

Comisión Nacional del Mercado de Valores
Calle Miguel Ángel, 11
28010 Madrid

En Valencia, a 2 de abril de 2009

Ref.: Condiciones Finales de la Décima Emisión de Obligaciones Subordinadas de Bancaja

D. Miguel Ángel Soria Navarro, Director Financiero de la Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante (Bancaja)

CERTIFICO

Que el contenido del soporte informático adjunto a esta carta para su depósito en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se corresponde en todos sus términos con las Condiciones Finales de la DÉCIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS DE CAJA DE AHORROS DE VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE, BANCAJA, que han sido verificadas e inscritas en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 2 de abril de 2009.

Se autoriza a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que publique en su página Web el contenido del soporte informático de las Condiciones Finales.

Atentamente,

Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante (Bancaja)
P.P.

D. Miguel Ángel Soria Navarro



CONDICIONES FINALES

**DÉCIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS DE
CAJA DE AHORROS DE VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE,
BANCAJA**

**EMITIDA BAJO EL FOLLETO DE BASE DE EMISIÓN
DE VALORES DE RENTA FIJA DE
CAJA DE AHORROS DE VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE,
BANCAJA
DE FECHA 11 DE DICIEMBRE DE 2008 (FOLLETO BASE)**

I. RESUMEN

El presente capítulo introductorio es un resumen de los términos y condiciones de la 10ª emisión de obligaciones subordinadas de Bancaja por un importe nominal de 1.000.000.000 euros. El número de valores objeto de la presente Emisión es de 1.000.000, con un valor nominal por obligación subordinadas de 1.000 euros. Este resumen incluye los riesgos esenciales asociados al emisor, y los valores a emitir.

El presente resumen, las Condiciones Finales, el Folleto Base de Emisión de Valores de Renta Fija y el Documento de Registro del Emisor, así como sus suplementos, serán referidos, conjuntamente, como el “**Folleto**”.

Se hace constar expresamente que:

- (i) Este resumen debe leerse como introducción al Folleto,
- (ii) Toda decisión de invertir en los Valores debe estar basada en la consideración por parte del inversor del Folleto en su conjunto.
- (iii) No se derivará responsabilidad civil alguna de este resumen o de la información contenida en él, incluida cualquiera de sus traducciones, para cualquier persona responsable de su contenido a menos que el resumen resulte ser engañoso, inexacto o incoherente al ser leído conjuntamente con las restantes partes del Folleto.
- (iv) En caso de iniciarse ante un tribunal un procedimiento de reclamación en relación con la información contenida en este Folleto, el inversor demandante podría, en virtud de la legislación de los Estados miembros del Espacio Económico Europeo, tener que hacer frente a los gastos de la traducción de este Folleto con carácter previo al inicio de dicho procedimiento judicial.

1.- FACTORES DE RIESGO DE LA EMISIÓN

Riesgo de subordinación y prelación de los inversores ante situaciones concursales: En caso de producirse una situación concursal de Bancaja, las obligaciones subordinadas estarán situados por detrás de los acreedores comunes y de los privilegiados, y no gozarán de preferencia entre ellos. En todo caso se situarán por delante de las cuotas participativas y participaciones preferentes emitidas o garantizadas por el Emisor.

Riesgo de liquidez o representatividad de los valores en el mercado: Es el riesgo de que los operadores del mercado no encuentren contrapartida para los valores.

Los valores que se emiten son valores de nueva emisión cuya distribución podría no ser muy amplia. Aunque se solicitará la admisión a negociación de los valores emitidos al amparo del Folleto Base en el Mercado AIAF de Renta Fija, no es posible asegurar que vaya a producirse una negociación activa en el mercado. Tampoco es posible asegurar el desarrollo o liquidez de los mercados de negociación para la presente emisión.

El Emisor no ha suscrito ningún contrato de liquidez para la presente emisión, por lo que no existe ninguna entidad que se haya comprometido a proporcionar dicha liquidez a la misma. En las

actuales condiciones de mercado, sería posible que el inversor se encontrase con dificultades para hacer líquida su inversión a un precio razonable.

Riesgo de solvencia: El riesgo de solvencia es la contingencia de pérdida por deterioro de la estructura financiera de la entidad o garantía del valor y que puede generar disminución en el valor de la inversión o en la capacidad de pago del Emisor.

Riesgo de mercado: Es el riesgo generado por cambios en las condiciones generales del mercado frente a las de la inversión. Las emisiones de obligaciones subordinadas están sometidas a posibles fluctuaciones de sus precios en el mercado en función, principalmente, de la evolución de los tipos de interés y de la duración de la inversión.

Riesgo de amortización anticipada de los valores: Las Condiciones Finales de la presente emisión establecen la posibilidad de amortización anticipada a opción de Bancaja, es posible que Bancaja proceda a amortizar los valores anticipadamente. En tal caso, un inversor podría no ser capaz de reinvertir el resultado de dicha amortización anticipada en valores comparables y al mismo tipo de interés.

Calidad Crediticia de la Emisión: las obligaciones que se emitan en la presente emisión amparada en las Condiciones Finales de la 10ª Emisión de Obligaciones Subordinadas de la Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja han recibido las siguientes calificaciones definitivas de las agencias de calificación de riesgo crediticio: BBB+ de Fitch con fecha el 1 de abril de 2009 y A3 de Moody's con fecha 30 de marzo de 2009.

2.- FACTORES DE RIESGO DEL EMISOR

Los factores de riesgo relativos a Bancaja son los siguientes:

Riesgo de solvencia: Es la contingencia de pérdida por deterioro de la estructura financiera de la entidad o garantía del valor y que puede generar disminución en el valor de la inversión o en la capacidad de pago del Emisor.

Bancaja ha sido calificada por las agencias internacionales de rating Moody's Investors Services y Fitch Ratings.

Las calificaciones otorgadas por Moody's y por Fitch en 1997 fueron revisadas en agosto y diciembre de 2008, respectivamente.

Los rating vigentes para Bancaja son los siguientes:

Agencia de Rating	Calificación				
	Reino de España		Bancaja		
	Largo Plazo	Largo Plazo	Corto Plazo	Fortaleza Financiera	Perspectiva
Moody's	Aaa	A2	P-1	C	Estable
Fitch	AAA	A-	F2	B/C	Estable

A continuación se presenta la evolución de los recursos propios, el ratio BIS II y el coeficiente de solvencia del Grupo Bancaja en las fechas indicadas.

Grupo Bancaja	31/12/2008	31/12/2007	Variac. anual	
	(miles euros)		(%)	Absoluta
Requerimiento de recursos mínimos	5.934.301	5.883.560	0,86	50.741
Total recursos propios computables	8.227.453	8.716.729	-5,61	-489.276
Ratio BIS II	11,09	11,85	-6,42	-0,76

Riesgo de mercado: Consiste en la posibilidad de que se produzcan pérdidas en las inversiones mantenidas debido a movimientos adversos en los precios de mercado. La gestión de este riesgo tiene como objetivo fundamental limitar la posibilidad de pérdidas y optimizar la relación entre el nivel de exposición asumido y los beneficios esperados, de acuerdo con los objetivos de la Entidad.

Riesgo de liquidez: Es la incapacidad potencial para acceder a los mercados y disponer de fondos líquidos, en la cuantía requerida y al coste adecuado, para hacer frente a sus compromisos de pago.

A continuación se muestra el GAP comercial de Grupo Bancaja a 31 de diciembre de 2008 y 31 de diciembre de 2007:

(miles de euros)	31/12/2008	31/12/2007
+ Crédito a la Clientela	83.902.472	80.243.007
- Depósitos de la Clientela	43.490.350	36.710.473
	40.412.122	43.532.534

Asimismo, durante el ejercicio 2008, el Grupo Bancaja ha seguido una política de autofinanciación de la red con el objetivo de gestionar las necesidades de liquidez en un entorno de mercados institucionales de financiación prácticamente cerrados, y de generación de activos líquidos posibilitando en su caso disponer de mayores garantías y obtener financiación del Banco Central Europeo. A 31 de diciembre de 2008, Grupo Bancaja tenía una posición con Banco Central de 9.760 millones, quedando disponibles activos líquidos por 3.540 millones.

Bancaja no tiene, a corto plazo, vencimientos de deuda significativos que puedan afectar negativamente a sus flujos de caja.

Riesgo de interés: Es el riesgo de incurrir en variaciones negativas del valor económico del balance o del margen de intermediación, consecuencia del efecto de los movimientos de las curvas de tipos de interés en los tipos a los que se renuevan las distintas masas del balance.

Riesgo operacional: Es la posibilidad de pérdidas directas e indirectas provocadas por fallos o usos inadecuados de procesos internos, errores humanos o mal funcionamiento de los sistemas, así como las ocasionadas por eventos externos.

Riesgo de crédito: Es el riesgo de que se ocasionen pérdidas por el incumplimiento de las obligaciones de pago por parte de los acreditados así como pérdidas de valor por el simple deterioro de la calidad crediticia de los mismos.

	31/12/2008	31/12/2007
Crédito a la Clientela (Bruto)	85.541.608	81.315.622
Activos dudosos	3.659.497	693.844
Ratio Morosidad	4,28	0,85
Ratio de Cobertura	56,80	230,43

Entre el 31 de diciembre de 2007 y el 31 de diciembre de 2008 el ratio de morosidad ha pasado de 0,85 al 4,28, lo que supone un fuerte incremento de la morosidad. Asimismo el ratio de cobertura ha descendido desde el 230,43% hasta el 56,80%, lo que supone una fuerte disminución del ratio de cobertura.

Riesgo país: Es el riesgo de crédito que concurre en las deudas de un país, globalmente consideradas, por circunstancias ajenas al riesgo comercial habitual. Comprende tanto el riesgo soberano como el riesgo de transferencia.

Riesgo de contraparte: Es el riesgo de crédito asumido con otras entidades financieras en operaciones de tesorería, tanto dentro como fuera de balance. Este riesgo en Bancaja se mide a nivel de operación.

Riesgo de tipo de cambio: Este riesgo contempla los posibles efectos desfavorables que sobre Bancaja se pueden producir como consecuencia de variaciones en la cotización de las monedas en que estén denominadas las distintas partidas de activo y pasivo, y compromisos u otros productos de fuera de balance.

La descripción completa de los factores de riesgo del Emisor puede consultarse en el Documento de Registro de Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja, verificado e inscrito en los registros oficiales de la CNMV el 11 de diciembre de 2008.

3.- INFORMACIÓN DE LOS VALORES

Importe nominal y efectivo de la emisión	1.000.000.000 Euros
Importe nominal y efectivo de los valores	1.000 Euros
Precio de emisión	100%
Fecha de emisión	6 de abril de 2009
Tipo de interés y liquidaciones	Tipo de interés fijo y variable. Liquidaciones mensuales
Interés nominal	Cada Obligación Subordinada otorga a su titular el derecho a percibir un Interés Nominal Anual, según se indica a continuación: Para el período comprendido entre la respectiva fecha de desembolso y el 6 de julio de 2011 el tipo aplicable será el 7,25% nominal anual (7,396% TAE). Desde el día 7 de julio de 2011 hasta el 6 de julio de 2014, los inversores percibirán un Tipo de Interés Nominal Anual, variable cada trimestre, igual al

	que resulte de aplicar el Euríbor a 3 meses + 3,90% sobre el importe nominal de las mismas. Finalmente, entre el 7 de julio de 2014 y el 6 de julio de 2019, los inversores percibirán un Tipo de Interés Nominal Anual, variable cada trimestre, igual al que resulte de aplicar el Euríbor a 3 meses + 4,65% sobre el importe nominal de las mismas.
Fecha de amortización final	6 de julio de 2019
Sistema de amortización	Para el <u>Emisor</u> : el emisor podrá amortizar parcial o totalmente la emisión, a la par libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España a partir del 6 de julio de 2014 o en cada una de las fechas de pago de intereses posteriores a dicha fecha. Para el <u>inversor</u> : no existe la amortización anticipada a petición de los inversores.
Suscripción mínima	1.000 Euros
Período de suscripción	Comenzará a las 8:30 horas del segundo día hábil siguiente al registro de la emisión en la CNMV y finalizará el día 30 de junio de 2009, sin perjuicio de que se pueda cerrar anticipadamente en caso de suscripción total.
Desembolso/Fecha de Desembolso	La fecha de desembolso será el día 6 de mayo de 2009 para las obligaciones suscritas entre el 6 y el 29 de abril de 2009, ambos inclusive. Las obligaciones suscritas entre el 30 de abril y el 2 de junio de 2009, ambos inclusive, se desembolsarán el día 8 de junio de 2009. Por último, las obligaciones suscritas entre el 3 de junio y el 30 de junio de 2009, ambos inclusive, se desembolsarán el 6 de julio de 2009. El desembolso se efectuará en todo caso al 100% de su valor nominal, mediante cargo en la cuenta indicada por el suscriptor, ya existente en la Entidad o abierta a tal efecto; tanto la apertura como el cierre de dichas cuentas estará totalmente libre de gastos para el suscriptor.

Emisor: Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja ("Bancaja" o el "Emisor"), entidad con domicilio social en Castellón, Caballeros 2, 12001, y C.I.F. número G-46002804.

Denominación de la emisión: Los valores que se emiten son obligaciones agrupadas en una emisión denominada "10ª Emisión de Obligaciones Subordinadas", (en adelante, la "Emisión").

Legislación aplicable a los valores: La Emisión se efectúa de conformidad con la legislación española que resulte aplicable al Emisor y a los mismos.

En particular, se emitirán de conformidad con la Ley 211/1964 de 24 de diciembre que regula la emisión de Obligaciones, Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores, Real Decreto 1310/2005, que desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, la Ley 13/1985, de 25 de mayo, sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero de recursos propios y demás legislación vigente.

La Emisión se ha realizado al amparo del Folleto de Base de Emisión de Valores de Renta Fija del Emisor registrado en la CNMV el 11 de diciembre de 2008, que se ha elaborado siguiendo

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

Perfil del inversor: Bancaja ha clasificado las obligaciones subordinadas como instrumento financiero complejo de riesgo medio.

Naturaleza de los valores: Se trata de valores mobiliarios de renta fija emitidos por "Bancaja" con la consideración de recursos propios. Estos valores representan una deuda para el emisor, devengan intereses y son reembolsables por amortización anticipada o a vencimiento.

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 la Entidad 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 se la instrumentación y fecha de dicha deuda.

Representación de los valores: Mediante anotaciones en cuenta, gestionadas por Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, IBERCLEAR.

Comparación con otras emisiones: A fin de evaluar si las condiciones financieras de la emisión se adecuan a las condiciones de mercado teniendo en cuenta sus características, Bancaja ha obtenido la opinión de dos consultoras independientes especializadas, Deloitte e Intermoney, cuyos informes de fecha 27 de marzo de 2009 y 30 de marzo 2009 respectivamente, se adjuntan como anexo a las condiciones finales.

Importe de la Emisión y de cada valor: La presente Emisión asciende a un importe nominal de 1.000.000.000,00 EUROS. Finalizado el periodo de suscripción y en caso que al término del mismo no hubiera sido suscrito el importe total de la presente emisión, éste se reducirá al importe efectivamente suscrito.

El importe nominal de los valores será de 1.000 EUROS. La Emisión de los valores se realiza a la par por lo que el importe efectivo de suscripción a desembolsar por los inversores coincidirá con el importe nominal efectivamente suscrito.

Interés nominal anual: Tipo de interés fijo desde la respectiva fecha de desembolso hasta el 6 de julio de 2011 y variable desde el 7 de julio de 2011 hasta el 6 de julio de 2019. Liquidaciones mensuales. Cada Obligación Subordinada otorga a su titular el derecho a percibir un Interés Nominal Anual, según se indica a continuación:

Para el período comprendido entre la respectiva fecha de desembolso y el 6 de julio de 2011 el tipo aplicable será el 7,25% nominal anual (7,396% TAE), pagadero mensualmente.

Desde el día 7 de julio de 2011 hasta el 6 de julio de 2014, los inversores percibirán un Tipo de Interés Nominal Anual pagadero mensualmente, variable cada trimestre, igual al que resulte de aplicar el Euríbor a 3 meses + 3,90% sobre el importe nominal de las mismas. Finalmente, entre el 7 de julio de 2014 y el 6 de julio de 2019, los inversores percibirán un Tipo de Interés

Nominal Anual pagadero mensualmente, variable cada trimestre, igual al que resulte de aplicar el Euríbor a 3 meses + 4,65% sobre el importe nominal de las mismas.

(i) Se tomará como referencia el tipo de interés EURIBOR3M. Para cada período de 3 meses, que comience el día 6 de los meses de abril, julio, octubre y enero de cada año a partir del 6 de julio de 2011, será el publicado en la pantalla Reuters, página EURIBOR= (o la que le pudiera sustituir) a las 11:00 horas de la mañana de Bruselas del segundo día hábil anterior a las mencionadas fechas. El tipo Euríbor indicado tiene fecha valor correspondiente al segundo día hábil siguiente al de cálculo y difusión. La cifra resultante se redondeará al alza al tercer decimal si fuera necesario (0,005).

El Euríbor así establecido será válido para el período siguiente trimestral de pago de cupones. El cupón mensual para cada uno de los periodos será calculado en función de lo establecido anteriormente.

(ii) En ausencia de tipos según lo señalado en el punto (i), se estará al que resulte de la pantalla de BLOOMBERG página EBF punto número 1 (o la que la pudiera sustituir) a las 11 horas de la mañana de Bruselas del segundo día hábil anterior a la fecha de inicio de cada período de interés.

(iii) Por imposibilidad de obtención del Euríbor a 3 meses, en la forma determinada anteriormente (apartados (i) y (ii)), se tomará como “Tipo de Interés Nominal en tanto por ciento”, a aplicar sobre el nominal, el tipo de interés que resulte de efectuar la media aritmética simple de los tipos de interés interbancarios de oferta para operaciones de depósito en Euros a 3 meses de vencimiento y por importe equivalente al importe total de la emisión, el segundo día hábil anterior a la fecha de inicio del período respectivo trimestral de interés, que declaren las entidades reseñadas a continuación:

Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.
La Caixa
Banco Santander Central Hispano
Caja Madrid

En el supuesto de imposibilidad de aplicación del tipo de interés indicado, por no suministrar alguna o algunas de las citadas entidades declaración de cotizaciones, será de aplicación el tipo de interés que resulte de aplicar la media aritmética simple de los tipos de interés declarados por al menos dos de las entidades restantes.

(iv) En ausencia de tipos según lo señalado en los apartados anteriores (i), (ii) y (iii) se aplicará el tipo de interés determinado que se hubiese aplicado en el período trimestral anterior.

(v) El tipo de interés aplicable en el siguiente periodo de devengo se comunicará a los inversores en el extracto mensual de abono de intereses del periodo de devengo que finalice, que se le remitirá a cada uno de ellos por correo.

(vi) El tipo de interés de la presente emisión ha sido fijado unilateralmente por el Emisor. No obstante para la fijación del mismo se han utilizado parámetros que se adecuan a las condiciones de mercado.

TAE bruta anual para el suscriptor: TIR para el tomador de los valores: TIR= 6,412% para los valores suscritos entre el 6 de abril de 2009 y el 29 de abril de 2009; 6,406% para los valores suscritos entre el 30 de abril de 2009 y el 2 de junio de 2009; y 6,388% para los valores suscritos entre el 3 de junio de 2009 y el 30 de junio de 2009.

Para el cálculo de la TIR del tomador, se ha considerado que la emisión se ha desembolsado el día 6 de mayo de 2009, el 8 de junio de 2009 y el 6 de julio de 2009, según corresponda, y que se mantiene hasta el vencimiento el 6 de julio de 2019. Desde el correspondiente desembolso hasta el 6 de julio de 2011 se calcula al tipo de interés nominal del 7,25%. Como se desconoce cuál va a ser la evolución de los tipos de interés Euribor3M para los próximos 8 años a partir del 7 de julio de 2011, a efectos de este ejemplo se ha supuesto un tipo constante para toda la vida de la emisión. Como referencia se ha tomado el Euribor 3M a día 26/03/2009 siendo Euribor3M= 1,54% más un margen de 3,90% o 4,65%, según el período correspondiente.

En el caso de amortización anticipada (6 de julio de 2014) la TIR anualizada para el tomador será: 6,451%, para los valores suscritos entre el 6 de abril de 2009 y el 29 de abril de 2009; 6,441% para los valores suscritos entre el 30 de abril de 2009 y el 2 de junio de 2009; y 6,410% para los valores suscritos entre el 3 de junio de 2009 y el 30 de junio de 2009.

Fechas de pago de cupones: Los intereses devengados serán satisfechos por meses vencidos. La primera fecha de pago dependerá del momento en que se lleve a cabo el desembolso. Para aquellos inversores que suscriban entre el 6 de abril y el 29 de abril de 2009, ambos inclusive, la primera fecha de pago corresponderá al día 6 de junio de 2009. La primera fecha de pago para las obligaciones suscritas entre el 30 de abril y el 2 de junio de 2009, ambos inclusive, tendrá lugar el día 6 de julio de 2009. Por último, las obligaciones suscritas entre el 3 de junio y el 30 de junio de 2009, ambos inclusive, tendrán como primera fecha de pago el 6 de agosto de 2009.

La fecha del último cupón será el 6 de julio de 2019. En caso que el día de pago de un cupón periódico no fuese día hábil a efectos del calendario TARGET, el pago del mismo se trasladará al día hábil inmediatamente posterior, sin que por este motivo se devengue ningún derecho adicional para los titulares de los valores. La cuantía de cada cupón mensual para cada Obligación Subordinada será el resultado de aplicar el tipo del cupón (expresado en tanto por cien) al valor nominal, dividir el producto por cuatro, y redondear hasta el céntimo de euro más cercano (en el caso de medio céntimo de euro, al alza).

Amortización: Para el Emisor: el Emisor podrá amortizar parcial o totalmente la emisión, a la par libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España a partir del 6 de julio de 2014 o en cada una de las fechas de pago de intereses posteriores a dicha fecha.

Para el inversor: no existe la amortización anticipada a petición de los inversores.

Cotización: Dado que los suscriptores desembolsarán el importe de los valores en alguna de las distintas fechas disponibles, se solicitará la admisión a negociación de los valores en AIAF Mercado de Renta Fija con posterioridad a última fecha de desembolso y se asegura su cotización en un plazo inferior a un mes desde dicha fecha.

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

Colectivo de potenciales inversores: Público en General.

Suscripción mínima: 1.000 EUROS.

Período de suscripción: El periodo de suscripción comenzará a las 8:30 horas del segundo día hábil siguiente al registro de la emisión en la CNMV, previsto para el día 2 de abril de 2009, es decir, el 6 de abril de 2009 y finalizará el 30 de junio de 2009, sin perjuicio de que se pueda cerrar anticipadamente en caso de suscripción total. La suscripción de los valores se realizará a través de la red de oficinas del Emisor.

De conformidad, con los procedimientos aprobados por la Entidad en desarrollo de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, en su redacción vigente y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, en la distribución de este producto, Bancaja ha calificado esta emisión como instrumento financiero complejo de perfil de riesgo medio, lo anterior determina, que con carácter previo a la contratación e el periodo de suscripción se informará a los clientes que:

- Deben cumplimentar el test de conveniencia asociado al producto para valorar el conocimiento y experiencia y en el caso de clientes a los que se preste el servicio de asesoramiento de inversiones el test de idoneidad.
- Está a su disposición tanto el Folleto de Base de Emisión de Valores de Renta Fija registrado en la Comisión Nacional del Mercado de valores con fecha 11 de diciembre de 2008, complementado por los Suplementos al Folleto Base registrados en la CNMV con fecha 29 de enero de 2009 y 24 de marzo de 2009, y deben leerse en conjunto con el mencionado Folleto de Base y su suplemento, así como con el Documento de Registro inscrito en los registros oficiales de la CNMV con fecha 11 de diciembre de 2008.
- Con anterioridad a la contratación de la emisión, se hará entrega al cliente del Resumen informativo de la emisión registrado en CNMV, que deberá ser firmado por el cliente.
- Un copia del Resumen informativo firmados por el cliente, y de la orden de suscripción de la emisión se custodiará por la entidad.

Sindicato de Obligacionistas: Se designa y acepta para el cargo de Comisario del Sindicato de Obligacionistas de la presente emisión a D. Pedro Miguel Baixauli Ridaura con domicilio a estos efectos en Valencia, avenida Cardenal Benlloch nº 67.

Régimen fiscal: Las rentas de los valores están sujetas a tributación de acuerdo con la legislación fiscal aceptable en cada momento. Dicho régimen fiscal queda suficientemente explicado en el Folleto de Base de Emisión de Valores de Renta Fija del Emisor registrado en la CNMV el 11 de diciembre de 2008.

Aspectos relevantes para el inversor: Por las características propias de las emisiones subordinadas, en cuanto a la orden de prelación de créditos, esta emisión se sitúa después de todos los acreedores comunes de la Entidad, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 12.1, apartado h) del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero. No goza de preferencia en el seno de la Deuda Subordinada de la emisora cualquiera que sea la instrumentación y fecha de dicha deuda. La emisión está inscrita en la CNMV. Existe Documento Registro, Nota de

Valores, Condiciones Finales y Resumen de la emisión a disposición del público de forma gratuita en todas las oficinas de "Bancaja" y en la página web de la CNMV.

En el caso que cualquiera de las agencias de calificación crediticia que han calificado la Emisión o califican al Emisor rebajasen la calificación crediticia (*rating*) de la Emisión, del Emisor o de cualquier otra emisión del Emisor de naturaleza análoga a la Emisión durante el periodo de suscripción en curso. En este caso, se abrirá un periodo de revocación a favor de los inversores de dos días hábiles a contar desde la publicación por el Emisor de un suplemento a las presentes Condiciones Finales comunicando el descenso en el *rating* de la Emisión, del Emisor o de cualquier otra emisión del Emisor de naturaleza análoga a la Emisión. En dicho periodo de revocación, los inversores que así lo deseen, podrán revocar las solicitudes de suscripción presentadas en el periodo de suscripción en el que se comunicó la bajada del *rating* correspondiente.

4.- PRINCIPALES DATOS ECONÓMICOS DE LA ENTIDAD

El balance de situación y la cuenta de pérdidas y ganancias, presentados siguen los modelos y los principios contables y las normas de valoración establecidos por la Circular 4/2004 del Banco de España, modificada por la Circular 6/2008.

BALANCES PÚBLICOS CONSOLIDADOS A 31 DICIEMBRE DE 2008 Y 2007 (SEGÚN CBE 6/2008)

<u>ACTIVO</u>	<u>Dic. 2008</u>	<u>Dic. 2007</u>	<u>Variac. 08-07</u>
	<u>(miles euros)</u>		<u>(%)</u>
1. Caja y depósitos en bancos centrales.....	518.295	1.767.173	-70,67
2. Cartera de negociación.....	645.054	823.884	-21,71
3. Otros act.fin. a v. razonable con cambios en PyG.....	26.584	52.169	-49,04
4. Activos financieros disponibles para la venta.....	5.335.762	7.083.137	-24,67
5. Inversiones crediticias.....	92.051.749	83.354.016	10,43
6. Cartera de inversión a vencimiento.....	3.128.105	3.594.147	-12,97
7. Ajustes a act.financ. por macro-coberturas.....	0	0	--
8. Derivados de cobertura.....	426.029	41.036	938,18
9. Activos no corrientes en venta.....	712.840	30.934	2.204,39
10. Participaciones.....	558.087	379.777	46,95
11. Contratos de seguros vinculados a pensiones.....	14.615	17.509	-16,53
12. Activos por reaseguros.....	3.714	4.174	-11,02
13. Activo material.....	1.018.895	965.128	5,57
14. Activo intangible.....	101.446	130.958	-22,54
15. Activos fiscales.....	994.498	602.069	65,18
16. Resto de Activos.....	964.792	738.828	30,58
Total Activo.....	106.500.465	99.584.939	6,94

PASIVO Y PATRIMONIO NETO	Dic. 2008	Dic. 2007	Variac. 08-07
	(miles euros)		(%)
1. Cartera de negociación.....	1.143.256	686.596	66,51
2. Otros pasivos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias.....	0	0	--
3. Pasivos financieros a coste amortizado.....	97.308.354	89.065.445	9,25
4. Ajustes a pasivos financieros por macrocoberturas.....	0	0	--
5. Derivados de cobertura.....	586.468	756.809	-22,51
6. Pasivos asociados con activos no corrientes en venta.....	0	0	--
7. Pasivos por contratos de seguros.....	1.612.545	1.945.029	-17,09
8. Provisiones.....	223.903	235.583	-4,96
9. Pasivos fiscales.....	176.265	388.325	-54,61
10. Fondo de la Obra Social.....	100.865	90.424	11,55
11. Resto de pasivos.....	219.993	264.231	-16,74
Total pasivo.....	101.371.649	93.432.442	8,50
1. Intereses minoritarios.....	1.782.341	2.127.384	-16,22
2. Ajustes por valoración.....	-406.699	460.818	-188,26
3. Fondos propios.....	3.753.174	3.564.295	5,30
Total patrimonio neto.....	5.128.816	6.152.497	-16,64
Total patrimonio neto y pasivo.....	106.500.465	99.584.939	6,94
Pro memoria.....			
1. Riesgos Contingentes.....	5.980.378	6.572.354	-9,01
2. Compromisos contingentes.....	11.870.008	14.583.285	-18,61

**CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA A DICIEMBRE DE 2008 Y 2007
(SEGÚN CBE 6/2008)**

<u>CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA</u>	<u>Dic. 2008</u>	<u>Dic. 2007</u>	<u>Variac.</u>
	<u>(miles euros)</u>		<u>08-07</u>
			<u>(%)</u>
1. Intereses y rendimientos asimilados.....	5.683.539	4.509.090	26,05
2. Intereses y cargas asimiladas.....	(4.240.541)	(3.079.755)	37,69
a) Margen de intereses	1.442.998	1.429.335	0,96
3. Rendimiento de instrumentos de capital.....	123.544	73.860	67,27
4. Rdos. de ent. método de la participación.....	(19.745)	23.132	-185,36
5. Comisiones percibidas	387.474	396.888	-2,37
6. Comisiones pagadas	(62.919)	(54.894)	14,62
7. Resultados de operaciones financieras (neto).....	105.349	59.113	78,22
8. Diferencias de cambio (neto)	10.492	9.387	11,77
9. Otros productos de explotación.....	753.151	916.569	-17,83
10. Otras cargas de explotación.....	(605.594)	(824.542)	-26,55
b) Margen bruto	2.134.750	2.028.848	5,22
11. Gastos de administración	(819.750)	(771.391)	6,27
12. Gastos de personal	(535.278)	(501.547)	6,73
13. Otros gastos generales de administración.....	(284.472)	(269.844)	5,42
14. Amortización.....	(60.972)	(61.948)	-1,58
15. Dotaciones a provisiones (neto)	(19.098)	39.283	-148,62
16. Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto)	(719.591)	(463.419)	55,28
c) Resultado de la actividad de explotación	515.339	771.373	-33,19
17. Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto)	(28.474)	(3.992)	613,28
18. Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta	57.172	6.986	718,38
19. Ganancias (pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones interrumpidas.....	(13.288)	(86)	15.351,16
d) Resultado antes de impuestos	530.749	774.281	-31,45
23. Impuesto sobre beneficios.....	(31.259)	(170.317)	-81,65
24. Dotación oblig. a obras y fondos sociales	0	0	--
e) Resultado dl ejercicio procedente de operaciones continuadas	499.490	603.964	-17,30
25. Rdo. de operaciones interrumpidas (neto).....	0	0	--
f) Resultado consolidado del ejercicio	499.490	603.964	-17,30
26. Resultado atribuido a la minoría	(153.861)	(112.794)	36,41
g) Resultado atribuido al grupo	345.629	491.170	-29,63

El siguiente cuadro muestra la situación de las magnitudes económicas consolidadas más indicativas de la solvencia del Emisor a 31 de diciembre de 2007 y 2008:

	31/12/08	31/12/07
Patrimonio neto	5.128.816	6.152.497
Recursos propios de primera categoría	5.576.483	5.539.199
Recursos propios de segunda categoría	2.650.970	3.177.530
Morosidad	4,28%	0,85%
Cobertura de la morosidad	56,80%	230,43%

II. FACTORES DE RIESGO

FACTORES DE RIESGO DE LA EMISIÓN

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

En caso de producirse una situación concursal de Bancaja, las obligaciones subordinadas estarán situados por detrás de los acreedores comunes y de los privilegiados, y no gozarán de preferencia entre ellos. En todo caso se situarán por delante de las cuotas participativas y participaciones preferentes emitidas o garantizadas por el Emisor.

Riesgo de liquidez o representatividad de los valores en el mercado:

Es el riesgo de que los operadores del mercado no encuentren contrapartida para los valores.

Los valores que se emiten son valores de nueva emisión cuya distribución podría no ser muy amplia. Aunque se solicitará la admisión a negociación de los valores emitidos al amparo del Folleto Base en el Mercado AIAF de Renta Fija, no es posible asegurar que vaya a producirse una negociación activa en el mercado. Tampoco es posible asegurar el desarrollo o liquidez de los mercados de negociación para la presente emisión.

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

Riesgo de solvencia:

El riesgo de solvencia es la contingencia de pérdida por deterioro de la estructura financiera de la entidad o garantía del valor y que puede generar disminución en el valor de la inversión o en la capacidad de pago del Emisor.

Riesgo de mercado:

Es el riesgo generado por cambios en las condiciones generales del mercado frente a las de la inversión. Las emisiones de obligaciones subordinadas están sometidas a posibles fluctuaciones de sus precios en el mercado en función, principalmente, de la evolución de los tipos de interés y de la duración de la inversión.

Riesgo de amortización anticipada de los valores:

Las Condiciones Finales de la presente emisión establecen la posibilidad de amortización anticipada a opción de Bancaja, es posible que Bancaja proceda a amortizar los valores anticipadamente. En tal caso, un inversor podría no ser capaz de reinvertir el resultado de dicha amortización anticipada en valores comparables y al mismo tipo de interés.

Calidad Crediticia de la Emisión:

Las obligaciones que se emitan en la presente emisión amparada en las Condiciones Finales de la

10ª Emisión de Obligaciones Subordinadas de la Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja han recibido las siguientes calificaciones definitivas de las agencias de calificación de riesgo crediticio: BBB+ de Fitch con fecha el 1 de abril de 2009 y A3 de Moody's con fecha 30 de marzo de 2009.

III. CONDICIONES FINALES

Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja

10ª Emisión de Obligaciones Subordinadas

1.000.000.000 euros

Emitida bajo el Folleto de Base de Emisión de Valores de Renta Fija de Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja, registrado en la Comisión Nacional de Mercado de Valores el 11 de diciembre de 2008.

Las siguientes Condiciones Finales incluyen las características de los valores descritos en ellas.

Las presentes Condiciones Finales complementan el Folleto de Base de Emisión de Valores de Renta Fija registrado en la Comisión Nacional del Mercado de valores con fecha 11 de diciembre de 2008, complementado por los Suplementos al Folleto Base registrados en la CNMV con fecha 29 de enero de 2009 y 24 de marzo de 2009, y deben leerse en conjunto con el mencionado Folleto de Base y su suplemento, así como con el Documento de Registro inscrito en los registros oficiales de la CNMV con fecha 11 de diciembre de 2008.

1. PERSONAS RESPONSABLES DE LA INFORMACIÓN

Los valores descritos en estas “Condiciones Finales” se emiten por Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja, con domicilio social en Castellón, Caballeros 2, 12001, y C.I.F. número G-46002804 (en adelante, el “Emisor” o la “Entidad Emisora” o “Bancaja”).

D. Miguel Ángel Soria Navarro actuando como Director Financiero de Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja, en virtud del acuerdo de Consejo de Administración de fecha 29 de octubre de 2008, y en nombre y representación de Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja, con domicilio a estos efectos en Castellón, calle Caballeros, 2, asume la responsabilidad de las informaciones contenidas en estas Condiciones Finales.

D. Miguel Ángel Soria Navarro declara que, tras comportarse con una diligencia razonable, garantiza que la información contenida en las Condiciones Finales es, según su conocimiento, conforme a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a su contenido.

2. DESCRIPCIÓN, CLASE Y CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES EMITIDOS

- CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES

1. Emisor: Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja.
2. Normativa aplicable: La Emisión se efectúa de conformidad con la legislación española que resulte aplicable al Emisor y a los mismos. En particular, se emitirán de conformidad con la Ley 211/1964, de 24 de diciembre que regula la emisión de obligaciones, Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores, Real Decreto 1310/2005, que desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, la Ley 13/1985, de 25 de mayo, sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero de recursos propios y demás legislación vigente.

La Emisión se ha realizado al amparo del Folleto Base de Emisión de Valores de Renta Fija del Emisor registrado en CNMV el 11 de diciembre de 2008, que se ha elaborado siguiendo los modelos previstos en el Reglamento (CE) nº 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a la información contenida en los folletos, así como al formato, incorporación por referencia, publicación de dichos folletos y difusión de publicidad.

3. Garante y naturaleza de la garantía: No tendrá garantías reales ni de terceros. El capital y los intereses de los valores estarán garantizados por el total del patrimonio universal de Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja. Se solicitará al Banco de España la computabilidad como recursos propios.
4. **Perfil del inversor:** Bancaja ha clasificado la deuda subordinada como instrumento financiero complejo de nivel de riesgo medio.
5. Orden de prelación: Por las características propias de las emisiones subordinadas éstas se sitúan en caso de insuficiencia de fondos del Emisor, insolvencias o liquidación del mismo, por detrás de todos los acreedores privilegiados y comunes del Emisor y al mismo nivel que sus acreedores subordinados. Asimismo, no gozarán de preferencia en el seno de la Deuda Subordinada del Emisor cualquiera que sea la instrumentación y fecha de dicha deuda.
6. Naturaleza y denominación de los Valores:
 - 10ª Emisión de Obligaciones Subordinadas de Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja.
 - Fungibilidad: los valores integrantes de la misma no tendrán la consideración de fungibles con otros de igual naturaleza.
7. Divisa de la emisión: Euros.
8. Importe nominal y efectivo de la emisión: 1.000.000.000 Euros. Finalizado el período de suscripción, y en caso de que al término del mismo no se hubiera suscrito el importe total de la presente emisión, éste se reduciría al importe efectivamente suscrito.
9. Importe nominal y efectivo de los valores: Nominal: 1.000 Euros. Precio de Emisión: 100% del valor nominal, con independencia del tramo en el que se lleve a cabo la suscripción.
10. Fecha de emisión: 6 de abril de 2009.
11. **Comparación con otras emisiones.** A fin de evaluar si las condiciones financieras de la emisión se adecuan a las condiciones de mercado teniendo en cuenta sus características, Bancaja ha obtenido la opinión de dos consultoras independientes especializadas, Deloitte e Intermoney, cuyos informes se adjuntan como anexo a las presentes Condiciones Finales.
12. Tipo de interés fijo y variable. Liquidaciones mensuales.

Cada Obligación Subordinada otorga a su titular el derecho a percibir un Interés Nominal Anual, según se indica a continuación:

Para el período comprendido entre la respectiva fecha de desembolso y el 6 de julio de 2011 el tipo aplicable será el 7,25% nominal anual (7,396% TAE), liquidable mensualmente. La primera fecha de pago dependerá del momento en que se lleve a cabo el desembolso. Para aquellos inversores que suscriban entre el 6 de abril y el 29 de abril de 2009, ambos inclusive, la primera fecha de pago corresponderá al día 6 de junio de 2009. La primera fecha de pago para las obligaciones suscritas entre el 30 de abril y el 2 de junio de 2009, ambos inclusive, tendrá lugar el día 6 de julio de 2009. Por último, las obligaciones suscritas entre el 3 de junio y el 30 de junio de 2009, ambos inclusive, tendrán como primera fecha de pago el 6 de agosto de 2009. Todos los valores se suscribirán a la par, es decir, al 100% de su valor nominal.

Desde el día 7 de julio de 2011 hasta el 6 de julio de 2014, los inversores percibirán un Tipo de Interés Nominal Anual, liquidable mensualmente, variable cada trimestre, igual al que resulte de aplicar el Euríbor a 3 meses + 3,90% sobre el importe nominal de las mismas.

Finalmente, entre el 7 de julio de 2014 y el 6 de julio de 2019, los inversores percibirán un Tipo de Interés Nominal Anual, liquidable mensualmente, variable cada trimestre, igual al que resulte de aplicar el Euríbor a 3 meses + 4,65% sobre el importe nominal de las mismas.

Períodos	Nominal Anual	TAE
Desde el 6 de mayo de 2009 al 6 de julio de 2011	7,25 %	7,396%
Del 7 de julio de 2011 al 6 de julio de 2014	Euribor 3M + 3,90%,	El equivalente
Del 7 de julio de 2014 al 6 de julio de 2019	Euribor 3M + 4,65%,	El equivalente

Los intereses devengados serán satisfechos por meses vencidos, los días 6 de cada mes y año durante la completa vigencia de la Emisión, siendo la fecha de pago del primer cupón el 6 de junio de 2009 y la del último cupón el 6 de julio de 2019.

En el caso que el día de pago de un cupón periódico no fuese día hábil a efectos de pago del calendario TARGET o en Madrid, el pago del mismo se trasladará al día hábil inmediatamente posterior, salvo que cambiase el mes, en cuyo caso se abonará el día hábil previo, sin que por ese motivo se devengue ningún derecho adicional para los titulares de los valores.

La cuantía de cada cupón mensual para cada Obligación Subordinada será el resultado de aplicar el tipo del cupón (expresado en tanto por cien) al valor nominal, dividir el producto entre doce, y redondear hasta el céntimo de euro más cercano (en el caso de medio céntimo de euro, al alza).

Ejemplo cálculo del primer cupón pagadero el día 6 de junio de 2009 de un valor, aplicando el tipo del 7,25% nominal anual:

$$(\text{Importe Nominal } 1 \text{ valor} * 7,25\%)/12$$

$$(1.000€ * 7,25\%) / 12 = 6,04 €$$

13. Fecha de amortización final y sistema de amortización: 6 de julio de 2019. A la par al vencimiento.
14. Opciones de amortización anticipada:
- Para el Emisor: el Emisor podrá amortizar parcial o totalmente la emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir del 6 de julio de 2014, en esa fecha o en cada una de las fechas de pago de intereses posteriores a dicha fecha. En caso de que sea amortización parcial, ésta podrá realizarse, a elección del Emisor, bien mediante la disminución del valor nominal de todos los títulos emitidos, o bien mediante la amortización de aquellos títulos que Bancaja pueda tener en autocartera.
 - Para el inversor: no existe la amortización anticipada a petición de los inversores.
15. Admisión a cotización de los valores: AIAF Mercado de Renta Fija.
16. Representación de los valores: Anotaciones en Cuenta gestionadas por Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, IBERCLEAR, sita en c/ Plaza de la Lealtad, 1 28014, Madrid.

- TIPO DE INTERÉS Y AMORTIZACIÓN

17. Tipo de interés:
- Tipo de interés variable: Euribor3M más 3,90% para el periodo comprendido entre el 7 de julio de 2011 y el 6 de julio de 2014 y Euribor3M más 4,65% para el periodo comprendido entre el 7 de julio de 2014 y el 6 de julio de 2019. Pagadero mensualmente.
 - (i) Se tomará como referencia el tipo de interés EURIBOR3M. Para cada período de 3 meses, que comienza el día 6 de los meses de abril, julio, octubre y enero de cada año a partir del 6 de julio de 2011 será el publicado en la pantalla Reuters, página EURIBOR= (o la que le pudiera sustituir) a las 11 horas de la mañana de Bruselas del segundo día hábil anterior a las mencionadas fechas. El tipo Euríbor indicado tiene fecha valor correspondiente al segundo día hábil siguiente al de cálculo y difusión. La cifra resultante se redondeará al alza al tercer decimal si fuera necesario (0,005).
El Euríbor así establecido será válido para el período siguiente trimestral de pago de cupones. El cupón mensual para cada uno de los periodos será calculado en función de lo establecido anteriormente.
 - (ii) En ausencia de tipos según lo señalado en el punto (i), se estará al que resulte de la pantalla de BLOOMBERG página EBF punto número 1 (o la que la pudiera sustituir) a las 11 horas de la mañana de Bruselas del segundo día hábil anterior a la fecha de inicio de cada período de interés.
 - (iii) Por imposibilidad de obtención del Euríbor a 3 meses, en la forma determinada anteriormente (apartados (i) y (ii)), se tomará como “Tipo de Interés Nominal en tanto por ciento”, a aplicar sobre el nominal, el tipo de interés que resulte de efectuar la media aritmética simple de los tipos de interés interbancarios de oferta para operaciones de depósito en Euros a 3 meses de vencimiento y por importe equivalente al importe total

de la emisión, el segundo día hábil anterior a la fecha de inicio del período respectivo trimestral de interés, que declaren las entidades reseñadas a continuación:

Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.
La Caixa
Banco Santander Central Hispano
Caja Madrid

En el supuesto de imposibilidad de aplicación del tipo de interés indicado, por no suministrar alguna o algunas de las citadas entidades declaración de cotizaciones, será de aplicación el tipo de interés que resulte de aplicar la media aritmética simple de los tipos de interés declarados por al menos dos de las entidades restantes.

(iv) En ausencia de tipos según lo señalado en los apartados anteriores (i), (ii) y (iii) se aplicará el tipo de interés determinado que se hubiese aplicado en el período trimestral anterior.

- Tipo de interés fijo: Pagadero mensualmente.

Para el período comprendido entre el 6 de mayo de 2009 y el 6 de julio de 2011, el tipo aplicable será el 7,25% nominal anual (7,396% TAE), liquidable mensualmente, siendo la primera fecha de pago el 6 de junio de 2009.

La fórmula de cálculo utilizada para el cálculo del primer cupón (pagadero el día 6 de junio de 2009) es la que sigue:

$$(\text{Importe Nominal } 1 \text{ valor} * 7,25\%) / 12$$

$$(1.000\text{€} * 7,25\%) / 12 = 6,04\text{€}$$

Euribor 3M diario de los últimos 3 meses hasta la fecha 26/03/2009

FECHA	EUR 3M	FECHA	EUR 3 M	FECHA	EUR 3M
22/12/2008	3,05	26/01/2009	2,15	25/02/2009	1,85
23/12/2008	3,02	27/01/2009	2,13	26/02/2009	1,84
24/12/2008	2,99	28/01/2009	2,12	27/02/2009	1,83
29/12/2008	2,97	29/01/2009	2,10	02/03/2009	1,81
30/12/2008	2,93	30/01/2009	2,09	03/03/2009	1,80
31/12/2008	2,89	02/02/2009	2,08	04/03/2009	1,78
02/01/2009	2,86	03/02/2009	2,06	05/03/2009	1,76
05/01/2009	2,82	04/02/2009	2,05	06/03/2009	1,73
06/01/2009	2,80	05/02/2009	2,04	09/03/2009	1,70
07/01/2009	2,76	06/02/2009	2,02	10/03/2009	1,69
08/01/2009	2,73	09/02/2009	2,01	11/03/2009	1,66
09/01/2009	2,69	10/02/2009	1,99	12/03/2009	1,65
12/01/2009	2,65	11/02/2009	1,98	13/03/2009	1,64
13/01/2009	2,61	12/02/2009	1,96	16/03/2009	1,63
14/01/2009	2,57	13/02/2009	1,94	17/03/2009	1,61
15/01/2009	2,51	16/02/2009	1,93	18/03/2009	1,60
16/01/2009	2,45	17/02/2009	1,91	19/03/2009	1,58
19/01/2009	2,41	18/02/2009	1,90	20/03/2009	1,57
20/01/2009	2,37	19/02/2009	1,89	23/03/2009	1,56

FECHA	EUR 3M	FECHA	EUR 3 M	FECHA	EUR 3M
21/01/2009	2,31	20/02/2009	1,88	24/03/2009	1,56
22/01/2009	2,25	23/02/2009	1,87	25/03/2009	1,56
23/01/2009	2,20	24/02/2009	1,86	26/03/2009	1,58

- *RATING*

18. *Rating* definitivo de la Emisión: la presente emisión obtuvo el rating de BBB+ por parte de Fitch el 1 de abril de 2009 y de A3 por parte de Moody's el 30 de marzo de 2009.

- *DISTRIBUCIÓN Y COLOCACIÓN*

19. Colectivo de Potenciales Suscriptores a los que se dirige la emisión: Público en General.
20. Importe mínimo de Suscripción: 1.000 EUROS.
21. Período de Suscripción: del 6 de abril de 2009 al 30 de junio de 2009. Sin perjuicio de que se pudiera cerrar anticipadamente en el caso de suscripción total.
22. Tramitación de la suscripción: Directamente a través del Emisor. El periodo de suscripción comenzará a las 8:30 horas del segundo día hábil siguiente al registro de la emisión en la CNMV, previsto para el día 2 de abril de 2009, es decir, el 6 de abril de 2009 y finalizará el 30 de junio de 2009, sin perjuicio de que se pueda cerrar anticipadamente en caso de suscripción total. La suscripción de los valores se realizará a través de la red de oficinas del Emisor.

De conformidad, con los procedimientos aprobados por la Entidad en desarrollo de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, en su redacción vigente y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, en la distribución de este producto, Bancaja ha calificado esta emisión como instrumento financiero complejo de perfil de riesgo medio, lo anterior determina, que con carácter previo a la contratación en el periodo de suscripción se informará a los clientes que:

- Deben cumplimentar el *test* de conveniencia asociado al producto para valorar el conocimiento y experiencia y en el caso de clientes a los que se preste el servicio de asesoramiento de inversiones el *test* de idoneidad.
 - Está a su disposición tanto el Folleto de Base de Emisión de Valores de Renta Fija registrado en la Comisión Nacional del Mercado de valores con fecha 11 de diciembre de 2008, como las Condiciones Finales y el Resumen de la 10ª Emisión de Obligaciones Subordinadas de la Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja, donde se describe la Emisión.
 - Con anterioridad a la contratación de la emisión, se hará entrega al cliente del Resumen informativo de la emisión registrado en CNMV, que deberá ser firmado por el cliente.
 - Un copia del Resumen informativo firmados por el cliente, y de la orden de suscripción de la emisión se custodiará por la Entidad.
23. Procedimiento de adjudicación y colocación de los valores: Las personas interesadas en suscribir la emisión podrán cursar sus peticiones en cualquier oficina de la Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja, dentro del horario de apertura al

público, actualmente de 8'30 a 14'30 horas, excepto, llegado el caso, el día 30 de junio de 2009, en el que el horario será de 8'30 a 12'00 horas.

En el momento de recibir la solicitud, de carácter irrevocable, la Oficina cursará la orden a través del sistema interno conectado en tiempo real con el ordenador central, considerándose que la suscripción ha sido realizada en firme, salvo en el caso que, cualquiera de las agencias de calificación crediticia que han calificado la Emisión o califican al Emisor rebajasen la calificación crediticia (*rating*) de la Emisión, del Emisor o de cualquier otra emisión del Emisor de naturaleza análoga a la Emisión durante el periodo de suscripción en curso. En este caso, se abrirá un periodo de revocación a favor de los inversores de dos días hábiles a contar desde la publicación por el Emisor de un suplemento a las presentes Condiciones Finales comunicando el descenso en el *rating* de la Emisión, del Emisor o de cualquier otra emisión del Emisor de naturaleza análoga a la Emisión. En dicho periodo de revocación, los inversores que así lo deseen, podrán revocar las solicitudes de suscripción presentadas en el periodo de suscripción en el que se comunicó la bajada del *rating* correspondiente. La asignación de las obligaciones por el sistema conlleva, automáticamente, una disminución del número de obligaciones pendientes de suscribir, hasta agotar totalmente las existencias de la emisión.

Los peticionarios deberán tener abierta una cuenta de efectivo y de valores en la Entidad; se procederá a abrir dichas cuentas a aquéllos que no dispusiesen de ellas, estando la apertura totalmente libre de gastos para el suscriptor. Asimismo, el cierre de dichas cuentas estará, igualmente, libre de gastos para el suscriptor. En el momento de efectuar la suscripción se efectuará una retención de saldo en la cuenta de efectivo, la cual estará sometida a la retribución que figure en el correspondiente contrato de apertura.

24. Descripción de la suscripción: La orden de suscripción será irrevocable una vez suscrita, aceptada y firmada.
25. Fecha de Desembolso: la fecha de desembolso será el día 6 de mayo de 2009 para las obligaciones suscritas entre el 6 de abril y el 29 de abril de 2009, ambos inclusive. Las obligaciones suscritas entre el 30 de abril y el 2 de junio de 2009, ambos inclusive, se desembolsarán el día 8 de junio de 2009. Por último, las obligaciones suscritas entre el 3 de junio y el 30 de junio de 2009, ambos inclusive, se desembolsarán el 6 de julio de 2009. El desembolso se efectuará en todo caso al 100% de su valor nominal, mediante cargo en la cuenta indicada por el suscriptor, ya existente en la Entidad o abierta a tal efecto. Los intereses a percibir por cada inversor comenzarán a devengar a partir de la fecha de desembolso, tal y como quedó establecido en el punto 12.
26. Precio del Servicio:
 - Bancaja no aplicará ningún tipo de gasto o comisión por la suscripción o amortización de estos valores, que se suscribirán de acuerdo con lo previsto en el presente documento.
 - No se aplicará comisión de administración o mantenimiento de valores por el hecho de mantener la deuda subordinada en una cuenta de valores de Bancaja.
 - En el resto de operaciones y servicios del mercado de valores (como la venta de los títulos en el mercado secundario, su traspaso a otras entidades, la transmisión por herencias y donaciones, etc.) se aplicarán las tarifas vigentes en cada momento.
 - Referente a la cuenta a la vista asociada, se aplicarán las tarifas vigentes en cada momento

27. Comisiones por representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta a soportar por los suscriptores: los tenedores de las obligaciones están exentos del pago de comisiones en concepto de primera inscripción en el Servicio de Anotaciones en Cuenta y Liquidación dependiente de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A., (IBERCLEAR), así como, en su momento, de los gastos derivados de su admisión a cotización oficial. Los gastos por mantenimiento de saldo y amortización repercutibles a los suscriptores dependen de las comisiones legales establecidas por las entidades adheridas, publicadas y comunicadas al Banco de España o a la CNMV en su caso.
28. Entidades Directoras N/A.
29. Entidades Aseguradoras N/A.
30. Entidades Colocadoras: Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja a través de su red de oficinas.
31. Entidades Coordinadoras: N/A.
32. Entidades de Contrapartida y Obligaciones de Liquidez: las obligaciones emitidas al amparo de la Emisión serán admitidas a negociación en AIAF Mercado de Renta Fija. Sin embargo, no es posible garantizar que vaya a producirse una negociación activa en el mercado, así como tampoco el desarrollo o liquidez de los mercados de negociación para esta emisión. No se designará ninguna entidad de liquidez para esta emisión. Bancaja no está obligada a ofrecer liquidez en el mercado secundario.
33. Restricciones de venta o a la libre circulación de los valores: No existen restricciones de venta o a la libre circulación de los valores.
34. Representación de los inversores: Sindicato de Obligacionistas.
35. TIR para el tomador de los valores: 6,412% para los valores suscritos entre el 6 de abril de 2009 y el 29 de abril de 2009; 6,406% para los valores suscritos entre el 30 de abril de 2009 y el 2 de junio de 2009; y 6,388% para los valores suscritos entre el 3 de junio de 2009 y el 30 de junio de 2009.

Para el cálculo de la TIR del tomador, se ha considerado que la emisión se ha desembolsado íntegramente el día 6 de mayo de 2009, el 8 de junio de 2009 y el 6 de julio de 2009, según corresponda, y que se mantiene hasta el vencimiento el 6 de julio de 2019. Desde la correspondiente fecha de desembolso hasta el 6 de julio de 2011 se calcula al tipo de interés nominal del 7,25%. Como se desconoce cuál va a ser la evolución de los tipos de interés Euribor3M para los próximos 8 años a partir del 7 de julio de 2011, a efectos de este ejemplo se ha supuesto un tipo constante para toda la vida de la emisión. Como referencia se ha tomado el Euribor 3M a día 26/03/2009 siendo Euribor3M= 1,54% más un margen de 3,90% o 4,65%, según el período correspondiente.

FECHA	TIPO INTERÉS	DESEMBOLSO	AMORTIZACIÓN	CUPONES	FLUJOS TOTALES
06/05/2009		-1.000 €			- 1.000€
06/06/2009	7,25%			6,04	6,04
06/07/2009	7,25%			6,04	6,04
06/08/2009	7,25%			6,04	6,04
06/09/2009	7,25%			6,04	6,04
06/10/2009	7,25%			6,04	6,04

FECHA	TIPO INTERÉS	DESEMBOLSO	AMORTIZACIÓN	CUPONES	FLUJOS TOTALES
06/11/2009	7,25%			6,04	6,04
06/12/2009	7,25%			6,04	6,04
06/01/2010	7,25%			6,04	6,04
06/02/2010	7,25%			6,04	6,04
06/03/2010	7,25%			6,04	6,04
06/04/2010	7,25%			6,04	6,04
06/05/2010	7,25%			6,04	6,04
06/06/2010	7,25%			6,04	6,04
06/07/2010	7,25%			6,04	6,04
06/08/2010	7,25%			6,04	6,04
06/09/2010	7,25%			6,04	6,04
06/10/2010	7,25%			6,04	6,04
06/11/2010	7,25%			6,04	6,04
06/12/2010	7,25%			6,04	6,04
06/01/2011	7,25%			6,04	6,04
06/02/2011	7,25%			6,04	6,04
06/03/2011	7,25%			6,04	6,04
06/04/2011	7,25%			6,04	6,04
06/05/2011	7,25%			6,04	6,04
06/06/2011	7,25%			6,04	6,04
06/07/2011	7,25%			6,04	6,04
06/08/2011	5,44%			4,53	4,53
06/09/2011	5,44%			4,53	4,53
06/10/2011	5,44%			4,53	4,53
06/11/2011	5,44%			4,53	4,53
06/12/2011	5,44%			4,53	4,53
06/01/2012	5,44%			4,53	4,53
06/02/2012	5,44%			4,53	4,53
06/03/2012	5,44%			4,53	4,53
06/04/2012	5,44%			4,53	4,53
06/05/2012	5,44%			4,53	4,53
06/06/2012	5,44%			4,53	4,53
06/07/2012	5,44%			4,53	4,53
06/08/2012	5,44%			4,53	4,53
06/09/2012	5,44%			4,53	4,53
06/10/2012	5,44%			4,53	4,53
06/11/2012	5,44%			4,53	4,53
06/12/2012	5,44%			4,53	4,53
06/01/2013	5,44%			4,53	4,53
06/02/2013	5,44%			4,53	4,53
06/03/2013	5,44%			4,53	4,53
06/04/2013	5,44%			4,53	4,53
06/05/2013	5,44%			4,53	4,53
06/06/2013	5,44%			4,53	4,53
06/07/2013	5,44%			4,53	4,53
09/08/2013	5,44%			4,53	4,53
06/09/2013	5,44%			4,53	4,53
06/10/2013	5,44%			4,53	4,53
06/11/2013	5,44%			4,53	4,53
06/12/2013	5,44%			4,53	4,53
06/01/2014	5,44%			4,53	4,53
06/02/2014	5,44%			4,53	4,53
06/03/2014	5,44%			4,53	4,53
06/04/2014	5,44%			4,53	4,53

FECHA	TIPO INTERÉS	DESEMBOLSO	AMORTIZACIÓN	CUPONES	FLUJOS TOTALES
06/05/2014	5,44%			4,53	4,53
06/06/2014	5,44%			4,53	4,53
06/07/2014	5,44%			4,53	4,53
06/08/2014	6,19%			5,16	5,16
06/09/2014	6,19%			5,16	5,16
06/10/2014	6,19%			5,16	5,16
06/11/2014	6,19%			5,16	5,16
06/12/2014	6,19%			5,16	5,16
06/01/2015	6,19%			5,16	5,16
06/02/2015	6,19%			5,16	5,16
06/03/2015	6,19%			5,16	5,16
06/04/2015	6,19%			5,16	5,16
06/05/2015	6,19%			5,16	5,16
06/06/2015	6,19%			5,16	5,16
06/07/2015	6,19%			5,16	5,16
06/08/2015	6,19%			5,16	5,16
06/09/2015	6,19%			5,16	5,16
06/10/2015	6,19%			5,16	5,16
06/11/2015	6,19%			5,16	5,16
06/12/2015	6,19%			5,16	5,16
06/01/2016	6,19%			5,16	5,16
06/02/2016	6,19%			5,16	5,16
06/03/2016	6,19%			5,16	5,16
06/04/2016	6,19%			5,16	5,16
06/05/2016	6,19%			5,16	5,16
06/06/2016	6,19%			5,16	5,16
06/07/2016	6,19%			5,16	5,16
06/08/2016	6,19%			5,16	5,16
06/09/2016	6,19%			5,16	5,16
06/10/2016	6,19%			5,16	5,16
06/11/2016	6,19%			5,16	5,16
06/12/2016	6,19%			5,16	5,16
06/01/2017	6,19%			5,16	5,16
06/02/2017	6,19%			5,16	5,16
06/03/2017	6,19%			5,16	5,16
06/04/2017	6,19%			5,16	5,16
06/05/2017	6,19%			5,16	5,16
06/06/2017	6,19%			5,16	5,16
06/07/2017	6,19%			5,16	5,16
06/08/2017	6,19%			5,16	5,16
06/09/2017	6,19%			5,16	5,16
06/10/2017	6,19%			5,16	5,16
06/11/2017	6,19%			5,16	5,16
06/12/2017	6,19%			5,16	5,16
06/01/2018	6,19%			5,16	5,16
06/02/2018	6,19%			5,16	5,16
06/03/2018	6,19%			5,16	5,16
06/04/2018	6,19%			5,16	5,16
06/05/2018	6,19%			5,16	5,16
06/06/2018	6,19%			5,16	5,16
06/07/2018	6,19%			5,16	5,16
06/08/2018	6,19%			5,16	5,16
06/09/2018	6,19%			5,16	5,16
06/10/2018	6,19%			5,16	5,16

FECHA	TIPO INTERÉS	DESEMBOLSO	AMORTIZACIÓN	CUPONES	FLUJOS TOTALES
06/11/2018	6,19%			5,16	5,16
06/12/2018	6,19%			5,16	5,16
06/01/2019	6,19%			5,16	5,16
06/02/2019	6,19%			5,16	5,16
06/03/2019	6,19%			5,16	5,16
06/04/2019	6,19%			5,16	5,16
06/05/2019	6,19%			5,16	5,16
06/06/2019	6,19%			5,16	5,16
06/07/2019	6,19%		1.000 €	5,16	1.005,16

Fórmula TIR:

$$1.000 = \frac{(6,04)\text{€}}{(1+I_{12})} + \frac{(6,04)\text{€}}{(1+I_{12})^2} + \frac{(6,04)\text{€}}{(1+I_{12})^3} + \dots + \frac{(4,53)\text{€}}{(1+I_{12})^{26}} + \dots + \frac{(5,16)\text{€}}{(1+I_{12})^{62}} + \dots + \frac{(1.005,16)\text{€}}{(1+I_{12})^{122}}$$

36. Interés efectivo previsto para el Emisor TIR: 6,420% para los valores suscritos entre el 6 de abril de 2009 y el 29 de abril de 2009; 6,414% para los valores suscritos entre el 30 de abril de 2009 y el 2 de junio de 2009; y 6,396% para los valores suscritos entre el 3 de junio de 2009 y el 30 de junio de 2009.

Los gastos de emisión estimados (publicidad, tasas de CNMV, Iberclear y AIAF,...) ascienden aproximadamente a 81.825 €.

37. En caso de amortización anticipada de la emisión por Bancaja en fecha 6 de julio del 2014, el cálculo de la TIR para el tomador de los valores será el siguiente (se han realizado los cálculos bajo los mismos supuestos anteriores):

FECHA	TIPO INTERÉS	DESEMBOLSO	AMORTIZACIÓN	CUPONES	FLUJOS TOTALES
06/05/2009		-1.000 €			- 1.000€
06/06/2009	7,25%			6,04	6,04
06/07/2009	7,25%			6,04	6,04
06/08/2009	7,25%			6,04	6,04
06/09/2009	7,25%			6,04	6,04
06/10/2009	7,25%			6,04	6,04
06/11/2009	7,25%			6,04	6,04
06/12/2009	7,25%			6,04	6,04
06/01/2010	7,25%			6,04	6,04
06/02/2010	7,25%			6,04	6,04
06/03/2010	7,25%			6,04	6,04
06/04/2010	7,25%			6,04	6,04
06/05/2010	7,25%			6,04	6,04
06/06/2010	7,25%			6,04	6,04
06/07/2010	7,25%			6,04	6,04
06/08/2010	7,25%			6,04	6,04
06/09/2010	7,25%			6,04	6,04
06/10/2010	7,25%			6,04	6,04
06/11/2010	7,25%			6,04	6,04
06/12/2010	7,25%			6,04	6,04
06/01/2011	7,25%			6,04	6,04
06/02/2011	7,25%			6,04	6,04
06/03/2011	7,25%			6,04	6,04
06/04/2011	7,25%			6,04	6,04
06/05/2011	7,25%			6,04	6,04

FECHA	TIPO INTERÉS	DESEMBOLSO	AMORTIZACIÓN	CUPONES	FLUJOS TOTALES
06/06/2011	7,25%			6,04	6,04
06/07/2011	7,25%			6,04	6,04
06/08/2011	5,44%			4,53	4,53
06/09/2011	5,44%			4,53	4,53
06/10/2011	5,44%			4,53	4,53
06/11/2011	5,44%			4,53	4,53
06/12/2011	5,44%			4,53	4,53
06/01/2012	5,44%			4,53	4,53
06/02/2012	5,44%			4,53	4,53
06/03/2012	5,44%			4,53	4,53
06/04/2012	5,44%			4,53	4,53
06/05/2012	5,44%			4,53	4,53
06/06/2012	5,44%			4,53	4,53
06/07/2012	5,44%			4,53	4,53
06/08/2012	5,44%			4,53	4,53
06/09/2012	5,44%			4,53	4,53
06/10/2012	5,44%			4,53	4,53
06/11/2012	5,44%			4,53	4,53
06/12/2012	5,44%			4,53	4,53
06/01/2013	5,44%			4,53	4,53
06/02/2013	5,44%			4,53	4,53
06/03/2013	5,44%			4,53	4,53
06/04/2013	5,44%			4,53	4,53
06/05/2013	5,44%			4,53	4,53
06/06/2013	5,44%			4,53	4,53
06/07/2013	5,44%			4,53	4,53
09/08/2013	5,44%			4,53	4,53
06/09/2013	5,44%			4,53	4,53
06/10/2013	5,44%			4,53	4,53
06/11/2013	5,44%			4,53	4,53
06/12/2013	5,44%			4,53	4,53
06/01/2014	5,44%			4,53	4,53
06/02/2014	5,44%			4,53	4,53
06/03/2014	5,44%			4,53	4,53
06/04/2014	5,44%			4,53	4,53
06/05/2014	5,44%			4,53	4,53
06/06/2014	5,44%			4,53	4,53
06/07/2014	5,44%		1.000 €	4,53	1004,53

Fórmula TIR:

$$1.000 = \frac{(6,04)\text{€}}{(1 + I_{12})} + \frac{(6,04)\text{€}}{(1 + I_{12})^2} + \frac{(6,04)\text{€}}{(1 + I_{12})^3} + \dots + \frac{(4,53)\text{€}}{(1 + I_{12})^{26}} + \dots + \frac{(1.004,53)\text{€}}{(1 + I_{12})^{62}}$$

$$TIR \text{ anualizada} = (1 + I_{12})^{12} - 1$$

Siendo la TIR anualizada: $(1 + I_{12})^{12} - 1 = 6,451\%$, para los valores suscritos entre el 6 de abril de 2009 y el 29 de abril de 2009; $6,441\%$ para los valores suscritos entre el 30 de abril de 2009 y el 2 de junio de 2009; y $6,410\%$ para los valores suscritos entre el 3 de junio de 2009 y el 30 de junio de 2009.

- INFORMACIÓN OPERATIVA DE LOS VALORES

38. Agente de Pagos: Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja.

39. Calendario relevante para el pago de los flujos establecidos en la emisión: TARGET.
40. Régimen fiscal: Las rentas de los valores estarán sujetas a tributación de acuerdo con la legislación fiscal aplicable en cada momento. Dicho régimen fiscal se encuentra detallado en el Folleto de Base de Emisión de Valores de Renta Fija registrado en la Comisión Nacional del Mercado de valores con fecha 11 de diciembre de 2008.

3. ACUERDOS DE EMISIÓN DE LOS VALORES Y DE CONSTITUCIÓN DEL SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS.

De conformidad con el epígrafe 4.10 del Folleto de 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 Obligacionistas, para la presente emisión de valores se ha procedido a la constitución del Sindicato de Obligacionistas denominado Sindicato de Obligacionistas de la 10ª Emisión de Obligaciones Subordinadas de Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja, cuya sede social se fija a estos efectos en Valencia, avenida Cardenal Benlloch nº 67.

De la misma forma, se ha nombrado Comisario del Sindicato de Obligacionistas a D. Pedro Miguel Baixauli Ridaura quien tendrá las facultades que le atribuyen los Estatutos incluidos como Anexo a las presentes Condiciones Finales y que ha aceptado el cargo.

Acuerdos de emisión de los valores:

- Asamblea General de Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante de 30 de junio de 2004.
- Consejo de Administración de 29 de octubre de 2008 aprobando el Folleto de Base hasta 15.000.000.000 Euros.
- Consejo de Administración de fecha 29 de octubre de 2008 aprobando la emisión.

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 con posterioridad a la última fecha de desembolso (6 de julio de 2009) y se asegura su cotización en un plazo inferior a un mes desde dicha fecha.

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

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

5. REGLAMENTO DEL SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS

Se adjunta como anexo a las presentes Condiciones Finales el Reglamento del Sindicato de Obligacionistas.

6.- COMPARACIÓN CON OTRAS EMISIONES

Se adjuntan como anexos a las presentes Condiciones Finales los informes de los expertos independientes especificados en el punto 2.11 anterior.

Valencia, a 1 de abril de 2009

Firmado en representación del emisor:

D. Miguel Ángel Soria Navarro

**Informe sobre Emisión
de Obligaciones
Subordinadas de
Bancaja**

Al Comité de Dirección de Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante:

De acuerdo con nuestra carta propuesta de fecha 13 de marzo de 2009 hemos realizado los procedimientos acordados con ustedes relacionados a continuación, en relación con la posible emisión de obligaciones subordinadas de Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante (en adelante “Bancaja”) cuyos términos y condiciones nos han sido facilitados por ustedes mediante la entrega del borrador del folleto de la emisión:

1. Analizar el rendimiento de la estructura de la emisión mediante el cálculo del spread equivalente sobre Euribor 3 meses (en adelante “Euribor”) de un Bono a tipo de interés variable con reprecación y pagos trimestrales de intereses a un plazo de 10 años.
2. Realizar un análisis comparativo con el objeto de verificar que el rendimiento de la estructura de la emisión, a que se refiere el punto anterior, se encuentra dentro de un rango de los rendimientos ofrecidos por emisiones similares de entidades comparables.

En relación con el procedimiento descrito en el primer punto, el detalle de los pasos realizados ha sido:

- Obtener las condiciones financieras de la emisión tal y como se detallan en el borrador del folleto de la emisión
- Obtener los inputs de mercado de fuentes independientes (curva de tipos de interés), necesarios para la Estimación del cálculo del rendimiento de la emisión a una fecha determinada.
- Estimar el spread equivalente sobre Euribor con liquidación trimestral para un bono a 10 años a interés variable que paga mensualmente un interés fijo del 7,25% nominal anual durante los 2 primeros años de la emisión.
- Estimar el spread equivalente sobre Euribor con liquidación trimestral para un bono a 10 años a interés variable que paga un spread de 3,90% sobre Euribor con liquidación mensual de intereses a partir del tercer año de la emisión y hasta el quinto año.
- Estimar el spread equivalente sobre Euribor con liquidación trimestral para un bono a 10 años a interés variable que paga un spread de 4,65% sobre 3 meses con liquidación mensual de intereses a partir del quinto año de la emisión.
- Estimar el rendimiento de la estructura de la emisión en base a los cálculos anteriores.
- Estimar el rendimiento equivalente de la estructura de la emisión a la fecha de ejercicio de la opción de amortización anticipada a favor de Bancaja.

En relación con el procedimiento descrito en el segundo punto, el detalle de los pasos realizados ha sido:

- Obtener la calificación crediticia otorgada a Bancaja según las diferentes agencias de rating.

- Obtener la calificación crediticia otorgada a otras entidades financieras españolas según las diferentes agencias de rating.
- Obtener las condiciones y rendimientos de las emisiones recientes dirigidas a mercado mayorista por parte de entidades financieras de la zona euro con similar rating que la emisión planteada por Bancaja y realizar un análisis comparativo.
- Obtener las condiciones de emisiones recientes, dirigida al mercado minorista, por parte de entidades financieras españolas y determinar su rendimiento en la misma base y con los mismos datos usados en la revisión del cálculo del rendimiento de la emisión garantizada por Bancaja y realizar un análisis comparativo.
- Obtener los precios de CDS sobre Bancaja y realizar un análisis comparativo.

Los anteriores procedimientos se han realizado exclusivamente para los fines indicados en los párrafos anteriores, por lo que este informe no puede ser usado para ningún otro propósito.

En ningún caso expresamos una opinión de auditoría sobre la información objeto de los procedimientos reseñados. Los procedimientos que hemos aplicado para el desarrollo de nuestro trabajo no constituyen, ni pueden ser considerados, como una auditoría legal o voluntaria, ni como una revisión de otros estados o documentos contables realizada conforme a normativa, principios o estándares contables alguna. En consecuencia, no se puede depositar en este trabajo el mismo grado de confianza que en una auditoría por lo que este informe de procedimientos acordados no incluye opinión alguna de ese tipo.

Ustedes, la CNMV y cualquier lector de este informe son los únicos responsables de determinar y valorar la suficiencia o adecuación de los procedimientos a la finalidad para la cual Bancaja nos ha encargado que los llevemos a cabo, sin que sea nuestro cometido valorar o determinar la suficiencia de los mismos. No asumimos, en consecuencia, ninguna responsabilidad sobre la suficiencia de los procedimientos de análisis aplicados. Si se hubieran aplicado otros procedimientos se podrían haber puesto de manifiesto hechos adicionales a los indicados en este informe.

Es responsabilidad de la Dirección de Bancaja establecer los términos y condiciones de la emisión prevista. La estimación del rendimiento de la estructura de la emisión, además de factores objetivos, toma en consideración una serie de hipótesis, por lo que el dato obtenido constituye únicamente una referencia y no es posible asegurar que terceras partes estén necesariamente de acuerdo con la estimación del mismo.

Además, cabe considerar que el análisis para determinar si el rendimiento de este instrumento financiero entra dentro de un rango de mercado, dada la actual situación de los mismos y su complejidad, se ha basado en ciertas hipótesis y asunciones, y la verificación de la razonabilidad de su cálculo se ha basado en la utilización de determinados modelos de general aceptación en los mercados. Su valoración podría ser diferente en caso de considerar otras hipótesis y asunciones o utilizarse modelos distintos.

Por otra parte, debe tenerse en consideración que en el contexto de un mercado abierto, pueden existir rendimientos diferentes y precios diferentes para instrumentos financieros similares emitidos por entidades comparables, debido a factores subjetivos como el poder de negociación entre las partes o a distintas percepciones de las perspectivas futuras.

Como resultado de los Procedimientos Acordados llevados a cabo les informamos que:

- El rendimiento de la emisión planteada por Bancaja, medido como spread equivalente sobre Euribor de un bono a 10 años, con reprecación y pago trimestral de intereses es de 4,63%.
- Considerando que la emisión de Bancaja va dirigida al mercado minorista cuyas condiciones se referencian a un mercado primario o de emisión y considerando la situación actual de los mercados financieros, del análisis comparativo realizado en los apartados 3.3 y 3.4. del Anexo de este informe, y con el alcance señalado anteriormente, se desprende que el rendimiento de la emisión planteada por Bancaja se halla dentro de un rango comparativo aceptable con respecto a otras emisiones similares realizadas recientemente por entidades financieras españolas teniendo en consideración las calificaciones crediticias otorgadas a éstas por las agencias de rating.

Nuestro trabajo no incluye la actualización de nuestro informe por hechos o transacciones que pudieran ocurrir con posterioridad a la fecha de emisión del mismo.

Los resultados de nuestros procedimientos aquí contenidos se exponen a título informativo y no constituyen una recomendación individual de inversión, ni asesoramiento jurídico, fiscal o de otro tipo ni recomendación de cualquier operación ni pretenden promocionar esta emisión entre potenciales inversores o lectores de este informe. Este informe no constituye una invitación, una oferta, solicitud u obligación por parte de Deloitte S.L. para llevar a cabo operación o transacción alguna ni en los términos y condiciones descritos en este documento, ni en los términos y condiciones contenidos en cualquier otro. La información reseñada no tiene en cuenta ni normas fiscales ni contables que puedan ser de aplicación para las contrapartidas. En consecuencia, Deloitte, S.L. no será responsable de las diferencias, si existen, entre los resultados contenidos en este informe y los resultados a los que puedan acceder terceras partes. Los resultados del pasado no garantizan el futuro rendimiento ni son indicativos del mismo. El valor de un instrumento financiero puede subir o bajar. La información contenida en este documento podría incluir resultados de análisis cuantitativos que representen potenciales sucesos futuros que podrían o no acontecer y no constituye un análisis completo de los hechos sustanciales de cada producto. En general, ni Deloitte, S.L., ni sus filiales, ni asociados, ni sociedades controladas, ni sus socios ni empleados, asumen responsabilidad alguna en relación con la información a la que se refiere este documento.

Deloitte, S.L. no será responsable de ninguna pérdida financiera ni decisión tomada sobre la base de la información contenida en este informe. En todo caso, se deberá solicitar el asesoramiento sea interno o externo que sea necesario obtener, incluyendo cualquier asesoramiento fiscal, legal, financiero o contable o cualquier otro especializado al objeto de verificar si los productos descritos en este informe cumplen o son compatibles con los objetivos y limitaciones particulares, así como obtener una valoración independiente del producto, sus riesgos y retribuciones.

Quedamos a su disposición para atender cualquier aclaración que requieran sobre este documento.

Atentamente

Deloitte, S.L.



Rafael Campo Bernad

27 de marzo de 2009

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN PREVISTA Y RESULTADO DE LOS PROCEDIMIENTOS ACORDADOS

1. Descripción de la Emisión Prevista contenida en el borrador del folleto de la emisión

1.1. Factores de Riesgo

Las obligaciones subordinadas están reguladas en España, de forma explícita, en el ámbito de las entidades de crédito como valores cuya característica fundamental es su aptitud para ser considerados como recursos propios complementarios (Tier II) de las Entidades de Crédito. En particular, han sido utilizados por las Cajas de Ahorros, dada la dificultad que tienen tales entidades para el fortalecimiento de sus recursos propios vía emisión de cuotas participativas.

Las características básicas que tienen las obligaciones subordinadas que pueden emitir las Entidades de Crédito, están contempladas en la Ley 13/1985 y el Real Decreto 1370/1985 y son las siguientes:

- A efectos de prelación de créditos, las obligaciones subordinadas se sitúan detrás de los acreedores comunes, siempre que el plazo original de dichas financiaciones no sea inferior a 5 años y el plazo remanente hasta su vencimiento no sea inferior a 1 año.
- No podrán contener cláusulas de rescate, reembolso o amortización anticipada ejecutables a voluntad del deudor. Si tuvieran dicho tipo de cláusulas, los plazos de 5 y 1 años mencionados anteriormente se referirán a la fecha en que dichas cláusulas puedan ser ejecutadas.
- Podrán denominarse en cualquier divisa.
- Se permite su convertibilidad en acciones o participaciones de la entidad emisora, cuando ello sea posible, y pueden ser adquiridas por la misma al objeto de la citada conversión
- Se obliga a la mención de su condición de subordinación en los contratos y folletos de emisión.
- Se establece un límite de cómputo en los recursos propios que no podrá ser superior al 30% de los recursos propios, salvo reducción sobrevenida de los mismos
- El pago de los intereses se suspenderá en el supuesto de que la Entidad de crédito haya presentado pérdidas en el ejercicio anterior al de devengo de intereses.

Por tanto, las obligaciones subordinadas tienen rasgos similares a los valores representativos del capital en su rango jurídico, ya que se postergan detrás del resto de acreedores sirviendo de última garantía, justo delante de los tenedores de participaciones preferentes y de los socios de la sociedad, asemejándose a las acciones en dicha característica de garantía de los acreedores.

Este tipo de instrumentos no pueden considerarse como depósitos bancarios, por lo que no se encuentran amparados por el Fondo de Garantía de Depósitos. El inversor debe, por consiguiente, considerar todos los factores de riesgo implícitos en el instrumento antes de adoptar la decisión de inversión:

- La percepción del rendimiento queda en suspenso si el emisor ha presentado pérdidas en el ejercicio anterior al de devengo del mismo.
- La duración esperada de la inversión está condicionada a que el emisor ejerza su opción de amortización anticipada a partir de los 5 años desde la emisión. La duración esperada se alargará si las condiciones de acceso a la financiación por parte del emisor se deterioran y se reducirá si mejoran respecto a la situación actual.
- Una vez suscrita la emisión, el precio de la misma en el mercado secundario puede oscilar en función de las condiciones de mercado en general y las del garante en particular, no garantizándose por tanto la recuperación de la inversión.
- Las fluctuaciones de los tipos de interés, a partir del segundo año, pueden alterar los rendimientos de la misma, dado el carácter variable de la fórmula que determina el rendimiento a partir de dicho momento.
- En virtud de su garantía, las obligaciones subordinadas se sitúan:
 - detrás de los depositantes, titulares de derechos de crédito con garantía real y de titulares de obligaciones o derechos de crédito comunes;
 - en el mismo lugar que las demás emisiones de obligaciones subordinadas emitidas o que pudiera emitir en un futuro el Garante; y
 - por delante de los tenedores de las participaciones preferentes y de las cuotas participativas del Garante.

1.2. Términos y Condiciones de la Emisión Prevista

Las características principales de la emisión prevista y sobre la que se han realizado los procedimientos se detallan a continuación:

Emisión	10ª Emisión de Obligaciones Subordinadas
Emisor	Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, BANCAJA
Garante	Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, BANCAJA
Importe de la Emisión	1.000 Millones de Euros
Valor Nominal	1.000 Euros
Rating del Garante	A2 (Moody's) y A- (Fitch)
Rating de la Emisión (*):	A3 (Moody's) y BBB+ (Fitch)
Mercado de Negociación	AIAF
Condiciones de Rendimiento	<ul style="list-style-type: none"> • 7,25% fijo nominal anual durante los dos primeros años (del 9 de abril de 2009 al 9 de junio de 2011) • Euribor 3 meses + 3,90% del año tres al cinco, con revisiones trimestrales. • Euribor 3 meses + 4,65% a partir del año quinto, con revisiones trimestrales.
Fechas de pago del Rendimiento	Mensualmente el día 6 de cada mes, siendo la primera fecha de pago el 6 de junio, ó 6 de julio ó 6 de agosto de 2009 en función de la fecha de suscripción.
Plazo	10 años, con opción de amortización anticipada a favor del emisor mensualmente a partir de los 5 años de la fecha de emisión.

(*) Rating provisional

2. Análisis del Rendimiento de la Estructura de la Emisión

De los términos y condiciones de la estructura de la emisión, detallados en el punto anterior, se pueden identificar las siguientes fuentes de rendimiento para el inversor:

- Con signo positivo:
 - El interés fijo recibido durante los dos primeros años.
 - El interés variable más el spread del año tercero al quinto.
 - El interés variable más el spread a partir del quinto año.

- Con signo negativo:
 - La opción de amortización anticipada a favor del emisor a partir del quinto año.

Dada la diversidad de fuentes de rendimientos de la estructura de la emisión, la determinación del rendimiento total de la misma se ha basado en la estimación del spread equivalente sobre Euribor 3 meses, con liquidación trimestral, que correspondería a tres bonos a 10 años de plazo comprados por el inversor (activos) más la opción de amortización anticipada (pasivo) con las siguientes condiciones:

- Bono 1: Paga mensualmente un interés fijo del 7,25% nominal anual durante los dos primeros años y cero durante el resto de los años.
- Bono 2: Paga mensualmente un interés variable con reprecación trimestral en base a Euribor + 3,90% a partir del tercer año y hasta el quinto y cero durante el resto de los años.
- Bono 3: Paga mensualmente un interés variable con reprecación trimestral en base a Euribor + 4,65% desde el año sexto hasta el décimo y cero durante el resto de los años.
- Opción de amortización anticipada.

2.1. Estimación del Spread Equivalente del Bono 1

Para la Estimación del spread equivalente del Bono 1, hemos procedido de la siguiente manera:

- Hemos obtenido la curva euroswap en formato de tipos implícitos futuros trimestrales vigente en la fecha 26 de marzo de 2009 al plazo de 10 años (Fuente Reuters).
- Hemos determinado la función de descuento para fechas trimestrales en base a los tipos implícitos futuros.
- Para los dos primeros años y para cada una de las fechas mensuales de pago del interés fijo hemos determinado el spread de intereses cobrados respecto de los tipos implícitos futuros del Euribor 3 meses con reprecación trimestral, así como su valor actual. Dicho valor actual asciende al 10,67% sobre el valor nominal.
- Hemos determinado el spread equivalente sobre Euribor como aquel interés nominal anual pagadero trimestralmente y a un plazo de 10 años que determina un flujo de intereses cuyo valor actual es del 10,67% sobre el valor nominal.

Como resultado, el spread equivalente del Bono 1 y, por consiguiente, la aportación al spread equivalente sobre Euribor del pago de interés fijo de la estructura de la emisión resulta ser del 1,24% nominal anual con pagos trimestrales sobre el nominal.

2.2. Estimación del Spread Equivalente del Bono 2

Partiendo de los tipos implícitos futuros y de la función de descuento considerados en el punto anterior hemos procedido de la siguiente manera:

- Del tercer al quinto año y para cada una de las fechas mensuales de pago de intereses hemos determinado los flujos en base a la aplicación de un interés nominal anual del 3,90%.
- Hemos determinado el valor actual del flujo de intereses. Dicho valor actual asciende al 10,81% sobre el valor nominal.
- Hemos determinado el spread equivalente sobre Euribor como aquel interés nominal anual pagadero trimestralmente y a un plazo de 10 años que determina un flujo de intereses cuyo valor actual es del 10,81% sobre el valor nominal.

Como resultado el spread equivalente del Bono 2 y, por consiguiente, la aportación al spread equivalente sobre Euribor del pago del spread del 3,90% de la estructura de la emisión desde el tercer año hasta el quinto año resulta ser del 1,25% nominal anual con pagos trimestrales sobre el nominal.

2.3. Estimación del Spread Equivalente del Bono 3

Partiendo de los tipos implícitos futuros y de la función de descuento considerados en el punto anterior hemos procedido de la siguiente manera:

- Del sexto al décimo año y para cada una de las fechas trimestrales de pago de intereses hemos determinado los flujos de intereses trimestrales en base a la aplicación de un interés nominal anual del 4,65%.
- Hemos determinado el valor actual del flujo de intereses. Dicho valor actual asciende al 18,46% sobre el valor nominal.
- Hemos determinado el spread equivalente sobre Euribor como aquel interés nominal anual pagadero trimestralmente y a un plazo de 10 años que determina un flujo de intereses cuyo valor actual es del 18,46% sobre el valor nominal.

Como resultado el spread equivalente del Bono 3 y, por consiguiente, la aportación al spread equivalente sobre Euribor del pago del spread del 4,65% de la estructura de la emisión desde el sexto al décimo año resulta ser del 2,14% nominal anual con pagos trimestrales sobre el nominal.

2.4. Opción de Amortización Anticipada

La opción de amortización anticipada ejercitable por el emisor a partir del quinto año desde el inicio de la emisión, se puede considerar como un pasivo para el inversor y por consiguiente su valoración supone una merma del rendimiento obtenido por el mismo.

La amortización anticipada de la emisión va a depender de elementos hoy por hoy difícilmente valorables:

- Las condiciones de crédito a la fecha de la opción amortización anticipada: el ejercicio de la opción será óptimo para el emisor si consigue reemplazar la emisión actual por otra cuyo coste esté por debajo del que le supone la actual. La emisión actual, a la primera fecha de amortización anticipada, supondría un coste para el emisor de Euribor + 4,65% para los últimos 5 años.
- Las necesidades específicas de capital del emisor así como las exigencias regulatorias por parte del Banco de España.

Por los motivos anteriormente esgrimidos no hemos valorado la opción de amortización anticipada. En la siguiente tabla se muestra el rendimiento de la estructura de la emisión en el supuesto de considerar su vencimiento a 5 años (primera fecha de amortización anticipada):

Conceptos	Spread Equivalente a 5 años
Interés Fijo dos primeros años (7,25%)	2,26%
Spread Euribor del tercer al quinto año (3,90%)	2,30%
TOTAL	4,56%

Como se puede observar el spread equivalente a 5 años en el supuesto de amortización anticipada es muy similar al estimado para 10 años (4,63%) y al coste para el emisor durante los últimos 5 años.

2.5. Estimación del Spread Equivalente Total

En la siguiente tabla se presenta la estimación del spread equivalente sobre Euribor de una emisión a 10 años como suma de los spreads equivalentes de los tres bonos en los que se puede desagregar la estructura de la emisión, sin considerar la opción de amortización anticipada

Conceptos	Spread Equivalente a 10 años
Interés Fijo dos primeros años (7,50%)	1,24%
Spread Euribor 3º-5º año (3,90%)	1,25%
Spread Euribor a partir 6º año (4,65%)	2,14%
TOTAL	4,63%

3. Análisis Comparativo del Rendimiento de la Estructura de la Emisión

3.1. Análisis Comparativo de la Calificación crediticia o Rating Crediticio

En las siguientes tablas se muestra la calificación crediticia otorgada, en la actualidad, por las diferentes agencias de rating a Bancaja para diferentes tipos de emisiones (deuda senior, subordinada y participaciones preferentes) así como su comparación con las calificaciones obtenidas por otras entidades financieras españolas, tanto Bancos como Cajas de Ahorros.

3.1.1. Ratings para Deuda Senior

Emisor	Moody's	Standard & Poors	Fitch
Bancaja	A2	NR	A-

Fuente: Bloomberg 20-03-2009

Emisor	Moody's	Standar & Poors	Fitch
Banco Santander	Aa1	AA (*)	AA
BBVA	Aa1	AA (*)	AA- (**)
La Caixa	Aa1	AA- (*)	AA-
Banco Popular	Aa2 (*)	A+ (*)	AA
Caja Madrid	Aa3	A (*)	AA- (*)
Banco Sabadell	Aa3	A	A+
Bankinter	Aa3	A+	A+
Caja Murcia	NR	NR	A+
Ibercaja	A1	A	NR
Caixa Galicia	A2	NR	BBB+
Banco Pastor	A2 (*)	NR	NR
Caixa Catalunya	A2 (*)	NR	BBB+
CAM	A2 (*)	NR	NR

Fuente: Bloomberg 20-03-2009

NR: Calificación no disponible

(*) Panorama Negativo.

(**) Panorama Positivo.

3.1.2. Ratings para Deuda Subordinada

Emisor	Moody's	Standard & Poors	Fitch
Bancaja	A3	NR	BBB+

Fuente: Bloomberg 20-03-2009

Emisor	Moody's	Standard & Poors	Fitch
Banco Santander	Aa2	NR	AA-
BBVA	Aa2	NR	A+ (**)
La Caixa	Aa2	NR	A+
Banco Popular	NR	NR	AA-
Caja Madrid	A1	NR	A+ (*)
Banco Sabadell	A1	NR	A
Bankinter	A1	NR	NR
Caja Murcia	NR	NR	A
Ibercaja	A2	NR	NR
Caixa Galicia	A3	NR	BBB-
Banco Pastor	A3 (*)	NR	NR
Caixa Catalunya	A2 (*)	NR	NR
CAM	A2 (*)	NR	NR

Fuente: Bloomberg 20-03-2009

NR: Calificación no Disponible.

(*) Panorama Negativo.

(**) Panorama Positivo.

3.1.3. Ratings para Participaciones Preferentes

Emisor	Moody's	Standard & Poors	Fitch
Bancaja	NR	NR	BBB

Fuente: Bloomberg 20-03-2009

Emisor	Moody's	Standard & Poors	Fitch
Banco Santander	NR	NR	A+
BBVA	WR	NR	A (**)
La Caixa	NR	NR	A
Banco Popular	NR	NR	A+
Caja Madrid	NR	NR	A (*)
Banco Sabadell	A2	NR	A-
Bankinter	NR	NR	NR
Caja Murcia	NR	NR	A-
Ibercaja	A3	NR	NR
Caixa Galicia	Baa1	NR	BB
Banco Pastor	Baa1 (*)	NR	NR
Caixa Catalunya	NR	NR	BBB
CAM	NR	NR	BBB

Fuente: Bloomberg 20-03-2009

NR: Calificación no disponible.

(*) Panorama Negativo.

(**) Panorama Positivo.

Como se puede observar en las tablas anteriores las calificaciones asignadas a Bancaja por Deuda Senior, Subordinada y Participaciones Preferentes se encuentran por encima del umbral que separa el grado de inversión (calificación igual o superior a Baa3 según Moody's y BBB- según Standard & Poors o Fitch) del grado especulativo y son comparables con las asignadas a Cajas de Ahorros de tamaño medio.

3.2. Análisis Comparativo con Emisiones en el Mercado Mayorista Europeo

El rating provisional para la emisión de Obligaciones Subordinadas de Bancaja ha sido establecido por Moody's el 26 de febrero de 2009 en A3 y por Fitch, el 17 de febrero de 2009, en BBB+, en ambos casos con panorama estable.

Dada la situación de los mercados durante el último año que ha supuesto una caída importante en el número y volúmenes de las emisiones de deuda bancaria, no existen emisiones dirigidas al mercado mayorista por parte de emisores europeos bancarios en fechas recientes (desde septiembre de 2008) con un rating comparable con el rating esperado para las obligaciones subordinadas, pero si algunas emisiones con rating A2 de Moodys equiparable al rating de la Deuda Senior de Bancaja.

Las características de dichas emisiones se describen en la siguiente tabla:

Emisor	Bapo (1)	Dapob (2)	WDLG (3)
ISIN	XS0400898960	XS0406697101	DE000WLB89A7
Rating	A2	A2	A2
Importe	145	1.000	50
Seniority	Senior	Senior	Senior
Emisión	22-01-2009	29-12-08	6-2-2009
Vencimiento	31-12-15	30-12-2013	6-2-2014
Precio	72,40%	101,20%	99,90%
Cupón	Cero	Euribor + 0,90%	Fijo 4,50%
Dif vs Euribor	2,15%	0,77%	2,36%

(1) Banco Popolare

(2) Deutsche Apotheker

(3) WestLB AG

Fuente: Reuters 20-03-2009

Si bien la muestra es pequeña, las emisiones son de inferior plazo y cuentan con un rating superior a la prevista por Bancaja, el spread equivalente sobre Euribor de la emisión prevista por Bancaja (4,63%) es superior a los mostrados en la tabla anterior y, por consiguiente, dicho spread mayor remunera el mayor plazo, el peor rating y la opción de amortización anticipada de la emisión prevista.

3.3. Análisis Comparativo con Emisiones Minoristas de Entidades Financieras Españolas

Tal y como se puede apreciar en los puntos 3.1.2 y 3.1.3 de este informe, en términos generales, y para el mismo emisor, la calificación crediticia de las obligaciones subordinadas es de un escalón de rating inferior a la de emisiones de deuda senior y a su vez es de un escalón de rating superior al de participaciones preferentes, por lo que el rendimiento exigido a las obligaciones subordinadas debe situarse dentro del rango formado por el rendimiento de las participaciones preferentes (límite superior) y el de la deuda senior (límite inferior) del mismo emisor o de emisores de rating comparables.

En fechas recientes no contamos con emisiones de deuda senior por parte de entidades financieras españolas y dirigidas al mercado minorista, pero si con emisiones tanto de deuda subordinada como de participaciones preferentes.

En la siguiente tabla se presentan emisiones recientes de participaciones preferentes dirigidas al mercado minorista por parte de entidades financieras españolas:

Emisor	Banco Popular	Banco Sabadell	Caja Murcia	Banco Pastor	Caixa Galicia (*)
Rating Senior	Aa2/A+/AA	Aa3/A/A+	NR/NR/A+	A2/NR/NR	A2/NR/BBB+
Rating Emisión	NR/A/A+	A2/NR/A-	NR/NR/A-	Baa1/NR/NR	Baa1/NR/BB
Importe	300/600	300/500	100/150	100/250	120/250
Registro	3-02-2009	29-01-2009	18-03-2009	24-03-2009	05-03-2009
Vencimiento	Perpetuo	Perpetuo	Perpetuo	Perpetuo	Perpetuo
Cupón	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Amort Anticipada	5º Año	5º Año	5º Año	5º Año	5º Año
Dif vs Euribor	2,60%	3,10%	4,77%	5,34%	5,49%

Fuente: www.cnmv.es

(*) Caixa Galicia sufrió una rebaja en su calificación crediticia por parte de Fitch el día 13 de marzo de 2009.

- (1) 6,75% (5 años) resto Euribor + 150, con floor 4%
- (2) 6,50% (2 años) resto Euribor + 250 con floor 4,50%
- (3) Euribor + 4,45% con Floor 5,50%
- (4) 7,25% (3 años) resto Euribor + 4,60% con floor en 6,80%
- (5) 7,50% (3 años) resto Euribor + 5,15%, Floor 6,15% a partir del 6º año.

Como se puede observar en la tabla anterior, el rendimiento de las emisiones, medido en términos de spread sobre Euribor y sin considerar la opción de amortización anticipada, es creciente en función de la peor valoración crediticia o rating crediticio.

Tomando en consideración que la emisión prevista por Bancaja presenta una garantía mejor que las participaciones preferentes del mismo emisor o de emisores de similar calidad crediticia y que estas últimas son perpetuas, el rendimiento ofrecido por la emisión a 10 años prevista por Bancaja de 4,63% sobre Euribor:

- Remunera la peor calificación crediticia de ésta respecto de Banco Popular (3 escalones por encima) y de Banco Sabadell (2 escalones por encima), así como la peor situación de los mercados de crédito respecto de la fecha en la que se realizaron dichas emisiones.
- Remunera la peor calificación crediticia respecto de Caja Murcia (2 escalones por encima de Bancaja).
- Se encuentra por debajo de los rendimientos ofrecidos por las emisiones recientes de Banco Pastor y Caixa Galicia (ambos con rating similar en el momento de realizar las emisiones que Bancaja) circunstancia que se explica en la peor garantía y mayor incertidumbre respecto de su duración de las participaciones preferentes.

En la siguiente tabla se presentan emisiones recientes de deuda subordinada dirigida al mercado minorista por parte de entidades financieras españolas:

Emisor	Caixa	Caixa Catalunya	Caja Murcia	Caja Granada
ISIN	ES0214970065	ES0214840342	ES0214600233	ES0214982136
Rating Senior	Aa1/AA/AA-	A2/NR/BBB+	NR/NR/A+	NR/NR/A-
Rating Emisión	NR/NR/A+	A3/NR/BBB	NR/NR/A	NR/NR/NR
Importe	2.500	500	50	120
Emisión	22-01-2009	28-10-2008	22-12-2008	24-12-2008
Vencimiento	28-02-2019	18-12-2018	30-12-2018	16-3-2019
Cupón	(1)	(2)	(3)	(4)
Amortización Anticipada	5º Año	5º Año	5º Año	5º Año
Dif vs Euribor	1,90 %	2,51%	2,95%	3,20%

Fuente: Reuters al 20-03-2009

- (1) 5,87% (1 año) resto Euribor + 200, floor 3,94%, cap 6,35%
- (2) 7% (primer año), Euribor + 2,00% durante los 4 siguientes y Euribor + 2,75% durante los últimos 5 años con un floor del 4% para los nueve años.
- (3) Euribor +2,75% durante cinco primeros años, después Euribor + 3,5%.
- (4) Euribor +3,00% durante cinco primeros años, después Euribor + 3,75%.

En base a los datos reflejados en la tabla anterior y en términos comparativos con la emisión planteada por Bancaja, podemos señalar lo siguiente:

- Las emisiones presentan, en términos generales, un rendimiento creciente en función de la peor evaluación crediticia.
- El rendimiento ofrecido por la emisión de Bancaja en términos de spread equivalente sobre Euribor:
 - Supera en un 2,73% el rendimiento ofrecido por la emisión de “la Caixa” cuyo rating es 4 escalones mejor que la de Bancaja (Aa1 para “la Caixa” versus A2 para Bancaja según Moody’s).
 - Supera en un 2,12% al rendimiento ofrecido por la emisión de Caixa Catalunya que tiene similar calificación crediticia para deuda senior que Bancaja según Moodys e inferior en un scalón según Fitch.
 - Supera en un 1,68% al rendimiento ofrecido por la emisión de Caja Murcia (dos escalones mejor que Bancaja según Fitch única Agencia que la evalúa).
 - Supera en un 1,43% al rendimiento ofrecido por la emisión de Caja Granada (igual que Bancaja según Fitch única Agencia que la evalúa).
- Como comentamos en el apartado siguiente, las condiciones de mercado desde la fechas de las emisiones descritas en la anterior tabla han empeorado sustancialmente.

3.4. Análisis comparativo en Base a CDS

Un Credit Default Swap (CDS) puede definirse como un contrato privadamente negociado entre dos contrapartes en cuya virtud, una de las contrapartes (o vendedor de protección), se obliga, a cambio del cobro periódico de una prima hasta la extinción del contrato, y para el caso de que se produzca un determinado suceso (o evento de crédito) relacionado con la solvencia de un tercero (o entidad de referencia), a pagar a la otra parte (o comprador de protección) una cantidad en función de la depreciación experimentada por el valor de un determinado activo crediticio (u obligación de referencia) o la entrega del valor nominal del contrato contra la percepción de una obligación de la entidad de referencia como consecuencia del acaecimiento de aquel suceso. La prima o spread de crédito se refiere de manera relativa al tamaño de la transacción (o nominal).

En base a la definición anterior un CDS puede ser considerado como un seguro de crédito y por consiguiente el rendimiento proporcionado por la emisión de Bancaja debería de estar alineado con el coste del seguro de crédito como prima de un CDS que cubra de las pérdidas de la compra de una emisión subordinada (CDS subordinado).

El mercado de CDS, tanto senior como subordinado, sobre la entidad de referencia Bancaja es muy ilíquido por lo que las cotizaciones del mismo no pueden considerarse como base de comparación. En la práctica y a nivel del sector financiero de la zona euro, solo pueden considerarse como representativas las cotizaciones de los CDS sobre deuda subordinada de las entidades integrantes de índices de derivados de crédito como el ITRAXX. Si nos circunscribimos a entidades financieras españolas solo pueden considerarse como representativas las cotizaciones de los CDS subordinados de Banco Santander y BBVA.

Adicionalmente:

- El mercado de CDS tiene relación con un mercado de negociación o secundario y no con un mercado de emisión o primario y dada la iliquidez existente, hoy por hoy, en los mercados de negociación los precios de uno y otro mercado pueden resultar como no comparables (mayor volumen en el mercado de emisión respecto del volumen en el mercado de negociación).
- El mercado de CDS no corresponde a inversores particulares o minoristas, sino para mayoristas o profesionales.

A título informativo, y tomando como fuente los datos ofrecidos por Reuters el 26 de marzo de 2009, se ofrece la cotización de los CDS subordinados a 5 años de las entidades integrantes del ITRAXX subordinado a 5 años así como la media de las mismas como cotización del índice:

Reuters CreditViews

REUTERS CreditViews CDS Search

Home | INDICES | Market Intraday | Obligation | RED Chg | Top News | Links

Family: ITRAXX-European Name: iTraxx Europe Sub Financials Series: 10 Version: 1

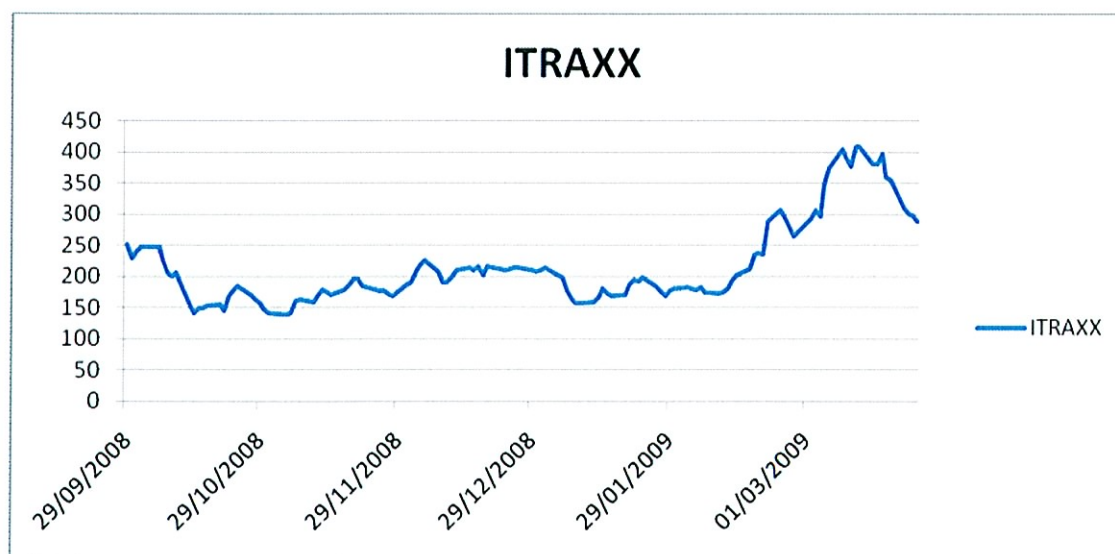
Family	Index	Series	Version	RedID	CCY	Index Factor	Annex	Market Index Skew
ITRAXX-European	iTraxx Europe Sub Financials	10	1	21667EAK8	EUR	1	24-SEP-2008	-19.299%

Period	Fixed Rate	Effective	First Payment	Frequency	Maturity	TradeID	Market 26-Mar Spread
5Y	220 bps	29-SEP-2008	20-DEC-2008	3M	20-DEC-2013	ITRAXX-FINSUBS10V1-5Y	289.000%
10Y	230 bps	29-SEP-2008	20-DEC-2008	3M	20-DEC-2018	ITRAXX-FINSUBS10V1-10Y	283.000%

IssuerName	RedCode	Changes	Iss Rating	Ref Oblig	CDS Syr	Reuters EOD Syr	GFI-H	Doc	Industry Class	Weight %
AEGON N.V.	D07GB6		A+/A3/A+	View	-	506.25	Qte	CR	Life & Health Insuranc	4.00
Allianz SE	D03S9M		AA-/AA-	View	Qte	181.25	Qte	CR	Multi-Line Insurance	4.00
Assicurazioni Generali S.p.A.	D09968		-/A+	View	Qte	279.00	Qte	CR	Multi-Line Insurance	4.00
Aviva Plc	GG6EBT		-/A	View	Qte	681.50	Qte	CR	Multi-Line Insurance	4.00
AXA	FF667M		A+/A	View	Qte	305.25	Qte	CR	Multi-Line Insurance	4.00
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.	TU29GI		A-/A	View	Qte	253.83	Qte	MM	Diversified Banks	4.00
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	EF29BS		AA-/A1/AA-	View	Qte	274.23	Qte	MM	Diversified Banks	4.00
Banco Espirito Santo S.A. - BES	KX37B2		A-/A+	View	Qte	280.77	-	MM	Diversified Banks	4.00
Banco Santander S.A.	EFAGG9		AA-/A1/AA-	View	Qte	271.50	Qte	MM	Diversified Banks	4.00
Bank of Scotland Plc	GPF79N		A+/A3/AA-	View	Qte	394.80	Qte	MM	Diversified Banks	4.00
Barclays Bank Plc	D60ABK		AA-/A3/AA-	View	Qte	369.00	Qte	MM	Diversified Banks	4.00
BNP Paribas S.A.	0SABBF		AA-/A1/AA-	View	Qte	178.75	Qte	MM	Diversified Banks	4.00
Commerzbank AG	2C27EG		A-/A3/A	View	Qte	401.60	Qte	MM	Diversified Banks	4.00
Credit Agricole S.A.	FH9GGG		AA-/A1/AA-	View	Qte	188.50	Qte	MM	Diversified Banks	4.00
Credit Suisse Group AG	HK9FH4		A-/AA-	View	Qte	-	Qte	MM	Diversified Banks	4.00
Deutsche Bank AG	ZH6677		A+/A1/AA-	View	Qte	255.00	Qte	MM	Diversified Banks	4.00
Hannover Reinsurance Co (Hannover Re)	DG3160		AA-/A+	View	Qte	162.50	Qte	CR	Reinsurance	4.00
Intesa Sanpaolo S.p.A.	TYA560		AA-/A2/AA-	View	Qte	265.40	Qte	MM	Diversified Banks	4.00
Munich Reinsurance Company	687DNG		AA-/A+	View	Qte	143.50	Qte	CR	Reinsurance	4.00
Royal Bank of Scotland Plc	GNDGTI		A+/A-	View	Qte	533.87	Qte	MM	Diversified Banks	4.00
Societe Generale	B869AP		AA-/A-	View	Qte	183.87	Qte	MM	Diversified Banks	4.00
Swiss Reinsurance Company Ltd	H0665N		A+/+	View	Qte	724.50	Qte	CR	Reinsurance	4.00

Copyright | Privacy | Disclaimer | Contact/Feedback | FAQ/Help

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de la prima / spread del índice ITRAXX subordinado a 5 años, desde finales de septiembre 2008 hasta fecha actual:



Como se puede observar en el gráfico, desde principios de febrero se ha producido un recrudecimiento de las tensiones en el mercado crediticio referido al sector financiero europeo con el consiguiente aumento del coste del seguro de crédito que actualmente cotiza en niveles de 2,90% en términos del spread de crédito del Índice ITRAXX subordinado a 5 años.

Con el objetivo de hacer comparables el rendimiento de las emisiones de deuda subordinada analizadas en el punto 3.3 con la prevista por Bancaja, en la siguiente tabla, y a título informativo, se presenta el rendimiento equivalente de cada una de las citadas emisiones incrementado en la subida, en términos absolutos, del Índice ITRAXX desde la fecha de cada emisión (ITRAXX (0)) hasta la fecha actual (2,90%) que hemos denominado Dif vs Euribor (Hoy)

Emisor	Caixa	Caixa Catalunya	Caja Murcia	Caja Granada
Emisión	22-01-2009	28-10-2008	22-12-2008	24-12-2008
Dif vs Euribor	1,90 %	2,51%	2,95%	3,20%
ITRAXX (0)	1,90%	1,60%	2,10%	2,10%
Dif vs Euribor (Hoy)	2,90%	3,61%	3,75%	4,00%

Madrid, 30 de marzo de 2009

BANCAJA, S.A.

Av. Cardenal Benlloch, 67 planta 7ª
46021 Valencia

A la atención de D. Benito Castillo Navarro, Director de Tesorería y de Mercados de Capitales.

Muy señores nuestros:

De acuerdo con la solicitud realizada desde su entidad, adjunto les remitimos el informe independiente de la emisión de deuda subordinada que próximamente tienen pensado llevar a cabo.

Quedamos a su disposición para cualquier aclaración o información adicional que precisen.

Atentamente,

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Ana Castañeda".

Ana Castañeda
Directora General

Informe de emisión de deuda subordinada

Emisión de Bancaja

Marzo de 2009

Informe de emisión de deuda subordinada de Bancaja de marzo de 2009

InterMoney Valora Consulting S.A.
Dpt. Valoración y Riesgo

Introducción	3
1. Características de la emisión.....	3
2. Análisis del riesgo crediticio del emisor	4
3. Definición del marco de análisis: mercado y emisiones comparables.....	5
3.1. Situación actual del mercado secundario.....	5
3.2. Situación del mercado primario. Emisiones de referencia	6
4. Análisis de la emisión de Bancaja	8
4.1. Valoración de la emisión y de sus comparables.....	8
4.2. Análisis de la rentabilidad de la emisión y sus comparables.....	10
Conclusiones	13
Anexo 1. Metodologías de valoración	15
Anexo 2. Inputs de valoración	19
Anexo 3. Emisiones recientes en el mercado español y europeo.....	21

Introducción

A petición de **Bancaja**, InterMoney Valora realiza en el presente documento un análisis sobre la emisión de deuda subordinada que dicha entidad tiene previsto emitir próximamente.

El objetivo último de este análisis es examinar desde la más estricta independencia si los márgenes asociados a la emisión se encuentran dentro de los límites adecuados a las actuales circunstancias institucionales y de mercado. A tal efecto, la metodología del estudio descansa en el análisis del binomio rentabilidad-riesgo de la emisión y su comparación con otras emisiones consideradas de referencia.

El documento está organizado como sigue. En el primer apartado se describen sucintamente las condiciones del instrumento financiero, su estructura de flujos y sus elementos de opcionalidad así como información adicional aportada por la entidad sobre sus cuentas de balance. En el segundo, se analiza el riesgo de crédito del emisor y de la emisión. En el tercero, se establece el marco de análisis y comparación, tanto a nivel del mercado de referencia, como de las emisiones equiparables. En el cuarto, se analizan las condiciones de rentabilidad y riesgo de la emisión de Bancaja y sus diferenciales respecto a las emisiones seleccionadas como comparables. El documento finaliza en la sección quinta con la conclusión sobre si las condiciones de rentabilidad y precio de la emisión se ajustan a las circunstancias actuales del mercado y de los productos equiparables.

1. Características de la emisión

La emisión de deuda subordinada de Bancaja presenta las siguientes características principales:

- Importe nominal: 1.000.000.000 euros.
- Vencimiento: Transcurridos 10 años desde la fecha de emisión si no se ejerce la opción de cancelación.
- Estructura de pagos:
 - Durante los dos primeros años: 7.25% fijo anual.
 - A partir del tercer año hasta el quinto: Euribor 3 meses + 390pb.
 - A partir del sexto año hasta vencimiento: Euribor 3 meses + 465pb.
- Frecuencia de pago: mensual.
- Opcionalidad:
 - Cap/Floor: No dispone.

- Cancelabilidad: Transcurridos cinco años desde la fecha de emisión y en adelante, coincidiendo con las fechas de pago de cupones por parte del emisor.
- Inversores: Banca minorista.

2. Análisis del riesgo crediticio del emisor

La emisión de deuda subordinada dentro del orden de prelación de los pagos se sitúa por delante de las acciones ordinarias del emisor y emisiones de participaciones preferentes y por detrás de las emisiones de deuda senior del mismo.

Respecto a la calidad crediticia, Bancaja dispone de unas calificaciones A2/A-, otorgadas, respectivamente, por las agencias de rating Moody's y Fitch, situándola dentro del grado inversión. Las perspectivas de ambas calificaciones son estables.

En la tabla 1 se recogen las calificaciones crediticias atribuidas por las citadas agencias especializadas para algunos de los principales bancos y cajas de ahorro españolas. Se incluye, asimismo, la información acerca de sus correspondientes revisiones (*credit watch*) y perspectivas (*outlook*) en caso de haberlas. Puede observarse que Bancaja se sitúa por debajo de Banco Popular o Banco Sabadell, al mismo nivel que la CAM y por encima de Caixa Catalunya o Caja España.

Tabla 1
Calificaciones crediticias de principales cajas y bancos españoles

Emisor	Moody's	Watch	Outlook	Fitch	Watch	Outlook
Banco Santander	Aa1		ESTABLE	AA	*-	
BBVA	Aa1		ESTABLE	AA-		POSITIVO
Banco Popular	Aa2		NEGATIVO	AA		ESTABLE
La Caixa	Aa1		ESTABLE	AA-		ESTABLE
Banco Sabadell	Aa3		ESTABLE	A+		ESTABLE
Caja Madrid	Aa3		ESTABLE	AA-		NEGATIVO
Bankinter	Aa3		ESTABLE	A+		ESTABLE
BBK	A1		ESTABLE	A+		ESTABLE
Caja Murcia	ND			A+		ESTABLE
Bancaja	A2		ESTABLE	A-		ESTABLE
CAM	A2		NEGATIVO	A-		ESTABLE
Caixa Galicia	A2		ESTABLE	BBB+		ESTABLE
Caixa Catalunya	A2		NEGATIVO	BBB+		ESTABLE
Banco Pastor	A2		NEGATIVO	ND		
Caja España	A3		NEGATIVO	A-		NEGATIVO

Puesto que Bancaja tiene un rating A2/A-, la calificación esperada de su emisión de deuda subordinada es de A3/BBB+. Recordemos que el rating teórico de la emisión de deuda senior se sitúa al mismo nivel que el del emisor, la subordinada en la categoría inmediatamente inferior.

3. Definición del marco de análisis: mercado y emisiones comparables

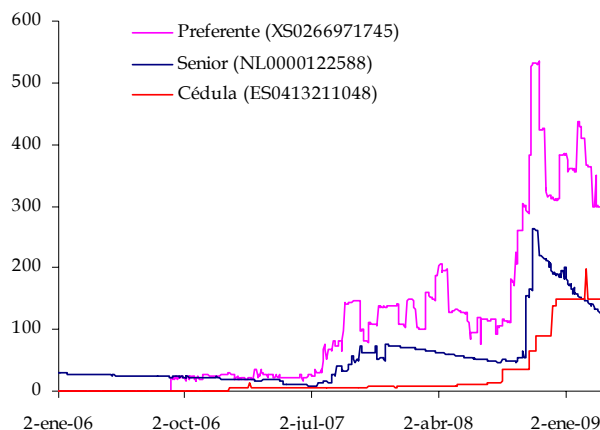
3.1. Situación actual del mercado secundario

El número de nuevas emisiones corporativas privadas en el mercado se ha visto reducido como consecuencia de la crisis de liquidez derivada de la crisis sub-prime americana acontecida en el verano de 2007. Un mercado secundario líquido permite obtener información basada en un amplio consenso que constituye una referencia fundamental sobre el rendimiento descontado de las emisiones en circulación en función de los emisores y sus vencimientos. Sin embargo, la profundidad en el mercado secundario es una condición necesaria para que la información en éste contenida constituya una referencia válida de mercado en términos de valoración. En la actualidad, debido a la profunda crisis de liquidez en la que nos encontramos sumidos, los precios de las emisiones en los mercados secundarios se encuentran totalmente estresados e incorporan primas asociadas a factores que no pueden considerarse de estricta racionalidad económica ni financiera. La distorsión que en términos de información introduce un mercado de estas características, hace que sus cotizaciones no pueden constituir un marco de referencia a efectos de valoración.

Se entiende por liquidez de un activo la cualidad del mismo para ser convertido en dinero de manera inmediata sin pérdida significativa de su valor. Para justificar el argumento de la actual falta de liquidez, se ha escogido una muestra de instrumentos cotizados por distintos contribuidores. Se incluyen en ella títulos con distinto riesgo crediticio que van desde cédulas hipotecarias hasta emisiones preferentes.

En este sentido, para cada instrumento, se ha analizado la evolución de los diferenciales bid-ask y su volatilidad dentro del periodo de muestra considerado. El gráfico que figura a continuación recoge la evolución de la horquilla bid-ask para los tres títulos seleccionados.

Gráfico 1
Evolución del diferencial bid-ask



Tomando como indicador de liquidez el citado diferencial bid-ask, se observa que, a partir de la segunda mitad del año 2007, con los primeros síntomas de la crisis financiera internacional los niveles de las horquillas se incrementan notablemente. Con anterioridad, estos niveles eran significativamente reducidos y no presentaban grandes diferencias entre distintos tipos de activos. A partir de la crisis sub-prime no sólo los niveles de los diferenciales bid-ask sino la diferencia de las horquillas entre distintos tipos de activos ha aumentado significativamente. El máximo de las horquillas se produce en noviembre de 2008 y para el caso de la emisión preferente puede observarse que en los últimos meses el diferencial bid-ask ha registrado una tendencia creciente respecto a la emisión senior y a la cédula hipotecaria.

La observación de la serie histórica de este indicador revela que el mercado se encuentra actualmente en una situación manifiesta de iliquidez. Como consecuencia de esta circunstancia, en la fecha de realización del presente análisis consideramos que deben **descartarse los precios del mercado secundario** de emisiones similares **como referencia de comparación** con la emisión de Bancaja.

3.2. Situación del mercado primario. Emisiones de referencia

Desde la acometida de los planes de rescate por parte del gobierno estadounidense y de los principales gobiernos europeos para el sector bancario, así como las actuaciones de los bancos centrales en política monetaria orientadas a aumentar la liquidez y la confianza del sistema crediticio, las entidades financieras comienzan a ofrecer en el mercado nuevas emisiones. En los últimos meses, en el entorno de la Unión Europea, bancos y cajas de ahorro con distintas calidades crediticias han emitido bonos con distintos grados de

prelación, muchas de ellas cubiertas por los Tesoros públicos como parte de operaciones de recapitalización.

Dentro del universo de emisiones preferentes, de deuda *senior* y deuda subordinada del mercado primario tanto doméstico como europeo encontramos emisiones recientes que constituyen el marco de referencia para nuestro análisis. En las tablas 2 y 3 se describen las características de las emisiones domésticas y europeas, respectivamente.

Tabla 2
Emisiones de participaciones preferentes, deuda *senior* y subordinada en el mercado doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Descripción
Gobierno Español	Aaa/AA+/AAA	Aaa/AA+/AAA	Senior	10/02/2009	30/07/2029	Cupón anual 4.6%
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa1/AA/AA-	Senior	23/01/2009	23/01/2014	Cupón anual 4.875%
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa2/AA-/A+	Subordinada	04/07/2008	04/07/2023	Cupón anual 6.2%
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa3/A+/A	Preferente	30/12/2008	Perpetua	2 años 6.5%, EUR 3M floor 3.5% y cancelable 5º año
Banco Popular	Aa2/AA-/AA	_/_/A+	Preferente	25/03/2009	Perpetua	5 años 6.75%, EUR 3M+150pb floor 4% y cancelable 5º año
Caja Madrid	Aa3/A+/AA-	Aa3e/A+e/AA-e	Senior	28/01/2009	28/07/2010	Cupón anual 3.65%
Banco Sabadell	Aa3/A+/A+	A2/A-/A-	Preferente	24/02/2009	Perpetua	2 años 6.5%, EUR 3M+250pb floor 4.5% y cancelable 5º año
La Caixa	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+	Subordinada	22/01/2009	28/02/2019	1 año 6%, EUR 3M+200pb floor 4%, cap 6.5% y cancelable 5º año
Caja Murcia	_/_/A+	_/_/A	Subordinada	22/12/2008	30/12/2018	Dos cupones 3.10%, EUR 6M+275pb 5 años,+350 a vto y cancelable 5º año
Caja Murcia	_/_/A+	_/_/A	Preferente	02/04/2009	Perpetua	EUR 3M+445pb floor 5.5% y cancelable 5º año
Caja Duero	A2/_/_	A3/_/_	Subordinada	19/12/2008	19/12/2018	EUR 3M+400pb y cancelable 5º año
Banco Pastor	A2/_/_	Baa1/_/_	Preferente	02/04/2009	Perpetua	3 años 7.25%, EUR 3M+460pb floor 6.8% y cancelable 5º año
Caixa Catalunya	A2/_/_A	A3/_/_A-	Subordinada	28/10/2008	18/12/2018	Un cupón 7%, EUR 3M+200pb 5 años,+275pb a vto,floor 4% y cancelable 5º año
Caixanova	A1/_/_A	A3/_/BBB+	Preferente	21/04/2008	Perpetua	EUR 12M+275pb 10 años,+412.5pb a vto y cancelable 10º año
Caixa Galicia	A2/_/BBB+	Baa1/_/BBB-	Preferente	18/05/2009	Perpetua	3 años 7.5%, EUR 3M+515pb floor 6.15% y cancelable 5º año
Caja Granada	_/_/A-	_/_/BBB+	Subordinada	24/12/2008	16/03/2009	1 año al 7%, EUR 6M+300pb 5 años,+375pb a vto y cancelable 5º año

(*) Moody's/S&P/Fitch

Tabla 3
Emisiones de deuda *senior* y subordinada en el mercado europeo

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	País	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Descripción
Intesa SanPaolo	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	IT	Senior	12/12/2008	12/12/2011	Cupón anual 4.60% a 3 años
Veneto Banca	_/_/BBB+/A-	_/_/BBB+/A-	IT	Senior	03/12/2008	03/12/2010	Cupón semestral EUR 6M+133pb a 2 años
Banco Espirito Santo	Aa1/AA+/AA	Aa2/A+/AA	PO	Senior	19/01/2009	19/01/2012	Cupón anual 3.75% a 3 años
BNP Paribas	Aa1/AA+/AA	Aa1/AA+/AA	FR	Senior	16/12/2008	16/12/2013	Cupón anual 5% a 5 años
Deutsche Bank AG	Aa1/A+/AA-	Aa1/A+/AA-	GE	Senior	16/02/2009	16/02/2017	Cupón anual 5.12% a 8 años
Deutsche Bank AG	Aa1/A+/AA-	Aa1e/A+e/AA-e	GE	Subordinada	13/03/2009	13/03/2019	Cupón anual 6% a 10 años y cancelable 5º año
Societe Generale	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	FR	Senior	19/12/2008	19/12/2013	Cupón anual 5.13% a 5 años
HSBC	Aa3/AA/AA	Aa3/AA/AA	FR	Senior	15/01/2009	15/01/2014	Cupón anual 4.88% a 5 años
Natixis	Aa3/A+/A+	Aa3/A+/A+	FR	Senior	15/12/2008	15/12/2009	Cupón trimestral EUR 3M + 60pb a 1 año
Unicredit	Aa3/_/_A+	Aa3/A+/A+e	IT	Senior	14/01/2009	14/01/2014	Cupón anual 5.25% a 5 años

(*) Moody's/S&P/Fitch

Obsérvese que los ratings que figuran en las tablas anteriores corresponden a los otorgados por las citadas agencias de calificación a fecha de emisión, por lo que pueden haber sido objeto de revisión y no estar vigentes actualmente.

Como puede observarse en la tabla 2, la emisión que incorpora un menor riesgo es la emitida por el gobierno español. Dicha emisión debe tomarse como punto de referencia para evaluar cualquier nueva emisión. Puesto que la emisión soberana posee la máxima calificación crediticia, huelga decir que la rentabilidad asociada a la emisión de cualquier entidad financiera española debe estar por encima de ésta.

Asimismo, entre las últimas emisiones del mercado doméstico se encuentran un conjunto de emisiones que por su nivel de riesgo son también de obligatoria referencia para valorar la emisión de Bancaja. Nos referimos a las emisiones de deuda subordinada de Caixa Catalunya, Caja Granada y Caja Duero y las emisiones de participaciones preferentes de Caja Murcia, Banco Pastor, Banco Sabadell y Caixanova.

Finalmente, respecto al análisis del mercado europeo, se observa una heterogeneidad sustancial en cuanto a los niveles de primas implícitas de las distintas emisiones. No obstante, creemos que las siguientes emisiones senior constituyen una referencia al objeto del presente análisis: BNP Paribas, Deutsche Bank, Societe Generale y Unicredit, además de la emisión de deuda subordinada de Deutsche Bank.

El anexo 3 del documento presenta un cuadro con el detalle de las características de las emisiones europeas y españolas en las que se ha apoyado el análisis.

4. Análisis de la emisión de Bancaja

4.1. Valoración de la emisión y de sus comparables

Por las características de la emisión de Bancaja, su metodología de valoración consiste en el descuento de los flujos generados a lo largo de la vida del instrumento, utilizando los tipos forward estimados a partir de la curva cupón cero (CCC) para calcular los cupones flotantes futuros. Por su parte, la CCC se estima a partir de los depósitos y los swaps cotizados en el mercado.

La valoración de la emisión a fecha 26 de marzo de 2009 arroja un resultado de 458 pb (spread implícito *all-in*).

Tabla 4
Emisión de deuda subordinada de Bancaja

Emisor	Rating emisor (*)	Tipo Emisión	Fecha Valoración	Fecha Vencimiento	Spread implícito
Bancaja	A2/A-	Subordinada	26/03/2009	26/03/2019	458 pb

(*) Moody's/Fitch

Para la valoración de las emisiones comparables que no incorporan opcionalidad se utiliza la misma metodología usada para la valoración de la emisión de Bancaja. La valoración de aquéllas comparables que incorporan opcionalidad se ha realizado mediante la utilización de métodos de simulación en árboles trinomiales. Los procesos estocásticos que se simulan son aquellos que recogen el comportamiento de toda la estructura temporal de tipos de interés en modelos de no arbitraje. Para su implementación InterMoney Valora utiliza el modelo de Hull y White.

Dichas metodologías y los inputs necesarios para la valoración de la presente emisión y sus comparables se recogen de forma detallada, respectivamente, en los anexos 1 y 2.

Habiendo valorado todas las emisiones comparables, los resultados se presentan en las tablas 6 y 7.

Tabla 6
Emisiones de deuda *senior*, deuda subordinada y participaciones preferentes en el mercado doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Spread implícito
Gobierno Español	Aaa/AA+/AAA	Aaa/AA+/AAA	Senior	10/02/2009	30/07/2029	90 pb
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa1/AA/AA-	Senior	23/01/2009	23/01/2014	177 pb
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa2/AA-/A+	Subordinada	04/07/2008	04/07/2023	110 pb
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa3/A+/A	Preferente	30/12/2008	Perpetua	102 pb
Banco Popular	Aa2/AA-/AA	_/A/A+	Preferente	XX/03/2009	Perpetua	253 pb
Caja Madrid	Aa3/A+/AA-	Aa3e/A+e/AA-e	Senior	28/01/2009	28/07/2010	125 pb
Banco Sabadell	Aa3/A+/A+	A2/A-/A-	Preferente	24/02/2009	Perpetua	290 pb
La Caixa	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+	Subordinada	22/01/2009	28/02/2019	182 pb
Caja Murcia	_/_/A+	_/_/A	Subordinada	22/12/2008	30/12/2018	298 pb
Caja Murcia	_/_/A+	_/_/A-	Preferente	02/04/2009	Perpetua	475 pb
Caja Duero	A2//_/	A3//_/	Subordinada	19/12/2008	19/12/2018	400 pb
Banco Pastor	A2//_/	Baa1//_/	Preferente	15/04/2009	Perpetua	537 pb
Caixa Catalunya	A2/_/A	A3/_/A-	Subordinada	28/10/2008	18/12/2018	280 pb
Caixanova	A1/_/A	A3/_/BBB+	Preferente	21/04/2008	Perpetua	352 pb
Caixa Galicia	A2/_/BBB+	Baa1/_/BBB-	Preferente	18/05/2009	Perpetua	544 pb
Caja Granada	_/_/A-	_/_/BBB+	Subordinada	24/12/2008	16/03/2009	335 pb

(*) Moody's/S&P/Fitch

Tabla 7

Emisiones de deuda subordinada y senior en el mercado europeo

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	País	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Spread implícito
Intesa SanPaolo	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	IT	Senior	12/12/2008	123 pb
Veneto Banca	_/BBB+/A-	_/BBB+/A-	IT	Senior	03/12/2008	128 pb
Banco Espirito Santo	Aa1/AA+/AA	Aa2/A+/AA	PO	Senior	19/01/2009	115 pb
BNP Paribas	Aa1/AA+/AA	Aa1/AA+/AA	FR	Senior	16/12/2008	160 pb
Deutsche Bank	Aa1/A+/AA-	Aa1/A+/AA-	GE	Senior	16/02/2009	168 pb
Deutsche Bank	Aa1/A+/AA-	Aa1e/A+e/AA-e	GE	Subordinada	13/03/2009	230 pb
Societe Generale	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	FR	Senior	19/12/2008	171 pb
HSBC	Aa3/AA/AA	Aa3/AA/AA	FR	Senior	15/01/2009	178 pb
Natixis	Aa3/A+/A+	Aa3/A+/A+	FR	Senior	24/10/2008	60 pb
Unicredit	Aa3/_/A+	Aa3/A+/A+e	IT	Senior	14/01/2009	212 pb

(*) Moody's/S&P/Fitch

4.2. Análisis de la rentabilidad de la emisión y sus comparables

Del análisis de la rentabilidad y su comparación con las emisiones de referencia se pone de manifiesto que:

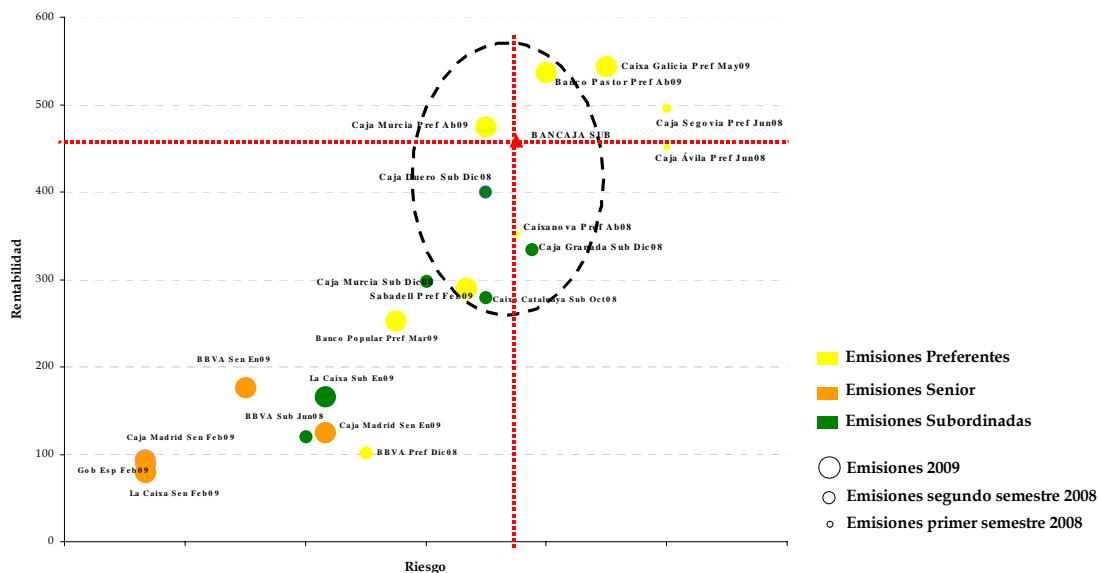
- La rentabilidad de la emisión de deuda española constituye un primer *floor*, 90 pb, superado por la emisión de Bancaja que paga 458 pb.
- Entre las emisiones de deuda senior se encuentran las emisiones de BBVA y Caja Madrid con spreads de 177 y 125 pb, respectivamente. El *floor* que suponen dichas emisiones es superado por la emisión de deuda subordinada objeto de estudio.
- Entre las emisiones de deuda subordinada se encuentra la de Caixa Catalunya con un spread de 280 pb y rating teórico de A2/A-. De igual manera, este *floor* es superado por la subordinada de Bancaja.
- Entre el resto de emisiones de deuda subordinada se encuentran la de Caja Granada y Caja Duero que pagan 335 y 400 pb, respectivamente. La rentabilidad de la emisión de Bancaja es superior a ambas. El rating teórico de la emisión de Caja Granada es BBB+, según la calificación Fitch, y A3 para la de Caja Duero según Moody's. Por su parte, la calificación esperada para la emisión de Bancaja coincide con las calificaciones anteriores, A3/BBB+. La emisión paga una rentabilidad adicional de 123 y 58 pb frente a las emisiones anteriores, respectivamente. Por tanto, para un mismo nivel de riesgo la emisión de Bancaja paga una rentabilidad superior.
- Entre las emisiones de participaciones preferentes se encuentran la de Banco Sabadell, Caixanova, Caja Murcia y Banco Pastor con unas primas

implícitas de 290, 352, 475 y 537 pb, respectivamente. Se observa que la rentabilidad ofrecida por la emisión de Bancaja es superior a la de las dos primeras para niveles de riesgo similares. La emisión de Caja Murcia, por su parte, paga una rentabilidad ligeramente superior pero cuenta con una única calificación crediticia (Fitch) en lugar de las dos de las que dispone Bancaja. A su vez, hay que tener en cuenta que las participaciones preferentes tienen vencimiento a perpetuidad y ésto conlleva un mayor riesgo implícito no contemplado en el propio rating. Por último la emisión de Banco Pastor se sitúa en niveles de rentabilidad superiores, como era de esperar, para un mayor nivel de riesgo asociado. Por tanto, la emisión de deuda subordinada de Bancaja compensa el diferencial de riesgo existente entre las emisiones.

- Respecto a las emisiones europeas, se observa que las emisiones senior de BNP Paribas, Deutsche Bank, Societe Generale y Unicredit, con spreads implícitos de 160, 168, 171 y 212 pb, respectivamente, se encuentran por debajo del spread pagado por la emisión de Bancaja pero con niveles de riesgo todas ellas inferiores al de ésta. Igualmente la rentabilidad de la emisión de deuda subordinada de Deutsche Bank, de 230 pb, se encuentra por debajo para un menor nivel de riesgo.

El gráfico que figura a continuación proporciona una visión global de la situación del mercado primario doméstico en cuanto a la rentabilidad y el riesgo de las emisiones. Para su elaboración, InterMoney Valora ha creado un indicador sintético del riesgo construido a partir de los ratings de cada emisión con el objeto de aunar en una sola medida las calificaciones otorgadas por las diferentes agencias.

Gráfico 2
Mapa Rentabilidad-Riesgo



El análisis del gráfico ratifica lo expuesto en los primeros cuatro puntos anteriores y pone de manifiesto que, respecto al resto de las emisiones la de Bancaja se ubica dentro de la región de elección en la que no existe una emisión alternativa que, *i)* para el mismo nivel de riesgo proporcione una rentabilidad superior y, *ii)* para el mismo nivel de rentabilidad el riesgo asociado a la misma sea menor.

Obsérvese que en el gráfico 2 dentro del área rodeada por la circunferencia negra se encuentran emisiones que para niveles de riesgo crediticio similares pagan rentabilidades inferiores a la de Bancaja, tales como las emisiones de deuda subordinada de Caixa Catalunya, Caja Granada y Caja Duero o las emisiones de participaciones preferentes de Banco Sabadell y Caixanova. Además en dicha área se recogen emisiones de participaciones preferentes como la de Banco Pastor que con un mayor nivel de riesgo paga una rentabilidad superior. La emisión de preferentes de Caja Murcia tiene una rentabilidad ligeramente superior para un menor nivel de riesgo. No obstante, el riesgo medido en función del rating no recoge el mayor riesgo derivado de un vencimiento a perpetuidad frente a un vencimiento a 10 años de la emisión subordinada de Bancaja.

Conclusiones

En el presente estudio InterMoney Valora actúa en calidad de experto independiente con el fin de determinar si las condiciones de la emisión de deuda subordinada de Bancaja, cuya colocación está dirigida al mercado minorista son adecuadas a las actuales circunstancias del mercado.

Sobre la base del análisis realizado, InterMoney Valora considera que la citada emisión presenta un nivel de rentabilidad que se encuentra dentro de un rango de mercado razonable y ajustado a la actual coyuntura de los mercados financieros y al perfil de riesgos del emisor y de la emisión.

El presente trabajo se ha desarrollado en el periodo comprendido entre el 2 de febrero y el 26 de marzo de 2009. La validez de sus resultados y conclusiones está circunscrita estrictamente a la información de mercado y a las emisiones existentes hasta el 26 de marzo de 2009.

Madrid, 30 de marzo de 2009



Ana Castañeda Ortega
Directora General

El presente informe ha sido realizado por InterMoney Valora con propósitos informativos. La información y las opiniones contenidas en él contenidas no constituyen en ningún caso una recomendación, invitación, oferta, solicitud u obligación de inversión, ni asesoramiento jurídico, fiscal o de cualquier tipo sobre la emisión u otra operación financiera.

Cualquier inversor interesado en la Emisión deberá solicitar todo el asesoramiento experto que le fuera preciso obtener en cualquier aspecto financiero, contable, fiscal, legal u otros, al objeto de verificar si los productos financieros que se describen en el informe son acordes a sus objetivos y limitaciones como inversor, así como, en su caso, una valoración independiente y personalizada del producto, sus riesgos y retribuciones. Ni InterMoney Valora, ni su sociedad matriz o sociedades del mismo grupo, ni sus socios y empleados serán responsables de ninguna pérdida financiera ni decisión de cualquier tipo tomada por terceros sobre la base de la información contenida en este informe.

En el informe han sido identificadas las distintas fuentes de información utilizadas en su elaboración. Ni InterMoney Valora, ni su sociedad matriz o sociedades del mismo grupo, ni sus socios y empleados, asumen responsabilidad alguna en relación con la información proporcionada por dichas fuentes.

Toda valoración lleva implícitos factores objetivos y subjetivos. Estos últimos implican juicio y, por lo tanto, los resultados obtenidos constituyen únicamente una referencia, por lo que no es posible asegurar que terceras partes estén necesariamente de acuerdo con las conclusiones del informe.

Los resultados y datos presentados no garantizan el futuro rendimiento y condiciones del mercado, ni son necesariamente indicativos del mismo.

Anexo 1. Metodologías de valoración

El objeto del presente documento es describir la metodología de valoración de instrumentos financieros empleada por InterMoney Valora.

Los modelos de valoración de instrumentos financieros están basados en el cálculo del valor presente de los flujos futuros esperados. Dicho descuento se realiza utilizando lo que se conoce como Curva Cupón Cero (en adelante CCC) que no es sino una estimación de la Estructura Temporal de Tipos de Interés (en adelante, ETTI).

Adicionalmente, cuando los instrumentos tienen asociada opcionalidad es preciso modelar en un contexto de incertidumbre el comportamiento de los subyacentes. Al igual que cuando el instrumento carece de opcionalidad, su valor se obtiene calculando la esperanza del valor descontado de su función de pagos. En algunos instrumentos existen formulas analíticas cerradas para obtener el precio de la opción. Tal es el caso del modelo de Black-Sholes y sus derivados. Sin embargo, en otras ocasiones no existen soluciones cerradas y es necesario utilizar aproximaciones numéricas para calcular el valor razonable de la opción. En estos casos, se utiliza tanto métodos de simulación de Montecarlo como métodos que se apoyan en árboles binomiales o trinomiales para reflejar la evolución del subyacente y su estructura de probabilidad.

Lo que resta del documento esta organizado como sigue. En primer lugar se describen el procedimiento y los modelos de valoración empleados. En segundo lugar se detalla la metodología de estimación de la curva cupón cero empleada por InterMoney Valora. El documento concluye con la descripción de los inputs utilizados en la valoración.

Valoración de instrumentos de renta fija sin opcionalidad

Dentro de este grupo quedan incluidos los bonos con cupón fijo y los bonos con pagos flotantes o FRN's que carezcan, todos ellos, de opcionalidad. El método más apropiado de valoración de estos títulos es el consistente en descontar los pagos del instrumento con la función de descuento.

Conocida la curva cupón cero aplicable al instrumento, la valoración de los bonos con cupón fijo es muy sencilla. Dado que se conoce el valor de los flujos futuros con certidumbre, la valoración consiste simplemente en obtener los factores de descuento aplicable en cada fecha de pago de cupón y calcular el valor presente de los flujos futuros.

Cuando los flujos de un instrumento son variables y están ligados a un tipo de referencia (p.ej. Euribor), estos se estiman a partir de los tipos forward implícitos en la curva cupón cero de los tipos a los que los pagos están referidos. Por tanto la valoración del instrumento consiste en i) estimar los pagos futuros utilizando los tipos forward de la curva de referencia, añadiendo el correspondiente margen aplicable (que viene dado por las características del título) y ii) utilizar los factores de descuento en las fechas de pago utilizando la CCC para calcular el valor presente de los flujos estimados futuros.

Valoración de títulos con opcionalidad simple

Incluimos en este grupo todos aquellos títulos cuya opcionalidad puede valorarse utilizando fórmulas analíticas cerradas. Constituyen un ejemplo de este tipo de activos los siguientes instrumentos:

- Bonos con opción de cancelación única.
- Caps, floors, collars, etc.

La valoración de la opción se realiza utilizando la fórmula analítica que se considere adecuada. En la mayoría de los casos estas expresiones están basadas en los modelos de Black-Scholes, Black '76 o alguna variante de los anteriores.

Valoración de títulos de renta fija con opcionalidad compleja o con cupones no lineales en la estructura de tipos

Para la valoración de este tipo de instrumentos con presencia de opcionalidad compleja o donde la no linealidad de los cupones no pueda ser resuelta por medio de fórmula analítica, resulta necesaria la utilización de un modelo de tipos de interés que nos proporcione información sobre la evolución esperada de la estructura temporal de tipos. En InterMoney Valora, recurrimos a un árbol de simulaciones de tipos de interés calibrado a partir de la volatilidad que cotiza el mercado y la ETTI de acuerdo con la metodología Hull-White. Ésta es una extensión del modelo propuesto por Vasicek, el cual asume que el proceso para el tipo de interés a corto plazo, r , se comporta de la siguiente manera:

$$d(r) = [\theta(t) - ar] + \sigma dz$$

donde a es el parámetro que indica la reversión a la media, σ es la volatilidad instantánea del tipo a corto plazo, $\theta(t)$ es una función del tiempo que asegura la consistencia del modelo con la estructura temporal de tipos de interés observada en el mercado en un momento dado, y dz es un proceso de Wiener.

Para valorar estos títulos se estiman en primer lugar, a partir de cotizaciones de las volatilidades de los caps y swaptions, los argumentos del modelo: volatilidad del tipo a corto plazo (subyacente del modelo) y el parámetro que indica la reversión a la media del proceso. Posteriormente se construye un árbol trinomial, que no es sino una representación discreta en el tiempo del proceso estocástico para el tipo de interés a corto plazo. Dicho árbol permite calcular los pagos contingentes en cada nodo y valorar, en su caso, la opción calculando el valor esperado de los mismos.

En resumen, para la valoración de este tipo de instrumentos el procedimiento puede estructurarse en tres fases: en la primera estimamos los parámetros que caracterizan al proceso estocástico seguido por los tipos de interés a partir de las volatilidades de los caps cotizadas en el mercado. En la segunda construimos un árbol de simulaciones de dichos tipos de interés de modo consistente con la estructura temporal de tipos de cada momento del tiempo. Y en la tercera calculamos los pagos en cada nodo del árbol y los vamos descontando de forma recursiva según la probabilidad de alcanzar cada uno de los nodos. Al tiempo que vayamos descontando en el árbol iremos obteniendo el valor de la opcionalidad de cancelación.

Estimación de la Curva Cupón Cero

La estructura temporal de los tipos de interés es la relación existente, en un momento del tiempo, entre los tipos de interés y el plazo de los mismos. La representación gráfica de dicha relación recibe el nombre de curva cupón cero (CCC).

El conocimiento de la estructura temporal de tipos de interés (ETTI) tiene múltiples aplicaciones, entre las cuales tiene especial importancia su utilización en la economía financiera, puesto que permite valorar múltiples activos financieros y diseñar estrategias de inversión o de cobertura.

Desafortunadamente, la ETTI no se observa directamente, ya que los tipos de interés que la componen han de recoger exclusivamente la relación entre el tipo de interés y el plazo. Los tipos observados en los activos que cotizan en el mercado reflejan efectos distintos del plazo, tales como la cuantía y la estructura de pago de los cupones entre otros. Por lo tanto, la obtención de la ETTI requiere, en general, una estimación que elimine las características específicas de los activos considerados. Además la ETTI debe estimarse con instrumentos financieros que sean homogéneos en lo referente a su fiscalidad, liquidez y riesgo de crédito.

La estimación de la estructura temporal de tipos de interés ha sido objeto de una atención creciente en la literatura económica de las últimas décadas, distinguiéndose en la actualidad dos grupos metodológicos: métodos no

econométricos o recursivos y métodos econométricos que estiman la función de descuento.

El método que se sigue en InterMoney Valora se encuadra dentro aquellos que estiman la función de descuento y se puede describir del siguiente modo. Para una divisa, se obtienen precios de mercado de un conjunto de tipos monetarios publicados por la British Bankers' Association y tipos swap tomados de Bloomberg a las 17 horas. A partir de estos tipos, mediante el método recursivo se obtiene la función de descuento para los diferentes horizontes, interpolándose cuando sea necesario. Una vez que se obtiene esta curva "discreta" se procede a estimar los parámetros de la curva, según la parametrización de Svensson, de tal manera que el tipo cupón cero es función de estos seis parámetros y del tiempo a vencimiento según la ecuación:

$$r(t) = \beta_0 + (\beta_1 + \beta_2) \frac{\tau_1}{t} \left(1 - \exp\left(-\frac{t}{\tau_1}\right) \right) - \beta_2 \exp\left(-\frac{t}{\tau_1}\right) + \beta_3 \frac{\tau_2}{t} \left(1 - \exp\left(-\frac{t}{\tau_2}\right) \right) - \beta_3 \exp\left(-\frac{t}{\tau_2}\right)$$

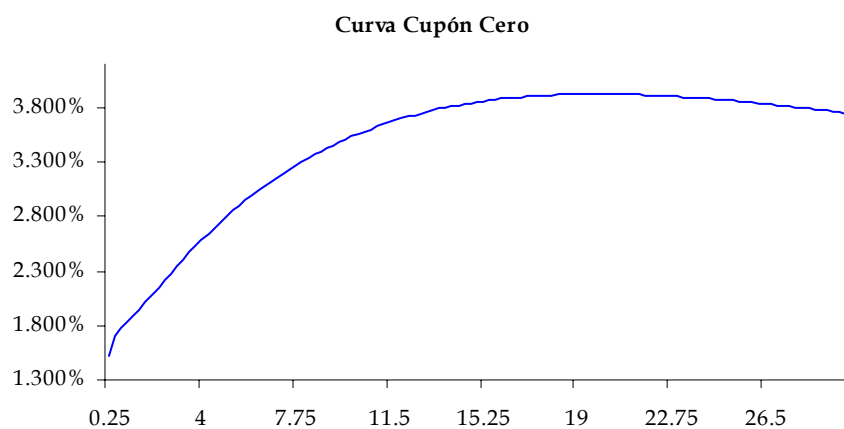
Anexo 2. Inputs de valoración

Fecha Valor: 26 de marzo de 2009.

Para la estimación de la curva cupón cero se ha seguido el modelo tipo Svensson tomando las siguiente tasas de rendimiento observadas en el mercado:

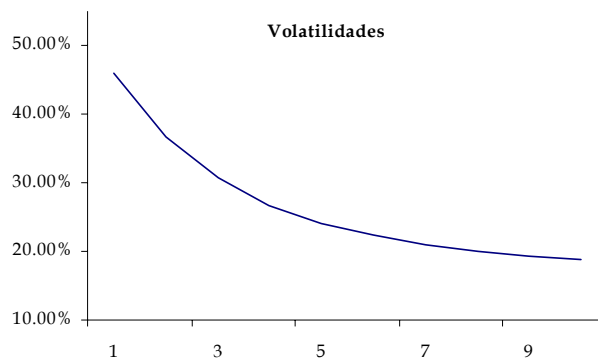
Money Market		Tipos Swap	
O/N	0.874%	2Y	1.970%
1W	1.006%	3Y	2.315%
1M	1.151%	4Y	2.593%
2M	1.349%	5Y	2.812%
3M	1.533%	6Y	3.000%
4M	1.614%	7Y	3.157%
5M	1.661%	8Y	3.282%
6M	1.705%	9Y	3.392%
9M	1.783%	10Y	3.492%
12M	1.855%	12Y	3.665%
		15Y	3.853%
		20Y	3.943%
		25Y	3.852%
		30Y	3.740%
		40Y	3.572%
		50Y	3.520%

La estimación de la curva cupón cero se obtiene mediante un ajuste por mínimos cuadrados de las tasas de rendimiento teóricas a las observadas en el mercado. La curva resultante se muestra gráficamente a continuación:



Además, la siguiente tabla muestra las volatilidades cap utilizadas para la calibración y valoración de los instrumentos que han sido objeto de análisis a lo largo del documento.

Plazo	Tipo ATM	Volatilidad
1	1.5210	45.90%
2	1.9700	36.60%
3	2.3150	30.60%
4	2.5930	26.60%
5	2.8120	24.00%
6	3.0000	22.30%
7	3.1570	21.00%
8	3.2820	20.10%
9	3.3920	19.40%
10	3.4920	18.80%



Por último, los parámetros de Hull-White necesarios en la valoración son:

a	Sigma
0.13682	0.01047

Anexo 3. Emisiones recientes en el mercado español y europeo

Emisor	BdE	La Caixa	BBVA	BBVA	BBVA	Banco Popular	Caja Madrid	Banco Sabadell	La Caixa
Rating emisor (*)	Aaa/AA+/AAA	Aa1/AA-/AA-	Aa1/AA/AA-	Aa1/AA/AA-	Aa1/AA/AA-	Aa2/AA-/AA	Aa3/A+/A+	Aa3/A+/A+	Aa1/AA-/AA-
Rating emisión (*)	Aaa/AA+/AAA	Aaa/AA+/AAA	Aa1/AA/AA-	Aa2/AA-/A+	Aa3/A+/A	_/A/A+	Aa3e/A+e/AA+	A2/A-/A-	-
Tipo Emisión	Senior	Senior Garantizado	Senior	Subordinada	Preferente	Preferente	Senior	Preferente	Subordinada
Fecha Emisión	10/02/2009	03/02/2009	23/01/2009	04/07/2008	30/12/2008	XX/03/2009	28/01/2009	24/02/2009	22/01/2009
Fecha Vencimiento	30/07/2029	03/02/2012	23/01/2014	04/07/2023	Perpetua	Perpetua	28/07/2010	Perpetua	28/02/2019
Frec pago	anual	anual	anual	anual	trimestral	trimestral	anual	trimestral	trimestral
Cupón fijo anual	4.60%	3.38%	4.88%	6.20%	6.50%	6.75%	3.65%	6.50%	6.00%
Duración cupón fijo	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento	2 años	5 años	vencimiento	2 años	1 año
Cupón vble	-	-	-	-	EUR 3M	EUR 3M	-	EUR 3M	EUR 3M
Margen	-	-	-	-	0 pb	150 pb	-	250 pb	200 pb
Fecha	-	-	-	-	vencimiento	vencimiento	-	vencimiento	vencimiento
Cancelación	-	-	-	-	5º año	5º año	-	5º año	5º año
Floor	-	-	-	-	3.50%	4.00%	-	4.50%	4.00%
Duración floor	-	-	-	-	vencimiento	vencimiento	-	vencimiento	vencimiento
Cap	-	-	-	-	-	-	-	-	6.50%
Duración cap	-	-	-	-	-	-	-	-	vencimiento
Spread implícito	90 pb	80 pb	177 pb	109 pb	102 pb	253 pb	125 pb	290 pb	166 pb

(*) Moody's/S&P/Fitch

Emisor	Caja Murcia	Caja Murcia	Caja Duero	Banco Pastor	Caixa Catalunya	Caixanova	Caixa Galicia	Caja Granada
Rating emisor (*)	_/_/A+	_/_/A+	_/_/A-	A2/_/_	A2/_/A	A1/_/A	A2/_/BBB+	_/_/A-
Rating emisión (*)	_/_/A	_/_/A-	-	Baa1/_/_	A3/_/A-	A3/_/BBB+	Baa1/_/BBB-	_/_/BBB+
Tipo Emisión	Subordinada	Preferente	Subordinada	Preferente	Subordinada	Preferente	Preferente	Subordinada
Fecha Emisión	22/12/2008	15/04/2009	19/12/2008	02/04/2009	28/10/2008	21/04/2008	18/05/2009	24/12/2008
Fecha Vencimiento	30/12/2018	Perpetua	19/12/2018	Perpetua	18/12/2018	Perpetua	Perpetua	16/03/2009
Frec pago	trimestral	trimestral	trimestral	trimestral	trimestral	anual	trimestral	semestral
Cupón fijo anual	3.10%	-	-	7.25%	7.00%	-	7.50%	7.00%
Duración cupón fijo	30/06/2009	-	-	3 años	18/12/2009	-	3 años	16/03/2009
Cupón vble	EUR 6M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 12M	EUR 3M	EUR 6M
Margen	275 pb/350 pb	445 pb	400 pb	460 pb	200 pb/275 pb	275 pb/412.5 pb	515 pb	300 pb/375 pb
Fecha	5 años/vto	vencimiento	vencimiento	vencimiento	5 años/vto	10 años/vto	vencimiento	5 años/Vto
Cancelación	5º año	5º año	5º año	5º año	01/12/2013	10º año	-	5º año
Floor	-	5.50%	-	6.80%	4.00%	-	6.15%	-
Duración floor	-	vencimiento	-	vencimiento	vencimiento	-	6º año-vto	-
Cap	-	-	-	-	-	-	-	-
Duración cap	-	-	-	-	-	-	-	-
Spread implícito	298 pb	475 pb	400 pb	537 pb	280 pb	352 pb	544 pb	335 pb

(*) Moody's/S&P/Fitch

Emisor	B. Espirito Santo	Deutsche Bank	Deutsche Bank	Credit Suisse	Intesa SanPaolo	Societe Generale	HSBC	DZ Bank	Unicredit	Veneto Banca
Rating emisor (*)	Aa1/AA+/AA	Aa1/A+/AA-	Aa1/A+/AA-	Aa1/A+/AA-	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	Aa3/AA/AA	Aa3/A+/A+	Aa3/_/A+	_/BBB+/A-
Rating emisión (*)	A1/_/_	_/AA-e/AA-e	Aa1e/A+e/AA-e	Aa1/A+/AA-	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	Aa3/AA/AA	Aa3/_/A+	Aa3/A+/A+e	_/BBB+/A-
País	PO	GE	GE	SZ	IT	FR	FR	GE	IT	IT
Tipo Emisión	Subordinada	Senior	Subordinada	Senior	Senior	Senior	Senior	Senior	Senior	Senior
Fecha Emisión	11/12/2008	30/12/2008	13/03/2009	16/12/2008	12/12/2008	19/12/2008	15/01/2009	01/12/2008	14/01/2009	03/12/2008
Fecha Vencimiento	11/12/2018	30/12/2013	13/03/2019	16/05/2014	12/12/2011	16/12/2013	15/01/2014	01/12/2011	14/01/2014	03/12/2010
Frec pago	trimestral	anual	anual	anual	anual	anual	anual	anual	anual	semestral
Cupón fijo anual	-	4.25%	6.00%	6.13%	4.60%	5.13%	4.88%	4.25%	5.25%	-
Duración cupón fijo	-	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento	-
Cupón vble	EUR 3M	-	-	-	-	-	-	-	-	EUR 6M
Margen	100 pb	-	-	-	-	-	-	-	-	133 pb
Fecha	vencimiento	-	-	-	-	-	-	-	-	vencimiento
Cancelación	5º año	-	5º año	-	-	-	-	-	-	-
Floor	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Duración floor	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Spread implícito	97 pb	104 pb	230 pb	249 pb	123 pb	175 pb	178 pb	105 pb	212 pb	128 pb

(*) Moody's/S&P/Fitch