000 euros o una obligación
- Fecha de emisión y único desembolso: 29 de junio de 2009
- Precio de emisión: a la par
- Forma de representación: anotaciones en cuenta en IBERCLEAR
- Retribución: en función al siguiente esquema:
 - Durante el primer año, desde el período comprendido entre la fecha de emisión (inclusive) y hasta el primer año, un tipo fijo anual del 6,50%.
 - Desde el segundo hasta el quinto año (inclusive), EURIBOR a 3 meses más un margen del 4,25%, con una retribución mínima del 5,00%
 - A partir del quinto año, EURIBOR a 3 meses más un margen del 5,00%, con una retribución mínima del 5,00%.
 - La retribución tanto en el período de retribución a tipo fijo como variable, será pagadera con carácter trimestral durante toda la vida de la emisión, por trimestres vencidos los días 29 de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año (calculados en base Act/365) siendo la primera fecha de pago el 29 de septiembre de 2009.
- Amortización anticipada: podrán amortizarse total o parcialmente a voluntad del emisor con autorización previa del Banco de España, a partir del quinto año desde la fecha de desembolso, coincidiendo con cada pago de retribución trimestral, reembolsando a su titular el valor nominal y la parte correspondiente de las retribuciones que, en su caso, le hubieren correspondido respecto del período corriente de retribución.
- Colectivo de inversores a los que se ofrecen los valores: La Emisión va dirigida a todo tipo de inversores que cumplan con los perfiles y requisitos exigidos por los mecanismos y procedimientos internos establecidos por las Entidades Colocadoras en virtud de la normativa MIFID para la adquisición de este tipo de producto y será colocada a través de la red de oficinas de la Entidad Colocadora.
- Vencimiento: diez (10) años
- Cotización: mercado AIAF de renta fija

A continuación procedemos a explicar de forma detallada el perfil de pagos del instrumento:

2.1.1 Cupones

El pago de cupones o retribución de los valores, no acumulativos, se realiza en función al siguiente esquema:

- El primer año, 6,50% fijo anual pagadero trimestralmente.

A vencimiento de cada trimestre durante el primer año desde la fecha de inicio de la emisión (bajo la convención del día hábil especificada), la nota pagara un cupón del 6,5%. Esto es:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot 6,5\% \cdot \text{Fraccion_año}$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años
- Del 2º al 5º *Euribor-3M + spread*, pagadero trimestralmente sujeto a una retribución mínima del 5% (*Floor*). Es decir:

Del 2º al 5º año y de forma trimestral la nota pagará el siguiente cupón:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot \max(\text{Euribor}3M + \text{spread}, \text{Floor}) \cdot \text{Fraccion_año}$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Euribor3M*: tipo Euribor a tres meses fijado dos días antes del inicio de cada periodo trimestral.
- *Spread*: Spread adicional sobre Euribor tres meses (425 p.b.)
- *Floor*: suelo para la retribución mínima del 5%.
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años de cada periodo trimestral
- Del 5º año a vencimiento *Euribor-3M + spread + step up*, pagadero trimestralmente y sujeto a una retribución mínima del 5% (*Floor*). Es decir:

A partir de 5º año y de forma trimestral la nota pagará el siguiente cupón:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot \max(\text{Euribor}3M + \text{spread} + \text{step_up}, \text{Floor}) \cdot \text{Fraccion_año}$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Euribor3M*: Tipo Euribor a tres meses fijado dos días antes del inicio de cada periodo trimestral.
- *Spread*: Spread sobre Euribor a tres meses de 425 pb.
- *Step_up*: incremento del spread sobre Euribor a tres meses en 75 pb
- *Floor*: suelo para la retribución mínima del 5%.

- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años de cada periodo trimestral

2.1.2 Opción de amortización anticipada

Recordar que la estructura es amortizable anticipadamente por parte del emisor en cada fecha de pago de cupón (trimestralmente), a partir del quinto (5º) año. Mediante esta opción, el emisor tendrá la opción de cancelar la emisión mediante la devolución del principal al inversor; es decir, tiene la opción de recompra de la emisión a la par.

Bajo el supuesto de ausencia de oportunidad de arbitraje, y basándonos únicamente en criterios cuantitativos, el emisor ejercerá la opción en cada una de las distintas fechas de posible ejercicio, dependiendo del valor en ese momento de la expectativa de los flujos futuros. Así, si ésta expectativa es mayor que el coste de recompra (la par), el emisor ejercerá la opción, y no la ejercerá en caso contrario.

2.2. Modelo e Inputs de valoración

2.2.1 Modelo de valoración

De cara a captar el valor de la opción de amortización por parte del emisor, se ha valorado el instrumento mediante un modelo de evolución de tipos de interés debidamente calibrado a precios de instrumentos cotizados en mercado.

Se ha empleado el modelo propuesto por *Hull y White* como estándar de mercado. Este modelo está basado en la evolución del tipo a corto plazo, ajusta la expectativa forward, en nuestro caso curva IRS, y depende de dos parámetros, reversión a la media y volatilidad, que modelan la posible evolución de los tipos.

Para la valoración a mercado los parámetros son calibrados de forma que el modelo valore correctamente instrumentos líquidos cotizados (cap's, floor's, swaption's..).

En este caso se ha realizado mediante swaptions "*at the money*" cotizados y a distintos plazos, de modo que se ajuste lo máximo posible la evolución modelada de los tipos a las expectativas descontadas por el mercado.

Adicionalmente, para captar el posible riesgo de impago del emisor, los flujos del instrumento para cada uno de los escenarios de tipos generados mediante el modelo descrito, se descuentan con un spread adicional que se supone constante a lo largo del tiempo.

2.2.2 Inputs de valoración

La fecha valor a la que se realizan los cálculos es el 20 de abril de 2009, utilizando los datos de cierre de la curva de tipos IRS y los precios de los swaptions empleados para el calibrado del modelo. Estos datos se muestran a continuación:

2.2.3 Curva Cupón Cero

| Depo/Swap | Plazo | Tipo |
|-----------|-------|--------|
| Depósito | O/N | 0.8000 |
| Depósito | 1E | 0.8450 |
| Depósito | 2W | 1.0000 |
| Depósito | 3W | 1.0750 |
| Depósito | 1M | 0.9650 |
| Depósito | 2M | 1.2350 |
| Depósito | 3M | 1.4800 |
| Depósito | 4M | 1.6000 |
| Depósito | 5M | 1.6500 |
| Depósito | 6M | 1.6750 |
| Depósito | 7M | 1.7450 |
| Depósito | 8M | 1.7750 |
| Depósito | 9M | 1.8050 |
| Depósito | 10M | 1.7100 |
| Depósito | 11M | 1.7300 |
| Depósito | 12M | 1.8350 |
| Swap | 2Y | 1.9205 |
| Swap | 3Y | 2.2520 |
| Swap | 4Y | 2.5310 |
| Swap | 5Y | 2.7560 |
| Swap | 6Y | 2.9525 |
| Swap | 7Y | 3.1065 |
| Swap | 8Y | 3.2390 |
| Swap | 9Y | 3.3490 |
| Swap | 10Y | 3.4475 |
| Swap | 15Y | 3.8230 |
| Swap | 20Y | 3.9445 |
| Swap | 25Y | 3.8895 |
| Swap | 30Y | 3.8245 |
| Swap | 35Y | 3.7540 |
| Swap | 40Y | 3.6875 |
| Swap | 45Y | 3.6450 |
| Swap | 50Y | 3.6225 |

2.2.4 Parámetros HW

| | |
|---------------------------------|-------|
| a (Reversión a la media) | 2.00% |
| sigma (Volatilidad) | 0.76% |

2.3. Valoración

Los spreads equivalentes calculados son spreads crediticios con los que al descontar los flujos futuros esperados (según el modelo de valoración usado) se consigue una valoración de las emisiones igual al precio de emisión.

Se calculan tres spreads, que corresponden a los siguientes cálculos:

- El primero de los spreads ("Modelo Completo") corresponde a efectuar una valoración de la estructura completa, con todas sus características de cupones y opcionalidades. Se está utilizando un modelo que recoge la posible variabilidad de tipos de interés, suponiendo un spread crediticio futuro constante.
- El segundo de los spreads ("A la 1ª Call") corresponde a realizar el ejercicio anterior pero suponiendo que el emisor cancelará (ejercerá la call) en la primera ocasión siempre.
- El tercero de los ejercicios ("A vencimiento, o sin Call") corresponde a realizar el primer ejercicio pero suponiendo en este caso que el emisor nunca cancelará (no ejercerá la call) en ninguna ocasión, y por tanto el instrumento se considera hasta vencimiento.

Recordamos que la fecha valor a la que se realizan los cálculos es el 20 de abril de 2009, utilizando los datos de cierre, y suponiéndose ésta como fecha de inicio de la emisión.

| Spreads sobre Swap | |
|--|--------|
| Considerando toda la estructura | 4,360% |
| A Primera Call | 4,360% |
| A vencimiento sin Call | 4,619% |

3. Condiciones vigentes en mercados mayoristas

El propósito de este punto es aglutinar el conjunto de inputs que Afi considera relevantes para determinar las condiciones vigentes en el mercado mayorista para instrumentos similares al que Caixa Penedés planea emitir.

3.1. Emisiones recientes en mercados

3.1.1 Emisiones de similar orden de prelación a los valores objeto del informe

En cuanto a emisiones de deuda subordinada Lower Tier II, en los mercados mayoristas sólo se han realizado tres operaciones significativas, todas ellas por parte de Credit Agricole SA. Ninguna de ellas cuenta con opción de cancelación anticipada para el emisor, sino que se trata de bonos con formato *bullet*, es decir, con amortización a vencimiento.

En el mercado doméstico español contamos con dos emisiones de deuda subordinada Lower Tier II, ambas colocadas entre inversores minoristas. En diciembre de 2008 Caja de Salamanca y Soria (“Caja Duero”) emitió 132,5 millones de euros en deuda subordinada Lower Tier II con un spread frente a swaps de 400 pb. El 22 de enero de 2009 “la Caixa” emitió 2.500 millones de deuda subordinada Lower Tier II con un spread vs swaps equivalente a 212 pb. Finalmente, la última emisión minorista de deuda subordinada colocada entre minoristas se corresponde con los 1.000 millones de euros emitidos por Bancaja el día 6 de abril de 2009, colocada a un spread de 459 pb calculado a la primera call y 461 pb calculado a vencimiento.

Tabla 1: emisiones recientes de deuda Lower Tier 2 en EUR (mercados mayorista y minorista)

| Fecha | Emisor | Características de la emisión | | | | | Spreads emisión ² | | Ratings ³ | | |
|-----------|----------------------|-------------------------------|--------|-------|---------------------|-------------|------------------------------|--------|----------------------|------------|-------------|
| | | Vol ¹ | Divisa | Clase | Cupón | Vencimiento | Fecha Call | Tesoro | Swaps | Emisión | Emisor |
| 9-dic-08 | Banco Espirito Santo | 41,5 | EUR | LT2 | 4,428% ⁴ | 11/12/2018 | 11/12/2013 | n.d. | 100,0 | A1/NA/A | Aa3/A/A+ |
| 17-dic-08 | Caja Duero | 132,5 | EUR | LT2 | 7,155% ⁵ | 19/12/2018 | 19/12/2013 | n.d. | 400,0 | A3 | A2/NA/NA |
| 22-ene-09 | La Caixa | 2.500,0 | EUR | LT2 | 5,870% ⁶ | 28/02/2019 | 28/02/2014 | n.d. | 211,8 | Aa2/A+/A+ | Aa1/AA-/AA- |
| 6-abr-09 | Bancaja | 1.000,0 | EUR | LT2 | 7,250% ⁷ | 06/07/2019 | 06/07/2014 | n.d. | 459,0 | A3/NR/BBB+ | A2/NR/A- |

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. Spread a la primera call

3. Por este orden, Moody's, S&P y Fitch

4. Euribor 3m + 100 pb

5. Euribor 3m + 400 pb hasta el 5º año. Si no se ejecuta la call, Euribor 3m +450 pb

6. 5,87% el primer año, Euribor +200 pb con cap en 6,35% y floor en 3,94%

7. Trimestral, desde 6/4/2009 a 6/7/2011. Entre 6/7/2011 y 6/7/2014, Euribor 3m + 390 pb. A partir de 6/7/2014, Euribor 3m + 465 pb.

3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación

A diferencia del mercado de emisiones subordinadas, el mercado mayorista de emisiones *senior* ha reflejado una actividad bastante más intensa en los últimos tres meses hasta el 10 de marzo de 2009. En la tabla 2 se reflejan los niveles de spread de colocación en primario y el nivel actual de secundario (indicativo), para una selección de emisores con distintas calificaciones crediticias.

Igualmente, en el gráfico 1 puede observarse la evolución en el tiempo del diferencial de emisión frente a swaps para emisores con categorías de rating homogéneas. Las fuentes utilizadas son Bloomberg y los documentos de colocadores posteriores a la emisión.

Entre los emisores españoles, la más reciente emisión es la realizada por BBVA en enero de 2009, por importe de 1.000 millones de euros y vencimiento 2014, colocada en mercados mayoristas a un spread vs swaps de 180 pb.

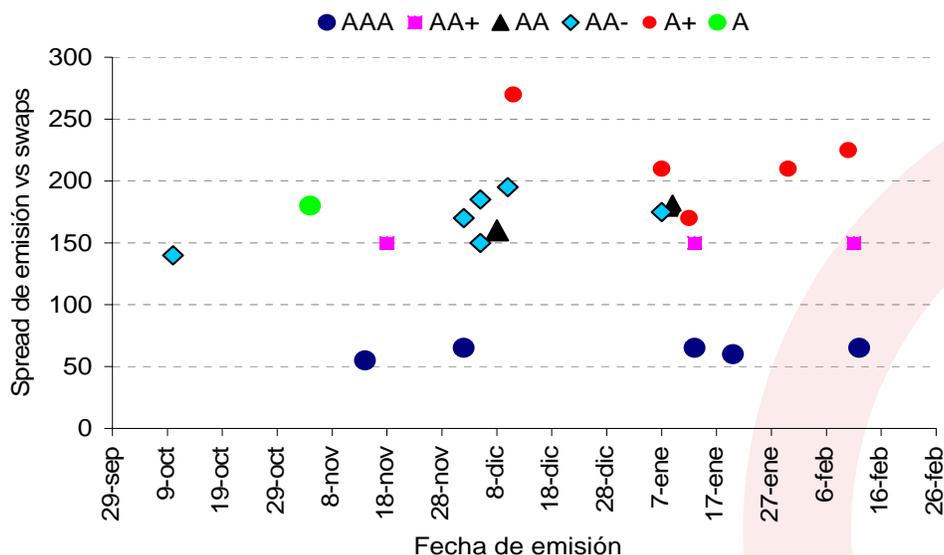
Tabla 2: emisiones recientes en el mercado mayorista de deuda Senior en EUR

| Fecha | Emisor | Vol ¹ | Divisa | Clase | Cupón | Vencimiento | Rating emisión ² | Spreads emisión | |
|-----------|----------------------------|------------------|--------|-------|-------|-------------|-----------------------------|-----------------|-------|
| | | | | | | | | Tesoro | Swaps |
| 10-oct-08 | Société Generale | 500,0 | EUR | SNR | 5,875 | 31/10/2013 | Aa2/AA-/AA- | n.d. | 140,0 |
| 4-nov-08 | Bancaja | 220,0 | EUR | SNR | 5,500 | 05/11/2011 | A2/NR/A- | n.d. | 180,0 |
| 14-nov-08 | Neder Waterschapsbank | 1.500,0 | EUR | SNR | 4,250 | 21/11/2013 | Aaa/AAA/NA | n.d. | 55,0 |
| 18-nov-08 | Rabobank Nederland | 275,0 | EUR | SNR | 4,750 | 15/01/2018 | Aaa/AAA/AA+ | n.d. | 150,0 |
| 2-dic-08 | Intesa Sanpaolo Spa | 200,0 | EUR | SNR | 4,645 | 29/07/2012 | Aa2/AA-/AA- | n.d. | 170,0 |
| 2-dic-08 | Bank Nederlandse Gemeenten | 1.250,0 | EUR | SNR | 3,750 | 14/03/2014 | Aaa/AAA/AAA | 130,9 | 65,0 |
| 5-dic-08 | Credit Agricole SA | 380,0 | EUR | SNR | 4,750 | 18/12/2013 | Aa1/AA-/AA- | n.d. | 150,0 |
| 5-dic-08 | Société Generale | 1.000,0 | EUR | SNR | 5,125 | 19/12/2013 | Aa2/AA-/AA- | 254,3 | 185,0 |
| 8-dic-08 | BNP Paribas | 1.500,0 | EUR | SNR | 5,000 | 16/12/2013 | Aa1/AA/AA | 232,2 | 160,0 |
| 10-dic-08 | Intesa Sanpaolo Spa | 1.250,0 | EUR | SNR | 5,375 | 19/12/2013 | Aa2/AA-/AA- | 267,6 | 195,0 |
| 11-dic-08 | Credit Suisse London | 850,0 | EUR | SNR | 6,125 | 16/05/2014 | Aa1/A+/AA-* | 338,6 | 270,0 |
| 7-ene-09 | HSBC France | 1.500,0 | EUR | SNR | 4,875 | 15/01/2014 | Aa3/AA/AA | 252,5 | 175,0 |
| 7-ene-09 | Unicredit Spa | 1.000,0 | EUR | SNR | 5,250 | 14/01/2014 | Aa3/A+/A+ | 287,8 | 210,0 |
| 9-ene-09 | BBVA Senior Finance SA | 1.000,0 | EUR | SNR | 4,875 | 23/01/2014 | Aa1/AA/AA- | 253,8 | 180,0 |
| 12-ene-09 | KBC IFIMA NV | 250,0 | EUR | SNR | 4,750 | 26/01/2014 | Aa3/A+/A+ | n.d. | 170,0 |
| 13-ene-09 | Rabobank Nederland | 5.000,0 | EUR | SNR | 4,375 | 22/01/2014 | Aaa/AAA/AA+ | 220,1 | 150,0 |
| 13-ene-09 | Neder Waterschapsbank | 1.000,0 | EUR | SNR | 3,125 | 20/01/2012 | Aaa/AAA/NA | 158,0 | 65,0 |
| 20-ene-09 | Bank Nederlandse Gemeenten | 2.000,0 | EUR | SNR | 2,750 | 27/01/2011 | Aaa/AAA/AAA | 138,9 | 60,0 |
| 30-ene-09 | Commerzbank AG | 1.500,0 | EUR | SNR | 5,000 | 06/02/2014 | Aa3/A/A | 260,7 | 210,0 |
| 10-feb-09 | Caixa Geral de Depósitos | 1.250,0 | EUR | SNR | 5,125 | 19/02/2014 | Aa1/A+/AA- | 275,8 | 225,0 |
| 11-feb-09 | Rabobank Nederland | 1.500,0 | EUR | SNR | 4,750 | 15/01/2018 | Aaa/AAA/AA+ | 183,8 | 150,0 |
| 12-feb-09 | Neder Waterschapsbank | 1.500,0 | EUR | SNR | 2,750 | 21/02/2011 | Aaa/AAA/NA | n.d. | 65,0 |

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. Por este orden, Moody's, S&P y Fitch

Gráfico 1: mercado primario mayorista de emisiones Senior en EUR, por rating del emisor y fecha de emisión



En el mercado primario mayorista y desde el verano de 2008, tan sólo se ha realizado una emisión de participaciones preferentes Tier I: Mizuho Capital Investment USD 2, filial al 100% de Mizuho Financial Group colocó el 20 de febrero de 2009 una emisión por importe de 850 millones de dólares con cupón fijo anual inicial -pagadero semestral- de 14,95% hasta la fecha de primera call (30 de junio de 2014) y, a partir de entonces, Libor-dólar 6m más un spread de 1.234 pb. El rating de Mizuho es Aa2 *

por Moody's, A+ por S&P y A+ por Fitch. Las participaciones preferentes gozan de rating A2 *- por Moody,'s y de BBB+ por Fitch. El ISIN es USG61838AA91.

Tabla 3: emisiones recientes de participaciones preferentes Tier I denominadas en cualquier divisa, en mercado mayorista

| Características de la emisión | | | | | | Spread ³ | | Ratings ⁴ | |
|-------------------------------|------------------|---------|---------------------|------------------------------------|------------|---------------------|-------------|----------------------|-------------|
| Fecha | Emisor | Volumen | Cupón inicial | Cupón posterior | Fecha Call | 1ª Call | Vencimiento | Emisión | Emisor |
| 20-feb-09 | Mizuho Fin. Grp. | 850,0 | 14,95% ¹ | Libor USD 6m + 12,34% ² | 30-jun-14 | 1.211 | 1.235 | A2 *-NR/BBB+ | Aa2 *-A+/A+ |

1. Hasta la primera fecha de Call

2. Desde la Call y a perpetuidad

3. Spread sobre el tipo swap, en pb

4. Moody's, S&P y Fitch

Tabla 4: emisiones recientes de participaciones preferentes Tier I denominadas en EUR, en el mercado doméstico español minorista

| Características de la emisión | | | | | | Spread ² | | Ratings ⁸ | |
|-------------------------------|----------------|---------|---------------------|--|------------|---------------------|-------------|----------------------|------------|
| Fecha ¹ | Emisor | Volumen | Cupón inicial | Cupón posterior | Fecha Call | 1ª Call | Vencimiento | Emisión | Emisor |
| 30-dic-08 | BBVA | 1,000.0 | 6,50% ³ | Euribor 3m; floor en 3,50% | dic-13 | 203 | 175 | Aa3/A+/A | Aa1/AA/AA- |
| 24-feb-09 | Banco Sabadell | 500.0 | 6,50% ⁴ | Euribor 3m + 2,50%; floor en 4,50% ⁵ | feb-14 | 349 | 317 | A2/A-/NR | Aa3/A+/NR |
| 30-mar-09 | Banco Popular | 600.0 | 6,75% ⁶ | Euribor 3m + 1,50%; floor en 4,00% ⁷ | mar-14 | 408 | 303 | A1/A+/A+ | Aa2/AA-/AA |
| 18-may-09 | Caixa Galicia | 150.0 | 7,50% ⁹ | Euribor 3m + 5,15%; floor en 6,15% ¹⁰ | may-14 | 508 | 527 | Baa1/NR/BBB+ | A2/NR/A |
| 15-abr-09 | Caja Murcia | 100.0 | - | Euribor 3m + 4,45%; floor en 5,50% ¹¹ | abr-14 | 451 | 468 | NR/NR/A- | NR/NR/A+ |
| 25-may-09 | Caja Duero | 100.0 | - | Euribor 3m + 7,75% ¹² | may-14 | 775 | 775 | Baa1/NR/NR | A2/NR/NR |
| 2-abr-09 | Banco Pastor | 100.0 | 7,25% ¹³ | Euribor 3m + 4,60%; floor en 6,80% ¹⁴ | abr-14 | 497 | 509 | Baa1/NR/NR | A2/NR/NR |
| 19-may-09 | Caja España | 100.0 | 8,25% | Euribor 3m + 7,25% ¹⁵ | may-14 | 606 | 676 | Baa2/NR/BBB | A3/NR/A- |

1. Desembolso de los valores

2. Spread sobre el tipo swap, en pb

3. Hasta la primera fecha de Call

4. Los dos primeros años

5. Desde el tercer año a perpetuidad

6. Hasta la primera fecha de Call

7. Desde el 5º año a perpetuidad

8. Moody's, S&P y Fitch, en fecha de emisión

9. Hasta 18 de mayo de 2012

10. Floor actúa a partir del sexto año.

11. Floor aplicable a partir de JUN09

12. Cupón flotante a perpetuidad

13. Durante los años 1º a 3º

14. Floor a partir del 3º año

15. A partir del 4º año

En el mercado mayorista no se han realizado operaciones. En cambio, en el mercado doméstico (ver tabla 2) sí se han emitido en los últimos meses varias emisiones de participaciones preferentes Tier I, colocadas entre inversores minoristas y cualificados por parte de entidades españolas: BBVA, Banco Popular, Banco Sabadell, Caixa Galicia, Caja Murcia, Caja Duero, Banco Pastor y Caja España.

3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario

El objeto de este apartado del informe es establecer los niveles de diferencial o spread vigentes en la actualidad en el mercado secundario de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II en euros y, en particular, para una emisión de vencimiento a 10 años con opción de amortización al 5º año, de un emisor con rating A- (FitchRatings).

Dado que las actuales condiciones de liquidez en los mercados de capitales son reducidas, creemos obligado no sólo utilizar fuentes tradicionales que proporcionan precios indicativos (Bloomberg, Reuters, etc), sino apoyar el análisis en otras fuentes que consideramos de referencia. A estos efectos, los precios y diferenciales que, para cada bono constituyente de los índices de deuda subordinada Lower Tier II proporcionan JP Morgan (SUSI o Subordinated Securities Indices) y Merrill Lynch (ELT2 o Lower Tier II subordinated securities Index) son de utilidad. Estas entidades son dos de los mayores intermediarios de bonos corporativos y financieros a nivel global, y sus índices ampliamente utilizados por los participantes del mercado.

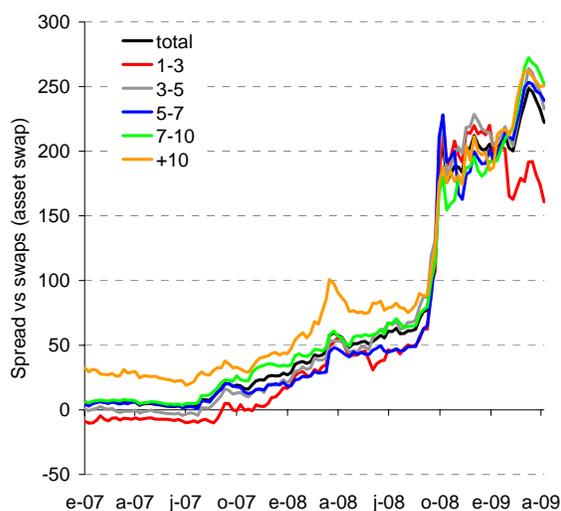
3.2.1 Información de los índices SUSI¹ de JP Morgan

Como primera fuente, tomaremos datos de *spread vs swaps* (en concreto, spreads de asset swap) de índices y emisiones concretas que constituyen los índices SUSI de JP Morgan, con datos actualizados **a 9 de abril de 2009**. Los índices de JP Morgan tienen en cuenta para la clasificación de emisiones en subíndices el rating de la emisión, no del emisor.

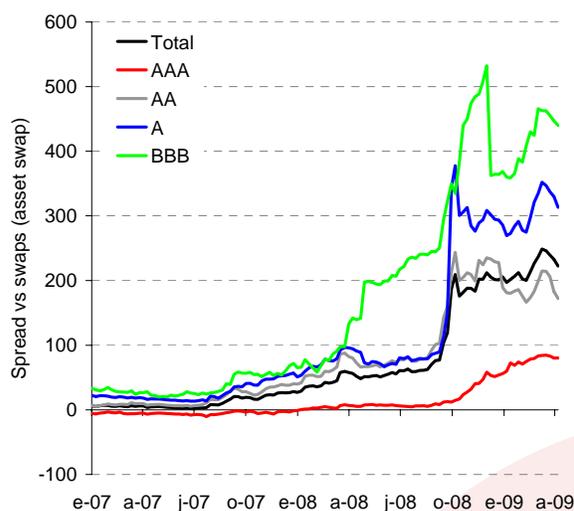
Como se aprecia en el gráfico 3, los spreads de *asset swap* de la deuda *senior* han repuntado fuertemente desde el verano de 2007, y a pesar de la moderación clara de la última semana de marzo y primera de abril, siguen muy cerca de máximos históricos, dependiendo del rating y el plazo.

Gráficos 3 a y b: *spread vs plazo y rating de deuda Senior en secundario*

(a) *Spread de emisiones Senior en €: plazo*



(b) *Spread de emisiones Senior en €: rating*



Igualmente, como refleja el gráfico 4, los spreads de *asset swap* para el conjunto de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II de los índices SUSI de JP Morgan han seguido una evolución similar, aunque de mayor magnitud.

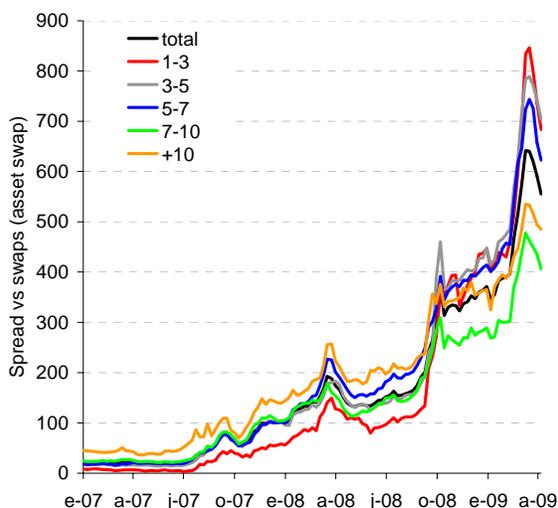
El repunte de spreads es, por tanto, generalizado por escalas de rating y creciente a medida que descendemos en calidad crediticia de las emisiones, tanto *senior* como *Lower Tier II*.

Hay que tener en cuenta que estos índices reflejan el spread de emisiones con y sin opción de amortización anticipada. Los niveles de spread para emisiones Lower Tier II BBB son, en nuestra opinión, muy poco significativos pues hay menos de 5 emisiones con este rating.

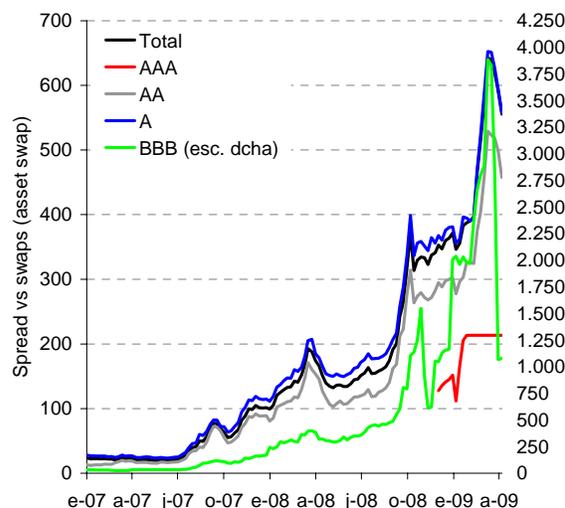
Gráficos 4 a y b: *spread vs plazo y rating de deuda Lower Tier II en secundario*

¹ Los índices SUSI de JP Morgan recoge instrumentos de deuda senior y subordinada (Lower Tier 2, Upper Tier 2 y Tier 1) emitidos por bancos y aseguradoras residentes y no residentes en la UE, denominados en EUR.

(a) Spread de emisiones LT2 en €: plazo



(b) Spread de emisiones LT2 en €: rating



En la tabla 4 se adjuntan los niveles de spreads vs swaps (asset swap) de los índices SUSI de JP Morgan formados por emisiones *senior* y subordinadas *Lower Tier II* con y sin opción de amortización, con ratings genéricos AA y A, durante el mes de marzo de 2009 (datos semanales).

Tabla 4: niveles de spread de asset swap (pb) de los índices SUSI de JP Morgan para emisiones de deuda *senior* y subordinada *Lower Tier II*

| Asset swap (promedio) | | Asset swap (promedio 6MAR a 9ABR09) | |
|-----------------------|----------------|-------------------------------------|----------------|
| Senior | 6MAR a 9ABR09) | LT2 | 6MAR a 9ABR09) |
| AA | | AA | |
| Total | 198,0 | Total | 497,5 |
| 1-3 años | 182,5 | 1-3 años | 604,3 |
| 3-5 años | 197,9 | 3-5 años | 481,0 |
| 5-7 años | 180,4 | 5-7 años | 718,5 |
| 7-10 años | 248,2 | 7-10 años | 222,5 |
| A | | A | |
| Total | 335,6 | Total | 611,5 |
| 1-3 años | 242,7 | 1-3 años | 777,6 |
| 3-5 años | 349,8 | 3-5 años | 797,7 |
| 5-7 años | 417,2 | 5-7 años | 681,4 |
| 7-10 años | 342,4 | 7-10 años | 467,1 |

Como puede comprobarse en dicha tabla, los spreads para el conjunto de emisiones de la deuda subordinada *Lower Tier II* (con y sin opción call) se sitúan, en media, entre 1,6 y 2,4 veces por encima de los niveles para la deuda *senior* con rating y plazo² similar. Asimismo, entre las emisiones de deuda subordinada *Lower Tier II* AA y A, existe un salto promedio de 1,45 veces en términos de spread.

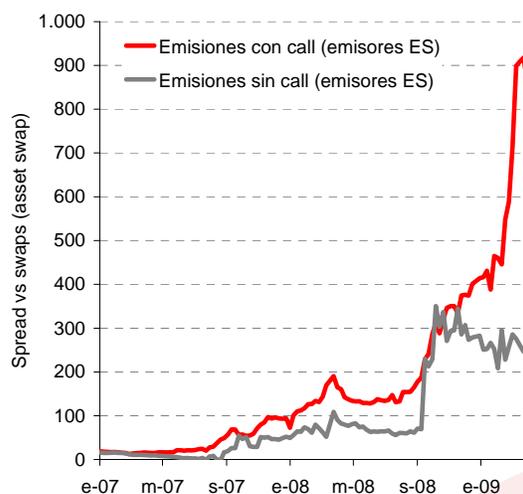
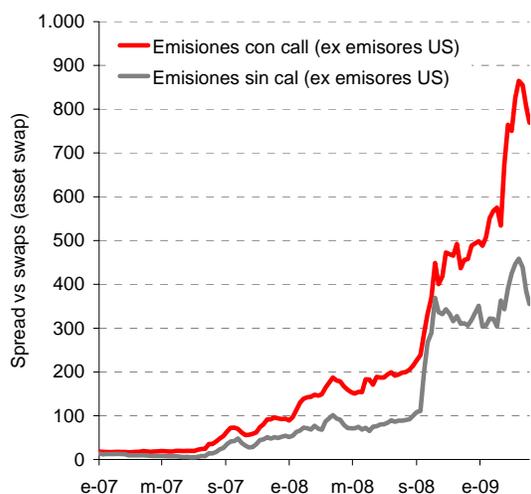
² A efectos de esta comparativa, hay que tener en cuenta que en las emisiones de deuda subordinada *Lower Tier II* con opción de amortización anticipada, el mercado calcula el spread vs swaps (y otras medidas tales como la TIR, etc) considerando como vencimiento del bono la fecha de primer ejercicio de la opción, por lo general al quinto año desde su emisión.

Conviene poner de manifiesto, como se observa en el gráfico 5, la enorme distinción que el mercado realiza entre emisiones de deuda subordinada *Lower Tier II* con y sin opción de amortización anticipada. En efecto, el spread de asset swap de las emisiones con opción de amortización -que calculado al plazo de primer ejercicio de la misma, y que por lo general se fija al quinto año desde su emisión-, frente a las emisiones sin tal opción -también denominadas *bullet*- ha pasado de niveles inapreciables a inicio de 2007 a situarse durante las últimas semanas en referencias del entorno de 300-400 pb. Ello refleja las expectativas de muy elevada probabilidad de no ejercicio de la opción de amortización anticipada por parte del emisor en las actuales condiciones de mercado.

Gráficos 5 a y b: spread de asset swap para emisiones *Lower Tier II* con y sin Call

(a) Emisiones en € con y sin call: ex US

(b) Emisiones LT2 en € con y sin call: españolas



Para el caso concreto de emisiones *Lower Tier II* con vencimiento a 10 años y opción de amortización al 5º año (primer ejercicio de la *call* comprendida entre 2013 y 2015), tomando datos a 9 de abril de 2009, se deducen los niveles mínimo, máximo y promedio siguientes (tabla 6):

Tabla 6: emisiones *Lower Tier II* con vencimiento a 10 años y call al 5º año (2013-2015), por rating de la emisión: resumen de niveles de spread de asset swap

| | Índices SUSI de JP Morgan ¹ | | | | | | | |
|----------|--|-----|----|-----|-------------|-----|------|----|
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 730 | - | - | 730 | 1175 | 770 | 1175 | - |
| Promedio | 600 | - | - | 600 | 728 | 630 | 835 | - |
| Mínimo | 310 | - | - | 310 | 375 | 375 | 417 | - |

1. Emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2015

Y para el caso concreto de emisiones *Lower Tier II* con vencimiento a 10 años (2017-2021) sin opción de amortización los niveles son los siguientes (tabla 7):

Tabla 7: emisiones Lower Tier II con vencimiento a 10 años sin call por rating de la emisión: resumen de niveles de spread de asset swap

| | Índices SUSI de JP Morgan ¹ | | | | | | | |
|----------|--|-----|----|-----|------------|-----|-----|-----|
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 260 | - | - | 260 | 720 | 720 | 635 | 525 |
| Promedio | 210 | - | - | 210 | 490 | 490 | 495 | 485 |
| Mínimo | 175 | - | - | 175 | 330 | 330 | 390 | 440 |

1. Emisiones sin opción call, con vencimiento entre 2017 y 2021

3.2.2 Información de los índices ELT2³ de Merrill Lynch

Como segunda fuente, tomamos datos de emisiones concretas constituyentes del índice ELT2 de Merrill Lynch, a fecha **9 de abril de 2009**. A diferencia de los índices SUSI de JP Morgan, Merrill Lynch no proporciona subíndices para esta categoría de deuda. Sí que provee, no obstante, de un amplio rango de detalle para cada uno de los bonos que constituyen el índice ELT2. Los datos de spread obtenidos de Merrill Lynch son, al igual que en el caso de los índices SUSI, spreads de *asset swap*.

Las pautas de intensa ampliación de spreads y divergencia entre los spreads de emisiones con y sin opción de amortización han quedado suficientemente reflejadas en el punto 4.2.1. No abundaremos en ellas en este apartado. Y tampoco, en reflejar que el spread calculado a la fecha de primera call de las emisiones con opción de amortización se sitúa, desde hace meses y hasta la actualidad, muy por encima al de emisiones sin opción de amortización o *bullet*. Ambas pautas también se reflejan en los datos del índice ELT2 de Merrill Lynch.

A partir de la información del índice ELT2, en las referencias Lower Tier II que constituyen el índice ELT2 de Merrill Lynch, con vencimiento a 10 años y opción de amortización al 5º año (primer ejercicio de la *call* comprendida entre 2013 y 2015), tomando datos a 9 de abril de 2009, se deducen los niveles mínimo, máximo y promedio siguientes (tabla 8):

Tabla 8: emisiones Lower Tier II con vencimiento a 10 años y call al 5º año (2013-2015), por rating de la emisión: resumen de niveles de spread de asset swap

| | Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹ | | | | | | | |
|----------|---|-----|-----|-----|-------------|-----|------|------|
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 800 | - | 340 | 800 | 1370 | 760 | 1250 | 1370 |
| Promedio | 570 | - | 325 | 625 | 825 | 620 | 910 | 1100 |
| Mínimo | 315 | - | 315 | 330 | 410 | 410 | 450 | 530 |

1. Emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2015

Y para el caso concreto de emisiones *Lower Tier II* con vencimiento a 10 años (2017-2021) sin opción de amortización los niveles son los siguientes (tabla 9):

³ "Euro Sub-Debt Lower Tier 2 Index" de Merrill Lynch recoge deuda subordinada Lower Tier II emitida por bancos residentes y no residentes en la UE, denominados en EUR.

Tabla 9: emisiones Lower Tier II con vencimiento a 10 años sin call por rating de la emisión: resumen de niveles de spread de asset swap

| | Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹ | | | | | | | |
|----------|---|-----|----|-----|------------|-----|-----|-----|
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 320 | - | - | 320 | 670 | 625 | 670 | 550 |
| Promedio | 250 | - | - | 250 | 475 | 405 | 525 | 480 |
| Mínimo | 195 | - | - | 195 | 240 | 240 | 300 | 415 |

1. Emisiones sin opción call, con vencimiento entre 2017 y 2021

3.2.3 Información de Bloomberg para referencias de índices Iboxx-Markit

Como tercera fuente de contraste, hemos tomado datos de *spread* de *asset swap* de cotizaciones de Bloomberg para las emisiones de deuda subordinada Lower Tier II de los índices Iboxx-Markit, con **datos a 9 de abril de 2009**. Las pautas de intensa ampliación de *spreads* y divergencia entre los *spreads* de emisiones con y sin opción de amortización, descritas en el punto 4.2.1 también se reflejan en los datos de cotizaciones obtenidos en Bloomberg.

De este análisis y tomando datos a 9 de abril de 2009 para las referencias de deuda *Lower Tier II* con vencimiento a 10 años y opción de amortización al 5º año (primer ejercicio de la *call* comprendida entre 2013 y 2015), se deducen los niveles mínimo, máximo y promedio siguientes (tabla 10):

Tabla 10: emisiones Lower Tier II con vencimiento a 10 años y call al 5º año (2013-2015), por rating de la emisión: resumen de niveles de spread de asset swap

| | Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹ | | | | | | | |
|----------|--|-----|----|-----|-------------|-----|------|-----|
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 820 | - | - | 820 | 1220 | 770 | 1220 | 575 |
| Promedio | 625 | - | - | 625 | 750 | 640 | 865 | 575 |
| Mínimo | 340 | - | - | 340 | 480 | 525 | 480 | 575 |

1. Emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2015

Y para el caso concreto de emisiones *Lower Tier II* con vencimiento a 10 años (2017-2021) sin opción de amortización los niveles son los siguientes:

Tabla 11: emisiones Lower Tier II con vencimiento a 10 años sin call por rating de la emisión: resumen de niveles de spread de asset swap

| | Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹ | | | | | | | |
|----------|--|-----|----|-----|------------|-----|-----|-----|
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 205 | - | - | 205 | 655 | 625 | 655 | 525 |
| Promedio | 205 | - | - | 205 | 470 | 410 | 550 | 480 |
| Mínimo | 205 | - | - | 205 | 200 | 200 | 340 | 410 |

1. Emisiones sin opción call, con vencimiento entre 2017 y 2021

3.2.4 Cotizaciones indicativas del panel de BME / AIAF

La última fuente considerada corresponde al panel de contribución de bonos corporativos de BME/AIAF⁴, desde el 2 marzo al 6 de abril de 2009. La opinión sobre el promedio de los diferenciales frente a swaps cotizados por este panel de entidades, para referencias españolas Lower Tier II con rating A+ (sin indicación de si se trata de emisiones con o sin opción de amortización o de si el spread se calcula a la fecha de primera call o al vencimiento) se sitúa en un promedio de 407 pb a 5 años y de 465 pb a 10 años. Los resultados se ofrecen en la tabla 12 siguiente.

Tabla 12: promedio de spreads vs swaps para emisiones españolas de deuda subordinada Lower Tier II (pb) en distintas fechas

2 de marzo de 2009

| Grupo | Tipo de deuda | Rtg | 3 Años | 5 Años | 7 Años | 10 Años |
|-------|---------------|-----|--------|--------|--------|---------|
| D | Lower Tier II | A+ | 356,91 | 390,22 | 430,61 | 455,68 |

9 de marzo de 2009

| Grupo | Tipo de deuda | Rtg | 3 Años | 5 Años | 7 Años | 10 Años |
|-------|---------------|-----|--------|--------|--------|---------|
| D | Lower Tier II | A+ | 386,61 | 418,05 | 452,70 | 471,78 |

16 de marzo de 2009

| Grupo | Tipo de deuda | Rtg | 3 Años | 5 Años | 7 Años | 10 Años |
|-------|---------------|-----|--------|--------|--------|---------|
| D | Lower Tier II | A+ | 378,28 | 412,35 | 453,12 | 472,34 |

23 de marzo de 2009

| Grupo | Tipo de deuda | Rtg | 3 Años | 5 Años | 7 Años | 10 Años |
|-------|---------------|-----|--------|--------|--------|---------|
| D | Lower Tier II | A+ | 377,37 | 411,02 | 451,60 | 469,76 |

30 de marzo de 2009

| Grupo | Tipo de deuda | Rtg | 3 Años | 5 Años | 7 Años | 10 Años |
|-------|---------------|-----|--------|--------|--------|---------|
| D | Lower Tier II | A+ | 380,41 | 413,95 | 454,83 | 472,82 |

6 de abril de 2009

| Grupo | Tipo de deuda | Rtg | 3 Años | 5 Años | 7 Años | 10 Años |
|-------|---------------|-----|--------|--------|--------|---------|
| D | Lower Tier II | A+ | 372,53 | 401,16 | 441,33 | 450,80 |

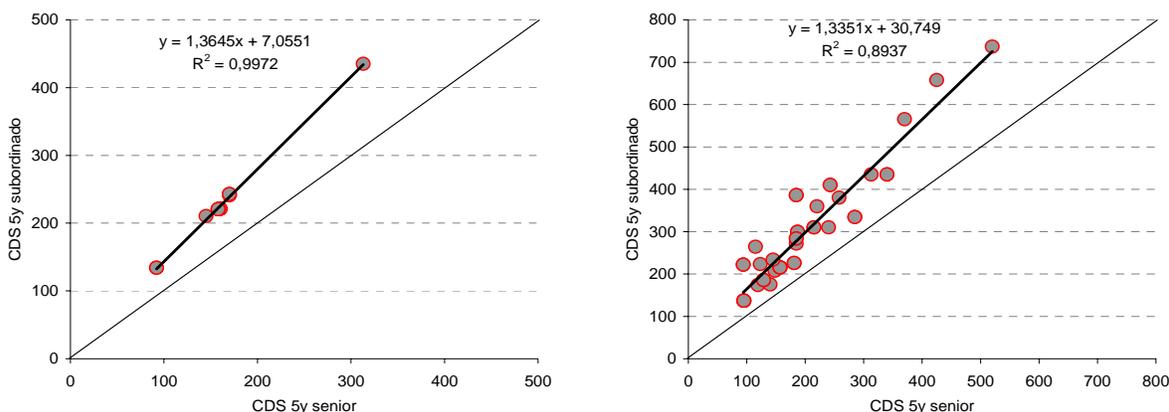
⁴ La información que contiene el panel de BME/AIAF, según se refleja en el *disclaimer* correspondiente, se expone a título meramente informativo y no constituye una recomendación de inversión, ni invitación, oferta, solicitud u obligación por parte de AIAF Mercado de Renta Fija ni de las Entidades contribuidoras del Panel para llevar a cabo operación o transacción alguna. Dicha información tampoco es un reflejo de posiciones (propias o de terceros) en firme de las Entidades contribuidoras, ni de AIAF Mercado de Renta Fija.

3.2.5 Spreads de CDS para deuda senior y subordinada

Por último, creemos conveniente analizar los niveles de credit default swaps de deuda senior y subordinada para comprobar la existencia o no, de una proporcionalidad semejante entre spreads de asset swap de deuda *senior* y subordinada a la existente entre CDS sobre deuda con los mismos niveles de prelación. Hemos utilizado los emisores existentes en el índice ELT2 de Merrill Lynch y hemos obtenido cotizaciones de CDS sobre deuda senior y subordinada, al plazo de 5 años, de Bloomberg.

Gráfico 6 a y b: niveles de CDS spread para emisiones con rating genérico AA y A seleccionadas del índice ELT2 de Merrill Lynch

a) CDS senior vs subordinado: rating emisión AA b) CDS senior vs subordinado: rating emisión A



Como refleja el gráfico 6, para un nivel determinado de CDS senior de emisores con rating genérico AA y A, los niveles de CDS subordinado se sitúan alrededor de 1,4 veces por encima. Tal y como se refleja en la tabla 4 de este informe, en el caso de los índices SUSI de JP Morgan, esta proporción se encuentra entre 1,5 y 2,2 veces.

3.2.6 Resumen de fuentes consultadas

En la tabla 13 resumimos los resultados de los análisis realizados para las referencias de deuda Lower Tier II con vencimiento a 10 años y opción de amortización anticipada al quinto año, de las fuentes consultadas (JP Morgan, Merrill Lynch, Bloomberg). Estos niveles son, en opinión de Afi, referencias válidas para la determinación de niveles de spreads de asset swap con que cotizan emisiones de deuda subordinada Lower Tier II en el mercado secundario mayorista, a fecha de primer ejercicio de la call.

Tabla 13: resumen de niveles según fuentes consultadas para spread de asset swap de emisiones Lower Tier II a 10 años con call al 5º año (2013-2015)

| | Índices SUSI de JP Morgan ¹ | | | | | | | |
|----------|--|-----|----|-----|-------------|-----|------|----|
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 730 | - | - | 730 | 1175 | 770 | 1175 | - |
| Promedio | 600 | - | - | 600 | 728 | 630 | 835 | - |
| Mínimo | 310 | - | - | 310 | 375 | 375 | 417 | - |

| | Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹ | | | | | | | |
|----------|---|-----|-----|-----|-------------|-----|------|------|
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 800 | - | 340 | 800 | 1370 | 760 | 1250 | 1370 |
| Promedio | 570 | - | 325 | 625 | 825 | 620 | 910 | 1100 |
| Mínimo | 315 | - | 315 | 330 | 410 | 410 | 450 | 530 |

| | Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹ | | | | | | | |
|----------|--|-----|----|-----|-------------|-----|------|-----|
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 820 | - | - | 820 | 1220 | 770 | 1220 | 575 |
| Promedio | 625 | - | - | 625 | 750 | 640 | 865 | 575 |
| Mínimo | 340 | - | - | 340 | 480 | 525 | 480 | 575 |

| | Panel de contribuciones de BME / AIAF ² | | | | | | | |
|----------|--|-----|----|-----|---|-----|---|----|
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Promedio | - | - | - | - | - | 407 | - | - |
| Mínimo | - | - | - | - | - | - | - | - |

1. Emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2015

2. Emisiones Lower Tier II con rating de emisor A+ a 5 años

En la tabla 14 resumimos los resultados de los análisis realizados para las referencias de deuda Lower Tier II con vencimiento a 10 años y sin opción de amortización anticipada, de las fuentes consultadas (JP Morgan, Merrill Lynch, Bloomberg). Estos niveles son, en opinión de Afi, referencias válidas para la determinación de niveles de spreads de asset swap con que cotizan emisiones de deuda subordinada Lower Tier II en el mercado secundario mayorista, a vencimiento.

Tabla 14: resumen de niveles según fuentes consultadas para spread de asset swap de emisiones Lower Tier II a 10 sin call (2017-2021)

| | Índices SUSI de JP Morgan ¹ | | | | | | | |
|----------|--|-----|----|-----|------------|-----|-----|-----|
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 260 | - | - | 260 | 720 | 720 | 635 | 525 |
| Promedio | 210 | - | - | 210 | 490 | 490 | 495 | 485 |
| Mínimo | 175 | - | - | 175 | 330 | 330 | 390 | 440 |

| | Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹ | | | | | | | |
|----------|---|-----|----|-----|------------|-----|-----|-----|
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 320 | - | - | 320 | 670 | 625 | 670 | 550 |
| Promedio | 250 | - | - | 250 | 475 | 405 | 525 | 480 |
| Mínimo | 195 | - | - | 195 | 240 | 240 | 300 | 415 |

| | Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹ | | | | | | | |
|----------|--|-----|----|-----|------------|-----|-----|-----|
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 205 | - | - | 205 | 655 | 625 | 655 | 525 |
| Promedio | 205 | - | - | 205 | 470 | 410 | 550 | 480 |
| Mínimo | 205 | - | - | 205 | 200 | 200 | 340 | 410 |

| | Panel de contribuciones de BME / AIAF ² | | | | | | | |
|----------|--|-----|----|-----|---|-----|---|----|
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Promedio | - | - | - | - | - | 465 | - | - |
| Mínimo | - | - | - | - | - | - | - | - |

1. Emisiones sin opción call, con vencimiento entre 2017 y 2021
2. Emisiones Lower Tier II con rating de emisor A+ a 10 años

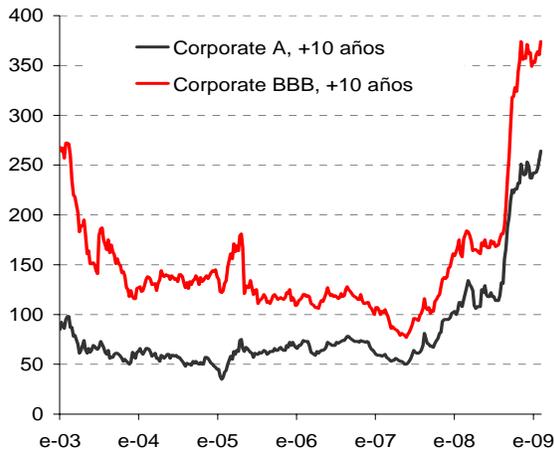
La ausencia mencionada de emisiones de deuda subordinada con rating Baa1/BBB+, rating que hipotéticamente tendría la emisión de deuda subordinada Lower Tier II de Caixa Penedés obliga, a realizar un estudio de comparación entre ratings de emisión y spreads asociados en otras categorías de crédito.

En el gráfico 7 ofrecemos los niveles de spread vs swaps (asset swap) para emisiones con ratings BBB y A genéricos de emisores corporativos y financieros a largo plazo (obtenidas de los índices ER39 y ER49 de Merrill Lynch). Como puede comprobarse, los spreads BBB genéricos se encuentran aproximadamente 1,5 veces por encima de los spreads A genéricos durante los últimos 3 años.

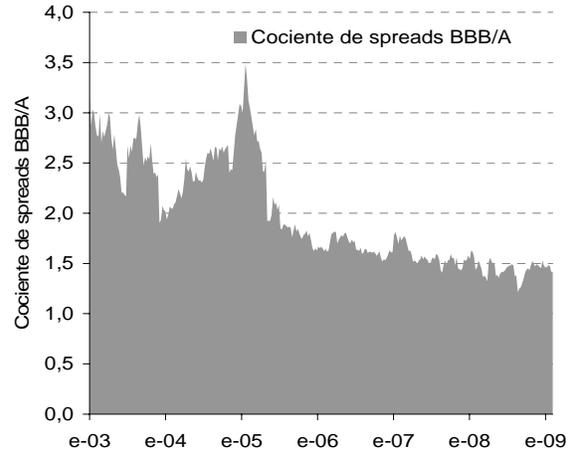
A fin de obtener niveles de spread vs swaps para emisiones Lower Tier II con rating Baa1/BBB, utilizamos un multiplicador de 1,15 veces para aproximar, a partir de los niveles mínimos calculados para emisiones con rating A3/A-, los niveles de spread vs swaps para emisiones Lower Tier II con rating Baa1/BBB+. El multiplicador de 1,15 veces representa un salto de escalón entre categorías A3/A- y Baa1/BBB+.

Gráfico 7: spread vs swaps de emisiones A y BBB, y cociente entre ambos (pb)

(a) Spread vs swaps emisiones A y BBB en €



(b) cociente entre spreads BBB y A



De esta forma, aplicando a los niveles mínimo, máximo y promedio de spread vs swaps para emisiones Lower Tier II con vencimiento 10 años sin call y con rating A3/A- (de las fuentes analizadas en los puntos anteriores) se extrapolan referencias **mínimas de 460 pb, máximas de 630 pb y medias de 550 pb para emisiones Lower Tier II a 10 años sin call y con rating Baa1/BBB+.**

4. Conclusiones

No hay apenas emisiones recientes similares en el mercado mayorista con las que comparar la emisión planteada por Caixa Penedès.

La comparación con emisiones minoristas no es el objeto de este informe. En todo caso, el spread vs swaps a vencimiento calculado para la emisión de deuda subordinada Lower Tier II de Caixa Penedès (rating de emisor A- por FitchRatings) se sitúa ligeramente por debajo de los niveles de emisión en el mercado doméstico minorista de otros emisores españoles (por ejemplo, Bancaja) con un rating de emisor similar.

Según los análisis realizados sobre emisiones de deuda subordinada *Lower Tier II* con vencimiento a 10 años y opción de amortización al 5º año en el mercado secundario mayorista, los niveles **promedio** de spread vs swaps calculados a vencimiento para una emisión de esta naturaleza emitida por un emisor con rating A- (rating de emisión Baa1/BBB+) se situarían en el entorno de **550 pb**.

En tan elevados niveles juega un papel relevante la **fuerte iliquidez** que caracteriza al mercado de deuda subordinada bancaria mayorista “cash”, definiendo importantes diferenciales sobre la propia deuda *senior* de los emisores. El rango para los spreads vs swaps calculados a vencimiento para las emisiones subordinadas de las que se dispone de referencias comparativas es, en todo caso, muy amplio y está definido por **un mínimo de 460 pb y un máximo de 630 pb**.

En conclusión, el spread vs swaps calculado a vencimiento para la emisión de deuda subordinada Lower Tier II de Caixa Penedès, **si consideramos simplemente el “spread a vencimiento sin la call” (461,9 pb), se encuentra en nuestra opinión en el rango que define el mínimo de spreads vs swaps a vencimiento exigible para emisiones de naturaleza y calidad crediticia similar en mercados mayoristas a 9 de abril de 2009.**

5. Disclaimer

Afi ha utilizado con su mejor criterio fuentes públicas de información que considera fiables, no haciéndose responsable de los errores atribuibles a la calidad de los datos proporcionados por las mismas.

Este informe se ha realizado durante los días 6 a 20 de abril 2009. El trabajo realizado no incluye la actualización del informe por hechos u otras circunstancias que pudieran producirse con posterioridad a la fecha de emisión del mismo.

Este documento no refleja ninguna opinión sobre la conveniencia de invertir en este instrumento ni sobre sus riesgos asociados. Asimismo, este documento es confidencial y para uso exclusivamente interno de Caixa Penedès, o para su presentación a CNMV y su mención en la nota de valores, sin que pueda utilizarse para ningún otro propósito.



Fdo: Daniel Manzano Romero

Socio – Analistas Financieros Internacionales