

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES
Mercados Primarios
C/ Marqués de Villamagna, 3 – Edificio Torre Serrano
28001 Madrid

D. José-Antonio Fernández Fernández, con DNI número 9.706.203-L, actuando en nombre y representación de Caja España de Inversiones, C.A.M.P., en su calidad de Director de la División Financiera Corporativa

CERTIFICA:

Que el contenido del soporte informático que se adjunta a la presente certificación, relativo a las Condiciones Finales de la 8ª Emisión de Obligaciones Subordinadas Enero 2010, se corresponde en todos sus términos con el texto original registrado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 7 de enero de 2010.

Asimismo, se autoriza a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que publique en su página web el contenido del soporte informático correspondiente a la emisión indicada.

Y para que así conste y surta los efectos oportunos, en León, a 8 de enero de 2010.

Atentamente,

Caja España
P.P.

José-Antonio Fernández Fernández
Director de la División Financiera Corporativa





8ª EMISION DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS

CONDICIONES FINALES

Hasta 100.000.000 de Euros

**Emitida al amparo del Folleto Base de Renta Fija registrado en la
Comisión Nacional de Mercado de Valores el 22 de diciembre de 2009.**

ÍNDICE:

- 1. PERSONAS RESPONSABLES DE LA INFORMACIÓN**
- 2. DESCRIPCIÓN, CLASE Y CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES EMITIDOS**
- 3. ACUERDOS DE EMISIÓN DE LOS VALORES Y DE CONSTITUCIÓN DEL SINDICATO DE TENEDORES DE LAS OBLIGACIONES**
- 4. ACUERDOS DE ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN**



8ª EMISION DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS

CONDICIONES FINALES

Hasta 100.000.000 de Euros

Emitida al amparo del Folleto Base de Renta Fija registrado en la Comisión Nacional de Mercado de Valores el 22 de diciembre de 2009.

Las siguientes Condiciones Finales (las “Condiciones Finales”) incluyen las características de los valores descritos en ellas.

Estas Condiciones Finales se complementan con el Folleto Base de Renta Fija registrado en la Comisión Nacional del Mercado de valores con fecha 22 de diciembre de 2009 y deben leerse en conjunto con el mencionado Folleto Base, así como con la información relativa a Caja España.

1. PERSONAS RESPONSABLES DE LA INFORMACIÓN

Los valores descritos en estas Condiciones Finales se emiten por Caja España de Inversiones, Caja de Ahorros y Monte Piedad (“**Caja España**” o el “**Emisor**”), con domicilio social en Plaza San Marcelo 5, 24002 (León), y C.I.F. número G-24219891.

D. José-Antonio Fernández Fernández, actuando como Director de la División Financiera Corporativa, en virtud de los acuerdos del Consejo de Administración de Caja España del 24 de septiembre 2009, tomados al amparo de la autorización de la Asamblea General de la Entidad de fecha 15 de diciembre de 2007, y en nombre y representación de Caja España, asume la responsabilidad de las informaciones contenidas en estas Condiciones Finales.

D. José-Antonio Fernández Fernández declara que, a su entender, las informaciones contenidas en las siguientes Condiciones Finales son conformes a la realidad y no se omite ningún hecho que por su naturaleza pudiera alterar su alcance.

2. DESCRIPCIÓN, CLASE Y CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES EMITIDOS

CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES

1. Emisor: Caja España
2. Garante y naturaleza de la garantía: Las Obligaciones no gozan de más garantía que la derivada de la solvencia patrimonial del Emisor.
3. Naturaleza y denominación de los Valores:
 - Naturaleza: Obligaciones Subordinadas
 - Denominación: 8ª Emisión de Obligaciones Subordinadas
 - ISIN: ES0215474240
 - Se ha solicitado al Banco de España la computabilidad de la emisión como recursos propios.
4. Legislación aplicable

Se emiten de acuerdo a la legislación española, en particular con la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores, de conformidad con el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y de acuerdo con aquellas otras normativas que las han desarrollado. Además, las obligaciones subordinadas están sujetas 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, la Ley 13/1992 de 1 de junio, sobre Recursos Propios y Supervisión en Base Consolidada de las Entidades Financieras (RD 216/2008) y en la Circular 3/2008 de Banco de España de 22 de mayo, sobre Determinación y Control de Recursos Propios Mínimos.

También es de aplicación 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.

Desde noviembre de 2007 Caja España viene aplicando de forma rigurosa su política interna de colocación de valores entre los clientes minoristas, a fin de cumplir con la normativa MIFID, por aplicación de 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. En las políticas y procedimientos internos se contienen reglas detalladas para la calificación y clasificación de productos y posterior comercialización de los mismos.

Por las características propias de las emisiones subordinadas, en cuanto al orden de prelación de crédito, esta emisión se situará después de todos los acreedores privilegiados y comunes de Caja España, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 12.1, apartado h) del real

decreto 219/2008 de 15 de febrero.

No gozará de preferencia en el seno de la deuda subordinada de la Emisora cualquiera que sea la instrumentación y fecha de dicha deuda.

- | | | |
|-----|--|---|
| 5. | Divisa de la emisión: | Euro |
| 6. | Importe nominal y efectivo de la emisión: | <ul style="list-style-type: none">• Nominal: hasta 100.000.000 euros• Efectivo: hasta 100.000.000 euros <p>Finalizado el periodo de canje 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.</p> |
| 7. | Importe nominal y efectivo de los valores: | <ul style="list-style-type: none">• Nominal Unitario: 1.000 euros• Efectivo Inicial Unitario: 1.000 euros• Número de valores: hasta 100.000 obligaciones |
| 8. | Fecha de emisión: | 23 de febrero de 2010 |
| 9. | Tipo de interés: | Tipo Fijo durante los 5 primeros años y variable a partir del 5º año. (Información adicional sobre el tipo de interés puede encontrarse en el epígrafe 14 de las presentes Condiciones Finales). |
| 10. | Fecha de amortización final y sistema de amortización: | 23 de febrero de 2020
A la par al vencimiento |
| 11. | Opciones de amortización anticipada: | <ul style="list-style-type: none">• Para el emisor: Opción de Amortización anticipada a partir del quinto año desde la fecha de emisión, previa autorización del Banco de España. La amortización se podrá producir en cualquier momento a partir del quinto año de la fecha de emisión, sin necesidad de que tenga que coincidir con una fecha de pago de cupón.• El Emisor podrá amortizar total o parcialmente la emisión, a la par, libre de gastos y comisiones para el inversor. En caso de que sea amortización parcial, ésta podrá realizarse a elección del Emisor, bien mediante disminución del valor nominal de todas las Obligaciones, o bien mediante la amortización de aquellos valores que el Emisor pueda tener en autocartera.• Para el inversor: No |
| 12. | Admisión a cotización de los valores | AIAF Mercado de Renta Fija. Se asegura su cotización en un plazo de 30 días desde la fecha de emisión. |

13. Representación de los valores:

Anotaciones en Cuenta gestionadas por Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (IBERCLEAR)

TIPO DE INTERÉS Y AMORTIZACIÓN

14. Tipo de interés fijo

4,15% anual pagadero trimestralmente.

- Base de cálculo para el devengo de intereses: Act/365
- Fecha de inicio de devengo de intereses tipo fijo: 23 de febrero de 2010, incluido.
- Fecha de fin de devengo de intereses tipo fijo: 23 de febrero de 2015, excluido.
- Cupones irregulares: No aplicable
- Fechas de pago de los cupones: 23 de febrero, 23 de mayo, 23 de agosto y 23 de noviembre de cada año. Si la fecha de pago de un cupón no fuera día hábil, se tomará como fecha de pago el siguiente día hábil, que se incluirá para el cómputo de los intereses.
- Agente de cálculo: Confederación Española de Cajas de Ahorros.

15. Tipo de interés variable

EURIBOR 3 meses + 1,82 % pagadero trimestralmente desde el 23 de febrero de 2015 (incluido) hasta el 23 de febrero de 2020 (excluido).

- Fórmula de cálculo: la fijación del tipo de interés será aproximadamente a las 11:00 horas a.m. (Central European Time) de 2 días hábiles (calendario TARGET2) antes de la fecha de inicio de cada periodo de interés.
- Agente de cálculo: Confederación Española de Cajas de Ahorros.
- Base de cálculo para el devengo de intereses: Act/365.
- Fecha de inicio de devengo de intereses: el 23 de febrero de 2015.
- Fechas de pago de los cupones: 23 de febrero, 23 de mayo, 23 de agosto y 23 de noviembre de cada año. Si la fecha de pago de un cupón no fuera día hábil, se tomará como fecha de pago el siguiente día hábil, que se incluirá para el cómputo de los intereses.
- Cupones irregulares: No aplicable.
- Tipo Mínimo: No aplicable
- Tipo Máximo: No aplicable
- Otras características relacionadas con el tipo de interés variable: Se entiende por Euribor, el tipo de

referencia del Mercado Monetario del Euro que resulte de la aplicación de la convención vigente en cada momento bajo el patrocinio de la FBE (Federation Bancaire de L'Union Europeene) y la Financial Market Association (ACI) y actualmente publicado en la pantalla "Euribor 01" de Reuters, o la que en su momento pudiera sustituirla aproximadamente a las 11:00 horas a.m. (Central European Time) del 2º día hábil inmediato anterior al día de inicio de cada período de interés para financiaciones con entrega de depósitos 2 días hábiles posteriores al día de fijación del tipo de interés, según el calendario TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System) para depósitos en euros por un plazo de tiempo igual al periodo de interés. En el supuesto de que, por cualquier causa, o por circunstancias excepcionales, no existiera tipo de referencia del Mercado Monetario del Euro para el plazo solicitado, el Agente de Cálculo calculará como tipo de referencia del Mercado Monetario del Euro el tipo de interés que corresponda mediante la interpolación lineal de los dos tipos de interés de referencia correspondientes al período de interés más cercano por exceso y por defecto a la duración de dicho período, ambos según figuren en la pantalla "Euribor 01" de Reuters o aquella otra que la sustituya. En el supuesto de que no existiese período más cercano por defecto, se aplicará el tipo de interés para el cual existiese cotización al período más cercano por exceso. El tipo de referencia así obtenido por el Agente de Cálculo será el que se tome en consideración para la determinación del tipo de interés de referencia al que se refiere el párrafo anterior.

- Tipo de interés sustitutivo: En el supuesto de que no exista o sea imprevisible la obtención del Euribor en la forma determinada en el apartado anterior, se aplicará a los Bonos un tipo de interés sustitutivo (el "Tipo de Interés Sustitutivo") en la forma que se establece en los párrafos siguientes, el cual se determinará mediante la adición de los siguientes componentes:

- La media aritmética de los tipos de interés interbancarios ofrecidos por las entidades de referencia (las "Entidades de Referencia") en el Mercado Interbancario de la Zona Euro, aproximadamente a las 11:00 horas a.m. del 2º día hábil inmediato anterior al día de inicio del periodo de interés, para depósitos en cuantía igual o sensiblemente igual al importe de esta emisión y por un plazo de tiempo igual al del periodo de interés, y

- El margen 1,82% que se recoge en el primer párrafo de este apartado. En la determinación del Tipo de Interés Sustitutivo no se realizará redondeo.

A efectos del presente apartado, son Entidades de Referencia:

Confederación Española de Cajas de Ahorros
Banco Santander Central Hispano, S.A.
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria

BNP Paribas
Deutsche Bank

En el supuesto de imposibilidad de aplicación del tipo de interés de referencia sustitutivo, por no suministrar alguna de las citadas entidades de forma continuada declaración de cotizaciones, será de aplicación durante el correspondiente Período de Devengo, el tipo de interés que resulte de aplicar la media aritmética simple de los tipos de interés declarados por, al menos, dos de las citadas entidades.

- En ausencia o imposibilidad de obtención de los tipos establecidos en los párrafos anteriores, se aplicará como tipo de referencia en cada sucesivo Período de Devengo el mismo tipo de interés de referencia, principal o sustitutivo, aplicado durante el Período de Devengo inmediatamente anterior.

RATING

16. Rating del Emisor:
- Corto plazo: Fitch Ratings F2; Moodys P-2
 - Largo plazo: Fitch Ratings BBB+; Moodys Baa1
 - Fortaleza financier/rating individual: Fitch Ratings C/D; Moodys E+
 - Estos datos están actualizados: junio de 2009 para Moodys y mayo de 2009 para Fitch.
17. Rating de la Emisión:

Esta emisión carece de rating

DISTRIBUCIÓN Y COLOCACIÓN

18. Colectivo de Potenciales Suscriptores a los que se dirige la emisión:
- La emisión va dirigida exclusivamente a inversores minoristas que sean titulares de la 6ª Emisión de Obligaciones Subordinadas de Caja España emitidas en enero de 2006, con código ISIN ES0215474208.
19. Características del canje:
- Los titulares de la 6ª Emisión de Obligaciones Subordinadas de Caja España tendrán una opción de canje voluntario de sus obligaciones subordinadas, por las obligaciones subordinadas que se emitirán de acuerdo a este documento de Condiciones Finales, en la proporción de 1 x 1. La opción de canje se podrá ejercer por la totalidad de los títulos que el inversor posea, o sólo por una parte de ellos.
- Las características principales de la 6ª Emisión de Obligaciones Subordinadas se encuentran recogidas en las Condiciones Finales registradas en la CNMV el 28 de diciembre de 2005. A continuación se recogen algunas

de ellas:

- Fecha de emisión: 31 de enero de 2006
- Fecha de amortización: 31 de enero de 2016
- Tipo de interés: 3,5% fijo hasta el 31/01/2007; EURIBOR 3M + 0,30% hasta 31/01/2011; EURIBOR 3M + 0,80% hasta 31/01/2016.
- Pago de interés trimestral
- Importe Nominal: 100.000.000 euros
- Importe Nominal unitario: 1.000 euros
- Precio de emisión y amortización: 100%
- Opción de amortización anticipada, a la par, para el emisor a partir del 5º año desde la fecha de emisión, y trimestralmente a partir de dicha fecha, previa autorización del Banco de España.

Los titulares de la 6ª Emisión de Obligaciones Subordinadas que no deseen canjear sus títulos, los mantendrán con sus características iniciales, recogidas en las Condiciones Finales del 28 de diciembre de 2005.

A fin de evaluar si las condiciones financieras de la emisión se adecúan a las condiciones de mercado teniendo en cuenta sus características, Caja España ha obtenido la opinión de dos consultoras independientes especializadas, AFI y SOLVENTIS, cuyos informes se adjuntan como anexo a las Condiciones Finales.

20. Período de canje: El periodo para poder solicitar el canje voluntario comenzará a las 8:30 horas del segundo día hábil siguiente a la fecha de registro de la emisión por parte de la CNMV (11 de enero de 2010), y finalizará el día 19 de febrero de 2010 a las 14:00 horas.
21. Tramitación del canje: Las órdenes de canje voluntario se darán directamente a la entidad colocadora.
22. Procedimiento de adjudicación y colocación de los valores: Las peticiones de canje se realizarán en las oficinas de Caja España en el periodo establecido en el punto 18.
- El 23 de febrero de 2010 se procederá a canjear los valores de la 6ª Emisión de Obligaciones Subordinadas que hayan acudido al canje, por los títulos de la 8ª Emisión de Obligaciones Subordinadas. La remuneración devengada por los valores de la 6ª Emisión de Obligaciones Subordinadas desde el 31 de enero de 2010 hasta la fecha del canje, se considera incluido en la remuneración de la 8ª Emisión de Obligaciones Subordinadas.
- Una vez que los titulares de la 6ª Emisión hayan dado su aceptación a la oferta de canje, los depositarios de estas obligaciones bloquearán las mismas para atender el canje. En o con anterioridad al 19 de febrero de 2010, dichos depositarios transferirán a Caja España los valores de la 6ª Emisión de Obligaciones Subordinadas que vayan a ser canjeadas. En la fecha de emisión, Caja España procederá a canjear las obligaciones de la 6ª Emisión, por obligaciones de la 8ª Emisión, que se remitirán por Caja España a las entidades participantes en IBERCLEAR para su entrega a

		los titulares que hubieran aceptado el canje.
		Prorrato: No aplicable
23.	Fecha de canje:	23 de febrero de 2010
24.	Entidades Directoras:	No aplicable
25.	Entidades Co-Directoras:	No aplicable
26.	Entidades Aseguradoras:	No aplicable
27.	Entidades Colocadoras:	Caja España
28.	Entidades Coordinadoras:	No aplicable
29.	Entidades de Contrapartida y Obligaciones de Liquidez:	No aplicable
30.	Restricciones a la venta o a la libre transmisibilidad de los valores:	<p>Los valores que se emiten van dirigidos exclusivamente a inversores minoristas que sean titulares de la 6ª Emisión de Obligaciones Subordinadas de Caja España emitidas en enero de 2006, con código ISIN ES0215474208.</p> <p>No obstante, una vez emitidos, no existen restricciones particulares, ni de carácter general a la libre transmisibilidad de los valores en el mercado secundario.</p>
31.	Representación de los inversores:	Sindicato de Obligacionistas
32.	TIR para el Tomador de los valores:	<p>Los cálculos de la TIR se han realizado tomando como EURIBOR 3 meses el fijado el día 4 de enero (0,70%)</p> <p>La TIR, suponiendo que no se produce la amortización anticipada en el quinto año, es igual al 3,449 %.</p> <p>Suponiendo que se produce la amortización en el quinto año desde la fecha de emisión la TIR es igual al 4,421%.</p>

33. Importe efectivo para Caja España: De acuerdo con la operación de canje descrita en estas Condiciones Finales no hay movimiento de efectivo en esta emisión.
- Gastos de la emisión y/o admisión a cotización:
- AIAF: 5.000 €
- IBERCLEAR: 580 €
- CNMV: 3.000 €
34. TIR para el Emisor de los valores: Los cálculos de la TIR se han realizado tomando como EURIBOR 3 meses el fijado el día 4 de enero a las 11:00 horas a.m. (0,70%).
- La TIR, suponiendo que no se produce la amortización anticipada en el quinto año, es igual al 3,451 %
- Suponiendo que se produce la amortización en el quinto año desde la fecha de emisión la TIR es igual al 4,423%.

INFORMACIÓN OPERATIVA DE LOS VALORES

35. Agente de Pagos y de Cálculo: Confederación Española de Cajas de Ahorros
36. Cuadro del servicio financiero de la emisión
- El siguiente cuadro detalla el servicio financiero de la emisión para una inversión de una obligación, es decir, 1.000 €. Los importes son brutos.
- Los cálculos mostrados a continuación se han realizado teniendo en cuenta un tipo de interés nominal anual fijo del 4,15% para los cinco primeros, y para los cinco restantes, EURIBOR 3 MESES + 1,82%, teniendo en cuenta el EURIBOR 3 MESES fijado el 4 de enero de 2010 a las 11:00 horas a.m. que es del 0,70%.
- Fecha desembolso e importe
- 23/02/10 Canje de los valores de la 6ª Emisión de Obligaciones Subordinadas de Caja España por valores de la 8ª Emisión de Obligaciones Subordinadas de Caja España en la proporción de 1 x 1. No hay desembolso de efectivo para el emisor.
- | <u>Fecha</u> | <u>Cupón</u> |
|--------------|--------------|
| 23/05/2010 | 10,12 |
| 23/08/2010 | 10,46 |
| 23/11/2010 | 10,46 |
| 23/02/2011 | 10,46 |
| 23/05/2011 | 10,12 |
| 23/08/2011 | 10,46 |
| 23/11/2011 | 10,46 |
| 23/02/2012 | 10,46 |
| 24/05/2012 | 10,35 |
| 23/08/2012 | 10,35 |
| 23/11/2012 | 10,46 |
| 25/02/2013 | 10,69 |
| 23/05/2013 | 9,89 |
| 23/08/2013 | 10,46 |
| 25/11/2013 | 10,69 |
| 24/02/2014 | 10,35 |

23/05/2014	10,01
25/08/2014	10,69
24/11/2014	10,35
23/02/2015	10,35
25/05/2015	6,28
24/08/2015	6,28
23/11/2015	6,28
23/02/2016	6,35
23/05/2016	6,21
23/08/2016	6,35
23/11/2016	6,35
23/02/2017	6,35
23/05/2017	6,14
23/08/2017	6,35
23/11/2017	6,35
23/02/2018	6,35
23/05/2018	6,14
23/08/2018	6,35
23/11/2018	6,35
25/02/2019	6,49
23/05/2019	6,01
23/08/2019	6,35
25/11/2019	6,49
24/02/2020	6,28

Fecha Amortización e Importe

23/02/20 -1.000

37. Calendario relevante para el pago de los flujos establecidos en la emisión: TARGET2

3. ACUERDOS DE EMISIÓN DE LOS VALORES Y DE CONSTITUCIÓN DEL SINDICATO DE TENEDORES DE LAS OBLIGACIONES

El Consejo de Administración, en la sesión celebrada el día 24 de septiembre de 2009, de acuerdo con la previa autorización otorgada por la Asamblea General celebrada el día 15 de diciembre de 2007, acordó llevar a cabo un Programa de Emisión para valores de Renta Fija, por un importe nominal de 2.000.000.000 de euros.

El Consejo de Administración, en la sesión celebrada el día 3 de diciembre de 2009 aprobó la operación de canje de la 6ª Emisión de Obligaciones Subordinadas por la 8ª Emisión de Obligaciones Subordinadas, y la realización de esta última emisión.

Los acuerdos de emisión de los valores para la presente emisión de Obligaciones Subordinadas, se han adoptado en base a la firma del presente documento de “Condiciones Finales”, por D. José-Antonio Fernández Fernández, Director de la división Financiera Corporativa de Caja España, autorizado a tal efecto por el acuerdo del Consejo de Administración de fecha 24 de septiembre de 2009.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 85 del Decreto Legislativo 1/2005 de 21 de julio de la Comunidad Autónoma de Castilla y León, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de

Cajas de Ahorro, se ha solicitado autorización para efectuar la Emisión de Deuda Subordinada a la Junta de Castilla y León.

Se ha solicitado la autorización para efectuar la Emisión a Banco de España, así como para efectuar la operación de canje de la 6ª Emisión por la 8ª Emisión de Obligaciones Subordinadas. También se ha solicitado la computabilidad como recursos propios de la 8ª Emisión de Obligaciones Subordinadas.

El saldo disponible una vez realizada la presente emisión, con cargo al Programa de Emisión de Valores de Renta Fija de Caja España, registrado en CNMV el 22 de diciembre de 2009, será de 1.900.000.000 euros (mil novecientos millones de euros), suponiendo que se coloquen los 100 millones de euros en su totalidad.

De conformidad con el epígrafe 4.10 de la Nota de Valores, integrante del Folleto Base al amparo del que se realiza la presente emisión de valores y según las reglas y estatutos previstos en él en relación con la constitución del sindicato de tenedores de obligaciones, para la presente emisión de valores se procede a la constitución del sindicato de tenedores de obligaciones denominado el “Sindicato de Tenedores de Obligaciones Febrero 2010” (el “**Sindicato**”) cuya dirección se fija a estos efectos en Plaza San Marcelo 5, Edificio de Botines de Gaudí, 24002 León. Se ha designado como Comisario del Sindicato a Luis-Manuel Martínez Miguel con DNI 9708882F. El Reglamento de este sindicato es el siguiente:

REGLAMENTO APLICABLE AL SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS DE LA “8ª EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS”

Artículo 1.- Con la denominación “*Sindicato de Obligacionistas de la emisión de Caja España Febrero 2010*” queda constituido un sindicato que tiene por objeto la defensa de los intereses y derechos de los titulares de las obligaciones subordinadas emitidas por Caja España, 8ª Emisión de Obligaciones Subordinadas, de acuerdo con la legislación vigente.

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

Artículo 3.- El domicilio del Sindicato se fija en Plaza San Marcelo 5, Edificio Botines de Gaudí, 24002 (León).

Artículo 4.- 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 5.- 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 el Emisor y el Sindicato, y como tal, podrá asistir con voz y sin voto, a las deliberaciones de la Asamblea General del Emisor, 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 6.- La Asamblea General de Obligacionistas, debidamente convocada por el Presidente o por el Órgano de Administración del Emisor, 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 7.- Los acuerdos de la Asamblea serán tomados por mayoría absoluta, con asistencia de los Obligacionistas que representen dos terceras partes de las obligaciones en circulación, y vincularán a todos los Obligacionistas, incluso a los no asistentes y a los disidentes.

Artículo 8.- 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 9.- En todo lo no previsto en el presente Reglamento será de aplicación 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 el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

De la misma forma, se nombra Comisario del Sindicato a Luis Manuel Martínez Miguel, con NIF 9.708.882-F, quien tendrá las facultades que le atribuyen los estatutos.

4. ACUERDOS DE ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN

Se solicitará la admisión a negociación de los valores descritos en las presentes Condiciones Finales en AIAF Mercado de Renta Fija y se asegura su cotización en un plazo inferior a 30 días desde la fecha de emisión.

Las presentes Condiciones Finales incluyen la información necesaria para la admisión a cotización de los valores en el mercado mencionados anteriormente.

La liquidación se realizará a través de Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A., (IBERCLEAR).

Estas Condiciones Finales están visadas en todas sus páginas y firmadas en León, a 7 de enero de 2010.

Firmado en representación de Caja España
P.P.

José-Antonio Fernández Fernández
Director de la División Financiera Corporativa

**INFORME DE VALORACIÓN DE CANJE DE
EMISIONES DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS
CAJA ESPAÑA**

Valorador:  Solventis

Fecha Informe: 29 de Diciembre de 2009

Índice	Pág.
1.- Introducción	3
A. Objeto del Informe.	3
B. Capacidad e Independencia de Solventis.....	3
2.- Descripción de las Emisiones de Obligaciones Subordinadas a Canjear	4
3.- Análisis del Mercado por Tipología de Emisión y Emisor.....	7
A. Tipos de Emisiones	7
B. Descripción del Emisor y de sus Emisiones de Renta Fija.....	9
C. Mercado Primario de Deuda Senior	12
D. Mercado Primario de Deuda Subordinada.....	15
E. Mercado Secundario de Deuda Senior y Subordinada.....	17
F. Mercado de CDS de Deuda Senior y Subordinada	23
4.- Análisis de las Condiciones del Canje de las Emisiones de Obligaciones Subordinadas.....	26
5.- Conclusiones	28
Anexo 1: Métodos de Valoración.....	29
- Modelo de Hull & White	30
- Proceso de Calibración del Modelo de Hull & White.....	31
Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados	33

1.- Introducción

El presente informe ha sido elaborado por Solventis, a petición de CAJA ESPAÑA, 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 18 de diciembre 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 nueva emisión de Obligaciones Subordinadas a emitir por CAJA ESPAÑA para su canje exclusivo con el público en general, a través de su red de oficinas, con otra emisión de Obligaciones Subordinadas en circulación.

En ningún caso, este informe pretende reflejar opinión alguna sobre la conveniencia de invertir en alguno de los instrumentos financieros objeto del presente informe 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 CAJA ESPAÑA, 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 CAJA ESPAÑA que los necesarios para el desarrollo del presente informe. Así, afirmamos que:

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

2.- Descripción de las Emisiones de Obligaciones Subordinadas a Canjear

Las características de las Emisiones de Obligaciones Subordinadas sobre las que analizar la relación de canje son las siguientes:

Obligación Subordinada Canjeable [ES0215474208]:

- Emisor: Caja España de Inversiones, Caja de Ahorros y Monte Piedad (“Caja España”).
- Rating del Emisor: Corto plazo: Fitch F2 / Moodys P-2
Largo plazo: Fitch BBB+ / Moodys Baa1
- Rating de la Emisión: Largo plazo: Moodys Baa2
- Garante y naturaleza de la garantía: Las Obligaciones no gozan de más garantía que la derivada de la solvencia patrimonial del Emisor.
- Naturaleza de los Valores: Obligaciones Subordinadas.
- Divisa de la Emisión: EUR
- Importe Nominal: 100.000.000 euros
- Número de Valores: 100.000
- Precio de Emisión: 100%
- Fecha de Emisión: 31/01/2006
- Tipo de Interés: Fijo en el año 1 de la emisión y variable del año 2 al año 10 de la emisión.
- Cupón: 3,50% anual pagadero trimestralmente, desde el 31 de enero de 2006 hasta el 31 de enero de 2007.

Tipo Euribor a 3 meses más un margen del 0,30% desde el 31 de enero de 2007 hasta el 31 de enero de 2011.

Tipo Euribor a 3 meses más un margen del 0,80% desde el 31 de enero de 2011 hasta el 31 de enero de 2016, en el supuesto que el Emisor no ejercite el derecho de amortización anticipada.
- Base Cálculo Intereses: Act/365
- Fechas de pago de los cupones: El 30 de abril, 31 de julio, 31 de octubre y 31 de enero de cada año. Si la fecha de pago de un cupón no fuera día hábil, se tomará como fecha de pago el siguiente día hábil, que se incluirá para el cómputo de los intereses.

- Fecha de Amortización: 31/01/2016
- Sistema de Amortización: A la par al vencimiento.
- Amortización anticipada: Opción de Amortización anticipada del emisor a partir del quinto año desde la fecha de emisión (31/01/2011), previa autorización del Banco de España.
- Colectivo a los que se dirige la emisión: Público en general.

Obligación Subordinada a Emitir:

- Emisor: Caja España de Inversiones, Caja de Ahorros y Monte Piedad ("Caja España").
- Rating del Emisor: Corto plazo: Fitch F2 / Moodys P-2
Largo plazo: Fitch BBB+ / Moodys Baa1
- Garante y naturaleza de la garantía: Las Obligaciones no gozan de más garantía que la derivada de la solvencia patrimonial del Emisor.
- Naturaleza de los Valores: Obligaciones Subordinadas.
- Divisa de la Emisión: EUR
- Importe Nominal: Hasta 100.000.000 euros
- Número de Valores: Hasta 100.000
- Precio de Emisión: 84,686%
- Fecha Prevista de Emisión: 23/02/2010
- Tipo de Interés: Fijo en los 5 primeros años de la emisión y variable del año 6 al año 10 de la emisión.
- Cupón: 4,15% anual pagadero trimestralmente, desde el 23 de febrero de 2010 hasta el 23 de febrero de 2015.

Tipo Euribor a 3 meses más un margen del 1,82% desde el 23 de febrero de 2015 hasta el 23 de febrero de 2020, en el supuesto que el Emisor no ejercite el derecho de amortización anticipada.
- Base Cálculo Intereses: Act/365

- Fechas de pago de los cupones: El 23 de febrero, 23 de mayo, 23 de agosto y 23 de noviembre de cada año. Si la fecha de pago de un cupón no fuera día hábil, se tomará como fecha de pago el siguiente día hábil, que se incluirá para el cómputo de los intereses.
- Fecha de Amortización: 23/02/2020
- Sistema de Amortización: A la par al vencimiento.
- Amortización anticipada: Opción de Amortización anticipada del emisor a partir del quinto año desde la fecha de emisión (23/02/2015), previa autorización del Banco de España.
- Colectivo a los que se dirige la emisión: La emisión va dirigida exclusivamente a inversores minoristas que sean titulares de la 6ª Emisión de Obligaciones Subordinadas de Caja España emitidas en enero de 2006, con código ISIN ES0215474208.

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 Caja España.

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.
- Acreedores con Privilegio.
- Acreedores Ordinarios.

Esta emisión se sitúa por delante, en su caso, de las acciones o cuotas participativas y participaciones preferentes emitidas o garantizadas por Caja España.

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:

CAJA ESPAÑA es una de las mayores Cajas de Ahorros Españolas. Es una entidad financiera sólida, con una calificación crediticia respaldada que le otorgan niveles de “rating” de Baa1 por Moody’s y BBB+ 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	Estable	AA	AA-	A+	Negativo	Aa2	Aa3	
BBVA	Positivo	AA-	A+	A	Negativo	Aa2	Aa3	
Banesto	Estable	AA	AA-	A+	Negativo	Aa3	A1	Baa1
La Caixa	Negativo	AA-	A+	A	Negativo	Aa2	Aa3	A2
Banco Popular	Negativo	AA-	A+	A	Negativo	Aa3	A1	
Unicaja	Estable	A+	A		Negativo	Aa3	A1	
Bilbao Bizkaia Kutxa	Estable	A+	A		Negativo	A1	A2	
Bankinter	Estable	A+			Negativo	A1	A2	
Caja Madrid	Negativo	A+	A	A-	Negativo	A1	A2	
Banco Cooperativo	Estable	A			Negativo	A1	A2	
Caja Navarra	Estable	A	A-					
Banco Sabadell	Negativo	A+	A	A-	Negativo	A2	A3	Baa3
Caja Vital	Estable	A			Negativo	A2		
Caja Laboral	Estable	A+			Negativo	A3		
Ibercaja					Negativo	A2	A3	Baa3
Caja Rioja					Negativo	A2	A3	Baa3
Banca March					Negativo	A2	A3	
Cajamar	Estable	A	A-		Negativo	A3		
CAM	Negativo	A-	BBB+	BBB	Negativo	A3	Baa1	
Caja Duero					Negativo	A3	Baa1	
Caja Cantabria					Negativo	A3	Baa1	B1
Caixanova	Negativo	A-	BBB+		Negativo	A3		
Caixa Penedès	Negativo	A-		BBB-				
Caixa Catalunya					Negativo	A3	Baa1	
Banco Pastor					Negativo	A3	Baa1	
Caixa Galicia	Estable	BBB+	BBB-	BB	Negativo	A3	Baa1	
Bancaja	Estable	BBB+	BBB	BB	Negativo	A3	Baa1	
Caja Granada	Estable	BBB+						
Caixa Sabadell		BBB+	BBB	BB				
Banco Guipuzcoano	Negativo	A-	BBB+		Negativo	Baa1		
Banco de Valencia	Estable	BBB+	BB	BB	Negativo	Baa1	Baa2	
Caja España	Negativo	BBB+			Negativo	Baa1	Baa2	
Caja Burgos					Negativo	Baa1		
Caixa Terrassa	Negativo	BBB+	BBB	BB	Negativo	Baa1	Baa2	
Caixa Manresa					Negativo	Baa1	Baa2	
Caixa Tarragona	Negativo	BBB						
Caja Segovia					Estable	Baa3		
Caja Avila					Estable	Baa3		

En la actualidad, CAJA ESPAÑA tiene una deuda emitida o garantizada por un valor nominal total de aproximadamente 5.850 millones de Euros.

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

– Bonos y Obligaciones Seniors:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0315474405	11-mar-05	30-mar-10	Fijo	4,000	nd	162.387.000,00
ES0315474421	14-dic-05	14-dic-10	Variable	0,839	nd	300.000.000,00
ES0315474447	22-nov-07	22-nov-12	Variable	0,914	nd	94.904.000,00
ES0215474216	17-may-06	17-may-13	Variable	0,894	nd	300.000.000,00
ES0215474224	26-mar-07	26-mar-14	Variable	0,919	nd	300.000.000,00
						1.157.291.000,00

– Obligaciones Subordinadas:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0215474026	27-mar-00	27-jun-15	Fijo	5,750	nd	59.820.000,00
ES0215474190	07-dic-05	07-dic-15	Variable	1,070	nd	100.000.000,00
ES0215474208	31-ene-06	31-ene-16	Variable	1,022	nd	100.000.000,00
ES0215474232	07-ago-08	28-ago-18	Fijo	7,500	nd	200.000.000,00
ES0215474166	14-nov-03	29-dic-18	Variable	0,959	nd	100.000.000,00
						559.820.000,00

– Participaciones Preferentes:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0115372007	11-nov-04	Perpetua	Variable	3,000	nd	112.006.000,00
ES0115474001	14-may-09	Perpetua	Variable	8,250	nd	200.000.000,00
						312.006.000,00

– Deuda Avalada:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0315474454	15-jun-09	15-jun-12	Fijo	3,004	n.d.	100.000.000,00
ES0315474470	27-jul-09	18-jun-12	Fijo	3,326	n.d.	50.000.000,00
ES0315474462	25-jun-09	25-jun-12	Variable	1,599	n.d.	50.000.000,00
						200.000.000,00

– Cédulas Territoriales:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0315474454	24-jul-08	22-jul-11	Fijo	5,500	86,92	75.000.000,00
ES0315474470	21-mar-05	21-mar-12	Fijo	3,500	n.d.	50.000.000,00
ES0315474462	03-abr-09	05-abr-12	Fijo	3,50804	n.d.	100.000.000,00
						225.000.000,00

– Cédulas Hipotecarias:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0312298161	31-mar-08	31-mar-10	Variable	0,789	93,00	100.000.000,00
ES0352961009	20-abr-01	20-abr-11	Fijo	5,250	86,93	300.400.000,00
ES0312361001	23-jun-04	23-jun-11	Fijo	4,000	92,26	200.000.000,00
ES0318825009	26-jun-08	26-jun-13	Variable	0,829	n.d.	200.000.000,00
ES0312298179	04-ago-08	04-ago-11	Fijo	5,250	121,47	100.000.000,00
ES0318826007	05-dic-08	05-dic-11	Variable	1,170	119,89	50.000.000,00
ES0312298203	15-dic-08	29-dic-11	Fijo	4,000	126,81	100.000.000,00
ES0312298005	14-dic-05	14-dic-12	Variable	0,764	116,24	90.000.000,00
ES0312298187	20-oct-08	23-oct-13	Variable	1,609	138,95	200.000.000,00
ES0317019000	26-nov-03	26-nov-13	Fijo	4,500	n.d.	200.000.000,00
ES0370148001	04-dic-03	04-dic-13	Fijo	4,500	150,17	32.258.065,00
ES0312362009	18-nov-04	18-nov-14	Fijo	4,000	134,13	142.682.927,00
ES0347848006	11-mar-05	11-mar-15	Fijo	3,750	146,88	150.000.000,00
ES0312358007	31-mar-05	31-mar-15	Fijo	3,750	134,21	141.666.667,00
ES0312342001	30-jun-05	30-jun-15	Variable	0,809	152,92	73.076.923,00
ES0312298195	24-nov-08	24-nov-15	Variable	1,914	157,27	100.000.000,00
ES0312298013	14-dic-05	14-mar-16	Fijo	3,500	148,85	10.000.000,00
ES0312298070	14-jun-06	14-jun-18	Fijo	4,250	153,15	100.000.000,00
ES0370148019	04-dic-03	04-dic-18	Fijo	4,750	n.d.	67.741.935,00
ES0312362017	18-nov-04	18-nov-19	Fijo	4,250	n.d.	52.317.073,00
ES0312358015	31-mar-05	31-mar-20	Fijo	4,000	167,59	58.333.333,00
ES0347849004	15-jun-05	15-jun-20	Fijo	3,500	161,91	150.000.000,00
ES0371622012	10-abr-06	10-abr-21	Fijo	4,125	171,55	100.000.000,00
ES0312298021	14-dic-05	14-dic-22	Fijo	3,750	177,52	100.000.000,00
ES0312298096	25-oct-06	25-oct-23	Fijo	4,250	178,77	100.000.000,00
ES0312342019	30-jun-05	30-jun-25	Fijo	3,750	182,45	76.923.077,00
ES0371622046	28-mar-07	28-mar-27	Fijo	4,250	166,98	100.000.000,00
ES0312298120	25-may-07	25-may-27	Fijo	4,750	169,61	100.000.000,00
ES0371622020	10-abr-06	10-abr-31	Fijo	4,250	154,11	200.000.000,00
						3.395.400.000,00

Las emisiones de renta fija de CAJA ESPAÑA en circulación no representan una referencia lo suficientemente válida como para establecer, de una forma precisa, si las condiciones de una operación de canje de Obligaciones Subordinadas 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 para la mayoría de las referencias de deuda vivas.
2. Las emisiones de Obligaciones Subordinadas de CAJA ESPAÑA no tienen un mercado secundario activo que permitan establecer niveles de spreads implícitos para el establecimiento de una relación de canje como la propuesta.

C. Mercado Primario de Deuda Senior:

Durante el último año 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 82 puntos básicos (ver Cuadro 1).

Cuadro 1: Emisiones de Deuda Senior con Aval del Estado Español del Mercado Primario (2009)

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Fecha Emisión	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
ES0314970098	La Caixa	AA-	05/02/2009	Tipo Fijo 3.375	2.000M	03/02/2012	80pb
ES0314950454	Caja Madrid	AA-	23/02/2009	Tipo Fijo 3.125	2.000M	20/02/2012	78pb
ES0313790000	Banco Popular	AA	24/02/2009	Tipo Fijo 3.000	1.500M	23/02/2012	77pb
ES0313679450	Bankinter	A+	26/02/2009	Tipo Fijo 3.000	1.500M	24/02/2012	77pb
ES0313770077	Banco Pastor	A	05/03/2009	Tipo Fijo 3.000	1.000M	02/03/2012	75pb
ES0314840168	Caixa Catalunya	A	11/03/2009	Tipo Fijo 3.000	1.500M	05/03/2012	75pb
ES0314977275	Bancaja	A-	16/03/2009	Tipo Fijo 3.000	1.500M	12/03/2012	80pb
ES0314958051	Caixanova	A-	01/04/2009	Tipo Fijo 3.125	1.000M	19/03/2012	85pb
ES0314400096	CAM	A-	01/04/2009	Tipo Fijo 3.125	1.500M	26/03/2012	90pb
ES0314601024	Cajamar	A	01/04/2009	Tipo Fijo 3.125	1.000M	30/03/2012	95pb
ES0313377014	Banco Cooperativo	A	07/04/2009	Tipo Fijo 3.125	1.400M	02/04/2012	95pb
ES0314950470	Caja Madrid	A+	17/04/2009	Tipo Fijo 2.875	2.500M	16/04/2012	90pb
ES0314843303	Caixa Galicia	A	21/04/2009	Tipo Fijo 3.25	1.250M	17/04/2012	95pb
ES0313790026	Banco Popular	AA	28/04/2009	Tipo Fijo 3.00	2.000M	24/04/2012	83pb
ES0358197012	Caja Sol	A-	14/05/2009	Tipo Fijo 3.125	1.000M	27/04/2012	93pb
ES0314977325	Bancaja	A-	19/05/2009	Tipo Fijo 3.000	1.500M	11/05/2012	88pb
ES0314840176	Caixa Catalunya	BBB+	19/05/2009	Tipo Fijo 3.000	1.250M	07/05/2012	90pb
ES0314400120	CAM	A-	21/05/2009	Tipo Fijo 2.875	1.000M	14/05/2012	77pb
ES0364872095	Unicaja	A+	23/06/2009	Tipo Fijo 3.000	1.000M	18/06/2012	85pb
ES0314977358	Bancaja	BBB+	29/10/2009	Tipo Fijo 3.000	1.500M	27/10/2014	65pb
ES0314840184	Caixa Catalunya	A-	03/11/2009	Tipo Fijo 3.000	1.500M	29/10/2014	64pb
ES0314843329	Caixa Galicia	BBB+	10/11/2009	Tipo Fijo 3.000	1.125M	03/11/2014	65pb
ES0314400187	CAM	A-	17/11/2009	Tipo Fijo 3.000	1.000M	12/11/2014	68pb

* 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 (2009)

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Fecha Emisión	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
XS0408165008	Unicredit	A+	14/01/2009	Tipo Fijo 5,250	1.000M	14/01/2014	210pb
FR0010709097	HSBC	AA	15/01/2009	Tipo Fijo 4,875	1.500M	15/01/2014	175pb
XS0408832151	Rabobank	AAA	22/01/2009	Tipo Fijo 4,375	5.000M	22/01/2014	150pb
XS0408528833	BBVA	AA-	23/01/2009	Tipo Fijo 4,875	1.000M	23/01/2014	180pb
DE000CB899M6	Commerzbank	A	06/02/2009	Tipo Fijo 5,000	1.500M	06/02/2014	210pb
PTCG1LOM0007	Caixa Geral Dep.	A+	19/02/2009	Tipo Fijo 5,125	1.250M	19/02/2014	225pb
XS0413822106	Neder Watersch.	AAA	19/02/2009	Tipo Fijo 2,750	1.500M	21/02/2011	73pb
XS0418783477	Svenska Handel.	AA-	25/03/2009	Tipo Fijo 4,875	1.250M	25/03/2014	210pb
XS0419259659	BNP Paribas	AA	27/03/2009	Tipo Fijo 3,250	1.500M	27/03/2012	130pb
XS0420072695	Credit Suisse	AA-	30/03/2009	Tipo Fijo 5,125	2.000M	30/03/2012	295pb
XS0422167808	Credit Agricole	AA-	07/04/2009	EUR3M+90pb	1.500M	08/10/2010	90pb
XS0423949394	Banco Santander	AA	21/04/2009	Tipo Fijo 3,375	1.250M	21/04/2011	150pb
XS0424840758	Barclays	AA-	22/04/2009	EUR3M+140pb	1.500M	25/10/2010	140pb
FR0010749598	Credit Mutuel	A+	22/04/2009	Tipo Fijo 5,375	1.000M	22/04/2014	255pb
PTBCLQOM0010	BCP	A+	23/04/2009	Tipo Fijo 5,625	1.000M	23/04/2014	295pb
XS0425413621	Unicredit	A	27/04/2009	Tipo Fijo 4,125	1.000M	27/04/2012	190pb
XS0426016753	HSBC	AA	30/04/2009	Tipo Fijo 4,500	1.250M	30/04/2014	180pb
XS0426505102	Monte dei Paschi	A	30/04/2009	Tipo Fijo 4,750	1.000M	30/04/2014	205pb
XS0426090485	Rabobank	AAA	05/05/2009	Tipo Fijo 4,375	2.000M	05/05/2016	130pb
XS0427065585	Skandinaviska En.	A+	06/05/2009	Tipo Fijo 5,500	1.000M	06/05/2014	295pb
PTCG16OM0004	Caixa Geral Dep.	A+	12/05/2009	Tipo Fijo 4,375	1.000M	13/05/2013	200pb
XS0428007081	Nordea Bank	AA-	12/05/2009	Tipo Fijo 4,500	2.000M	12/05/2014	185pb
XS0427109896	BBVA	AA-	14/05/2009	Tipo Fijo 3,625	2.000M	14/05/2012	150pb
XS0428956287	UBS	A+	19/05/2009	Tipo Fijo 5,625	1.500M	19/05/2014	290pb
XS0430052869	Bank of Scotland	AA-	21/05/2009	Tipo Fijo 5,750	1.500M	21/05/2014	315pb
XS0430452457	Barclays	AA-	27/05/2009	Tipo Fijo 5,250	3.000M	27/05/2014	270pb
XS0430951888	Skandinaviska En.	A+	29/05/2009	Tipo Fijo 4,375	1.250M	29/05/2012	235pb
XS0430768332	DNB Nor Bank	A+	29/05/2009	Tipo Fijo 4,500	2.000M	29/05/2014	185pb
XS0431725901	Danske Bank	A+	04/06/2009	Tipo Fijo 4,750	1.500M	04/06/2014	195pb
PTBLMGOM0002	BES	A+	05/06/2009	Tipo Fijo 5,625	1.750M	05/06/2014	285pb
PTCPP4OM0023	Santander Totta	AA	12/06/2009	Tipo Fijo 3,750	1.000M	12/06/2012	160pb
PTBCLSOE0018	BCP	A+	17/06/2009	Tipo Fijo 3,750	1.000M	17/06/2011	200pb
XS0435070288	Lloyds Bank	AA-	19/06/2009	Tipo Fijo 6,375	2.000M	17/06/2016	315pb
DE000CZ29UU3	Commerzbank	A	26/06/2009	Tipo Fijo 4,750	1.000M	26/01/2015	180pb
ES0314950538	Caja Madrid	A+	29/06/2009	Tipo Fijo 3,625	1.000M	29/06/2011	190pb
XS0433853644	UBS	A+	06/07/2009	Tipo Fijo 4,625	2.000M	06/07/2012	215pb
XS0444030646	Credit Suisse	AA-	05/08/2009	Tipo Fijo 4,75	2.000M	05/08/2019	130pb
XS0445843526	Barclays	AA-	13/08/2009	Tipo Fijo 4,875	2.000M	13/08/2019	122pb
XS0446860826	Societe Generale	AA-	21/08/2009	Tipo Fijo 3,75	1.250M	21/08/2014	93pb
XS0449361350	Lloyds Bank	A+	03/09/2009	Tipo Fijo 5,375	1.500M	03/09/2019	192pb
XS0452462723	KBC Iflma	A	17/09/2009	Tipo Fijo 4,5	1.450M	17/09/2014	176pb
XS0454984765	Bank of Scotland	A+	30/09/2009	Tipo Fijo 5,375	2.000M	30/09/2019	193pb
XS0463097237	Neder. Gemeenten	AAA	02/11/2009	Tipo Fijo 3,875	1.000M	04/11/2019	38pb
XS0467864160	Intesa Sanpaolo	AA-	23/11/2009	Tipo Fijo 3,75	1.500M	23/11/2016	71pb
XS0470370932	HSBC	AA	30/11/2009	Tipo Fijo 3,75	1.250M	30/11/2016	65pb
XS0470624205	Intesa Sanpaolo	AA-	04/12/2009	Tipo Fijo 2,625	1.500M	04/12/2012	52pb

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

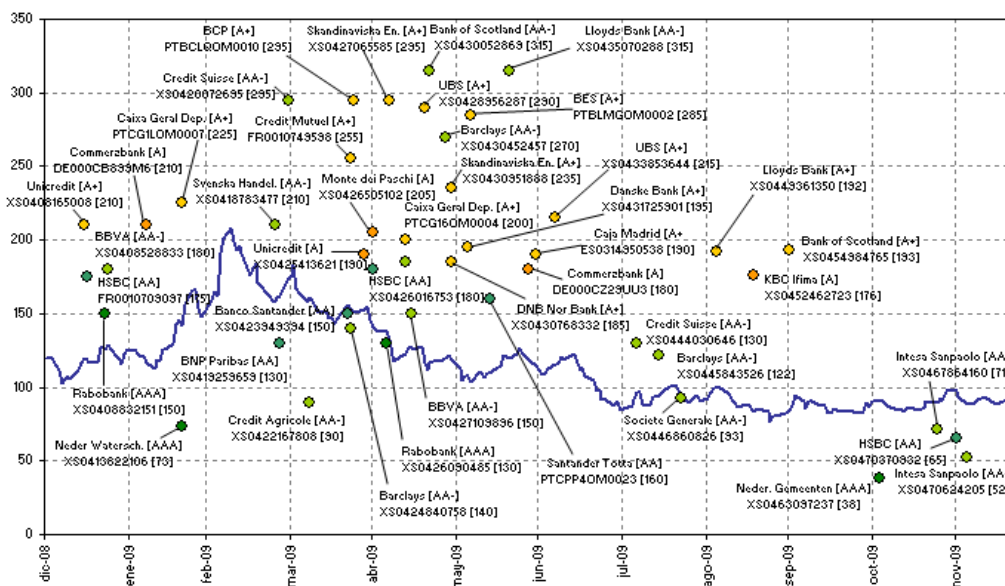
Del análisis de estas emisiones de Deuda Senior efectuadas en los últimos meses, podemos observar que no es posible encontrar referencias que por equivalencia se ajusten a las condiciones de una posible emisión de CAJA ESPAÑA (Fitch BBB+ / Moodys Baa1).

Para ayudar a este análisis, podría considerarse la emisión de Caja Ávila (Moody's Baa3) por 20 millones de euros dirigida al mercado mayorista en el mes de octubre de este año que fue emitida con un diferencial de 180 puntos básicos sobre el índice de referencia Eurico a un plazo de dos años.

Por ello, por coherencia con los niveles observados y la evolución reciente del mercado para este tipo de instrumentos (ver Gráfico 1), para una emisión de este tipo, a realizar por el emisor objeto del informe, el mercado posiblemente espere unos diferenciales superiores a los 215 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 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 para diferentes plazos.

D. Mercado Primario de Deuda Subordinada:

En el año 2009 en España se han colocado dieciséis emisiones de Obligaciones Subordinadas:

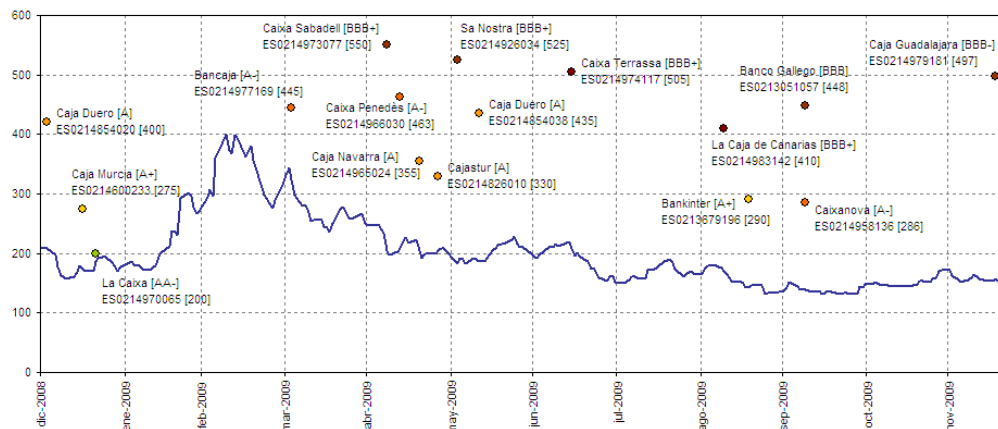
Cuadro 3: Emisiones de Obligaciones Subordinadas Simples (Lower Tier II) del Mercado Primario en España (2009)

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Fecha Emisión	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
ES0214854020	Caja Duero	A	03/01/2009	EUR3M+400 (step-up de 50pb a los 5 años)	132,50M	19/12/2018	420pb
ES0214600233	Caja Murcia	A+	15/01/2009	Tipo Fijo 5.952 el primer cupón, después Tipo Variable EUR6M+275 (step-up 75pb a los 5 años)	50M	30/12/2018	275pb
ES0214970065	La Caixa	AA-	20/01/2009	Tipo Fijo 6.00 hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M+200 (Cap 6% / Floor 4%)	2.500M	27/02/2019	200pb
ES0214977169	Bancaja	A-	02/04/2009	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
ES0214973077	Caixa Sabadell	BBB+	07/05/2009	Tipo Fijo del 7.50% hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+525 (step-up de 75pb a los 10 años)	35 M	15/06/2024	550pb
ES0214966030	Caixa Penedès	A-	12/05/2009	Tipo Fijo del 6.50% hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M+425 (step-up de 75pb a los 5 años y Floor 5,00%)	260 M	15/06/2019	463pb
ES0214965024	Caja Navarra	A	19/05/2009	Tipo Fijo del 6.25% hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+300 (step-up de 50pb a los 5 años y Floor 4,00%)	200 M	30/06/2019	355pb
ES0214826010	Cajastur	A	26/05/2009	Tipo Fijo del 5.00% hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M+280 (Floor 4,80% y step-up de 75pb a los 5 años)	200 M	16/06/2019	330pb
ES0214926034	Sa Nostra	BBB+	02/06/2009	Tipo Fijo del 6.00% hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M+500 (step-up de 75pb a los 5 años)	60 M	30/06/2019	525pb
ES0214854038	Caja Duero	A	10/06/2009	EUR3M+410 (step-up de 50pb a los 5 años)	200 M	28/09/2019	435pb
ES0214974117	Caixa Terrassa	BBB+	14/07/2009	Tipo Fijo del 7.25% hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+475 (step-up de 25pb a los 5 años y Floor 6,00%)	35 M	29/09/2019	505pb
ES0214983142	La Caja de Canarias	BBB+	08/09/2009	EUR6M+400 (step-up de 50pb a los 5 años)	21,15 M	02/09/2019	410pb
ES0213679196	Bankinter	A+	17/09/2009	Tipo Fijo del 6.375% anual (sin call)	250 M	11/09/2019	290pb
ES0213051057	Banco Gallego	BBB	08/10/2009	Tipo Fijo del 6.00% hasta 2012, después Tipo Variable EUR3M+490 (Floor 5,40%)	50 M	29/12/2019	448pb
ES0214958136	Caixanova	A-	08/10/2009	Tipo Fijo del 4.00% hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M+280 (step-up de 10pb a los 5 años)	50 M	16/12/2019	286pb
ES0214979181	Caja Guadalajara	BBB-	17/12/2009	Tipo Fijo del 6.00% hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+500 (step-up de 50pb a los 5 años)	8,50 M	30/12/2019	497pb

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

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 ha experimentado un decremento de los spreads crediticios de más de 100 puntos básicos en las emisiones de deuda senior y en más de 200 puntos básicos en el mercado de deuda subordinada, desde los máximos alcanzados en el mes de marzo. Esta tendencia, consecuentemente, se ha trasladado a los niveles de las últimas emisiones de deuda efectuadas por diversas entidades financieras (tanto en mercado mayorista, como en mercado minorista).

Para el caso concreto de una posible emisión de Obligaciones Subordinadas de CAJA ESPAÑA (Fitch BBB+ / Moodys Baa1), atendiendo a las condiciones de emisión efectuadas recientemente por diversas entidades financieras, se podría establecer un rango de spread implícito de emisión entre los 345 y 410 puntos básicos.

Estos rangos se sustentan en base a los niveles de spreads implícitos de la emisión de Caixanova (Fitch A- / Moodys A3) y de los spreads implícitos en las emisiones de Caja Guadalajara ó Banco Gallego, estos últimos con calidades crediticias inferiores a las de CAJA ESPAÑA.

E. Mercado Secundario de Deuda Senior y Subordinada:

A diferencia de la situación de mercado vivida en los últimos meses, en la actualidad, al igual que en el mercado primario de emisiones de deuda, se observa que los mercados secundarios de Deuda han mejorado considerablemente su liquidez al tiempo que se han reducido los spreads crediticios.

A modo de ejemplo, en el Cuadro 4 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 cotizados para algunas emisiones con calidades crediticias similares a los de CAJA ESPAÑA siguen siendo muy amplios.

Cuadro 4: Emisiones de Deuda Senior en Mercado Secundario Español (18/12/2009)

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0244150743	BBVA	AA+	24/02/2011	75.8 - 112.1
XS0219734166	CAM	A-	01/06/2010	113.0 - 339.7
ES0314950363	Caja Madrid	A+	25/06/2010	26.9 - 54.9
ES0313679427	Bankinter	A+	18/11/2010	44.1 - 85.4
XS0238219405	Banco Santander	AA	22/12/2010	10.1 - 20.1
ES0357080086	Banco Popular	AA-	18/01/2011	49.8 - 59.8
XS0244150743	BBVA	AA-	24/02/2011	6.3 - 15.6
ES0314950348	Caja Madrid	A+	11/04/2011	50.6 - 72.5
XS0356944636	Banco Santander	AA	11/04/2011	14.9 - 24.8
ES0314840101	Caixa Catalunya	A-	18/07/2011	138.9 - 229.5
ES0313860134	Banco Sabadell	A+	26/10/2011	60.1 - 90.0
ES0357080144	Banco Popular	AA-	08/02/2012	69.7 - 99.2
XS0426539184	Banesto	AA	08/05/2012	32.6 - 43.1
XS0427109896	BBVA	AA-	14/05/2012	26.9 - 36.6
ES0214950133	Caja Madrid	A+	01/06/2012	79.6 - 102.6
ES0214977086	Bancaja	BBB+	06/06/2012	312.3 - 486.6
ES0214840250	Caixa Catalunya	A-	06/07/2012	145.1 - 350.3
XS0408528833	BBVA	AA-	23/01/2014	35.7 - 45.9

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 5).

Si bien el mercado cotiza, para estas referencias de deuda observadas, con unos diferenciales algo más cerrados, los spreads observados tampoco nos permiten observar referencias de deuda que sean directamente asimilables a las de una posible emisión de CAJA ESPAÑA.

Cuadro 5: Emisiones de Deuda Senior del Mercado Secundario Europeo (18/12/2009)

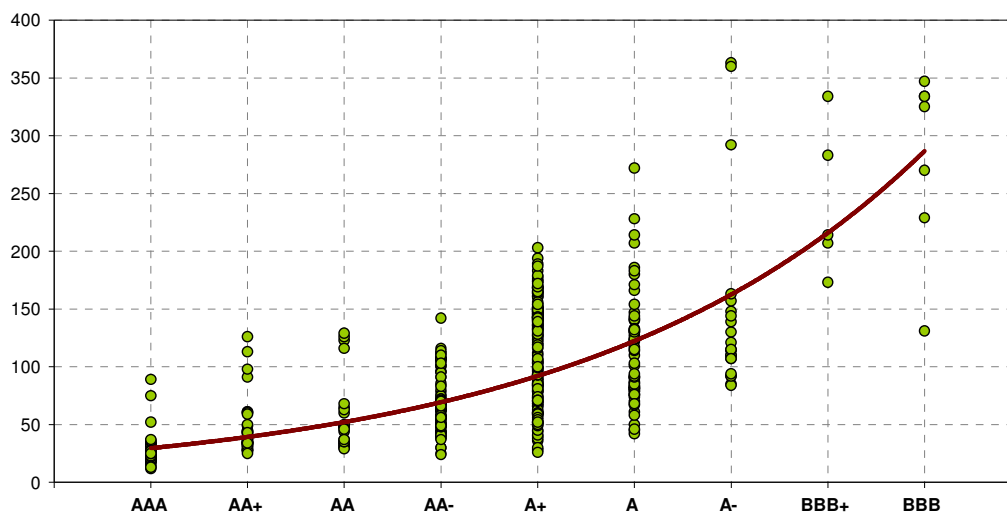
ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
DE000A0AC9Z9	Westlb	AAA	16/01/2014	104.3 - 153.3
XS0184468550	Bayerische Landesbank	AAA	22/01/2014	23.3 - 54.5
XS0283708575	Banca Popolare Di Milano	A	31/01/2014	64.4 - 72.0
XS0185401857	Dekabank	AA	06/02/2014	21.0 - 120.1
XS0284761169	Erste Group	A	06/02/2014	68.3 - 99.1
XS0286634711	Wachovia	AA-	13/02/2014	110.1 - 156.5
XS0186500293	HSH Nordbank	AAA	18/02/2014	20.7 - 130.9
PTCG1L0M0007	Caixa Geral de Depositos	AA-	19/02/2014	62.4 - 75.0
XS0426505102	Banca Monte Paschi Siena	A	30/04/2014	75.7 - 82.7
XS0426682570	Standard Chartered	A+	30/04/2014	92.4 - 102.5
PTBCT30M0000	BCP	A+	09/05/2014	95.0 - 141.5
XS0428007081	Nordea Bank	AA-	12/05/2014	49.2 - 59.2
XS0430768332	DNB Nor Bank	A+	29/05/2014	45.6 - 55.7
XS0431725901	Danske Bank	A+	04/06/2014	61.2 - 72.3
PTBLMGOM0002	Banco Espirito Santo	A+	05/06/2014	113.4 - 121.2
XS0196047723	Fortis Bank	A+	09/07/2014	104.7 - 121.6
XS0440007176	Dexia	A+	21/07/2014	128.7 - 139.3
XS0197079972	Merrill Lynch	A+	22/07/2014	203.2 - 223.5
XS0446860826	Societe Generale	A+	21/08/2014	40.3 - 48.4
XS0452462723	KBC Ifima	A	17/09/2014	134.6 - 144.7
XS0459200035	Banco Popolare	A-	22/10/2014	124.1 - 132.2
DE000CZ29UU3	Commerzbank	A+	26/01/2015	66.2 - 76.4
XS0211034540	Goldman Sachs	A+	02/02/2015	111.7 - 124.6
XS0243636866	Citigroup	A+	09/02/2016	202.7 - 223.0
XS0247757718	Unicredit	A	15/03/2016	85.6 - 99.4
XS0433130456	Bank Of America	A+	15/06/2016	158.6 - 173.1
XS0273766732	Wells Fargo	AA-	03/11/2016	98.7 - 113.9
XS0282583722	Morgan Stanley	A	16/01/2017	212.8 - 233.0
XS0300196879	Intesa Sanpaolo	AA-	18/05/2017	57.6 - 85.7
XS0302868475	HSBC	AA-	30/05/2017	115.3 - 131.8
XS0303396062	ING	A	31/05/2017	114.2 - 127.8
FR0010490235	Credit Mutuel	A+	28/06/2017	63.9 - 87.6
DE000DB5S5U8	Deutsche Bank	AA-	31/08/2017	72.7 - 80.5
XS0359388690	UBS	A+	18/04/2018	127.2 - 140.1
XS0444030646	Credit Suisse	AA-	05/08/2019	94.9 - 100.0
XS0445843526	Barclays Bank	AA-	13/08/2019	96.8 - 104.6
XS0449361350	Lloyds Bank	AA-	03/09/2019	168.4 - 177.4
XS0454984765	Royal Bank Of Scotland	AA-	30/09/2019	196.9 - 206.3
XS0304159576	Rabobank	AA+	06/06/2022	51.8 - 62.8
XS0452314536	Assicurazioni Generali	A+	16/09/2024	89.1 - 95.1

Fuente: Tradeweb

Adicionalmente a esta información, realizamos un análisis de más de 400 emisiones (incluidas en algunos de los índices de referencia, como el EB3A de Merrill Lynch) al objeto de estimar una curva de spread implícito para deuda bancaria senior para diferentes niveles de rating y plazo a vencimiento.

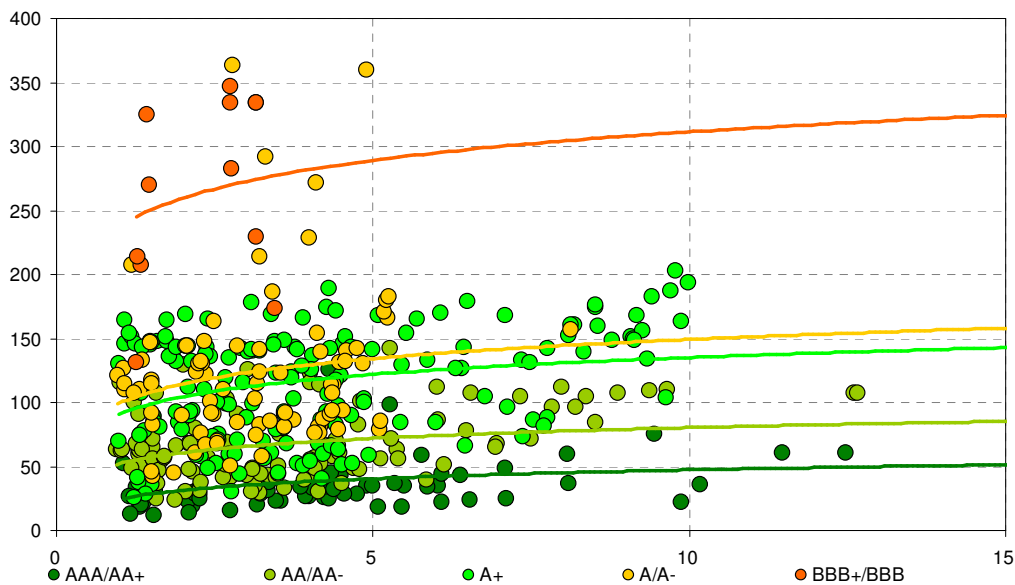
En base a este análisis, se podría establecer que una posible emisión de deuda senior de CAJA ESPAÑA (Fitch BBB+ / Moodys Baa1) para un plazo de diez años se situaría en un rango entre los 175 y los 275 puntos básicos (ver Gráficos 3 y 4).

Gráfico 3: Estimación Niveles Medios Spread en base al rating para Emisiones Senior de Entidades Financieras Europeas a 18/12/2009



Fuente: Tradeweb, Merrill Lynch

Gráfico 4: Estimación Curvas Spread por rating y plazo para Emisiones Senior de Entidades Financieras Europeas a 18/12/2009



Fuente: Tradeweb, Merrill Lynch

En cuanto al mercado secundario de Deuda Subordinada, en el Cuadro 6 siguiente se recogen los spreads implícitos de algunas referencias emitidas por entidades financieras españolas. Al igual que en el mercado de Deuda Senior, los rangos de spreads implícitos para algunas emisiones son muy amplios y no es posible observar directamente rangos de spreads implícitos cotizados para emisiones con calidades crediticias similares a los de CAJA ESPAÑA.

Cuadro 6: Emisiones de Deuda Subordinada Simple (Lower Tier II) en Mercado Secundario Español (18/12/2009)

ISIN	Emisor	Rating Emisión	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0108576785	Banco Santander	AA-	05/07/2010	108.7 - 161.0
ES0214950059	Caja Madrid	A	10/04/2012	187.2 - 287.0
ES0213540018	Banesto	AA-	23/03/2016	156.0 - 179.0
ES0213860036	Banco Sabadell	A	25/05/2016	287.1 - 298.6
ES0213495007	Banco Santander	AA-	28/09/2016	204.4 - 226.4
XS0218479334	BBVA	A+	23/05/2017	120.4 - 146.6
XS0327533617	Banco Santander	AA-	24/10/2017	135.5 - 170.6
ES0214950141	Caja Madrid	A+	01/03/2018	259.5 - 336.6
ES0213679196	Bankinter	A	11/09/2019	209.9 - 234.9
XS0201169439	Banco Santander	A+	30/09/2019	119.0 - 123.2
ES0213211099	BBVA	A+	20/10/2019	97.8 - 121.1

Fuente: Tradeweb

Dentro de los niveles observados, merece la pena señalar el nivel de cotización actual de la emisión Lower Tier II de Bankinter que, habiendo sido emitida en el mes de septiembre con un nivel de 290 puntos básicos, actualmente se puede negociar en los 230 puntos. Esta tendencia es la que viene recogiéndose en mercado durante los últimos meses tal y como se ha recogido en Gráfico 2.

Adicionalmente, podemos observar los spread implícitos de algunas de las cotizaciones de las emisiones de bonos y obligaciones subordinadas emitidas por entidades europeas (ver Cuadro 7).

Cuadro 7: Emisiones de Deuda Subordinada Simple (Lower Tier II) del Mercado Secundario Europeo (18/12/2009)

ISIN	Emisor	Rating Emisión	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0094515953	Abbey National	A+	11/02/2011	197.5 - 217.2
XS0129239454	BES	A	17/05/2011	186.5 - 210.9
DE0003933263	Deutsche Bank	A+	31/01/2013	115.3 - 125.2
XS0124047431	Bank of Scotland	A+	05/02/2013	290.6 - 300.4
FR0000475709	Natexis	A	20/06/2013	198.9 - 214.2
DE0005934426	Bayerische Hypo	A	05/02/2014	176.2 - 182.5
XS0145620281	Lloyds	A+	08/07/2014	347.6 - 360.1
FR0010015982	Credit Mutuel	A+	30/09/2015	114.4 - 123.8

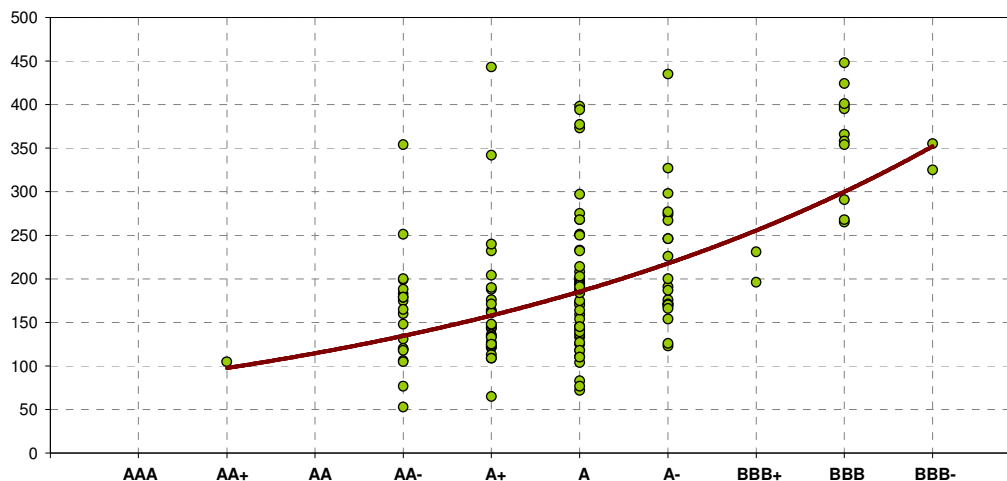
XS0255820804	Banca Monte dei Paschi Siena	A-	31/05/2016	221.2 - 225.7
XS0256396697	Banca Carige	A-	07/06/2016	170.6 - 175.2
XS0196740376	Banca Nazionale del Lavoro	AA-	22/07/2016	142.7 - 147.2
XS0278435226	BCP	A	21/12/2016	213.7 - 222.7
FR0010410068	Natixis	A	20/01/2017	197.4 - 206.1
XS0286040331	Bank of America	A	07/02/2017	286.7 - 295.7
XS0300345971	Banca Popolare Emilia Romagna	BBB+	15/05/2017	329.4 - 420.9
XS0302804744	EFG Hellas	BBB	08/06/2017	400.5 - 410.1
XS0320303943	BNP Paribas	AA-	07/09/2017	86.3 - 92.0
XS0323411016	Standard Chartered Bank	A	26/09/2017	187.1 - 194.6
BE0933514839	Fortis Bank	A+	04/10/2017	153.7 - 161.0
XS0326869665	Bayerische Landesbank	A	23/10/2017	318.7 - 325.0
DE000CB8AUX7	Commerzbank	A	29/11/2017	260.3 - 266.6
XS0342289575	Barclays Bank	A+	23/01/2018	194.6 - 201.5
XS0214318007	Danske Bank	A	16/03/2018	247.3 - 255.2
XS0356705219	Royal Bank Of Scotland	A+	09/04/2018	479.7 - 486.6
XS0256778464	Abn Amro Bank	A+	31/05/2018	337.3 - 346.0
XS0367777884	Unicredit	BBB+	05/06/2018	319.5 - 320.1
XS0383634762	Societe Generale	A	20/08/2018	112.8 - 118.1
XS0267828308	Merrill Lynch	A	14/09/2018	269.1 - 276.9
XS0275769403	Wachovia	A+	27/11/2018	183.9 - 191.2
XS0433028254	HSBC	AA-	10/06/2019	133.5 - 138.5
XS0432092137	Credit Agricole	A+	11/06/2019	107.1 - 112.4
XS0200985207	UBS	A	16/09/2019	181.2 - 184.5
XS0452166324	Sanpaolo	A+	23/09/2019	124.4 - 127.3
XS0229097034	Credit Suisse	A+	14/09/2020	126.8 - 129.8
XS0270347304	Goldman Sachs	A	12/10/2021	208.4 - 214.5
XS0114165276	Assicurazioni Generali	A	20/07/2022	199.1 - 201.7
XS0366066149	ING	A	29/05/2023	234.2 - 237.6
XS0166965797	Muenchener Rueckver.	A+	21/06/2023	218.2 - 225.6
XS0213026197	Citigroup	A	25/02/2030	291.2 - 294.0
XS0214965534	HBOS	A+	18/03/2030	359.3 - 365.6

Fuente: Tradeweb

Finalmente, al igual que con la deuda senior, realizamos un análisis de más de 130 emisiones (incluidas en algunos de los índices de referencia, como el ELT2 de Merrill Lynch) al objeto de estimar una curva de spread implícito para deuda bancaria subordinada Lower Tier II a diferentes niveles de rating y plazo a vencimiento.

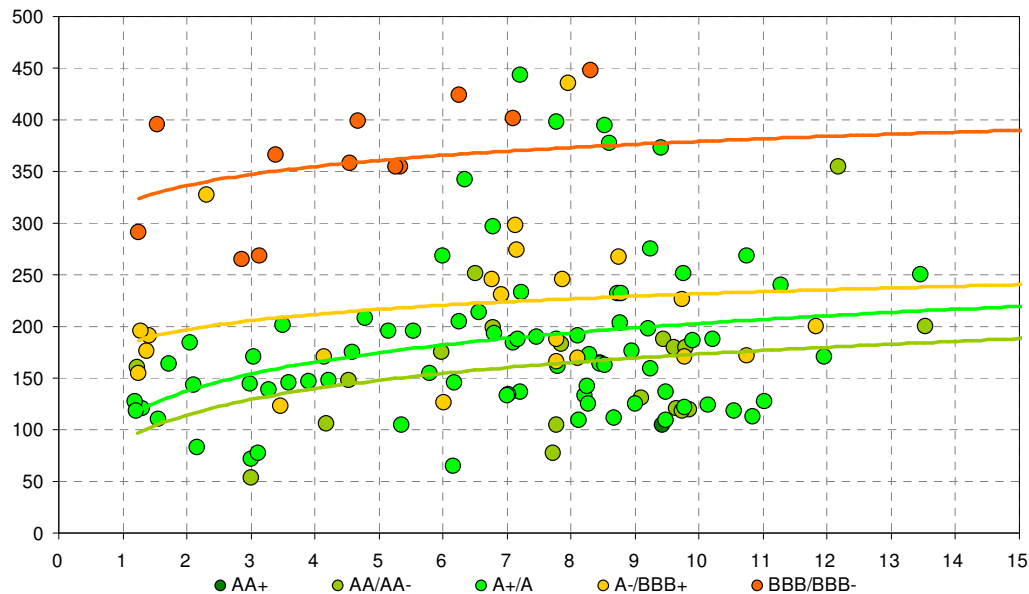
En base a este análisis, se podría establecer que una posible emisión de deuda subordinada *Lower Tier II* de CAJA ESPAÑA (Moody's Baa2) para un plazo de diez años se situaría en un rango entre los 325 y los 450 puntos básicos (ver Gráficos 5 y 6).

Gráfico 5: Estimación Niveles Medios Spread en base al rating para Emisiones Lower Tier II de Entidades Financieras Europeas a 18/12/2009



Fuente: Tradeweb, Merrill Lynch

Gráfico 6: Estimación Curvas Spread por rating y plazo para Emisiones Lower Tier II de Entidades Financieras Europeas a 18/12/2009



Fuente: Tradeweb, Merrill Lynch

F. Mercado de CDS de Deuda Senior y Subordinada:

Al objeto de complementar la información del mercado secundario recogida en el apartado anterior, 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 5 y 10 años cotizados para diferentes Entidades Financieras.

En términos agregados, los niveles cotizados de CDS a un plazo de 10 años para más de 50 Entidades Financieras Españolas y Europeas nos permiten obtener la siguiente información (ver Gráficos 7, 8 y 9):

- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Senior se encuentra alrededor de los 120,40 pb.
- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Subordinada se encuentra alrededor de los 209,15 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 91,02 pb.
- El factor promedio que ajustaría los spreads crediticios de los CDS para Deuda Senior a 5 años con respecto a la de 10 años es de 1,06.
- El factor promedio que ajustaría los spreads crediticios de los CDS para Deuda Subordinada a 5 años con respecto a la de 10 años es de 1,02.

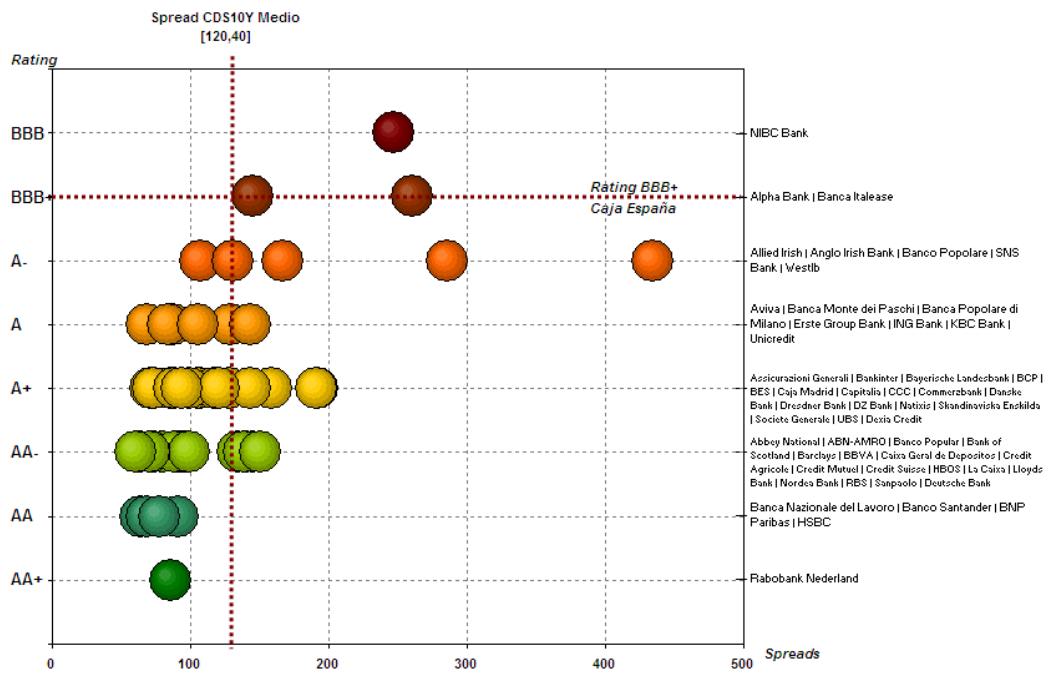
Como se puede observar, en este mercado tampoco es posible observar referencias de CDS (Credit Default Swap) cotizadas sobre CAJA ESPAÑA para emisiones de Deuda Senior o Deuda Subordinada. Pero pueden utilizarse como referencia a modo de comparable con otras entidades con calificaciones de riesgo similares.

En este sentido, teniendo en cuenta las cotizaciones observadas en mercado primario y secundario para diferentes emisiones de deuda senior y subordinada (Lower Tier II) y los niveles de cotización por asimilables de los CDS, podríamos concluir que una posible emisión de Participaciones Preferentes a emitir por CAJA ESPAÑA debería cotizar con un spread implícito por encima de los 345 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 CAJA ESPAÑA (Fitch BBB+ / Moodys Baa1):

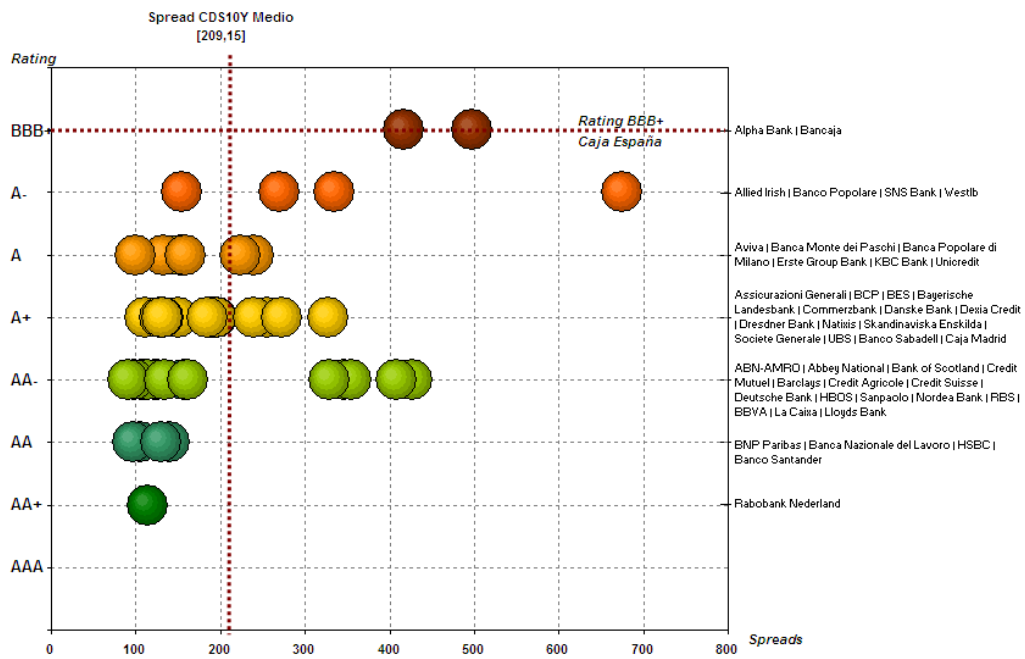
	Mercado Primario	Mercado Secundario	CDS
Deuda Aval Estado	± 80 pb	-	-
Deuda Senior	> 215 pb	175 - 275	185 - 260
Deuda Subordinada	> 345 pb	325 - 450	315 - 440

Gráfico 7: Spreads CDS a 10 años para Emisiones Senior por Rating Emisor



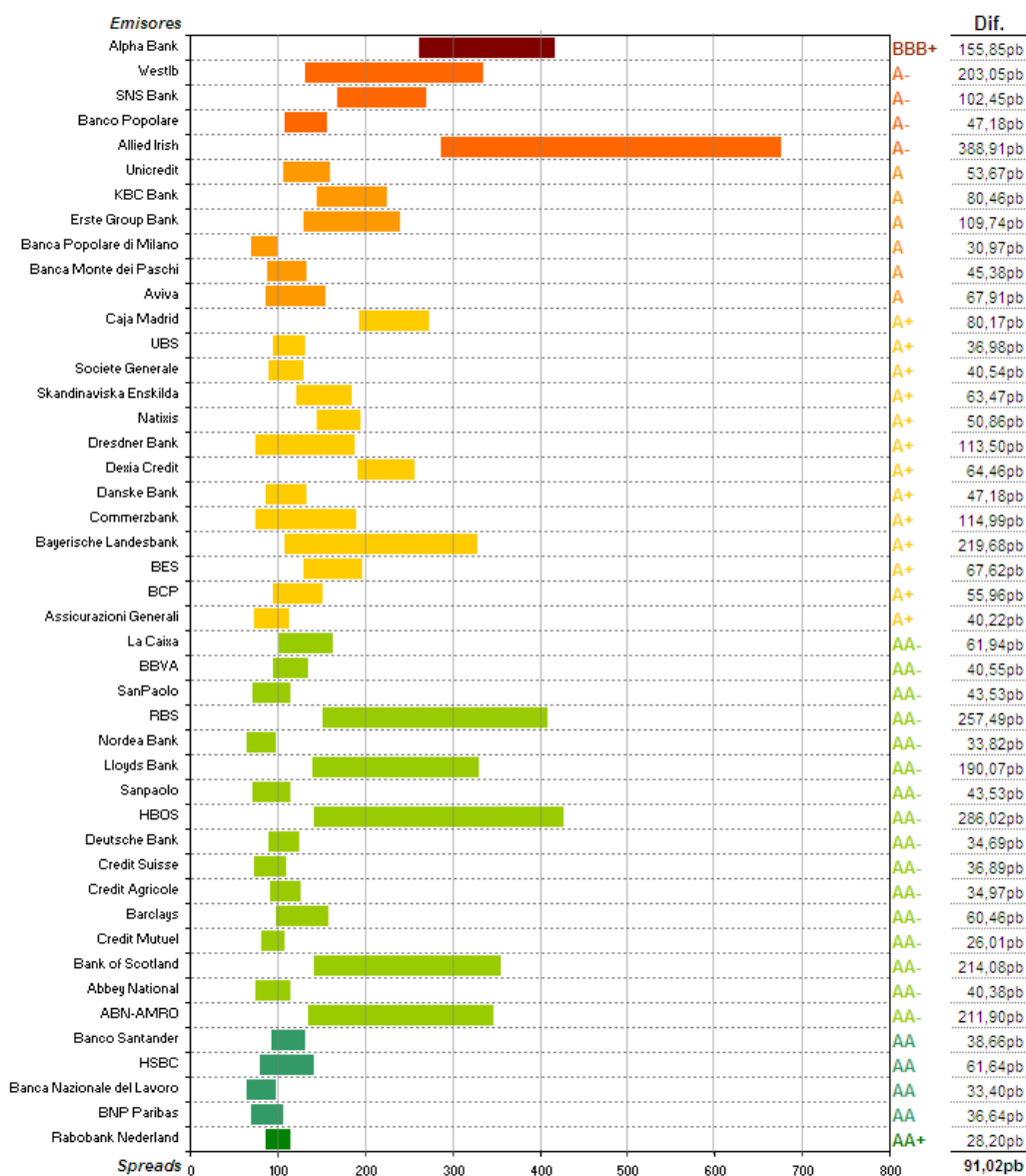
Fuente: Elaboración Propia y CMA

Gráfico 8: Spreads CDS a 10 años para Emisiones Subordinadas por Rating Emisor



Fuente: Elaboración Propia y CMA

Gráfico 9: Diferencias entre Spreads CDS a 10 años de Emisiones Subordinadas y Emisiones Senior de Entidades Financieras Europeas



Fuente: Elaboración Propia y CMA

4.- Análisis de las Condiciones del Canje de las Emisiones de Obligaciones Subordinadas

En base a las condiciones descritas en el apartado 2 de este informe, la estructura de pagos que utilizaremos para estimar el valor de canje entre las dos referencias de Obligaciones Subordinadas, es la siguiente:

- Obligación Subordinada Canjeable [ES0215474208]:

Fecha Inicio	Fecha Final	Periodicidad Pagos	Base	Fijación Tipo Referencia	Opción de Cancelación	Cupón
31/01/2010	31/01/2011	Trimestral	Act/365	-	No	EUR3M+30pb (Cupón Actual 1,0240%)
31/01/2011	31/01/2016	Trimestral	Act/365	2 días hábiles anteriores a la fecha de inicio de cada período trimestral	Si (en cada período trimestral)	EUR3M+80pb

- Obligación Subordinada a Emitir:

Fecha Inicio	Fecha Final	Periodicidad Pagos	Base	Fijación Tipo Referencia	Opción de Cancelación	Cupón
23/02/2010	23/02/2015	Trimestral	Act/365	-	No	4,1500%
23/02/2015	23/02/2020	Trimestral	Act/365	2 días hábiles anteriores a la fecha de inicio de cada período trimestral	Si (en cada período trimestral)	EUR3M+182pb

A partir de esta estructura de flujos (sin introducir en el análisis para ambas emisiones el valor de la opción de cancelación del emisor correspondiente), se puede estimar el spread implícito al que estaría efectuando la relación de canje CAJA ESPAÑA.

Para ello, será necesario valorar cada una de estas emisiones en base a diferentes niveles de spreads crediticios y ajustando dichos niveles por un factor de ajuste que permita reflejar los diferenciales existentes entre vencimientos de Obligaciones Subordinadas a 5 años y 10 años. Este factor de ajuste se lo obtendríamos a partir de los niveles observados en el mercado de CDS (ver apartado 3.F).

De esta forma, podemos observar los niveles de mercado en términos de spread crediticio en donde la ecuación de canje (definida como la diferencia en puntos porcentuales entre la nueva emisión y la emisión canjeable [ES0215474208]) resultaría neutra para aquellos que decidan acudir a la operación de canje (ver Cuadro 8).

Cuadro 8: Valor Teórico de Canje en función Spread Emisión vs. Spread Implícito entre la nueva emisión y la emisión ES0215474208

18/12/2009		Tipo Fijo 5 primeros años								
		3,15%	3,40%	3,65%	3,90%	4,15%	4,40%	4,65%	4,90%	5,15%
		Spread Emisión (sobre EUR3M) a partir del 5º año								
		82 pb	107 pb	132 pb	157 pb	182 pb	207 pb	232 pb	257 pb	282 pb
Spread Crediticio Emisor	215 pb	-3,70	-1,70	0,30	2,29	4,29	6,29	7,72	8,86	10,00
	240 pb	-4,32	-2,35	-0,37	1,60	3,58	5,55	7,53	8,95	10,08
	265 pb	-4,92	-2,97	-1,02	0,94	2,89	4,84	6,79	8,75	10,16
	290 pb	-5,49	-3,56	-1,63	0,30	2,23	4,16	6,09	8,02	9,95
	315 pb	-6,04	-4,13	-2,23	-0,32	1,59	3,50	5,41	7,32	9,22
	340 pb	-6,57	-4,68	-2,79	-0,91	0,98	2,87	4,75	6,64	8,53
	365 pb	-7,07	-5,20	-3,34	-1,47	0,39	2,26	4,12	5,99	7,85
	390 pb	-7,55	-5,71	-3,86	-2,02	-0,17	1,67	3,52	5,36	7,20
	415 pb	-8,01	-6,19	-4,36	-2,54	-0,72	1,11	2,93	4,76	6,58
	440 pb	-8,45	-6,64	-4,84	-3,04	-1,24	0,57	2,37	4,17	5,98
	465 pb	-8,87	-7,08	-5,30	-3,52	-1,73	0,05	1,83	3,62	5,40
	490 pb	-9,27	-7,50	-5,74	-3,98	-2,21	-0,45	1,32	3,08	4,84
515 pb	-9,65	-7,90	-6,16	-4,41	-2,67	-0,93	0,82	2,56	4,31	
540 pb	-10,01	-8,28	-6,56	-4,83	-3,11	-1,38	0,34	2,07	3,79	

Valores de canje con signo negativo significan que el actual tenedor de la emisión a canjear perdería valor económico en la operación de canje, por el contrario valores de canje con signo positivo significan que el actual tenedor de la emisión a canjear mejoraría su valor económico acudiendo a la operación.

La inclusión en este análisis de la opción de cancelación existente en ambas emisiones, no modificaría los resultados obtenidos para niveles de spreads crediticios como los observados en mercado para un emisor como CAJA ESPAÑA.

Como se puede observar, la ecuación de canje resultaría neutra en términos económicos para las condiciones de una nueva emisión de Obligaciones Subordinadas como la planteada por CAJA ESPAÑA en niveles de spreads crediticios de aproximadamente 375 puntos básicos. Este nivel, en nuestra opinión, se ajustaría a los rangos de spreads estimados para CAJA ESPAÑA para una emisión de esas características.

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 18 de diciembre de 2009 (ver Anexo 2).

5.- Conclusiones

Para verificar si las condiciones de mercado actuales se adecuan a las condiciones de una posible nueva emisión de Obligaciones Subordinadas prevista por CAJA ESPAÑA para canjear exclusivamente con los actuales tenedores de otra emisión de Obligaciones Subordinadas de CAJA ESPAÑA (ES0215474208) 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 han atravesado por una situación extraordinaria de falta de liquidez, pero que en los últimos meses esta situación ha tendido a mejorar al tiempo que se reducían las primas de riesgo exigidos a los emisores de deuda. Sin embargo, no ha sido posible encontrar en mercado cotizaciones líquidas sobre referencias de deuda emitidas por CAJA ESPAÑA equivalentes a las analizadas en el presente informe, que junto con el hecho de que la oferta de canje 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 (18 de diciembre 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 actual de obligaciones subordinadas para determinados emisores dificultaría una posible venta de este tipo de emisiones, por parte de los inversores minoristas tenedores de la referencia de deuda a canjear a quien va dirigida, con posterioridad a la fecha de canje.

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 CAJA ESPAÑA, que permiten considerar que la relación de canje propuesta, en base a las condiciones establecidas para la nueva emisión de Obligaciones Subordinadas, se podría adaptar a las condiciones que podrían establecerse en un mercado mayorista.

Por ello, según la opinión de Solventis, la operación de canje prevista por CAJA ESPAÑA se estaría efectuando en unas condiciones razonables con respecto a los niveles observados en un mercado mayorista.

Anexo 1: Métodos de Valoración

▪ 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.

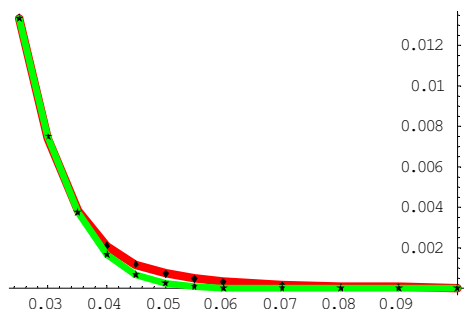
Llegado a este punto, se plantea el problema de la calibración del modelo de Hull & White. El problema consiste en hacer mínimo el sumatorio de las diferencias de valor absoluto de las valoraciones obtenidas por los modelos analíticos con las valoraciones obtenidas sobre el árbol trinomial. Las valoraciones 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.

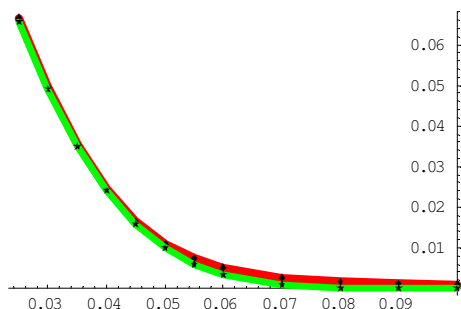
La dificultad de este proceso radica en que la minimización de la diferencia de los precios de las estructuras se debe alcanzar en términos globales, de esta manera al ajustar las variables en un determinado punto del tiempo, no sólo se tienen en cuenta las diferencias de precios en ese punto temporal,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

Solventis

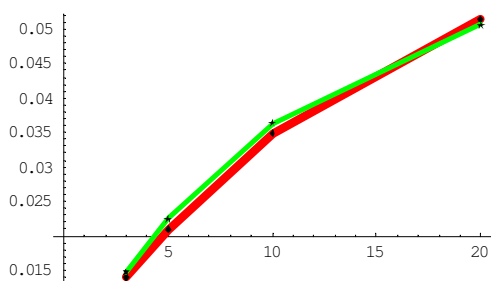
Opciones sobre Caps a 2 años



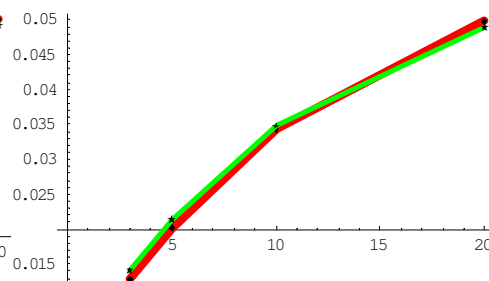
Opciones sobre Caps a 5 años



Opciones sobre Swaps a 5 años



Opciones sobre Swaps a 10 años



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.

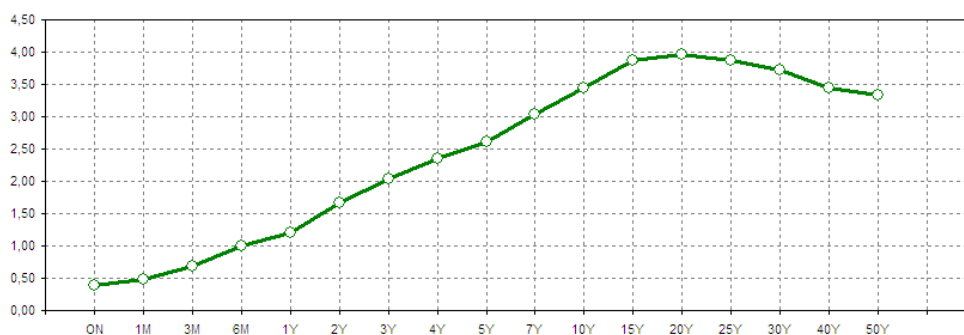
Una vez calibrado el modelo a una fecha de valoración concreta, se dispone de un árbol trinomial sobre el cuál poder construir y simular una estructura concreta de comportamiento de los tipos de interés, de forma que es posible introducir condicionales de pago complejos dentro de los flujos de pago de 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 (18 de diciembre 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
0,3802	0,4886	0,6761	1,0037	1,2102	1,6603	2,0447	2,3474	2,6071	3,0296	3,4464	3,8646	3,9605	3,8725	3,7250	3,4412	3,3398



- 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	52,88	51,06	54,43	57,38	59,72	61,60	63,15	64,46	65,57
2Y	60,15	50,74	48,93	49,37	50,39	51,47	52,48	53,38	54,18
3Y	58,27	45,46	41,20	37,26	36,84	37,18	37,76	38,38	38,98
4Y	55,48	42,04	35,43	32,82	32,40	32,81	33,44	34,11	34,75
5Y	52,54	39,22	32,14	28,96	28,19	28,41	28,95	29,54	30,11
6Y	49,91	36,95	38,44	26,02	24,92	25,00	25,47	33,90	26,59
7Y	47,87	35,26	27,94	24,03	22,66	22,64	23,07	23,62	24,17
8Y	46,21	33,93	26,65	22,57	21,05	29,44	21,41	21,98	22,55
9Y	44,87	32,86	25,64	21,47	19,83	19,73	20,18	20,77	21,36
10Y	43,78	32,00	24,85	20,62	18,87	18,72	27,41	27,44	20,39
12Y	41,97	30,62	23,64	19,34	17,39	25,32	25,02	18,19	18,81
15Y	47,83	29,12	22,41	18,18	16,15	15,82	16,23	16,83	17,44
20Y	38,05	27,61	21,26	17,30	15,49	15,28	15,72	16,32	16,92

- Volatilidades de EUR Swaptions:

Opción \ Swap	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y	15Y	20Y
1M	46,42	40,35	32,90	28,44	25,41	23,55	22,16	21,15	20,40	19,78	18,01	17,69
3M	51,98	42,43	35,75	31,68	28,96	26,82	25,23	24,03	23,08	22,28	20,79	20,85
6M	54,63	41,60	35,63	31,88	29,19	27,25	25,80	24,94	24,28	23,74	22,23	22,30
1Y	50,04	38,98	34,21	30,77	28,13	26,59	25,44	24,73	24,15	23,66	22,41	22,59
2Y	37,12	30,05	27,47	25,43	23,76	23,13	22,68	22,30	21,99	21,74	21,15	21,66
3Y	28,38	24,44	22,89	21,60	20,58	20,32	20,11	19,93	19,80	19,72	19,60	20,33
4Y	23,31	20,90	19,96	19,26	18,67	18,51	18,37	18,26	18,20	18,20	18,33	19,12
5Y	19,59	18,24	17,83	17,49	17,18	17,05	16,96	16,91	16,90	16,92	17,25	18,06
7Y	16,29	15,74	15,56	15,38	15,22	15,16	15,14	15,14	15,19	15,28	15,83	16,59
10Y	14,11	13,64	13,69	13,78	13,89	13,93	14,03	14,15	14,30	14,46	15,18	15,84
15Y	13,41	13,26	13,56	13,86	14,18	14,52	14,84	14,99	15,14	15,27	15,77	16,71
20Y	15,45	15,47	15,80	16,14	16,44	16,64	16,80	16,96	17,13	17,25	17,80	18,12
25Y	17,49	17,30	17,48	17,69	17,81	18,04	18,23	18,37	18,55	18,58	18,90	18,49
30Y	19,00	18,60	18,50	18,58	18,30	18,74	18,87	18,96	19,02	19,01	18,34	17,65

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

Diciembre de 2009

Informe para



Afi

c/ Españolito, 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 Opción de amortización anticipada.....	6
2.2. Modelo e inputs de valoración	6
2.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito.....	6
2.2.2 Inputs de tipos de interés utilizados para la valoración.....	6
2.3. Valoración: Spreads implícitos.....	8
3. Condiciones vigentes en mercados mayoristas	9
3.1. Emisiones recientes en mercados	9
3.1.1 Emisiones con similar orden de prelación.....	9
3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación.....	10
3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario	12
3.2.1 Generación de curvas de spread por rating para deuda subordinada.16	
3.2.2 Emisiones recientes de deuda subordinada en el mercado mayorista: niveles actuales en mercado secundario.....	19
3.2.3 Determinación del rango razonable para la emisión objeto de este informe.....	19
4. Conclusiones	21
5. Disclaimer	22

1. Introducción

El **objetivo** del presente informe es reflejar la opinión de Afi acerca de si las condiciones de la 8ª emisión de Obligaciones Subordinadas (Lower Tier II) de Caja España, 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 obligaciones subordinadas *Lower Tier II* al plazo de diez años con opción de amortización anticipada por parte del emisor a partir del vencimiento del quinto año (inclusive) y en cada fecha de pago de cupón. Las condiciones generales del instrumento se definen a continuación:

- Emisor: Caja España de Inversiones, Caja de Ahorros y Monte de Piedad (“Caja España”)
- Garante: Caja España de Inversiones, Caja de Ahorros y Monte de Piedad (“Caja España”)
- Naturaleza de los valores: Obligaciones Subordinadas
- Importe nominal de la emisión: hasta 100.000.000 euros
- Importe nominal unitario de la emisión: 1.000 euros
- Precio de emisión: 84,686%
- Fecha de emisión: 23 de febrero de 2010
- Fecha de vencimiento: 23 de febrero de 2020
- Forma de representación: anotaciones en cuenta en IBERCLEAR
- Retribución: en función al siguiente esquema:
 - Durante los cinco primeros años un tipo fijo anual del 4,15%.
 - Desde el quinto año hasta el décimo (inclusive ambos), EURIBOR a 3 meses más un margen del 1,82%.
 - 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 y calculada en base Act/365.
- Amortización anticipada: podrán amortizarse total o parcialmente a voluntad del emisor con autorización previa del Banco de España, a partir del vencimiento del quinto año (inclusive) 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 en su totalidad a los inversores minoristas que sean titulares de la 6ª emisión de Obligaciones Subordinadas de Caja España emitidas en enero de 2006, con código ISIN ES0215474208.
- Cotización: mercado AIAF de renta fija.

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

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

- Los cinco primeros años, 4,15% fijo anual pagadero trimestralmente.

A vencimiento de cada trimestre durante los cinco primeros años desde la fecha de inicio de la emisión (bajo la convención del día hábil especificada), la nota pagara un cupón del 4,15%. Esto es:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot 4,15\% \cdot \text{Fraccion_año}$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
 - *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años
- Del 6º año a vencimiento *Euribor-3M* + *spread* + *step up*, pagadero semestralmente. Es decir:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot (\text{Euribor3M} + \text{spread} + \text{step_up}) \cdot \text{Fraccion_año}$$

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 132 pb.
- *Step_up*: incremento del spread sobre Euribor a tres meses en 50 pb

2.1.1 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 vencimiento del quinto (5º) año (inclusive). 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 cálculo de spread implícito

El objetivo que se plantea es encontrar el spread implícito¹ en la emisión, esto es, el spread con el que se consigue que la valoración de la nota coincida con el precio de la emisión (establecido por el emisor en 84,686%).

Para ello, se ha empleado un modelo de evolución de tipos de interés debidamente calibrado a precios de instrumentos cotizados en mercado; en concreto 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.

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.

Los flujos esperados futuros se descuentan con la curva IRS más el mencionado spread implícito en la emisión, que se considera constante a lo largo del tiempo.

2.2.2 Inputs de tipos de interés utilizados para la valoración

Los inputs de valoración empleados para el calibrado del modelo son la curva de tipos IRS y los precios de swaptions para el cierre de 15 de diciembre de 2009. Dado que se está realizando la valoración a fecha futura, 20 de febrero de 2010, para elaborar los cálculos se ha obtenido la curva y las volatilidades implícitas a dicha fecha.

¹ No se trata del cálculo del asset swap spread ni de otras medidas que en mercado se utilizan para diferentes fines, aunque en muchos casos resulten niveles parecidos. En el caso del asset swap spread se calcula exclusivamente una cobertura mediante un swap del riesgo de tipo de interés del bono (pero dejando sin cubrir el riesgo de crédito).

Curva de tipos de interés a 15 de diciembre de 2009

Depo/Swap	Plazo	Tipo
Depósito	O/N	0.3100
Depósito	1E	0.3550
Depósito	2W	0.4000
Depósito	3W	0.4450
Depósito	1M	0.4600
Depósito	2M	0.5750
Depósito	3M	0.6900
Depósito	4M	0.7900
Depósito	5M	0.8800
Depósito	6M	0.9900
Depósito	7M	1.0400
Depósito	8M	1.0200
Depósito	9M	0.9600
Depósito	10M	1.0700
Depósito	11M	1.1100
Depósito	12M	1.3400
Swap	2Y	1.7700
Swap	3Y	2.1620
Swap	4Y	2.4490
Swap	5Y	2.6960
Swap	6Y	2.9090
Swap	7Y	3.0995
Swap	8Y	3.2525
Swap	9Y	3.3775
Swap	10Y	3.4860
Swap	15Y	3.8605
Swap	20Y	3.9820
Swap	25Y	3.9390
Swap	30Y	3.8560
Swap	35Y	3.7750
Swap	40Y	3.7010
Swap	45Y	3.6780
Swap	50Y	3.6390

Parámetros HW a 15 de diciembre de 2009

a (Reversión a la media)	1.7314%
sigma (Volatilidad)	0.7938%

2.3. Valoración: Spreads implícitos

Los spreads equivalentes calculados son diferenciales sobre curva IRS 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 aunque la curva de tipos de interés y volatilidades corresponden a datos de cierre 15 de diciembre de 2009, se han calculado los spreads implícitos a 20 de febrero de 2010, fecha de inicio de la emisión.

En la siguiente tabla se muestran los resultados:

Spreads sobre Swap	
Considerando toda la estructura	3,660%
A Primera Call	5,070%
A vencimiento sin Call	3,660%

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 Caja España planea emitir. La entidad cuenta con un rating de emisor de Baa1 por Moody's y BBB+ por Fitch, ambos con perspectiva negativa, por lo que asumimos un rating para la emisión subordinada de Baa2/BBB.

3.1. Emisiones recientes en mercados

En este apartado ofrecemos información sobre emisiones recientes de entidades financieras, ya sea colocadas entre inversores minoristas o en mercado mayorista. Las fuentes utilizadas son los folletos de emisión, *prospectus*, documentos realizados por los colocadores de forma posterior a la emisión y Bloomberg.

3.1.1 Emisiones con similar orden de prelación

En cuanto a emisiones de deuda subordinada Lower Tier II, en los mercados mayoristas (ver tabla 1) se han realizado más de media docena de operaciones significativas desde mayo de 2009 en el mercado EUR. Ninguna de ellas cuenta con opción de cancelación anticipada para el emisor, sino que se trata de bonos con formato *bullet*; es decir, con única amortización a vencimiento y vencimiento a 10 años. La última emisión corresponde a Landesbank Berlin (A1/NR/AA-), realizada el día 17 de noviembre a un spread de 240 puntos básicos sobre mid-swaps. Entre los emisores españoles contamos con la emisión de Bankinter (A1/A/A+) de principios de septiembre de 2009, colocada a un spread vs mid-swaps de 300 puntos básicos.

Tabla 1: emisiones recientes de deuda subordinada Lower Tier II, denominadas en EUR, en el mercado mayorista

Fecha	Emisor	Características de la emisión						Spread emisión ²		Ratings ³	Spread actual
		Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Call	vs Tesoro	vs Swaps	Emisor	vs Swaps (mid)
13-may-09	Rabobank	1.000	EUR	LT2	5,875% ⁴	20/05/2019	-	n.d.	240	Aaa/AAA/AA+	95,0
27-may-09	Credit Agricole SA	1.000	EUR	LT2	5,875% ⁴	11/06/2019	-	n.d.	220	Aa1/AA-/AA-	100,0
29-jul-09	Commonwealth Bank	1.000	EUR	LT2	5,500% ⁵	06/08/2019	-	n.d.	190	Aa1/AA/AA	110,0
4-sep-09	Bankinter	250	EUR	LT2	6,375% ⁴	11/09/2019	-	n.d.	300	A1/A/A+	210,0
9-sep-09	Intesa Sanpaolo	1.500	EUR	LT2	5,000% ⁴	23/09/2019	-	n.d.	155	Aa2/AA-/AA-	120,0
13-oct-09	Espirito Santo FG	400	EUR	LT2	6,875% ⁴	21/10/2019	-	n.d.	350	A3/A-/NR	280,0
17-nov-09	Landesbank Berlin	500	EUR	LT2	5,875% ⁴	25/11/2019	-	n.d.	240	A1/NR/AA-	235,0

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. Spread a vencimiento

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

4. Fijo a vencimiento

5. Pagadero anualmente "in arrears"

Como puede observarse en la tabla 1, la compresión de spreads experimentada en el mercado secundario por estas emisiones desde su colocación ha sido intenso: en media, cercano al 35% para las emisiones en EUR, tomando datos del promedio de cotizaciones bid/ask de Bloomberg a 18 de diciembre de 2009. Es éste un dato que, junto con los niveles de emisión en el mercado primario y otra información relevante, analizaremos en detalle en el epígrafe 3.2 de este informe de cara a establecer un rango de spreads vs swaps razonable para la emisión de deuda subordinada que constituye el objeto de este informe de opinión.

Por otro lado, contamos con once emisiones de deuda subordinada Lower Tier II colocadas por entidades de depósito españolas desde diciembre de 2008 en el mercado doméstico y entre inversores minoristas (ver tabla 2). Son todas emisiones con opción de amortización *call* previa a su vencimiento, y salvo en el caso de la emisión de Caixa Sabadell, el vencimiento de las emisiones se produce a los 10 años. La última emisión realizada, registrada el pasado 17 de diciembre de 2009 en la CNMV, se corresponde a Caja Guadalajara (emisor sin calificación crediticia) y su valoración arroja a un spread vs mid-swaps calculado a vencimiento de 497 puntos básicos².

Tabla 2: emisiones recientes de deuda subordinada Lower Tier II denominadas en EUR, en el mercado doméstico español minorista

Características de la emisión								Spreads emisión ²		Ratings ³	
Fecha	Emisor	Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Call	A la call	A vencimiento	Emisor	Emisión
17-dic-08	Caja Duero	132,5	EUR	LT2	7,155% ⁵	19/12/2018	19/12/2013	400,0	420,4	A2/NR/NR	A3
22-ene-09	La Caixa	2.500,0	EUR	LT2	5,870% ⁶	28/02/2019	28/02/2014	231,8	188,5	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+
6-abr-09	Bancaja	1.000,0	EUR	LT2	7,250% ⁷	06/07/2019	06/07/2014	449,4	455,4	A2/NR/A-	A3/NR/BBB+
26-mar-09	Caixa Penedes	250-300	EUR	LT2	6,50% ⁸	29/06/2019	29/06/2014	436,0	462,0	NR/NR/A-	NR/NR/BBB+
7-may-09	Caixa Sabadell	35,0	EUR	LT2	7,50% ⁹	10/06/2024	10/06/2019	533,0	546,0	NR/NR/BBB+	NR/NR/BBB
20-may-09	Caja Navarra	200,0	EUR	LT2	6,25% ¹⁰	30/06/2019	30/06/2014	360,0	356,0	NR/NR/A-	NR/NR/BBB+
2-jun-09	Sa Nostra	60,0	EUR	LT2	6,00% ¹¹	30/06/2019	30/06/2014	484,0	519,0	NR/NR/BBB+	NR/NR/BBB
10-jun-09	Caja Duero	200,0	EUR	LT2	5,30% ¹²	28/09/2019	28/09/2014	410,0	429,0	A2/NR/NR	A3/NR/NR
8-oct-09	Banco Gallego	50,0	EUR	LT2	6,00% ¹³	29/12/2019	29/12/2014	419,0	448,0	NR/NR/NR	NR/NR/NR
5-nov-09	Caixanova	50,0	EUR	LT2	4,00% ¹⁴	16/12/2019	16/12/2014	283,0	286,0	A3/NR/A-	Baa1/NR/BBB+
17-dic-09	Caja Guadalajara	8,5	EUR	LT2	6,00% ¹⁵	30/12/2019	30/12/2014	463,0	497,0	NR/NR/NR	NR/NR/NR

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. Spreads calculados a primera call y a vencimiento sin la 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 ABR09 a JUL11. Entre JUL11 y JUL14, Euribor 3m + 390 pb. A partir de JUL14, Euribor 3m + 465 pb.

8. Trimestral, desde 29/6/2009 a 29/6/2010. Entre 29/6/2010. y 29/6/2014. Euribor 3m + 425 pb con un floor en el 5%. A partir de 29/6/2014. Euribor 3m + 500 pb con un floor en el 5%.

9. Trimestral, desde JUN09 a JUN11. Entre JUN11 y JUN19 Euribor 3m + 525 pb. A partir de JUN19 Euribor 3m + 600 pb.

10. Trimestral, desde JUN09 a JUN11. Entre JUN11 y JUN14 Euribor 3m + 300 pb con un floor en el 4%. A partir de JUN14 Euribor 3m + 350 pb con un floor en el 4%.

11. Trimestral, desde fecha de desembolso hasta JUN10. Entre JUN10 y JUN14 Euribor 3m + 575 pb. A partir de JUN14 Euribor 3m + 575 pb.

12. Trimestral, desde fecha de desembolso hasta SEP09. Entre SEP09 y SEP14 Euribor 3m + 410 pb. A partir de SEP14 Euribor 3m + 460 pb.

13. Trimestral, desde fecha de desembolso hasta el DIC12. Entre DIC12 y SEP19 Euribor 3m + 490 pb con floor en el 5,40%.

14. Trimestral, durante el primer año. Desde el 2º al 5º año, Euribor 3m + 280 pb. A partir del 6º año, Euribor 3m + 290 pb.

15. Trimestral, durante los dos primeros años. Desde el 3º al 5º año, Euribor 3m + 500 pb. A partir del 6º año, Euribor 3m + 550 pb.

3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación

El mercado mayorista de emisiones *senior* de deuda bancaria ha reflejado una actividad mucho más intensa en los últimos meses, producto de la mejora de la situación en los mercados financieros y de la recuperación del apetito inversor por la deuda bancaria. Reflejos de esta mejora son, por un lado, la intensa reducción de los niveles de spread de emisión vs swaps, el alargamiento de plazos y la creciente diversidad de emisores en el mercado primario; y por otro lado, la intensa reducción de spreads vs swaps y reducción de horquillas de cotización bid/ask en el mercado secundario (aspecto que trataremos en el epígrafe 3.2. de este informe). En la tabla 3 se reflejan los niveles de spread de colocación en primario y el nivel actual indicativo

² Según el informe de opinión independiente realizado por Afi y contenido en el folleto de registro de la emisión disponible en CNMV.

en el mercado secundario a 18 de diciembre de 2009, para una selección de emisiones con distintas calificaciones crediticias realizadas en los últimos seis meses. Las fuentes utilizadas son Bloomberg y los documentos de colocadores posteriores a la emisión.

Tabla 3: emisiones recientes en el mercado mayorista de deuda Senior en EUR

Fecha	Emisor	Vol ¹	Divisa	Cupón	Vencimiento	Rating ²	Spread vs swaps	
							Emisión	Actual
7-abr-09	Santander Intl Debt	1.250	EUR	3,375	21/04/2011	AA/AA */	150	17
8-abr-09	Cie Financiere du cred	1.000	EUR	5,375	22/04/2014	A+/NR/	255	52
8-abr-09	Lloyds TSB Bank	692	EUR	6,250	15/04/2014	A+/AA-/	350	135
16-abr-09	BCP	1.000	EUR	5,625	23/04/2014	Ae/A+e/	295	97
16-abr-09	Lloyds TSB Bank	774	EUR	4,375	19/04/2011	A+/AA-/	250	74
20-abr-09	Unicredit Spa	1.000	EUR	4,125	27/04/2012	A/A/	190	50
23-abr-09	Monte dei Paschi Siena	1.000	EUR	4,750	30/04/2014	A/A/	205	78
23-abr-09	HSBC Holdings PLC	1.250	EUR	4,500	30/04/2014	AA-e/Aae/	180	44
24-abr-09	Banesto	1.000	EUR	4,000	08/05/2012	Aa2/AA/AA	180	38
27-abr-09	Standard Chartered PLC	1.250	EUR	5,750	30/04/2014	Ae *-A+e/	312	93
30-abr-09	HSBC	1.250	EUR	4,250	30/04/2014	AA/AA-/	180	44
8-may-09	Banesto	1.000	EUR	4,000	08/05/2012	Aa2/AA/AA	180	70
13-may-09	Banco Sabadell	750	EUR	4,375	22/05/2012	A+/A/	240	77
19-may-09	UBS London	1.500	EUR	5,625	19/05/2014	A+/A+/	290	109
21-may-09	RBS	1.500	EUR	5,750	21/05/2014	AA-/A+/	315	169
27-may-09	Barclays Bank PLC	3.000	EUR	5,250	27/05/2014	AA-e/AA-/	270	82
29-may-09	Skandinaviska Enskilda	1.250	EUR	4,375	29/05/2012	A1/A/A+	235	81
29-may-09	DNB Nor Bank	2.000	EUR	4,500	29/05/2014	AA-/A+/	185	49
5-jun-09	BES	1.750	EUR	5,625	05/06/2014	A/A+/	285	113
12-jun-09	Santander Totta	1.000	EUR	3,750	12/06/2012	AA-/AA/	160	48
17-jun-09	BCP	1.000	EUR	3,750	17/06/2011	A-/A+/	200	56
19-jun-09	Lloyds TSB Bank	2.000	EUR	6,375	17/06/2016	A+/AA-/	315	165
26-jun-09	Commerzbank AG	1.000	EUR	4,750	26/01/2015	A/A+/	180	68
29-jun-09	Caja Madrid	1.000	EUR	3,625	29/06/2011	A/A+/	190	65
28-jul-09	Nordea Bank AB	2.000	EUR	3,000	06/08/2012	AA-/AA-/	85	33
29-jul-09	EFG Hellas plc	500	EUR	4,375	11/02/2013	NR/NR/	220	417
29-jul-09	Banco Popolare	1.000	EUR	3,750	07/08/2012	A2/A-/A- *-	165	115
31-jul-09	Credit Suisse London	2.000	EUR	4,750	05/08/2019	Aa1/A+/AA+	125	95
6-ago-09	Barclays Bank PLC	2.000	EUR	4,875	13/08/2019	AA-/AA-/	173	99
12-ago-09	Société Generale	1.250	EUR	3,750	21/08/2014	A+/A+/	132	44
13-ago-09	Svenska Handelsbanken	2.000	EUR	3,000	20/08/2012	AA-/AA-/	166	44
26-ago-09	Lloyds TSB Bank	1.500	EUR	5,375	03/09/2019	Aa3/A+/AA-	193	176
26-ago-09	Westlb AG	1.000	EUR	3,500	03/09/2012	BBB+/A- */	221	62
8-sep-09	Alpha Credit Group Plc	750	EUR	3,875	17/09/2012	NR/NR/	254	366
9-sep-09	Generali	1.750	EUR	5,125	16/09/2024	Aa3/AA-/AA-	130	90
10-sep-09	KBC IFIMA NV	1.250	EUR	4,500	17/09/2014	Aa3/A/A	180	139
14-sep-09	Caisse Cent Credit Immob	500	EUR	2,625	23/09/2011	A1/A/A+	99	51
14-sep-09	Skandinaviska Enskilda	500	EUR	3mE+115 pb	21/09/2012	A1/A/A+	125	90
15-sep-09	Westpac Banking Group	1.750	EUR	4,250	22/09/2016	AA/AA-/	196	83
23-sep-09	RBS	2.000	EUR	5,375	30/09/2019	AA-/A+/	225	204
24-sep-09	Allied Irish Bank Plc	1.000	EUR	4,500	01/10/2012	A1/A/A+	250	321
28-sep-09	BK Nederlandse Gemeenten	2.000	EUR	2,875	15/01/2015	AAA/AAA/	84	5
29-sep-09	Bank of Ireland	1.000	EUR	4,625	08/04/2013	A1/A/NR	245	275
1-oct-09	Bayerische Landesbank	1.000	EUR	3,500	08/10/2013	A1/NR/A+	120	38
15-oct-09	Banco Popolare	1.000	EUR	4,125	22/10/2014	A2/A-/A- *-	135	129
4-nov-09	Commonwealth Bank	1.500	EUR	4,250	10/11/2016	Aa1/AA/AA	108	79
10-nov-09	Aust & NZ Banking Group	1.000	EUR	2,625	16/11/2012	AA/AA-/	57	32
12-nov-09	Banco Sabadell	800	EUR	3mE+80 pb	20/02/2012	A/A+/	90	96
12-nov-09	Intesa Sanpaolo Spa	1.500	EUR	3,750	23/11/2016	AA-/AA-/	68	71
12-nov-09	Criteria Caixa Corp	1.000	EUR	4,125	20/11/2014	A/	145	124
17-nov-09	National Australia Bank	2.000	EUR	3,500	23/01/2015	AA/AA/	83	81
18-nov-09	Lloyds TSB Bank	1.500	EUR	3,250	26/11/2012	A+/AA-/	125	114
23-nov-09	HSBC Bank	1.250	EUR	3,750	30/11/2016	AA/AA/	67	45
24-nov-09	Banco Comercio Portugues	500	EUR	3mE+90 pb	28/02/2013	A-/A+/	97	100
25-nov-09	Banque Populaire Caisse	500	EUR	2,625	07/12/2012	A+/A+/	60	39
9-dic-09	Societe Generale	1.500	EUR	3mE+25 pb	21/12/2012	Aa2/A+/A+	30	28
14-dic-09	BNP Paribas	1.000	EUR	3mE+25 pb	21/06/2012	Aa1/AA/AA	28	19

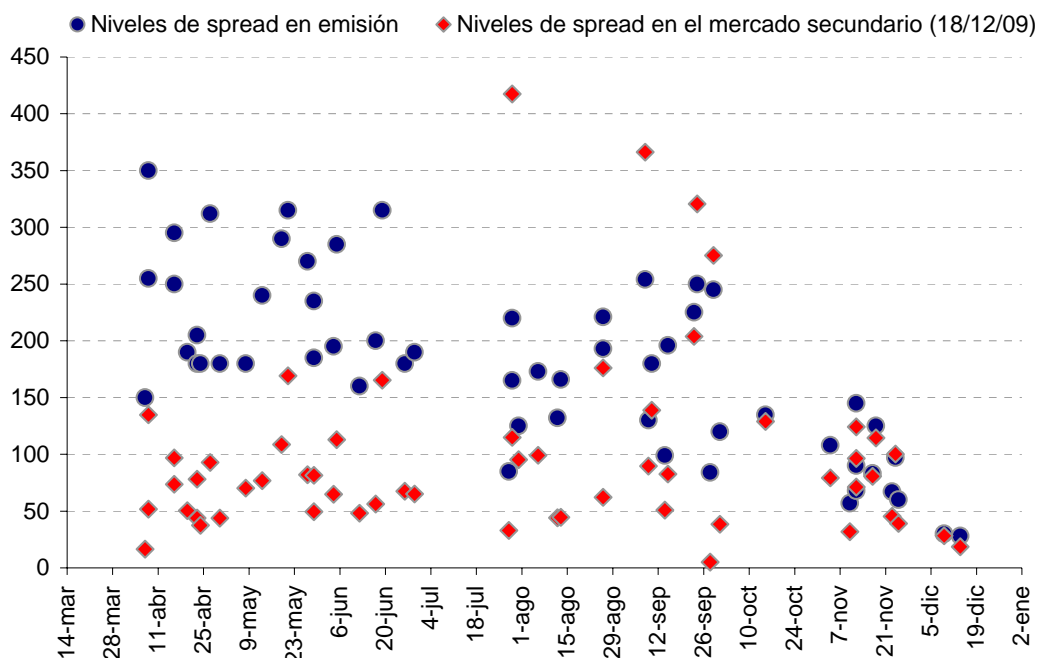
1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

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

Entre los emisores españoles, las más cercanas en el tiempo corresponden a las emisiones de Banc Sabadell el 8 de mayo de 2009 (colocada a un spread vs swaps de 240 pb), de Caja Madrid el 29 de junio de 2009 (a un spread vs swaps de 190 pb), de nuevo Banc Sabadell el 12 de noviembre de 2009 (a un spread vs Euribor 3 meses de 80 pb) y finalmente, de Critería Caixa Corp el mismo 12 de noviembre (emitida a 145 pb sobre swaps).

Las emisiones recogidas en la tabla 3 cotizan actualmente niveles de spreads vs swaps en el mercado secundario en torno a un 45% por debajo, en media, de sus niveles de colocación originales en el mercado primario (ver gráfico 1).

Gráfico 1: spread vs swaps (pb) de deuda bancaria senior en EUR en el momento de emisión vs mercado secundario a 18 de diciembre de 2009



3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario

El objeto de este apartado del informe es analizar los niveles de diferencial o spread vs swaps vigentes a mediados de octubre en el mercado secundario de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II en euros.

En este punto, hay que destacar que las condiciones de liquidez actuales en los mercados de capitales han mejorado de forma muy significativa frente a las vigentes durante los primeros seis meses del ejercicio 2009, mejora que ha sido paralela a una intensa recuperación del apetito inversor por casi cualquier instrumento de renta fija privada.

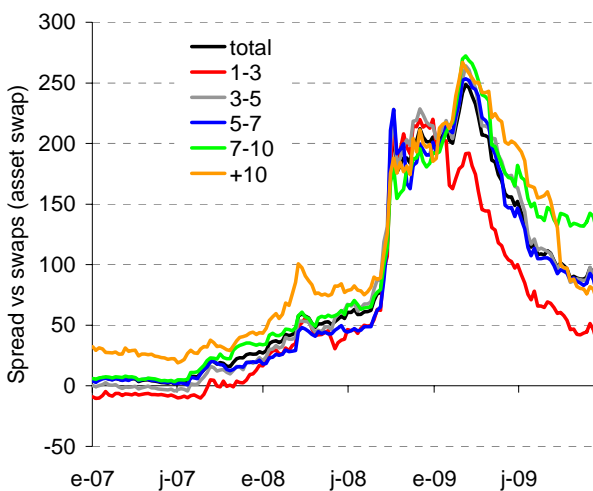
En efecto, salvo en contadas excepciones, como por ejemplo en el caso de titulizaciones de activos con rating inferior a AAA, todos los segmentos de deuda

corporativa y financiera, con grado de inversión o grado especulativo (*high yield*), de covered bonds, deuda senior, subordinada, preferente o convertible, han experimentado una intensa compresión de spreads o diferenciales crediticios y reducción de las horquillas de cotización entre precios de demanda y oferta (bid/ask).

En los gráficos 2 a 5, se puede observar la evolución de los diferenciales frente a swaps para emisiones de deuda bancaria con distinta prelación. La fuente de dichos gráficos son los índices SUSI de JP Morgan (*Subordinated Securities Indices*), disponibles en Bloomberg y en la página web www.morganmarkets.com.

Gráfico 2: *spread vs swaps (pb) a vencimiento de deuda financiera senior (asset swap, JP Morgan SUSI indices)*

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



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

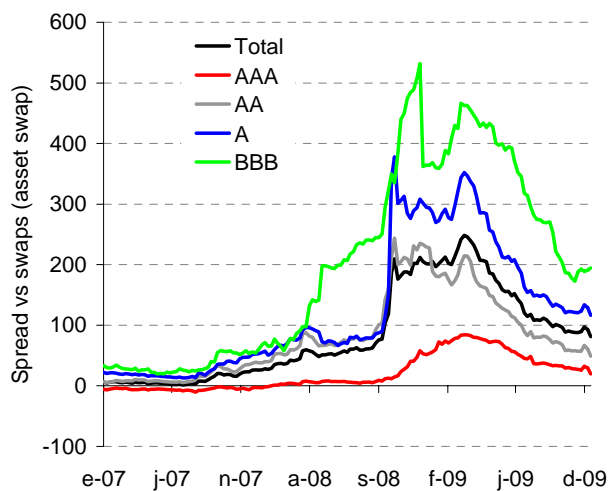
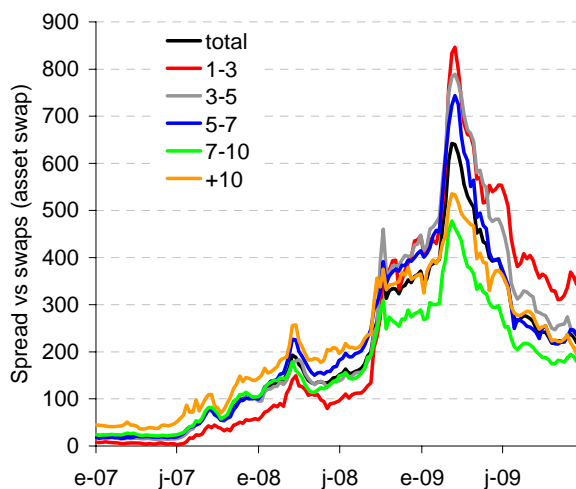


Gráfico 3: *spread vs swaps (pb) calculado a la call para deuda financiera Lower Tier II (asset swap, JP Morgan SUSI indices)*

(3.a) *Spread de deuda Lower Tier II en €: plazo*



(3.b) *Spread de deuda Lower Tier II en €: rating*

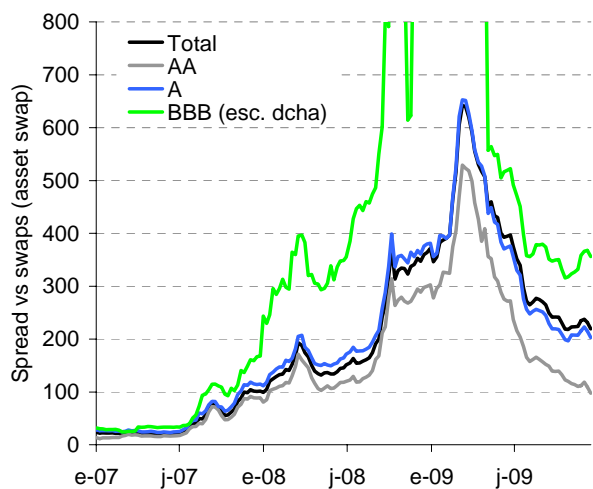
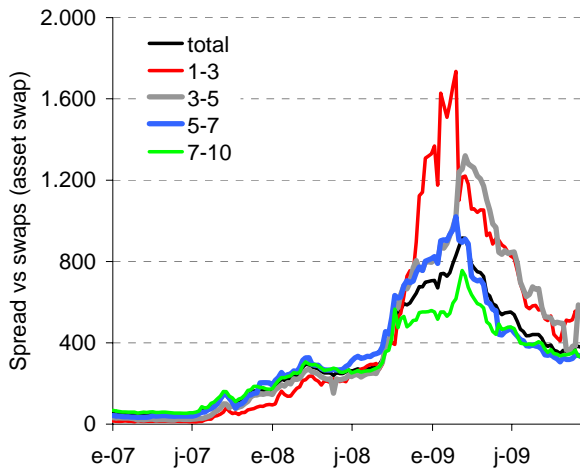


Gráfico 4: spread vs swaps (pb) calculado a la call para deuda financiera Upper Tier II (asset swap, Fuente: JP Morgan SUSI indices)

(4.a) Spread de deuda UpperTier II en €: plazo



(4.b) Spread de deuda UpperTier II en €: rating

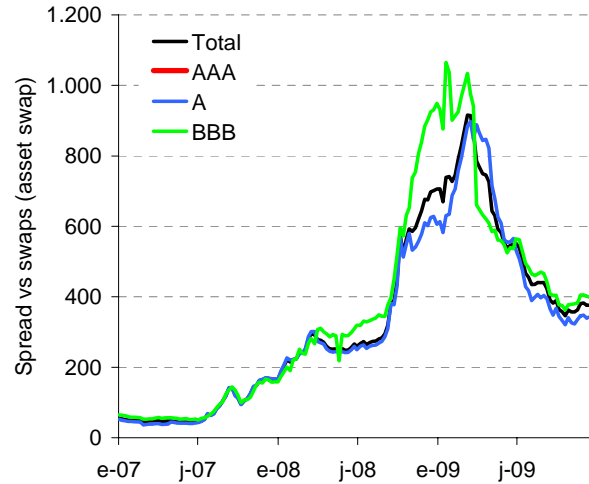
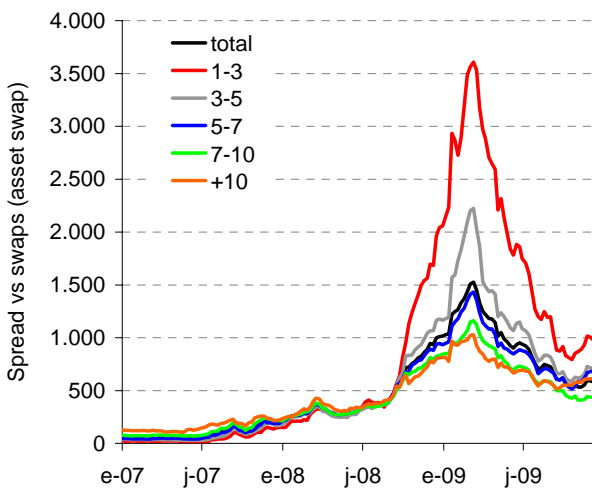
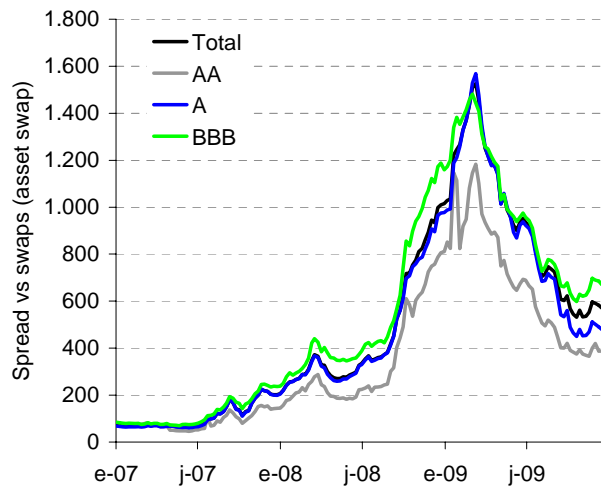


Gráfico 5: spread vs swaps (pb) calculado a la call para deuda financiera Tier I (asset swap, Fuente: JP Morgan SUSI indices)

(5.a) Spread de emisiones Tier I en €: plazo



(5.b) Spread de emisiones Tier I en €: rating



El repunte de spreads en deuda bancaria ha sido, desde mediados de 2007, generalizado por escalas de rating y creciente a medida que descendemos en la prelación de las emisiones. Los máximos de spread vs swaps se alcanzaron durante la primavera pasada, momento a partir del cual se inició un proceso de reducción -que todavía permanece- que nos sitúa, a mediados de diciembre de 2009, en niveles inferiores a los de septiembre de 2008 (es decir, antes de la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers).

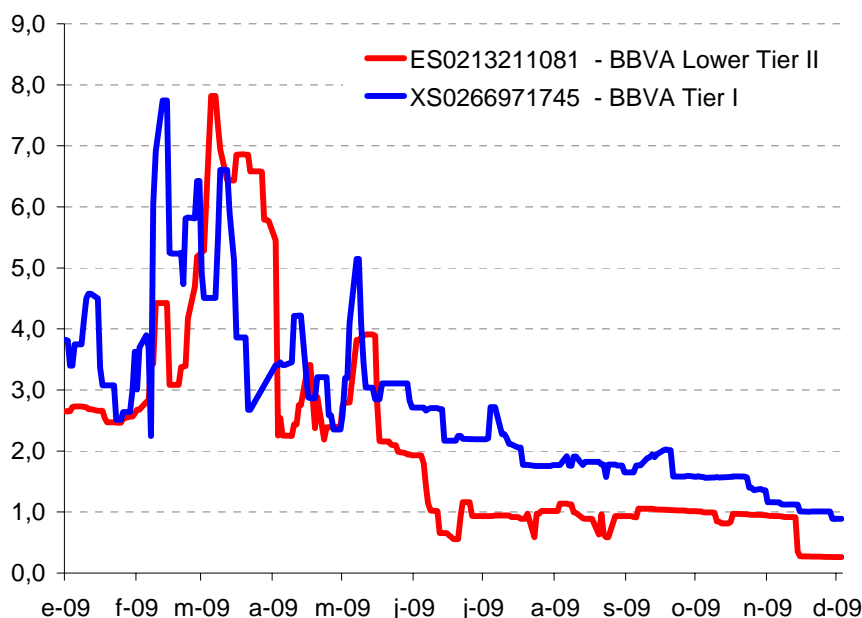
Hay que tener en cuenta que los índices de JP Morgan proporcionan spread vs swaps -tanto para el índices como para los bonos que lo componen- calculados i) para

emisiones sin call a la fecha de vencimiento y ii) para emisiones con call, a la fecha de primer ejercicio de la opción de amortización. Al estar calculados a la fecha de primera call, los spreads de deuda subordinada -tanto Lower Tier II como Upper Tier II- y de participaciones preferentes Tier I no son directamente comparables con los de deuda senior, calculados a vencimiento (en ésta última categoría no existen, por lo general, opciones de amortización anticipada para el emisor).

A pesar de la reducción de spreads crediticios acaecida en los últimos meses, las actuales condiciones de mercado siguen reflejando la permanencia de una elevada expectativa de alta probabilidad de no ejercicio de la opción de amortización anticipada (que sitúa el valor de la opción en prácticamente cero), frente a la práctica común hasta 2008 de ejercitar “siempre” dicha opción. Ello introduce una distorsión importante a la hora de medir correctamente el riesgo de crédito de emisiones con opción de amortización anticipada.

Así, aunque la convención de mercado secundario sea, para las emisiones con *call* determinar el spread vs swaps asumiendo que se ejercerá la *call*, el spread vs swaps con el que medir el riesgo de crédito del instrumento y actualizar el valor de los flujos de pago futuros, se corresponde en la práctica con el calculado a vencimiento. Es por ello que, a la hora de determinar los niveles razonables que definen el mercado mayorista a mediados de octubre, nos decantemos por analizar únicamente emisiones de deuda subordinada Lower Tier II sin opción de amortización anticipada.

Gráfico 6: diferencia entre cotizaciones bid y ask (en puntos porcentuales) para emisiones de deuda bancaria subordinada y participaciones preferentes de BBVA



En referencia a la mejora de la liquidez en el mercado secundario, el gráfico 6 ofrece un claro ejemplo de la reducción de las horquillas de precios de demanda y oferta para deuda bancaria subordinada *Lower Tier II* y participaciones preferentes *Tier I* emitidas por BBVA. Como puede apreciarse en dicho gráfico, las horquillas de precio bid/ask cotizadas en el mercado secundario se encuentran hoy muy por debajo de los niveles

de la primavera pasada, que reflejaban una situación de muy elevado estrés de mercado y/o iliquidez. La fuente de estos datos es Bloomberg³.

A pesar de esta evidente mejora de las condiciones de liquidez, a la hora de determinar las condiciones de mercado secundario mayorista vigentes, en nuestra opinión, a mediados de octubre para emisiones de deuda subordinada bancaria *Lower Tier II*, creemos necesario complementar la información provista por los terminales de información financiera tradicionales (Bloomberg, Reuters, etc) con otras referencias que consideramos adecuadas y fiables.

En este sentido, en los análisis realizados en los puntos 3.2.1 a 3.2.3 siguientes se utilizarán, para establecer un rango además de las citadas cotizaciones para emisiones de deuda subordinada Lower Tier II de Bloomberg, cotizaciones para las referencias que componen el índice de deuda subordinada bancaria Lower Tier II de Merrill Lynch⁴ (ELT2 o *Lower Tier II Securities Index*) e información histórica de los índices SUSI de JP Morgan y de los índices iTraxx de deuda financiera senior y subordinada.

3.2.1 Generación de curvas de spread por rating para deuda subordinada.

Afi calcula periódicamente curvas de spread por rating y plazo para distintos tipos de deuda, ya sea renta fija privada, *covered bonds*, deuda financiera, etc, para realizar valoraciones de instrumentos y/o carteras. En el caso que nos ocupa, la deuda bancaria subordinada Lower Tier II, las curvas de spread vs swaps a vencimiento para emisiones sin opción de amortización a 15 de diciembre de 2009 son las reflejadas en los gráficos 7 a y b. El proceso de generación de estas curvas consiste en una serie de pasos que detallamos a continuación:

- Definición del conjunto de instrumentos para los cuales se recopilará información de mercado secundario. Para la curva de deuda subordinada Lower Tier II se han tomado 86 emisiones sin opción de amortización contenidas en el índice ELT2 de Merrill Lynch.
- Obtención de cotizaciones de rentabilidad a vencimiento (TIR) para los instrumentos seleccionados. Para ello, y con el objeto de obtener un contraste de varias fuentes, se tomarán tanto los datos ofrecidos por Bloomberg⁵ como los de Merrill Lynch.
- Cálculo, para ambos conjuntos de cotizaciones –Bloomberg y Merrill Lynch- del spread vs swaps a vencimiento para cada instrumento. Ello se realiza vía comparación de las TIR obtenidas en el punto anterior y el tipo swap interpolado al vencimiento del instrumento.
- Agrupación de los instrumentos por escalón de rating y por plazo⁶, depuramiento de datos considerados *outliers* y cálculo de medianas de spreads

³ Se ha utilizado la contribución denominada “Composite Bloomberg Bond Trader o CBBT”.

⁴ JP Morgan y Merrill Lynch son dos de los mayores intermediarios de bonos corporativos y financieros a nivel global, y sus índices son ampliamente utilizados por los participantes del mercado como referencia.

⁵ En concreto, se toma el campo <YLD_YTM_MID>

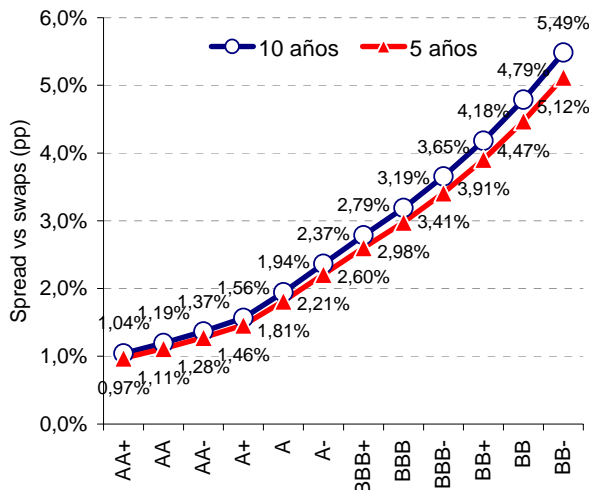
⁶ Se clasifican los instrumentos en base a las escalas de rating de Moody’s, S&P y Fitch, agrupándose a su vez en dos plazos genéricos: 5 años (emisiones con vencimiento residual comprendido entre 3 y 7 años) y 10 años (emisiones con vencimiento residual comprendido entre 7 y

vs swaps para cada grupo de instrumentos (rating y plazo) considerado representativo⁷ y para cada fuente de cotizaciones.

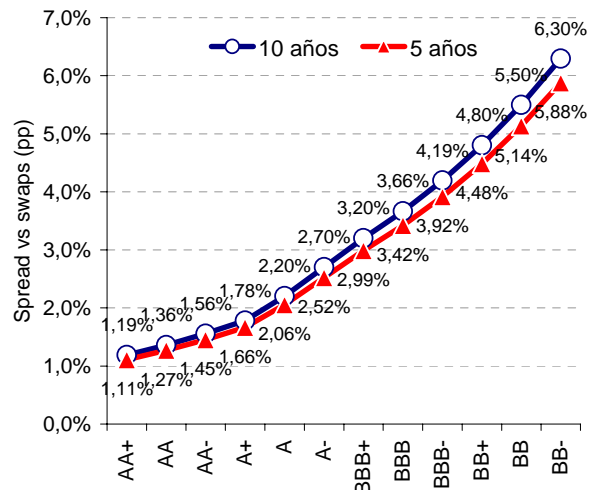
- Construcción de curvas completas de spread por rating para cada plazo, a partir de los grupos de instrumentos considerados representativos, mediante la aplicación de multiplicadores de salto de spreads entre categorías adyacentes de rating⁸.
- En el caso de no contar con grupos de instrumentos representativos para determinados plazos, se procederá a su extrapolación mediante la aplicación de multiplicadores de pendiente de spreads⁹

Gráficos 7 a y b: curvas de spread vs rating de emisión, calibradas por Afi a 5 y 10 años para deuda subordinada Lower Tier II en euros a 15/12/09

(7.a) spread vs rating en Lower Tier II a 5 y 10 años calculadas con datos de Bloomberg



(7.b) spread vs rating en Lower Tier II a 5 y 10 años calculadas con datos de Merrill Lynch



Con los datos de mercado secundario a 18 de diciembre de 2009, se han obtenido niveles de mediana de spread vs swaps suficientemente representativos para los escalones de rating A1/A+, A2/A, A3/A- y Baa1/BBB+ al plazo de 5 años y para ambas fuentes, Bloomberg y Merrill Lynch. En el caso de emisiones al plazo de 10 años tan sólo se han obtenido niveles de mediana de spread vs swaps representativos para ratings A2/A y A3/A-.

De esta forma, para completar ambas curvas de spread vs swaps por plazo y rating, se ha procedido a:

⁷ Se considerará representativo un grupo de instrumentos para un rating y plazo determinado cuando se cuente con un número de emisiones superior o igual a 3.

⁸ Los multiplicadores se calcularán a través de la información proporcionada por las series históricas de spreads de los índices de deuda Senior y Lower Tier II proporcionados por JP Morgan (SUSI índices).

⁹ Los multiplicadores de pendiente de spreads para distintos plazos y un mismo nivel de rating se obtienen de las cotizaciones de CDS senior y subordinado a 5 y 10 años de los bancos que componen el iTraxx.

- (1) Para el caso de la curva Lower Tier II al plazo de 5 años, a extrapolar los niveles de spread vs swaps para los ratings sin cotizaciones significativas mediante la aplicación de multiplicadores de 1,149x a los spreads vs swaps representativos de ratings adyacentes. Este multiplicador es el que se deriva del promedio histórico desde 2001 para los spreads de deuda subordinada Lower Tier II de los índices SUSI de JP Morgan (ver tabla 4).
- (2) Para el caso de la curva Lower Tier II al plazo de 10 años, a extrapolar los niveles de spread vs swaps para los ratings sin cotizaciones significativas mediante la aplicación de multiplicadores de 1,071x a los spreads vs swaps representativos de los mismos ratings de la curva Lower Tier II a 5 años. Este multiplicador de pendiente 5-10 años se obtiene de los cocientes de spreads entre cotizaciones de CDS senior y subordinado a 5 y 10 años para los bancos del iTraxx a fecha 18 de diciembre de 2009 (ver tabla 5).

Tabla 4: Multiplicadores de spreads vs swaps entre ratings adyacentes en base a series históricas de los índices SUSI de JP Morgan (2001-DIC09).

	Senior		Lower Tier II		Upper Tier II		Tier 1	
	A/AA	BBB/A	A/AA	BBB/A	A/AA	BBB/A	A/AA	BBB/A
MAY09-hoy	1,856	1,783	1,570	1,541	1,470	1,132	1,307	1,169
3 escalones *	1,820		1,556		1,301		1,238	
1 escalón **	1,221		1,159		1,092		1,074	
2007-hoy	1,576	1,533	1,366	1,641	1,643	1,163	1,315	1,182
3 escalones *	1,555		1,503		1,403		1,248	
1 escalón **	1,158		1,145		1,119		1,077	
2001-07	1,823	3,432	1,539	1,472	1,196	1,714	1,383	1,430
3 escalones *	2,628		1,506		1,455		1,407	
1 escalón **	1,380		1,146		1,133		1,120	
2001-hoy	1,742	1,932	1,463	1,571	1,355	1,545	1,330	1,305
3 escalones *	1,837		1,517		1,450		1,317	
1 escalón **	1,225		1,149		1,132		1,096	

(*) Promedio de medianas para ambos saltos de rating en el período correspondiente.

(**) Raíz cúbica del salto promedio para 3 escalones.

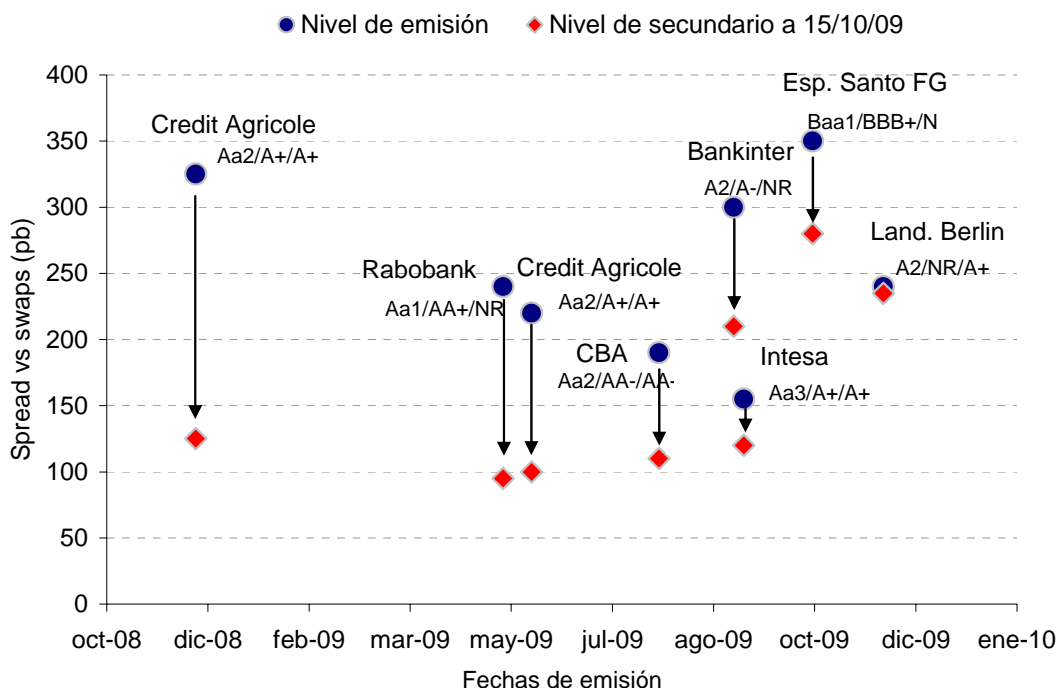
Tabla 5: Cociente de spreads de CDS a 10 vs 5 años para deuda senior y subordinada de bancos del iTraxx a 18/12/09 (Fuente: bloomberg).

Referencia	Senior			Subordinado		
	CDS 5	CDS 10	Múltiplo	CDS 5	CDS 10	Múltiplo
MONTE DEI PASCHI	77,4	87,0	1,12	127,5	134,9	1,06
BBVA	68,5	93,2	1,36	110,0	134,4	1,22
ESPIRITO SANTO	118,6	128,0	1,08	186,4	195,6	1,05
SANTANDER	82,5	90,9	1,10	123,3	131,0	1,06
BNP	61,6	68,8	1,12	98,2	105,2	1,07
COMMERZBANK	63,9	73,7	1,15	183,2	191,6	1,05
CREDIT AGRICOLE	80,0	90,3	1,13	117,1	125,4	1,07
CREDIT SUISSE	62,7	72,2	1,15	100,9	109,4	1,08
DEUTSCHE BANK	77,5	88,2	1,14	112,4	121,7	1,08
SANPAOLO	60,0	70,7	1,18	104,0	114,4	1,10
SOCIETE GENERALE	79,7	89,1	1,12	119,6	129,7	1,08
UBS	83,7	94,2	1,13	123,7	132,9	1,07
UNICREDIT	96,2	105,6	1,10	150,8	159,4	1,06
Promedio	77,9	88,6	1,144	127,5	137,4	1,082
Mediana	77,5	89,1	1,125	119,6	131,0	1,071

3.2.2 Emisiones recientes de deuda subordinada en el mercado mayorista: niveles actuales en mercado secundario.

Tal y como se avanzó en el punto 3.1 de este informe, consideramos clave la información de niveles de mercado secundario de aquellas emisiones de deuda subordinada Lower Tier II al plazo de 10 años realizadas en los últimos meses. Esta información queda recogida, además de en la tabla 1, en el gráfico 8 siguiente, donde se observa la variación de spreads vs swaps frente a los niveles de emisión en el mercado primario. La fuente de los datos de mercado secundario es Bloomberg.

Gráfico 8: niveles de spread vs swaps en emisión y actual en mercado secundario para emisiones mayoristas de deuda subordinada Lower Tier II (Fuente: Bloomberg)

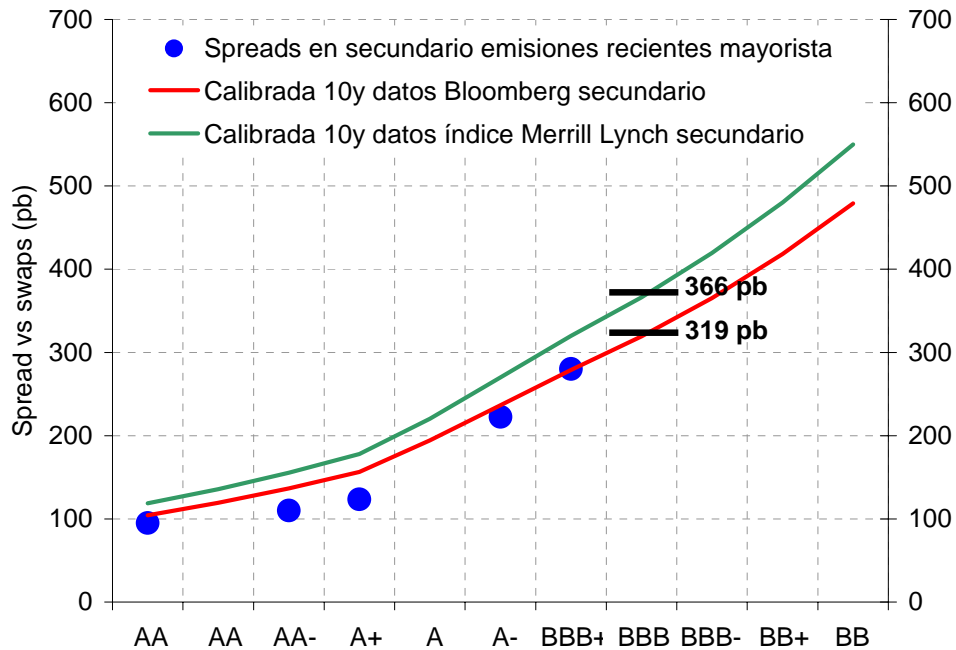


3.2.3 Determinación del rango razonable para la emisión objeto de este informe.

Una vez calibradas las curvas de spread vs swaps por rating y plazo para emisiones de deuda subordinadas Lower Tier II a 15 de diciembre de 2008 (punto 3.2.1 de este informe), y la información de spreads vs swaps en el mercado secundario para emisiones similares de reciente emisión en el mercado primario mayorista (punto 3.2.2 de este informe), procedemos a compilar la información relevante a efectos de definir un rango de spreads vs swaps razonable para una emisión de deuda subordinada Lower Tier II con rating Baa2/BBB por Moody's y Fitch, respectivamente, a esta fecha.

Como refleja el gráfico 9 siguiente, de ambos análisis se puede extraer que el rango definido por niveles de spreads vs swaps a vencimiento entre 319 y 366 pb es una referencia razonable para una emisión de deuda subordinada Lower Tier II con rating de emisión Baa2/BBB.

Gráfico 9: curvas Afi de spread vs rating para deuda subordinada Lower Tier II en euros al plazo de 10 años y spreads en secundario de emisiones recientes en primario mayorista a 15/12/09.



4. Conclusiones

En el **mercado primario mayorista** se han emitido en los últimos meses un número significativo de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II en euros, sin opción de amortización y con vencimiento original a 10 años. Los spreads de dichas emisiones en el mercado secundario a mediados de octubre se sitúan substancialmente por debajo de los niveles de colocación original (punto 3.2.2 del informe), y definen un rango de entre 95 pb para emisiones con rating Aa1/AA+ y 280 pb para emisiones con rating Baa1/BBB+. Frente a estos niveles de mercado secundario, el spread vs swaps a vencimiento de la emisión de deuda subordinada Lower Tier II de Caja España (366 pb) compara razonablemente.

Frente a la única referencia de deuda subordinada en mercados mayoristas realizada recientemente por una entidad española, **Bankinter** (rating de emisión A2/A-/A) la comparación también resulta razonable. Ésta emisión, colocada a principios de septiembre a un spread vs swaps de 300 pb, cotiza a mediados de diciembre en torno a referencias de 210 pb sobre swaps en el mercado secundario; y la aplicación de tres saltos o escalones de rating -en base a un multiplicador 1,149x por escalón- arrojaría niveles de 319 pb, frente a los 366 pb calculados en el punto 2.3 para la emisión de Caja España objeto de este informe.

La comparación con **emisiones similares destinadas a inversores minoristas** en el mercado doméstico español no es el objeto de este informe. En cualquier caso, habría que señalar que el spread de la emisión de deuda subordinada de Caja España compara adecuadamente con emisiones similares recientes de emisores españoles con rating cercano, si se tuviera en cuenta i) la migración de ratings a la baja y, sobre todo, ii) la intensa reducción de spreads vs swaps acaecida en los últimos meses en el mercado secundario mayorista para este tipo de emisiones.

Por otro lado, del análisis de un universo suficientemente significativo de emisiones de LT2 sin opción de amortización en el **mercado secundario mayorista** (punto 3.2.1 de este informe) se deriva un rango de spreads vs swaps a vencimiento para emisiones de deuda subordinada Lower Tier II, con rating Baa2/BBB y plazo de 10 años de entre 319 y 366 pb para mediados de diciembre de 2009. El spread a vencimiento que arroja la emisión sin rating de deuda subordinada de Caja España se sitúa en 366 pb, justo en la parte superior de este rango.

En conclusión, el spread vs swaps para la emisión de Caja España objeto de este informe, si consideramos simplemente el “spread a vencimiento sin la call” (366 pb), se encontraría en nuestra opinión **en el entorno “razonable” de spreads que definen los niveles promedio de spreads vs swaps a vencimiento para emisiones de naturaleza y calidad crediticia similar en mercados mayoristas** en el período de elaboración de este informe, y que se corresponde con la horquilla definida por 319 y 366 pb.

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 finalizado el día 22 de diciembre de 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 para uso interno de Caja España, o para su presentación a CNMV y su mención y anexo en la nota de valores, sin que pueda utilizarse para ningún otro propósito.

Fdo: Daniel Manzano Romero

Socio- Analistas Financieros Internacionales